下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

业绩综述：白酒深度出清，大众品盈利分化

华泰研究

2026 年 9 月 01 日 | 中国内地　　专题研究

食品	增持（维持）
饮料	增持（维持）

王可欣　研究员
SAC No. S0570524020001　wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215　+(86) 21 2897 2228

倪欣雨　研究员
SAC No. S0570523080004　nixinyu@htsc.com
SFC No. BVQ058　+(86) 21 2897 2228

宋英男　研究员
SAC No. S0570523100004　songyingnan@htsc.com
SFC No. BVO704　+(86) 21 2897 2228

胡东*　研究员
SAC No. S0570526070004　hudong024041@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

26Q2 板块业绩持续分化：白酒板块 26Q2 进入深度出清阶段，酒企主动控货去库、释放渠道压力，收入及利润降幅环比扩大；啤酒 26Q2 需求承压但结构升级延续、扣非净利率同比提升；乳制品 26Q2 收入平稳增长，板块核心经营利润保持正增，期待 26H2 原奶周期走向供需平衡；饮料受天气因素影响 26Q2 收入环比降速，竞争加剧的背景下板块盈利承压；休闲食品淡季整体平淡，龙头聚焦渠道调整、费效比提升；调味品 26Q2 淡季需求平淡，成本改善支撑盈利；速冻食品淡季需求平稳，新渠道贡献结构性亮点，收入表现优于利润。

白酒：压力深度释放，板块深度出清

CS 白酒板块 26Q2 营收/归母/扣非净利同比-17.0%/-21.4%/-22.4%，26Q2 压力加速释放，主因传统淡季叠加政商务需求恢复偏慢，酒企进一步控货去库、释放渠道压力。行业呈 K 型分化，极致品牌及 100-300 元大众宴席价格带韧性相对更强，腰部次高端承压最深；酒企经营重心由规模和回款转向真实动销、渠道利润与消费者培育。关注出清质优、底部反转的龙头标的，推荐**贵州茅台/迎驾贡酒/今世缘/古井贡酒/金徽酒/山西汾酒**。

啤酒：Q2 需求承压，结构升级延续

CS 啤酒板块 26Q2 营收/归母/扣非净利同比-2.6%/+3.5%/+4.8%。26Q2 行业多雨天气、餐饮需求偏淡导致全国性酒企销量显著承压，珠江啤酒与燕京啤酒通过份额提升实现优于行业的销量增长。利润端，26Q2 龙头成本压力普遍大于 Q1，核心在于 PET 与运费成本上涨、规模效应减弱，龙头积极进行内部降本增效、依托大单品进行结构升级，带动 26Q2 板块扣非净利率同比+1.5pct。推荐中高档大单品持续放量的**燕京啤酒**，关注高股息标的**青岛啤酒股份/华润啤酒**。

乳制品：收入平稳增长，期待 26H2 原奶周期走向供需平衡

CS 乳制品板块 26Q2 营收/归母/扣非净利同比+1.9%/-65.4%/-72.1%，收入端液奶消费延续弱复苏趋势、龙头企业液奶收入恢复正增长，但板块利润大幅下滑，主因乳企龙头伊利于 26Q2 存在一次性因素拖累，剔除非经营性的影响因素后、板块核心经营利润保持正增。展望来看，原奶供给端持续去化&需求端弱复苏之下，26H2 原奶周期有望走向供需平衡、原奶价格有望企稳回升，上游牧场的盈利弹性或持续释放，下游乳企的竞争费用亦有望收敛。推荐下游乳企龙头**伊利股份/蒙牛乳业**及上游牧业龙头**优然牧业/现代牧业**。

饮料：26Q2 收入环比降速，竞争加剧的背景下盈利有所承压

CS 软饮料板块 26Q2 营收/归母/扣非净利同比+10.6%/+6.4%/+0.4%，受天气因素影响，消费者出行需求减少，软饮料板块 26Q2 收入环比增速放缓，叠加 PET 等原材料价格上涨明显、行业竞争加剧，多数厂家的折扣促销及费用投放力度加大，26Q2 板块扣非净利率有所承压。展望来看，出行需求带动下、我们认为软饮料行业仍然具备一定的成长性，新品趋势与行业竞争格局的潜在变动值得关注，推荐高股息标的**统一企业中国/康师傅控股**、以及收入&利润均维持稳健增长的**农夫山泉**。

休闲食品：淡季整体平淡，龙头聚焦渠道调整

CS 休闲食品板块 26Q2 营收/归母/扣非净利同比+0.6%/-58.0%/+9.9%。淡季需求偏弱叠加爆款新品与新渠道贡献减弱，收入平稳；棕榈油等成本有所上涨，企业主动调整费用投入、收缩低盈利渠道投入，费效比提升，Q2 扣非净利率同比+0.2pct。期待中秋国庆旺季需求催化，推荐健康食品龙头**西麦食品/五谷磨房**、受益电商调整接近尾声/魔芋成本逐步下行的**盐津铺子**；以及新渠道持续放量的**洽洽食品**。

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
优然牧业	9858 HK	9.36	买入
五谷磨房	1837 HK	2.54	买入
现代牧业	1117 HK	2.62	买入
西麦食品	002956 CH	27.00	买入
华润啤酒	291 HK	27.51	买入
蒙牛乳业	2319 HK	25.65	买入
山西汾酒	600809 CH	169.00	买入
盐津铺子	002847 CH	62.80	买入
迎驾贡酒	603198 CH	54.81	买入
贵州茅台	600519 CH	1,683.50	买入
农夫山泉	9633 HK	53.41	买入
青岛啤酒股份	168 HK	51.54	买入
燕京啤酒	000729 CH	14.60	买入
古井贡酒	000596 CH	127.47	买入
伊利股份	600887 CH	33.39	买入
中炬高新	600872 CH	23.00	买入
统一企业中国	220 HK	9.11	买入
康师傅控股	322 HK	14.71	买入
今世缘	603369 CH	35.46	买入
千禾味业	603027 CH	8.91	买入
洽洽食品	002557 CH	21.96	买入
海天味业	3288 HK	39.37	增持
海天味业	603288 CH	40.61	增持
金徽酒	603919 CH	20.54	增持

资料来源：华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

调味品：需求平淡，成本上涨，二梯队龙头改革成果显著

CS 调味品板块 26Q2 营收/归母/扣非净利同比+7.7%/+8.1%/+1.4%。Q2 淡季需求环比有所走弱，中炬/千禾等二梯队龙头依托低基数与新产品/新渠道拓展实现弹性增长。利润端，Q2 大豆、包材等成本上涨，叠加竞争费用增加，最终扣非净利率同比-1.0pct。推荐新渠道/新产品持续拓展的千禾味业/中炬高新，关注龙头地位稳固，份额持续提升的**海天味业 A/H**。

速冻食品：淡季表现平稳，新渠道贡献结构性亮点

CS 速冻食品板块 26Q2 营收/归母/扣非净利同比+8.8%/-5.8%/-7.0%，26Q2 进入传统淡季，板块收入增速环比回落但维持正增长、需求整体平稳；利润端，部分原材料价格出现波动，26H1 龙头企业的成本控制能力维持优势地位，淡季行业竞争延续平稳态势，速冻食品龙头安井 26Q2 存在一次性商誉减值，对板块盈利能力产生影响。我们认为，速冻食品行业的竞争由价格战转向产品、渠道、供应链等综合实力的比拼，山姆会员店、量贩零食、线上渠道及定制化 B 端等新渠道贡献结构性增量，龙头集中度有望持续提升。

风险提示：宏观经济增长不达预期，行业竞争加剧，食品安全问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

白酒：压力深度释放，板块深度出清 5
业绩表现：26Q2 压力加速释放，行业深度出清 5
结构维度：行业分化显著，大众价格带韧性凸显 7
思考与展望：K 型分化延续，关注双节修复与现金流表现 10
啤酒：需求承压，升级延续 11
乳制品：收入平稳增长，期待 26H2 原奶周期走向供需平衡 13
饮料：26Q2 收入环比降速，竞争加剧的背景下盈利有所承压 16
休闲食品：淡季龙头聚焦渠道调整，期待旺季催化 19
调味品：淡季需求平淡，Q2 成本压力有一定攀升 21
速冻食品：淡季表现平稳，新渠道贡献结构性亮点 23
风险提示 30

图表目录

图表 1： 2015-2026H1 白酒行业营业收入及同比增速情况 5
图表 2： 2015-2026H1 白酒行业扣非净利润及同比增速情况 5
图表 3： 白酒行业营业收入单季度同比增速 5
图表 4： 白酒行业扣非净利润单季度同比增速 5
图表 5： 2015-2026H1 白酒板块毛利率情况 6
图表 6： 2015-2026H1 白酒板块扣非净利率情况 6
图表 7： 21Q2-26Q2 白酒板块单季度毛利率情况 6
图表 8： 21Q2-26Q2 白酒板块单季度扣非净利率情况 6
图表 9： 2017-2026H1 白酒上市公司合同负债及增速 7
图表 10： 26Q2 末白酒企业合同负债占行业总额情况 7
图表 11： 21Q2-26Q2 白酒分价格带营收同比增速情况 8
图表 12： 21Q2-26Q2 白酒分价格带归母净利同比增速情况 8
图表 13： 21Q2-26Q2 白酒分价格带毛利率 8
图表 14： 21Q2-26Q2 白酒分价格带归母净利率 8
图表 15： 21Q2-26Q2 白酒分价格带合同负债情况（亿元） 9
图表 16： 26H1 上市白酒企业财务数据（亿元） 9
图表 17： 26Q2 上市白酒企业财务数据（亿元） 10
图表 18： 啤酒板块收入及同比增速情况（右轴） 11
图表 19： 啤酒板块扣非归母净利及同比增速情况（右轴） 11
图表 20： 26H1/26Q2 龙头酒企量价及毛利同比增速表 11
图表 21： CS 啤酒板块单季度毛利率变动情况 12
图表 22： CS 啤酒板块单季度费用率变动情况 12
图表 23： 26H1 上市啤酒企业财务数据（单位：亿元） 12

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24： 26Q2 上市啤酒企业财务数据（单位：亿元）.....12
图表 25： 乳制品板块单季度营收同比增速情况.....13
图表 26： 乳制品板块单季度扣非净利同比增速情况.....13
图表 27： 乳制品板块单季度收入期间费用率情况.....13
图表 28： 乳制品板块单季度扣非净利率情况.....13
图表 29： 26H1 A 股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元）.....14
图表 30： 26Q2 A 股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元）.....15
图表 31： 26H1 港股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元）.....15
图表 32： 软饮料行业收入同比增速情况.....16
图表 33： 软饮料行业扣非净利同比增速情况.....16
图表 34： 软饮料板块单季度期间费用率.....17
图表 35： 软饮料板块单季度扣非归母净利率.....17
图表 36： 26H1 上市 A 股软饮料企业财务数据（单位：亿元）.....17
图表 37： 26Q2 上市 A 股软饮料企业财务数据（单位：亿元）.....17
图表 38： 26H1 港股上市软饮料企业财务数据（单位：亿元）.....18
图表 39： 休闲食品行业收入同比增速情况.....19
图表 40： 休闲食品行业扣非净利同比增速情况.....19
图表 41： 休闲食品板块单季度毛利率&期间费用率.....19
图表 42： 休闲食品板块单季度扣非归母净利率.....19
图表 43： 26H1 上市休闲食品企业财务数据（单位：亿元）.....20
图表 44： 26Q2 上市休闲食品企业财务数据（单位：亿元）.....20
图表 45： 调味品板块单季度营收同比增速情况.....21
图表 46： 调味品板块单季度扣非净利同比增速情况.....21
图表 47： 调味品板块单季度毛利率及期间费用率（右轴）情况.....21
图表 48： 调味品板块扣非净利率情况.....21
图表 49： 26H1 上市调味品企业财务数据（单位：亿元）.....22
图表 50： 26Q2 上市调味品企业财务数据（单位：亿元）.....22
图表 51： 速冻食品板块收入同比增速情况.....23
图表 52： 速冻食品板块扣非归母净利同比增速情况.....23
图表 53： 速冻食品板块单季度期间费用率情况.....24
图表 54： 速冻食品板块单季度扣非净利率情况.....24
图表 55： 26H1 上市速冻食品企业财务数据（单位：亿元）.....24
图表 56： 26Q2 上市速冻食品企业财务数据（单位：亿元）.....24
图表 57： 重点公司推荐一览表.....25
图表 58： 重点推荐公司最新观点.....25

下载日志已记录，仅供内部参考

白酒：压力深度释放，板块深度出清

业绩表现：26Q2 压力加速释放，行业深度出清

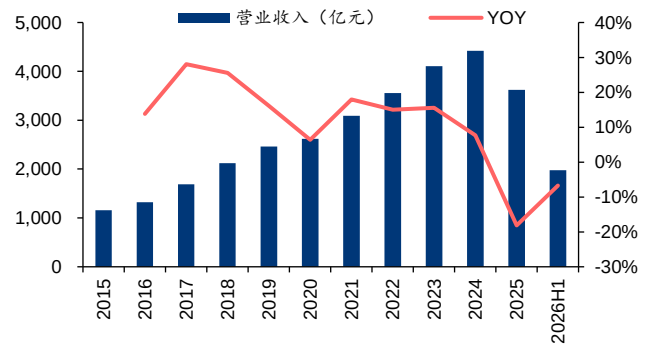
26Q2 白酒板块收入/归母净利/扣非净利 652.7/210.5/205.8 亿元，同比-17.0%/-21.4%/-22.4%。26Q2 收入增速环比 26Q1 下降 16.3pct，主因传统淡季叠加政商务需求恢复偏慢，酒企进一步控货去库、释放渠道压力；26Q2 扣非净利增速环比 26Q1 下降 20.6pct，较 25Q2 下降 14.6pct，主因收入收缩、产品结构下移及渠道与消费者费用投放增加。与此同时，26Q2 销售回款同比-28.0%，弱于收入端表现，反映渠道回款与补库更趋谨慎。

收入端，26H1 CS 白酒板块（下同，所有板块均采用中信行业分类）营业收入 1978.9 亿元，同比-6.7%，其中 26Q2 白酒板块营业收入 652.7 亿元，同比-17.0%；剔除顺鑫农业后 26H1/26Q2 CS 白酒板块收入 1940.9/638.8 亿元，同比-6.5%/-17.4%。

利润端，26H1 CS 白酒板块实现归母净利/扣非净利 731.0/725.0 亿元，同比-8.3%/-8.7%，其中 26Q2 归母净利/扣非净利 210.5/205.8 亿元，同比-21.4%/-22.4%；剔除顺鑫农业后 26H1 CS 白酒板块归母净利/扣非净利 730.6/724.6 亿元，同比-8.2%/-8.6%；剔除顺鑫农业后，26Q2 白酒板块归母净利/扣非净利 211.2/206.6 亿元，同比-21.5%/-22.4%。

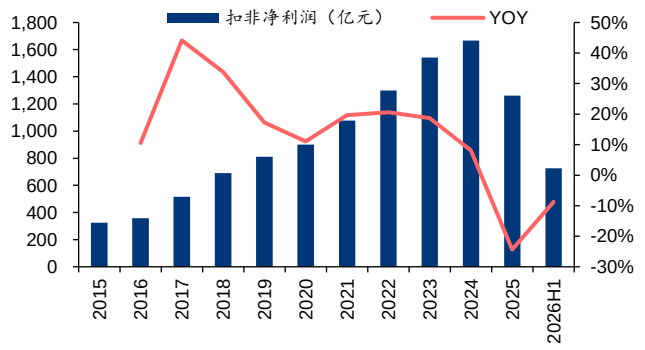
26 年以来行业延续弱复苏，二季度进入传统淡季，政商务消费场景仍偏弱，酒企主动控制发货并加快库存出清。当前渠道库存绝对值边际下降、核心价盘逐步趋稳，100-300 元大众宴席及日常消费需求韧性相对更强，今世缘、迎驾贡酒、金徽酒等大众价格带产品表现靠前；部分高端和次高端产品仍受商务需求、渠道周转和价格体系影响。展望 26H2，低基数有利于部分酒企收入降幅逐步收窄，但需求恢复强度、核心产品批价和销售回款仍是关键。**我们认为，酒企经营重心正由规模和回款转向真实动销、渠道利润与消费者培育，短期报表调整有助于下一轮增长重建健康基础。临近中秋国庆，市场预期相对谨慎，若宴席、礼赠等场景边际改善，板块动销与估值有望同步修复。**

图表1：2015-2026H1 白酒行业营业收入及同比增速情况



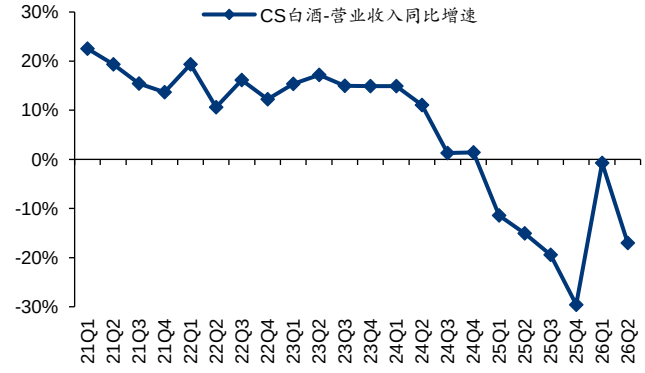
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：2015-2026H1 白酒行业扣非净利润及同比增速情况



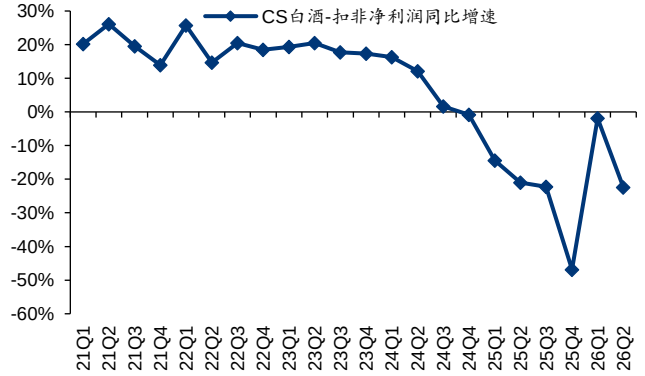
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：白酒行业营业收入单季度同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：白酒行业扣非净利润单季度同比增速



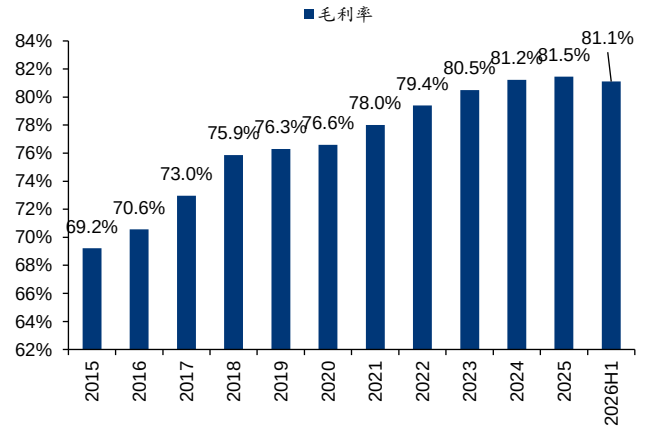
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

26H1 毛利率同比-0.4pct，终端及渠道费用投放加大使得 26H1 期间费用率同比+1.8pct，税金及附加比率同比+1.2pct，最终 26H1 白酒板块扣非净利率同比-0.8pct。外部需求偏弱、次高端及高端非标产品结构承压，使得 26H1 白酒板块毛利率同比-0.4pct 至 81.1%；26H1 期间费用率为 15.7%，同比+1.8pct，主要系酒企在去库存阶段加大终端动销、开瓶培育及渠道维护投入；26H1 税金及附加占营收比重为 16.0%，同比+1.2pct；最终 26H1 扣非净利率同比-0.8pct 至 36.6%。

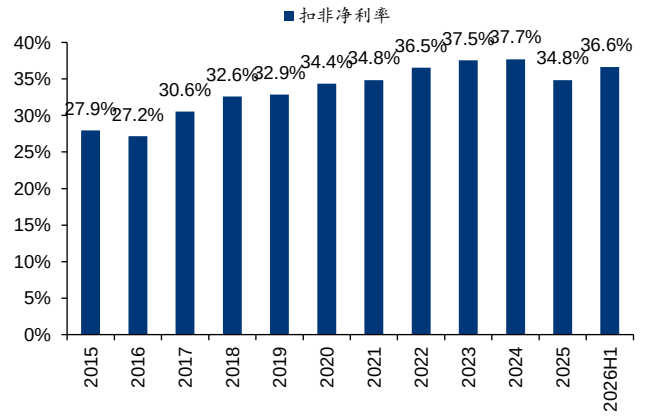
26Q2 白酒板块毛利率/扣非净利率同比-0.4/-2.2pct；环比来看，产品结构优化速度环比放缓，26Q2 毛利率环比有所调整下行，叠加酒企注重终端动销、费投加大，期间费用率环比提升，26Q2 白酒板块毛利率/扣非净利率环比-0.5/-7.6pct。26Q2 白酒板块毛利率同比-0.4pct 至 80.8%，期间费用率同比+4.0pct 至 20.9%，税金及附加占营收比重同比-1.9pct 至 16.9%，最终 26Q2 扣非净利率同比-2.2pct 至 31.5%，板块盈利能力承压。环比来看，26Q2 白酒板块毛利率环比-0.5pct，期间费用率环比+7.7pct，税金及附加占营收比重环比+1.4pct，消费整体呈现弱复苏的背景下，毛利率环比调整下行，叠加期间费用率和税金及附加环比大幅提升、共同导致 26Q2 白酒板块扣非净利率环比-7.6pct，板块盈利能力环比有所下滑。

图表5：2015-2026H1 白酒板块毛利率情况



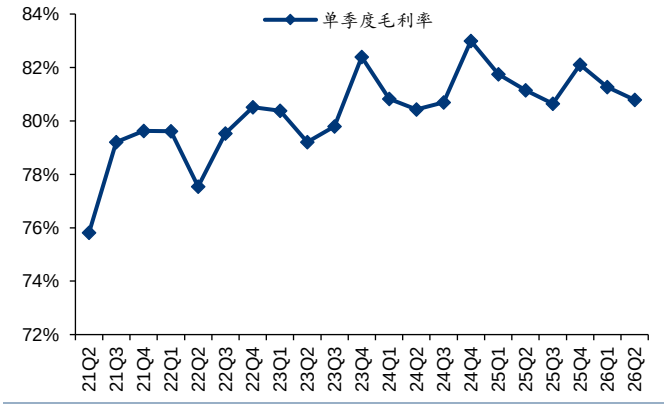
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：2015-2026H1 白酒板块扣非净利率情况



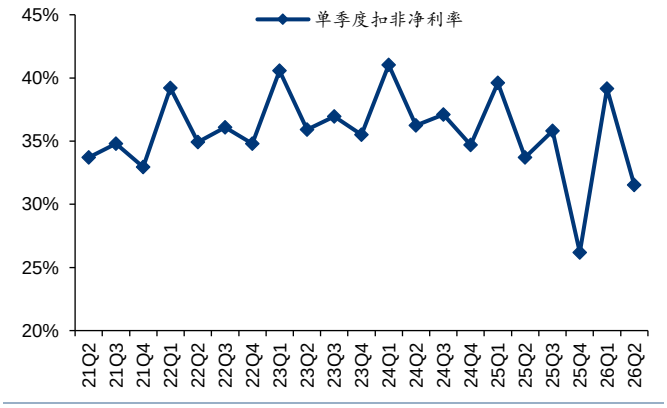
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：21Q2-26Q2 白酒板块单季度毛利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表8：21Q2-26Q2 白酒板块单季度扣非净利率情况

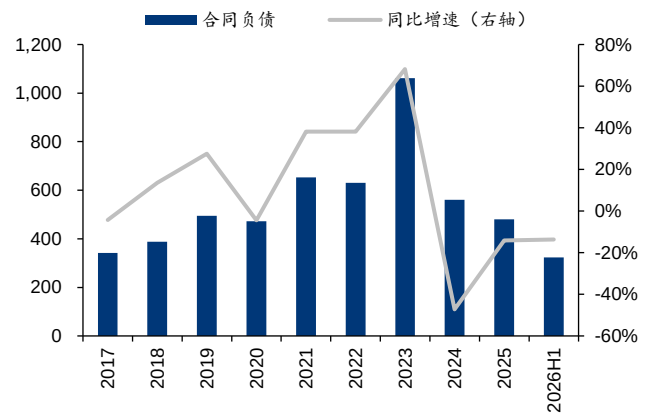


资料来源：Wind，华泰研究

26Q2 末 CS 白酒板块合同负债为 323.8 亿元，同比 25Q2 末-13.6%，环比 26Q1 末-22.6%，系部分酒企 26Q2 淡季期间注重终端动销的同时积极出清库存，调整渠道铺货节奏。26H1/26Q2 CS 白酒板块共实现销售回款 2001.5/757.1 亿元，同比-22.5%/-28.0%，26H1 和 26Q2 的销售回款增速均弱于收入端表现。

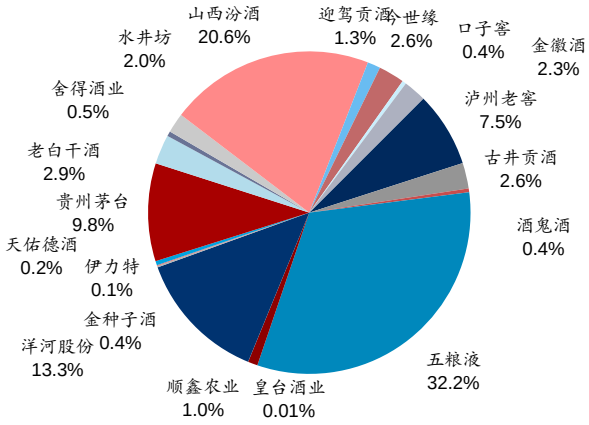
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：2017-2026H1 白酒上市公司合同负债及增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：26Q2 末白酒企业合同负债占行业总额情况



资料来源：Wind，华泰研究

结构维度：行业分化显著，大众价格带韧性凸显

26H1 白酒各价格带表现进一步分化，高端酒收入相对稳健但利润承压，次高端延续深度调整，中档及以下大众酒韧性相对更强。26H1，高端酒营收/扣非归母净利同比+0.1%/-0.7%；次高端白酒营收/扣非归母净利同比-19.3%/-31.1%，收入和利润均明显弱于行业；中档及以下白酒营收/扣非归母净利同比-10.9%/-17.8%，内部表现分化，部分区域大众酒企受益于宴席和日常消费需求。26Q2 看，高端白酒营收/扣非归母净利同比-14.2%/-16.1%，环比明显转弱；次高端白酒营收/扣非归母净利同比-25.7%/-52.4%，利润端深度出清；中档及以下白酒营收/扣非归母净利同比-11.7%/-38.8%，其中迎驾贡酒、金徽酒收入实现增长。

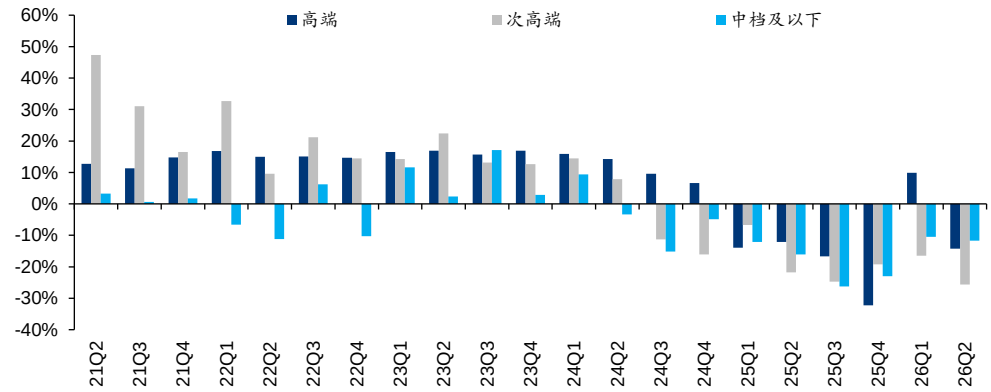
26Q2 高端白酒实现收入/归母净利/扣非净利 456.0/186.0/182.8 亿元，同比-14.2%/-14.8%/-16.1%。高端酒强品牌仍具相对韧性，但经营节奏明显分化。具体来看：1）贵州茅台：26Q2 收入/扣非净利同比-5.2%/-7.1%，市场化改革持续推进，直销占比提升、i 茅台承接长尾需求，飞天批价和渠道库存总体健康。2）五粮液：26Q2 收入同比-13.2%，扣非净利在低基数下同比+130.4%；公司继续消化历史包袱、推进终端直配和真实动销，普五价盘及平台库存仍需观察。3）泸州老窖：26Q2 收入/扣非净利同比-65.5%/-80.1%，公司坚持渠道健康优先、主动控货稳价，低度国窖表现好于高度产品，报表端充分释放调整压力。

26Q2 次高端白酒实现收入/归母净利/扣非净利 151.4/22.2/20.9 亿元，同比-25.7%/-51.5%/-52.4%。次高端受政商务需求偏弱、产品结构下移和渠道出清影响最深，利润降幅显著大于收入。从 26Q2 收入增速看，今世缘（+14.1%）>酒鬼酒（-2.1%）>山西汾酒（-17.7%）>口子窖（-20.0%）>舍得酒业（-28.4%）>洋河股份（-36.9%）>古井贡酒（-43.3%）>水井坊（-50.7%）。今世缘受益于特 A 类大众产品及精细化费投，收入利润双增；山西汾酒主动调整发货但销售回款和现金流较好，全国化基础仍稳；洋河、古井、水井坊等继续控量稳价、梳理经销商和消化库存，为后续经营修复蓄力。

26Q2 中档及以下酒实现收入/归母净利/扣非净利 45.4/2.3/2.0 亿元，同比-11.7%/-39.2%/-38.8%。从 26Q2 收入增速看，金徽酒（+11.1%）>迎驾贡酒（+6.6%）>顺鑫农业（+4.4%）>皇台酒业（-13.1%）>天佑德酒（-30.4%）>老白干酒（-32.8%）>伊力特（-56.3%）>金种子酒（-75.6%）。具体来看：1）金徽酒：100-300 元及百元以下产品增长，甘肃基地市场稳固、省外拓展推进，利润受一次性补税影响，不改经营基本面。2）迎驾贡酒：安徽 100-300 元大众价格带需求稳固，洞 6 等产品表现较好，省内外收入均实现增长。

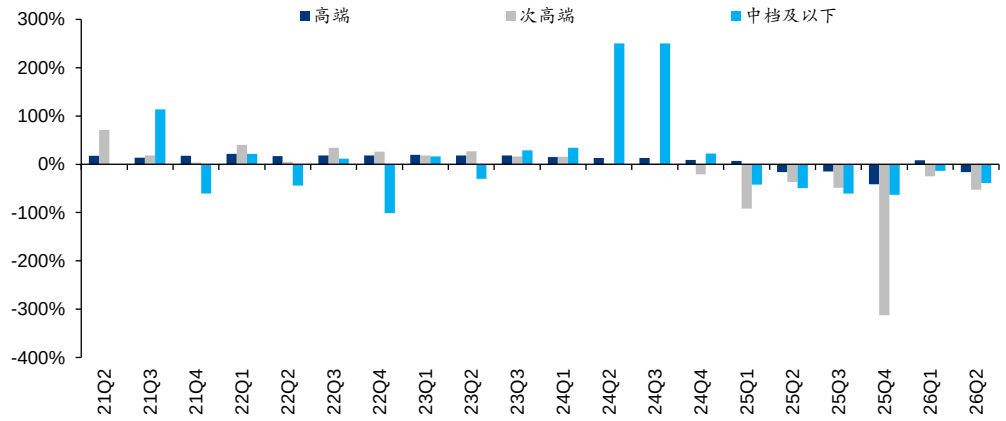
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：21Q2-26Q2 白酒分价格带营收同比增速情况



注：我们将白酒公司划分为三档，高端白酒包括茅台/五粮液/泸州老窖，次高端包括山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖，大众酒即中档及以下白酒，包括顺鑫农业/天佑德酒/伊力特/金种子酒/老白干酒/迎驾贡酒/金徽酒；
资料来源：Wind，华泰研究

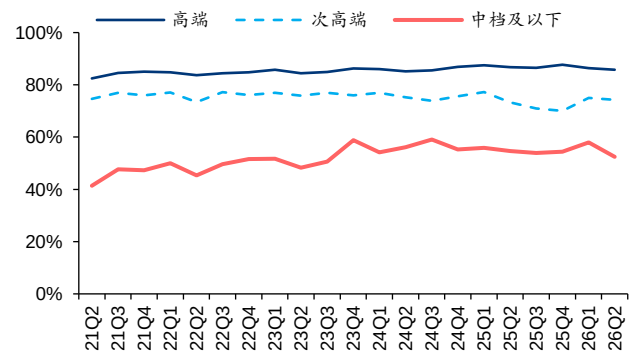
图表12：21Q2-26Q2 白酒分价格带归母净利同比增速情况



注：我们将白酒公司划分为三档，高端白酒包括茅台/五粮液/泸州老窖，次高端包括山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖，大众酒即中档及以下白酒，包括顺鑫农业/天佑德酒/伊力特/金种子酒/老白干酒/迎驾贡酒/金徽酒；
资料来源：Wind，华泰研究

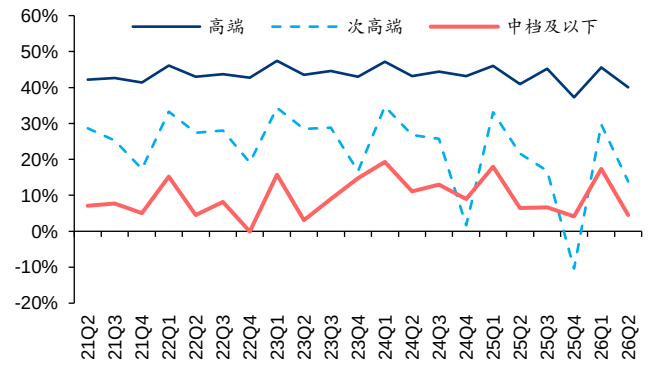
26Q2 高端/次高端/中档及以下白酒毛利率分别为 85.8%/74.3%/52.5%，同比-0.9/+0.9/-2.2pct，受外部需求影响高端及以上价位产品承压，产品结构下行导致板块毛利率下降。26Q2 高端/次高端/中档及以下白酒期间费用率分别为 15.1%/36.0%/28.4%，同比+2.8/+10.2/-1.2pct，各酒企以库存去化为目标，预计市场针对渠道和终端的投入有所增加。26Q2 高端/次高端/中档及以下白酒营业及税金占营收比重分别为 16.6%/18.7%/14.7%，同比+3.7/+2.8/+0.8pct，最终 26Q2 高端/次高端/中档及以下白酒扣非归母净利率分别为 40.1%/13.8%/4.5%，同比-0.9/-7.8/-2.0pct。

图表13：21Q2-26Q2 白酒分价格带毛利率



资料来源：Wind，华泰研究

图表14：21Q2-26Q2 白酒分价格带归母净利率

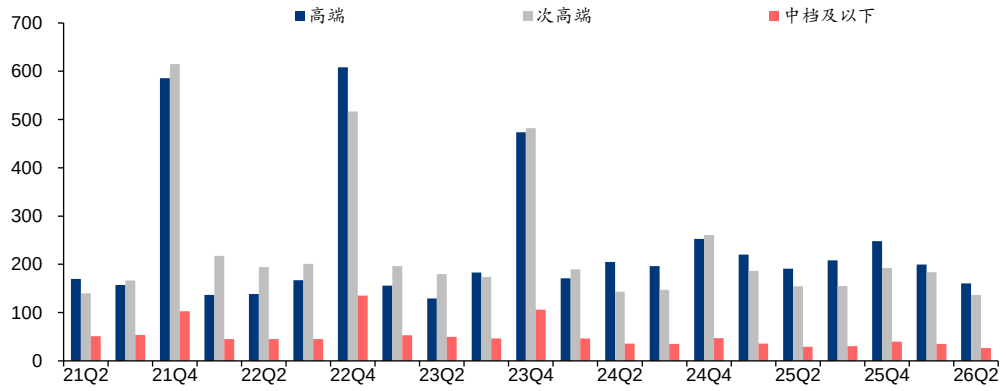


资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

合同负债（预收款）方面，分层次看，高端/次高端/中档及以下白酒 26Q2 末合同负债分别为 160.6/136.9/26.4 亿元，同比-16.0%/-11.5%/-9.7%。26Q2 末合同负债同比增速上看，高端白酒中，五粮液（+4%）>泸州老窖（-31%）>贵州茅台（-42%），五粮液普五以价换量，合同负债表现相对亮眼；次高端白酒中，今世缘（+40%）>山西汾酒（+11%）>舍得酒业（+2%）>酒鬼酒（-10%）>洋河股份（-27%）>水井坊（-35%）>古井贡酒（-42%）>口子窖（-57%），26Q2 次高端酒企蓄水池阶段性承压，今世缘、山西汾酒、舍得酒业表现出色；大众酒中，金徽酒（+23%）>金种子酒（+12%）>迎驾贡酒（-4%）>老白干（-25%）>伊力特（-40%），金徽酒的合同负债表现更为突出，势能充足。**销售回款方面，**高端/次高端/中档及以下白酒 26Q2 分别实现销售回款 560.6/154.0/42.5 亿元，同比-28.4%/-29.8%/-15.0%，中档及以下白酒销售回款降幅相对较小。

图表15：21Q2-26Q2 白酒分价格带合同负债情况（亿元）



注：我们将白酒公司划分为三挡，高端白酒包括茅台/五粮液/泸州老窖，次高端包括山西汾酒/水井坊/舍得酒业/酒鬼酒/洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖，中档及以下白酒包括顺鑫农业/天佑德酒/伊力特/金种子酒/老白干酒/迎驾贡酒/金徽酒；

资料来源：Wind，华泰研究

图表16：26H1 上市白酒企业财务数据（亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600519 CH	贵州茅台	922.8	1.3%	444.6	-2.0%	88.0%	-1.6pct	7.4%	0.1pct	48.2%	-1.6pct
000858 CH	五粮液	284.2	20.9%	84.8	84.0%	80.3%	2.4pct	24.6%	6.9pct	29.9%	10.2pct
000568 CH	泸州老窖	104.7	-36.4%	42.9	-43.9%	85.3%	-1.7pct	15.1%	4.4pct	41.0%	-5.5pct
002304 CH	洋河股份	105.4	-28.8%	24.5	-42.1%	73.4%	-1.7pct	24.5%	4.6pct	23.2%	-5.4pct
600809 CH	山西汾酒	210.4	-12.2%	64.4	-24.4%	75.4%	-1.3pct	15.8%	3.0pct	30.6%	-4.9pct
000596 CH	古井贡酒	101.3	-27.0%	21.5	-40.7%	80.3%	0.5pct	34.6%	6.4pct	21.2%	-4.9pct
603369 CH	今世缘	64.4	-7.4%	21.0	-5.8%	74.1%	0.7pct	17.6%	0.1pct	32.6%	0.6pct
600702 CH	舍得酒业	22.9	-15.3%	1.3	-69.8%	61.2%	-4.5pct	36.3%	4.3pct	5.8%	-10.5pct
603589 CH	口子窖	19.5	-22.9%	3.6	-48.4%	67.4%	-5.7pct	28.0%	7.2pct	18.4%	-9.1pct
000799 CH	酒鬼酒	5.3	-5.6%	0.1	34.8%	66.6%	-2pct	44.3%	-1.6pct	2.1%	0.6pct
600779 CH	水井坊	10.8	-27.8%	0.0	-109.6%	76.1%	-3.1pct	57.2%	2.4pct	-0.4%	-3.7pct
000860 CH	顺鑫农业	38.0	-17.2%	0.4	-79.0%	33.0%	-1.4pct	19.1%	1.7pct	1.0%	-2.9pct
603198 CH	迎驾贡酒	34.2	8.1%	11.2	2.5%	74.1%	0.4pct	15.7%	2.4pct	32.8%	-1.8pct
600559 CH	老白干酒	21.0	-15.2%	2.5	-14.8%	63.4%	-4.5pct	28.9%	-6.1pct	12.0%	0.1pct
600197 CH	伊力特	7.3	-32.1%	0.7	-53.1%	51.5%	2.2pct	19.1%	6.9pct	10.0%	-4.5pct
603919 CH	金徽酒	18.2	3.2%	2.2	-24.3%	62.6%	-3.1pct	26.8%	-2.6pct	12.1%	-4.4pct
600199 CH	金种子酒	2.4	-51.2%	-0.7	-10.9%	49.1%	6.2pct	51.5%	10.9pct	-29.3%	-13.2pct
002646 CH	天佑德酒	5.7	-14.7%	0.1	-81.6%	60.1%	1.5pct	39.2%	4.7pct	1.6%	-5.7pct
000995 CH	皇台酒业	0.5	-16.0%	-0.2	174.5%	64.0%	-0.7pct	75.9%	20.6pct	-31.8%	-22.1pct
合计		1978.9	-6.7%	725.0	-8.7%	81.1%	-0.4pct	4.9%	-8.9pct	36.6%	-0.8pct

资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表17： 26Q2 上市白酒企业财务数据（亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600519 CH	贵州茅台	375.8	-5.2%	172.2	-7.1%	92.1%	0.7pct	9.0%	0.3pct	45.8%	-0.9pct
000858 CH	五粮液	55.8	-13.2%	4.5	130.4%	75.6%	1pct	49.1%	15.2pct	8.0%	5.0pct
000568 CH	泸州老窖	24.5	-65.5%	6.1	-80.1%	83.8%	-4.1pct	31.6%	18.9pct	24.8%	-18.2pct
002304 CH	洋河股份	23.5	-36.9%	0.2	-96.6%	66.2%	-7.1pct	46.6%	16.4pct	0.9%	-15.6pct
600809 CH	山西汾酒	61.2	-17.7%	10.6	-43.0%	76.3%	4.4pct	27.0%	10.6pct	17.3%	-7.7pct
000596 CH	古井贡酒	26.9	-43.3%	5.5	-58.0%	87.2%	7pct	45.9%	19.8pct	20.5%	-7.2pct
603369 CH	今世缘	21.1	14.1%	7.1	22.2%	73.6%	0.8pct	18.8%	-5.2pct	33.8%	2.2pct
600702 CH	舍得酒业	8.1	-28.4%	-0.9	-194.8%	51.8%	-8.8pct	47.8%	11.1pct	-11.3%	-19.8pct
603589 CH	口子窖	5.8	-20.0%	0.3	-63.9%	66.7%	1.5pct	42.5%	11.6pct	5.7%	-6.9pct
000799 CH	酒鬼酒	2.1	-2.1%	-0.2	7.3%	65.5%	0.3pct	58.6%	-0.5pct	-10.0%	0.6pct
600779 CH	水井坊	2.7	-50.7%	-1.7	-22.8%	64.8%	-9.7pct	120.9%	33.8pct	-65.5%	-39.2pct
000860 CH	顺鑫农业	13.9	4.4%	-0.8	27.0%	25.1%	-3.3pct	21.1%	-3.1pct	-5.5%	2.4pct
603198 CH	迎驾贡酒	11.9	6.6%	3.0	9.3%	71.2%	2.9pct	21.2%	1.3pct	25.6%	0.6pct
600559 CH	老白干酒	8.8	-32.8%	0.9	-39.9%	62.5%	-4.9pct	28.8%	-5.4pct	10.5%	-1.2pct
600197 CH	伊力特	1.2	-56.3%	-0.3	-376.5%	51.5%	0.7pct	55.7%	34.7pct	-26.2%	-30.4pct
603919 CH	金徽酒	7.2	11.1%	0.2	-70.1%	62.1%	-1.6pct	34.3%	-3.2pct	2.4%	-6.5pct
600199 CH	金种子酒	0.5	-75.6%	-0.5	-43.3%	40.7%	-4pct	109.3%	62.7pct	-115.7%	-96.0pct
002646 CH	天佑德酒	1.7	-30.4%	-0.4	-120.6%	56.2%	0.9pct	63.2%	12.2pct	-22.3%	-15.3pct
000995 CH	皇台酒业	0.2	-13.1%	-0.1	-20.9%	61.9%	1.9pct	100.6%	20.6pct	-63.4%	-17.8pct
合计		652.7	-17.0%	205.8	-22.4%	80.8%	-0.4pct	20.9%	4.0pct	31.5%	-2.2pct

资料来源：Wind，华泰研究

我们认为，当前行业已由“报表纾压”进入“经营深度出清”阶段。收入、利润、销售回款与合同负债同步下降，显示酒企正在减少非理性压货、主动消化库存并修复渠道利润。短期报表仍有压力，但真实动销、价盘稳定和现金流质量的重要性显著提升；具备强品牌、健康渠道、基地市场和大众价格带优势的公司，有望率先走出调整。

思考与展望：K 型分化延续，关注双节修复与现金流表现

整体来看，行业竞争加剧、分化延续、酒企主动释放经营压力。从 26H1 业绩数据看，行业呈现四大特点：1）二季度压力加速释放，板块收入和扣非净利同比-17.0%/-22.4%，利润降幅大于收入。2）价格带呈 K 型分化，极致品牌和 100-300 元大众宴席需求相对稳健，腰部次高端承压最深。3）报表表现与经营质量重新平衡，酒企普遍控货去库、稳定价盘并提高消费者端投入，费用率阶段性上行。4）合同负债和销售回款下降，渠道补库意愿偏谨慎，现金流、批价和库存成为判断基本面拐点的核心指标。

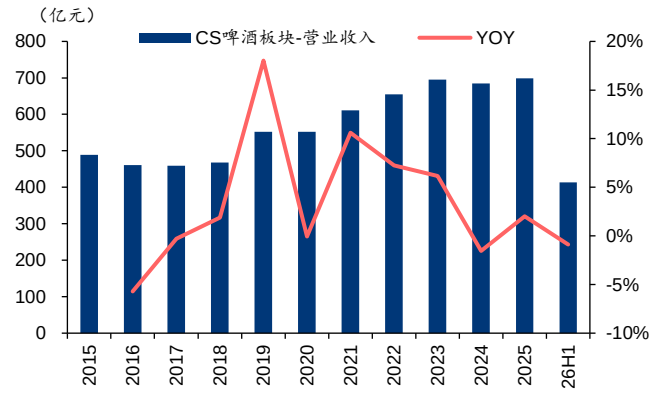
行业复苏判断与推荐：1）短期看，市场对中秋国庆旺季预期相对谨慎，但宴席、礼赠和亲友聚饮具有一定刚性，若 9 月终端订单、开瓶和核心批价边际改善，板块或迎来预期修复；应持续跟踪库存、回款和渠道利润，而非仅看酒企发货。2）中长期看，白酒需求预计延续 K 型分化：上沿由极致品牌、稀缺性和高质量现金流支撑；下沿主要集中在 100-300 元大众宴席价格带，县域人情消费和日常聚饮对商务活动的敏感度相对较低。具备基地市场、渠道深度和产品质价比优势的区域龙头更容易承接需求。3）配置上建议兼顾价值与成长：价值型关注贵州茅台等强品牌及高分红资产；成长型关注**迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒、金徽酒**等大众价位和区域龙头；同时关注**山西汾酒**在库存改善后全国化势能的恢复。

下载日志已记录，仅供内部参考

啤酒：需求承压，升级延续

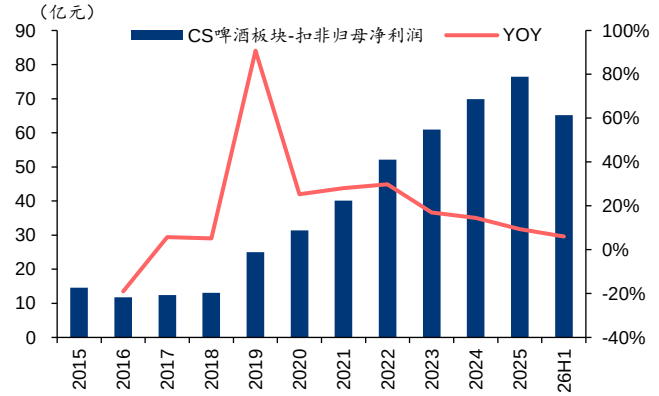
收入承压、利润韧性显现。26H1 啤酒板块营收/归母/扣非净利 413.7/68.3/65.2 亿元，同比-0.9%/+4.5%/+6.1%；其中 26Q2 营收/归母/扣非净利 210.2/41.5/39.5 亿元，同比-2.6%/+3.5%/+4.8%。Q2 行业受到多雨天气、淡季需求偏淡的影响，全国性酒企销量显著承压，26Q2 青岛啤酒/重庆啤酒销量同比-7.0%/-6.0%，受餐饮走弱影响较大、且公司对低档酒投入较少；珠江啤酒与燕京啤酒通过份额提升实现优于行业的销量增长。利润端，Q2 龙头成本压力普遍大于 Q1，核心在于 PET 与运费成本上涨、规模效应减弱，燕京啤酒通过自动化等降本，青岛啤酒通过降低听装产品占比、使用价格更低的玻璃瓶实现吨成本的显著下行。

图表18：啤酒板块收入及同比增速情况（右轴）



注：2019 年及之后数据已追溯调整考虑重庆啤酒重大资产购买影响，2019 年之前未追溯调整；
资料来源：Wind，华泰研究

图表19：啤酒板块扣非归母净利及同比增速情况（右轴）



注：2019 年及之后数据已追溯调整考虑重庆啤酒重大资产购买影响，2019 年之前未追溯调整；
资料来源：Wind，华泰研究

价格端：性价比需求下升级有所放缓，结构偏低、大单品拉动型公司表现更优。26H1 华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨酒收入同比+0.4%/+0.9%/-0.1%/+2.3%/+2.8%；具体到 Q2，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨酒收入同比+0.3%/+0.2%/+2.0%/+1.5%。消费弱复苏下，全国性啤酒龙头华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒吨价同比基本持平略增；燕京啤酒、珠江啤酒在其基地市场内结构偏低，中高档大单品放量助推升级，吨酒收入表现更优、升级韧性显著。

图表20：26H1/26Q2 龙头酒企量价及毛利同比增速表

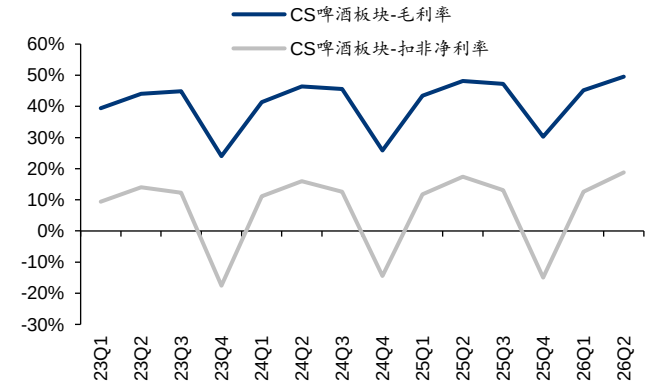
	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	华润啤酒
26H1					
营业收入 YOY	-4.1%	-3.0%	5.5%	5.0%	2.2%
销量 YOY	-4.9%	-2.9%	3.2%	2.2%	1.7%
吨酒收入 YOY	0.9%	-0.1%	2.3%	2.8%	0.4%
吨成本 YOY	-1.2%	-0.8%	-5.2%	1.6%	2.3%
毛利率 YOY	1.2pct	0.3pct	4pct	0.6pct	-1pct
26Q2					
营业收入 YOY	-6.7%	-5.8%	4.3%	4.5%	/
销量 YOY	-7.0%	-6.0%	2.2%	3.0%	/
吨酒收入 YOY	0.3%	0.2%	2.0%	1.5%	/
吨成本 YOY	-2.2%	1.3%	-6.5%	6.0%	/
毛利率 YOY	1.4pct	-0.5pct	4.4pct	-1.9pct	/

注：华润啤酒营收使用啤酒业务收入，其他公司使用总收入
资料来源：各公司公告，华泰研究

成本改善推动毛利率抬升，费用率总体平稳。26H1 啤酒板块毛利率 47.4%，同比+1.5pct（26Q2 毛利率 49.5%，同比+1.4pct），结构升级及内部降本增效举措驱动龙头在成本上涨的背景下实现毛利率提升。26H1 板块期间费用率 16.7%，同比+0.1pct；26Q2 期间费用率 15.0%，同比持平。最终 26H1 板块扣非净利率 15.8%，同比+1.0pct，毛利率抬升与费用效率优化共同驱动净利率上行。

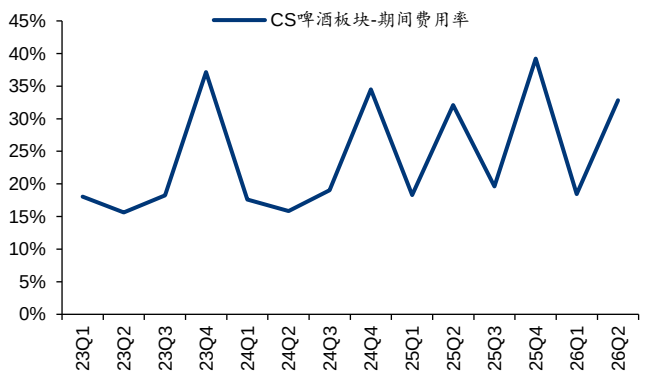
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：CS 啤酒板块单季度毛利率变动情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表22：CS 啤酒板块单季度费用率变动情况



资料来源：Wind，华泰研究

展望下半年，旺季天气、餐饮动销与消费场景修复将决定销量节奏，结构升级仍需关注中高端产品动销与区域竞争差异。成本端看，大麦及包材价格仍是盈利的重要变量；在行业竞争整体偏理性、企业强调费效比的背景下，龙头利润韧性仍有望延续。推荐中高档大单品放量带动全国化加速与盈利释放的燕京啤酒，关注高股息率、销量逐步企稳的青岛啤酒股份、大单品与新渠道加速布局的华润啤酒

图表23：26H1 上市啤酒企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	期间费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600600 CH	青岛啤酒	196.5	-4%	36.7	1%	45%	1.2pct	13%	-0.4pct	19%	0.9pct
600132 CH	重庆啤酒	85.8	-3%	7.8	-8%	50%	0.3pct	20%	1.5pct	9%	-0.5pct
000729 CH	燕京啤酒	90.3	6%	13.8	33%	49%	4pct	20%	-0.8pct	15%	3.2pct
002461 CH	珠江啤酒	33.6	5%	6.4	9%	52%	0.6pct	21%	-0.3pct	19%	0.7pct
600573 CH	惠泉啤酒	3.7	5%	0.5	21%	40%	5.2pct	16%	3.6pct	13%	1.6pct
000752 CH	*ST 西发	2.0	1%	0.2	138%	41%	-1.3pct	13%	-6.6pct	10%	5.6pct
000929 CH	兰州黄河	1.8	82%	-0.2	38%	14%	0.2pct	38%	5.1pct	-11%	3.5pct
	CS 啤酒	413.7	-1%	65.2	6%	47%	1.5pct	17%	0.1pct	16%	1pct

资料来源：Wind，华泰研究

图表24：26Q2 上市啤酒企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	期间费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600600 CH	青岛啤酒	93.7	-7%	19.6	-3%	47%	1.4pct	27%	-0.1pct	21%	0.7pct
000729 CH	燕京啤酒	49.3	4%	11.2	27%	52%	4.4pct	37%	-1pct	23%	4.1pct
600132 CH	重庆啤酒	42.3	-6%	3.5	-10%	51%	-0.5pct	40%	4pct	8%	-0.4pct
002461 CH	珠江啤酒	20.6	5%	4.8	8%	54%	-1.9pct	34%	-0.3pct	23%	0.7pct
000752 CH	*ST 西发	1.0	8%	0.1	139%	40%	-1.3pct	26%	-15.8pct	12%	6.8pct
000929 CH	兰州黄河	1.1	119%	-0.1	12%	21%	8pct	62%	-2.7pct	-9%	8.3pct
600573 CH	惠泉啤酒	2.2	4%	0.4	21%	45%	8.2pct	27%	6.4pct	18%	2.5pct
	CS 啤酒	210.2	-3%	39.5	5%	50%	1.4pct	33%	0.8pct	19%	1.3pct

资料来源：Wind，华泰研究

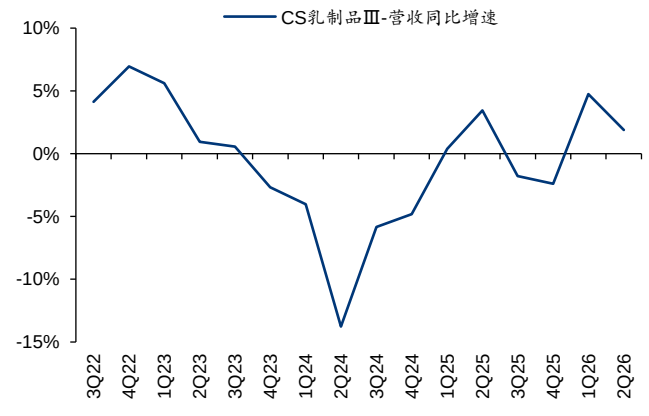
下载日志已记录，仅供内部参考

乳制品：收入平稳增长，期待 26H2 原奶周期走向供需平衡

26H1 A 股乳制品板块实现营收/归母/扣非净利 969.2/69.5/66.5 亿元，同比+3.4%/-16.5%/-18.6%；其中 26Q2 营收/归母/扣非净利 458.5/10.2/8.3 亿元，同比+1.9%/-65.4%/-72.1%。收入端液奶消费延续弱复苏趋势、龙头企业液奶收入恢复正增长，但板块利润大幅下滑，主因乳企龙头伊利于 26Q2 集中计提澳优商誉减值、澳优存货跌价损失、补缴税款等一次性因素拖累，剔除上述非经营性的影响因素后、板块核心经营利润保持正增。

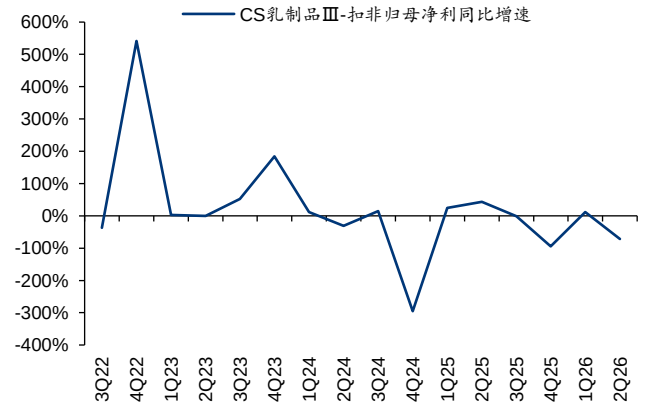
具体看 A 股龙头表现：伊利股份 26H1 营收/归母/扣非净利同比+4.1%/-20.0%/-20.3%，26Q2 同比+2.6%/-84.4%/-88.8%，收入端，26H1 公司液奶业务收入恢复至同比正增通道，公司主要单品的价盘同比提升；利润端，26H1 公司毛销差同比+1.0pct，但受澳优相关资产减值、税款缴纳等影响，最终 26H1 归母净利率同比-2.7pct。展望来看，澳优剩余的商誉已较小、减值风险基本出清，期待公司 26H2 非经营性因素环比减少；此外，公司公告 10-20 亿元回购注销方案，叠加此前公司承诺 26 年分红金额不低于 24 年分红金额（77 亿元），高股息价值仍存。**新乳业** 26H1 营收/归母/扣非净利同比+5.2%/+17.2%/+15.8%，26Q2 同比+2.4%/+5.8%/+5.4%，公司坚定“鲜立方战略”、26H1 低温鲜奶与特色酸奶收入延续双位数增长，26H1 华东市场收入同比+19.0%、引领公司整体增长，朝日唯品等品牌加速切入山姆等新零售渠道，D2C 订奶渠道中，用户的续订与复购向好。

图表25：乳制品板块单季度营收同比增速情况



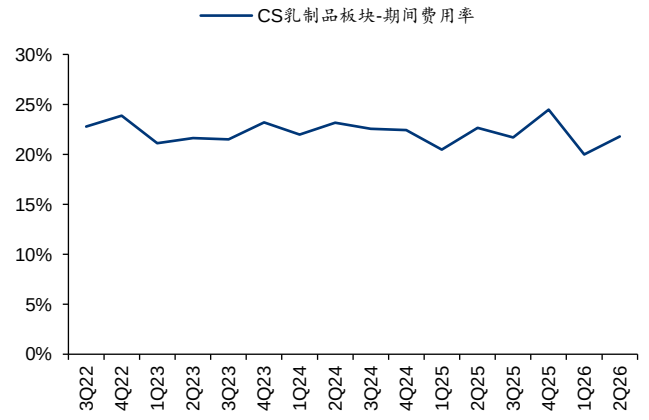
资料来源：Wind，华泰研究

图表26：乳制品板块单季度扣非净利同比增速情况



注：24Q4 板块扣非净利同比下滑幅度较大，主因伊利股份商誉减值损失金额较大、影响单季度扣非净利，亦影响了 25Q4 板块扣非净利的基数；
资料来源：Wind，华泰研究

图表27：乳制品板块单季度收入期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表28：乳制品板块单季度扣非净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

具体看港股龙头表现：蒙牛乳业 26H1 收入/归母净利同比+7.8%/+15.9%，收入端，26H1 液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪收入同比+5.2%/+8.5%/+22.8%/+32.6%，液奶业务收入实现修复，多元业务全面开花；利润端，26H1 毛销差同比-0.6pct，OPM 同比-0.3pct，表观利润受到税率提升影响，但应占联营公司业绩大幅改善，最终归母净利率同比+0.4pct。**H&H 国际控股** 26H1 收入 87.0 亿元、同比+23.7%，经调整 EBITDA 18.9 亿元、同比+71.9%，26H1 成人营养、婴配粉及宠物三大业务板块收入全面增长，26H1 毛利率同比+2.9pct，三大业务分部的毛利率均有所上升，26H1 经调整可比 EBITDA 利润率同比+6.1pct。**上游牧场受益于原奶周期与肉牛周期共振、实现扭亏：优然牧业** 26H1 收入 106.3 亿元、同比+3.3%，归母净利 8.1 亿元、同比扭亏为盈，26H1 原料奶业务毛利率同比+0.1pct，生物资产公允价值变动损失收窄至 13.2 亿(同比减亏 9.2 亿)；**现代牧业** 26H1 收入 65.9 亿元、同比+8.6%，归母净利 0.2 亿元、同比扭亏为盈，26H1 乳牛公允价值变动损失大幅收窄（同比减亏 10.6 亿），肉奶双周期共振下盈利弹性持续释放。

展望来看，原奶供给端持续去化、需求端弱复苏的背景下，26H2 奶价有望企稳回升，上游牧场的盈利弹性或持续释放，下游乳企的竞争费用亦有望收敛。1）液奶板块伴随原奶周期走向供需平衡，龙头乳企的收入与盈利有望同步改善；2）奶粉板块，期待生育刺激政策落地带来的婴配粉需求提振；3）奶酪板块，C 端需求企稳、B 端国产替代逻辑持续演绎，头部企业的份额加速集中。**推荐标的上，**推荐乳企龙头**伊利股份/蒙牛乳业**，期待基本面持续改善，截至 2026.8.31 日，伊利/蒙牛 26 年 PE 分别为 16.7x/12.9x（根据华泰证券最新盈利预测）；推荐受益于奶肉双周期共振的上游牧业龙头**优然牧业/现代牧业**，期待奶价上行、淘牛收入增加、生物资产减值损失收缩带来的利润弹性释放。

图表29： 26H1 A 股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	名称	营业收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600887 CH	伊利股份	644.9	4%	56.0	-20%	37%	0.4pct	21%	-0.6pct	9%	-2.7pct
600597 CH	光明乳业	118.7	-5%	2.2	-13%	18%	-1.3pct	14%	-1.1pct	2%	-0.2pct
002946 CH	新乳业	58.1	5%	4.8	16%	30%	-0.3pct	19%	-1.7pct	8%	0.7pct
600429 CH	三元股份	34.7	4%	1.8	1%	22%	-2.4pct	21%	-2.8pct	5%	-0.2pct
600882 CH	妙可蓝多	33.0	29%	1.2	18%	30%	-0.7pct	25%	0.0pct	4%	-0.3pct
600419 CH	天润乳业	14.5	4%	0.2	-68%	18%	1.4pct	14%	1.7pct	1%	-2.8pct
605179 CH	一鸣食品	13.9	-1%	0.4	23%	27%	-1.8pct	22%	-2.6pct	3%	0.6pct
002570 CH	贝因美	12.9	-5%	0.5	-18%	38%	-6.8pct	33%	-3.6pct	4%	-0.7pct
002329 CH	皇氏集团	9.3	2%	-0.5	-135%	22%	-4.5pct	26%	-2.1pct	-6%	-3.2pct
605388 CH	均瑶健康	8.4	9%	0.0	-18%	38%	5.8pct	37%	4.2pct	0%	-0.1pct
002732 CH	燕塘乳业	7.5	-2%	0.1	-61%	26%	0.2pct	21%	1.6pct	2%	-2.8pct
605337 CH	李子园	6.0	-3%	0.6	-37%	35%	-5.1pct	23%	-0.2pct	9%	-4.9pct
002910 CH	庄园牧场	4.8	13%	-0.3	27%	19%	-2.1pct	25%	-0.9pct	-5%	3.0pct
002719 CH	麦趣尔	2.4	-18%	-0.4	-534%	19%	-6.0pct	36%	7.7pct	-15%	-13.5pct
CS 乳制品板块		969.2	3%	66.5	-19%	32%	0.0pct	21%	-0.7pct	7%	-1.9pct

资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表30：26Q2 A 股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	名称	营业收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
600887 CH	伊利股份	296.6	3%	2.7	-89%	34%	0pct	23%	-0.7pct	1%	-7.4pct
600597 CH	光明乳业	56.6	-7%	1.3	106%	19%	0.4pct	16%	-1pct	2%	1.2pct
002946 CH	新乳业	29.7	2%	2.8	5%	30%	-1pct	17%	-3.3pct	10%	0.3pct
600429 CH	三元股份	17.5	4%	0.8	-11%	21%	-3.4pct	20%	-3.8pct	5%	-0.8pct
600882 CH	妙可蓝多	16.8	26%	0.6	51%	30%	0.3pct	26%	-0.4pct	3%	0.6pct
600419 CH	天润乳业	7.8	2%	0.0	-92%	18%	-0.6pct	12%	0.6pct	1%	-7.0pct
605179 CH	一鸣食品	7.5	0%	0.2	26%	27%	-1.5pct	22%	-2.8pct	3%	0.6pct
002570 CH	贝因美	6.3	1%	0.3	-4%	36%	-8.7pct	33%	-4.5pct	4%	-0.2pct
002329 CH	皇氏集团	4.9	6%	-0.4	-78%	20%	-4.8pct	28%	-2pct	-9%	-3.7pct
002732 CH	燕塘乳业	4.2	-3%	0.1	-51%	27%	-0.4pct	19%	0.4pct	3%	-3.2pct
605388 CH	均瑶健康	4.1	12%	-0.1	-15%	39%	7.2pct	41%	4.8pct	-2%	0.0pct
605337 CH	李子园	3.1	1%	0.1	-56%	32%	-4.9pct	26%	-2.5pct	4%	-4.8pct
002910 CH	庄园牧场	2.3	10%	0.1	165%	21%	-1.6pct	25%	3.1pct	2%	5.9pct
002719 CH	麦趣尔	1.1	-23%	-0.2	-349%	13%	-9.6pct	37%	6.8pct	-19%	-15.6pct
CS 乳制品板块		458.5	2%	8.3	-72%	31%	-0.2pct	22%	-0.9pct	2%	-4.8pct

资料来源：Wind，华泰研究

图表31：26H1 港股上市乳制品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	净利润	同比增速	毛利率	同比增加	销售费用率	同比增加	净利率	同比增加
2319 HK	蒙牛乳业	447.9	8%	23.7	16%	41%	-1.0pct	28%	-0.3pct	5%	0.4pct
6186 HK	中国飞鹤	93.6	2%	8.4	-16%	62%	0.4pct	37%	1.9pct	9%	-2.0pct
1717 HK	澳优	31.6	-19%	-7.1	-491%	16%	-25.5pct	30%	4.0pct	-22%	-26.9pct
1112 HK	H&H 国际控股	87.0	24%	6.1	760%	65%	2.9pct	39%	-3.2pct	7%	6.0pct
1117 HK	现代牧业	79.9	7%	0.2	102%	22%	0.1pct	3%	0.6pct	0%	12.5pct
9858 HK	优然牧业	106.3	3%	8.1	372%	6%	-0.4pct	3%	0.0pct	8%	10.5pct
1432 HK	中国圣牧	15.5	7%	0.6	232%	29%	3.7pct	2%	0.4pct	4%	7.5pct
港股乳制品		861.8	7%	40.0	96%	38%	-0.8pct	24%	0.2pct	5%	2.1pct

资料来源：Wind，华泰研究

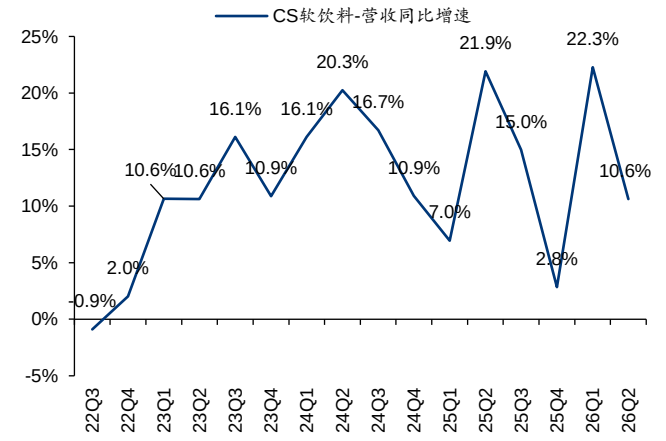
下载日志已记录，仅供内部参考

饮料：26Q2 收入环比降速，竞争加剧的背景下盈利有所承压

受天气因素影响，消费者出行需求减少，软饮料板块 26Q2 收入环比明显降速，叠加 PET 等原材料价格上涨明显、行业竞争加剧，多数厂家的折扣促销及费用投放力度加大，26Q2 板块扣非净利率有所承压。26H1 软饮料板块实现营收/归母/扣非净利 219.2/43.2/39.6 亿元，同比+16.8%/+19.3%/+17.7%；其中 26Q2 营收/归母/扣非净利 98.4/17.5/15.1 亿元，同比+10.6%/+6.4%/+0.4%。收入端，厄尔尼诺天气对 26Q2 的软饮旺季进行了一场压力测试，消费者出行需求减少，26Q2 软饮料板块收入环比明显降速；利润端，受局部战争因素影响，油价明显上涨，PET 作为石油衍生品、价格亦有大幅上涨（据 Wind，26H1 PET 均价为 7,676.7 元/吨，同比+27.0%），板块毛利率有所承压，叠加需求不振的背景下，行业竞争加剧，多家厂商开启“1 元乐享”、“免费乐享”等活动，对于 26Q2 的板块盈利能力造成负面影响。

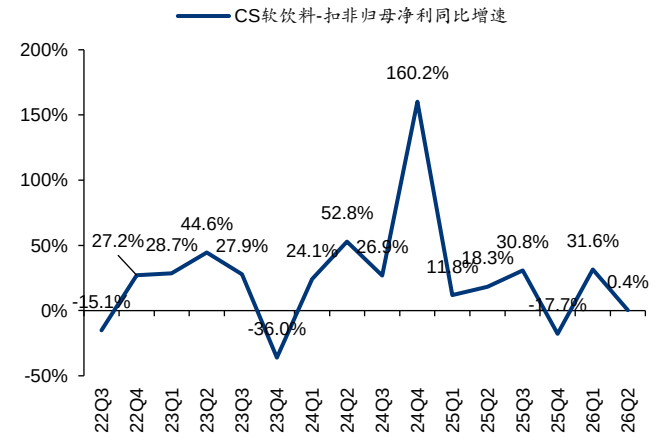
具体看龙头表现：**东鹏饮料** 26H1 营收/归母/扣非净利同比+15.9%/+20.7%/+14.4%，26Q2 同比+11.3%/+15.4%/+6.6%，26Q2 东鹏特饮和补水啦的收入有所降速均受到天气不利因素的影响，但公司在能量饮料及电解质水行业的市占率有所提升，其他新品中，26H1 茶饮料实现收入 10.6 亿（同比+12.0%）、贡献收入增量；利润端，公司于 25 年末对主要原材料采取锁价措施，受成本红利释放及产品结构变化影响，26Q2 公司归母净利率/扣非净利率同比+0.9/-1.0pct。**农夫山泉** 26H1 营收/归母净利同比+16.0%/+16.6%，26H1 公司收入保持较快增长，其中茶饮料收入表现亮眼，主要受益于无糖茶行业需求贡献结构性亮眼，叠加公司在无糖茶板块的市占率进一步提升（据马上赢，26H1 东方树叶在无糖茶行业的市占率进一步提升至 80%以上），但包装水行业需求有所承压，公司延续市占率提升态势；利润端，26H1 公司毛利率同比+0.6pct，高毛利的茶饮业务收入占比提升提供结构端的正向贡献，叠加果汁、糖等原材料的采购价格同比下降推动，但 PET 原材料采购价格上涨有所抵消，公司费用投放策略整体保持稳健。**康师傅控股** 26H1 营收/归母净利同比+1.1%/+7.1%，26H1 公司收入维持韧性，饮料业务/方便食品业务收入同比+0.7%/+2.0%，茶饮料受益于冰红茶核心单品的表现、26H1 收入同比+9.1%；利润端，原材料价格同比下滑（26H1 公司存在一段时间的原材料囤货）、产品结构改善及产能利用率提升提供毛利率的正向贡献，叠加精准的费用投放策略，共同驱动 26H1 净利率表现亮眼，考虑 25H1 存在一次性收益，26H1 公司核心利润率表现更优。**统一企业中国** 26H1 营收/归母净利同比+1.4%/+9.0%，收入端符合预期，利润端略超预期，主因原材料成本的不利影响小于预期、公司整体费用投放保持理性等。

图表32：软饮料行业收入同比增速情况



注：不包含港股软饮料企业；
资料来源：Wind，华泰研究

图表33：软饮料行业扣非净利同比增速情况



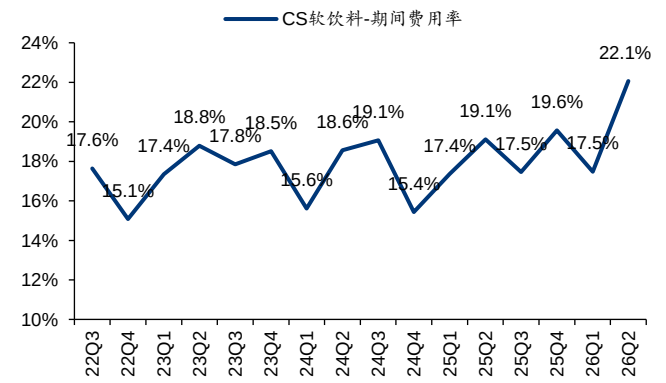
注 1：24Q4CS 软饮料板块扣非净利润同比明显提升，主要系东鹏饮料 24Q4 扣非净利同比+63.0%，泉阳泉 24Q4 扣非净利减亏 4.8 亿（23Q4 计提 4.7 亿资产减值损失）；
注 2：不包含港股软饮料企业；
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

26H1 软饮料板块毛利率/扣非净利率同比+2.2/+0.1pct，26Q2 同比+1.6/-1.6pct，26H1 在原材料成本波动、行业竞争与各企业的费用投放情况的综合影响下，最终板块扣非净利率基本保持平稳。26H1 软饮料板块毛利率同比+2.2pct 至 43.5%（26Q2 同比+1.6pct 至 42.9%），26H1 白砂糖价格同比下跌、PET 价格同比上涨，部分企业采取囤货或锁价等措施积极应对成本压力，叠加企业规模效应的释放，部分企业加大货折力度，各影响因素互相对冲后，26H1 板块毛利率同比小幅提升。26H1 软饮料板块期间费用率同比+1.3pct 至 19.5%（26Q2 同比+3.0pct 至 22.1%），26H1 行业竞争整体较为激烈，多家厂商开启“1 元乐享”、“免费乐享”等活动，叠加冰柜投放、世界杯等事件性营销措施，带动板块期间费用率同比提升。最终 26H1 软饮料板块扣非净利率同比+0.1pct 至 18.0%，26Q2 同比-1.6pct 至 15.3%。

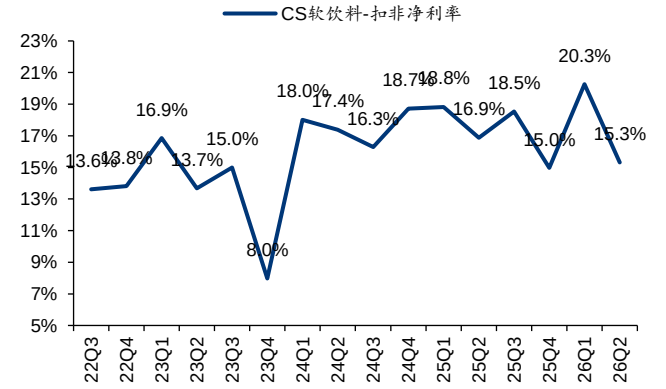
展望来看，出行需求带动下、我们认为软饮料行业仍然具备一定的成长性，新品趋势与行业竞争格局的潜在变动值得关注。26 年以来，虽然 PET 等原材料价格上涨使得软饮料企业的成本端压力提升，但今年“再来一瓶”、“1 元乐享”等活动亦在各大厂商之间积极开展，茶饮料与电解质水等细分赛道的新品迭出，参与者增多，竞争格局的潜在变动值得关注；碳酸茶赛道顺应了当代年轻消费者的喜好，或为潜在的软饮新风口。**推荐标的上，**推荐高股息标的**统一企业中国/康师傅控股**、以及 26 年包装水份额有望持续提升/即饮茶业务有望维持成长的**农夫山泉**。

图表34： 软饮料板块单季度期间费用率



资料来源：Wind，华泰研究

图表35： 软饮料板块单季度扣非归母净利率



资料来源：Wind，华泰研究

图表36： 26H1 上市 A 股软饮料企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
605499 CH	东鹏饮料	124.4	15.9%	26.0	14.4%	48.4%	3.2pct	21.3%	3.6pct	20.9%	-0.3pct
603156 CH	养元饮品	35.0	42.0%	7.8	25.0%	41.4%	-4.3pct	11.0%	-4pct	22.4%	-3pct
600300 CH	维维股份	16.7	9.5%	1.3	17.6%	26.3%	1.6pct	15.3%	1.4pct	7.7%	0.5pct
000848 CH	承德露露	15.4	11.3%	3.0	14.5%	47.9%	1.9pct	22.1%	0.7pct	19.2%	0.5pct
603711 CH	香飘飘	12.8	23.3%	0.0	-98.7%	35.1%	5.7pct	34.2%	-9.5pct	-0.1%	10.6pct
600189 CH	泉阳泉	7.8	13.5%	0.3	248.7%	36.2%	-0.9pct	21.2%	-1.3pct	4.5%	3pct
605198 CH	安德利	7.2	-24.4%	1.2	-41.4%	24.3%	0.3pct	6.0%	3.9pct	16.1%	-4.7pct
合计	软饮料	219.2	16.8%	39.6	17.7%	43.5%	2.2pct	19.5%	1.3pct	18.0%	0.1pct

资料来源：Wind，华泰研究

图表37： 26Q2 上市 A 股软饮料企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
605499 CH	东鹏饮料	65.5	11.3%	14.0	6.6%	49.7%	4.0pct	21.9%	5.2pct	21.3%	-1pct
603156 CH	养元饮品	9.4	55.7%	0.5	-36.9%	32.2%	-11.7pct	20.2%	-10.4pct	4.8%	-7pct
600300 CH	维维股份	7.2	7.3%	0.3	-19.0%	23.0%	-1.6pct	16.9%	1.5pct	4.5%	-1.5pct
600189 CH	泉阳泉	4.4	16.4%	0.3	215.6%	35.4%	-4.4pct	17.3%	-2.3pct	6.2%	3.9pct
000848 CH	承德露露	4.0	4.9%	0.5	14.5%	43.7%	3.2pct	30.0%	1.4pct	12.3%	1pct
603711 CH	香飘飘	4.0	-12.5%	-0.9	4.6%	22.5%	-4.6pct	51.2%	-0.9pct	-22.6%	-3.7pct
605198 CH	安德利	3.9	-25.4%	0.5	-59.3%	20.5%	-4.8pct	6.0%	4.1pct	11.8%	-9.8pct
合计	软饮料	98.4	10.6%	15.1	0.4%	42.9%	1.6pct	22.1%	3.0pct	15.3%	-1.6pct

资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表38：26H1 港股上市软饮料企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	净利润	同比增速	毛利率	同比增加	销售费用率	同比增加	净利率	同比增加
9633 HK	农夫山泉	297.2	16.0%	88.9	16.6%	60.9%	0.6pct	19.7%	0.1pct	29.9%	0.2pct
2460 HK	华润饮料	54.6	-12.1%	5.9	-26.4%	47.6%	0.9pct	32.7%	2.3pct	10.9%	-2.1pct
322 HK	康师傅控股	405.4	1.1%	24.3	15.2%	35.8%	1.3pct	22.8%	0.0pct	6.0%	0.7pct
220 HK	统一企业中国	173.2	1.4%	14.0	9.0%	35.0%	0.7pct	22.7%	0.7pct	8.1%	0.6pct

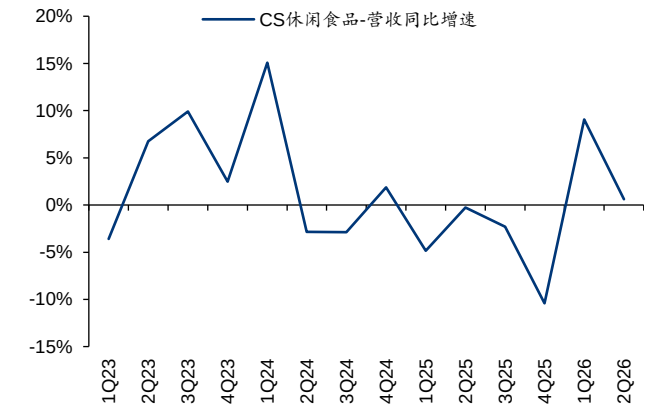
资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

休闲食品：淡季龙头聚焦渠道调整，期待旺季催化

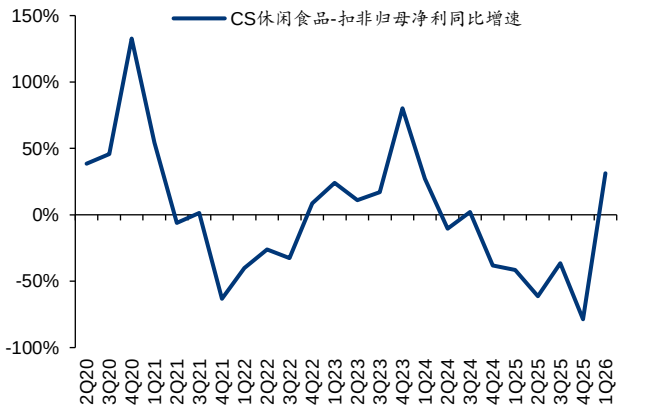
收入端恢复增长，盈利端改善但 Q2 仍有压力。2026H1 休闲食品板块营收/归母/扣非净利 373.4/25.6/14.7 亿元，同比+5.3%/+67.8%/+26.4%；其中 26Q2 营收/归母/扣非净利 160.7/1.6/2.9 亿元，同比+0.6%/-58.0%/+9.9%。Q2 增长环比显著放缓，主因淡季消费偏弱，爆款新品、渠道红利边际弱化；利润端，油脂等成本价格上涨、社保/税收政策调整导致盈利水平整体承压。龙头因渠道与品类调整节奏差异而表现分化，具体看：盐津铺子 26Q2 营收同比+6.0%，归母净利同比基本持平，魔芋核心单品稳增，山姆导入新品带动海味/健康蛋等增长，线下延续增势、线上处调整期；洽洽食品 26Q2 收入/归母净利同比+8.7%/+581.2%，Q2 受益低基数/山姆&量贩&电商等非传统渠道拉动，收入实现弹性增长；利润端，受益瓜子成本改善、规模效应，公司盈利水平同比显著改善。

图表39：休闲食品行业收入同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表40：休闲食品行业扣非净利同比增速情况

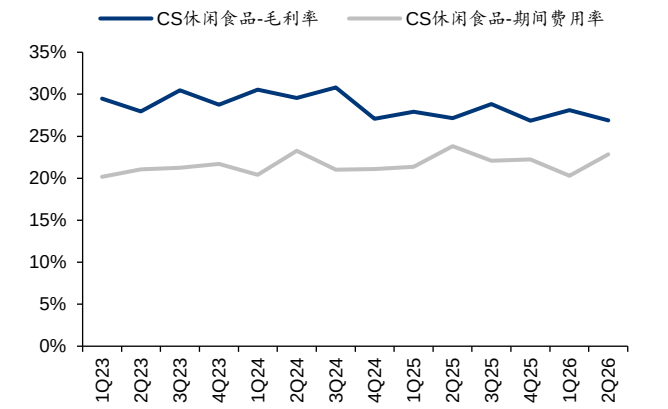


资料来源：Wind，华泰研究

利润端：26H1 休闲食品板块毛利率 27.6%，同比基本持平，26Q2 毛利率 26.9%，同比-0.2pct，Q2 油脂等原材料价格上涨，叠加收入规模效应减弱，毛利率同比略有承压；费用端，26H1 板块期间费用率 21.4%，同比-1.1pct，Q2 期间费用率 22.9%，同比-1.0pct，龙头企业当前更加重视盈利质量，主动收缩低盈利渠道的投入，费效比持续提升。最终 26H1 板块扣非净利率 3.9%，同比+0.7pct；26Q2 扣非净利率 1.8%，同比+0.2pct。

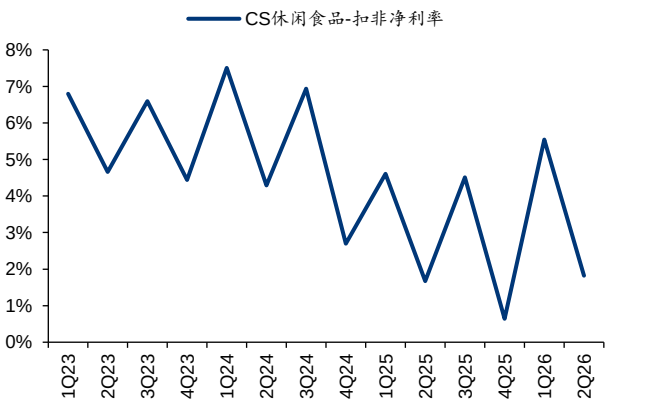
展望下半年，量贩零食、会员制商超、电商和即时零售等渠道仍是行业重要增量来源，旺季备货与渠道效率将是经营核心观察点。龙头在产品聚焦、供应链效率与渠道结构优化后，收入端有望保持修复；利润端则需关注原料成本、促销强度和规模效应的匹配。建议重点跟踪具备渠道红利承接能力、产品势能较强及费用投放效率改善的公司。

图表41：休闲食品板块单季度毛利率&期间费用率



资料来源：Wind，华泰研究

图表42：休闲食品板块单季度扣非归母净利率



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

展望来看，我们认为行业当前仍具备渠道红利，期待旺季催化经营向上。1）收入端，当前量贩、会员制商超等渠道红利仍在，龙头调整后渗透率仍将持续提升，期待中秋国庆旺季催化。**2）成本端，**当前棕榈油等主要品类的原材料价格高位，期待成本改善缓解利润压力，拥有大单品和品牌效应的企业具备更强的调节能力。**推荐标的上，**当前重点推荐健康食品龙头企业**西麦食品/五谷磨房**；下半年渠道基数走低、成本改善的**盐津铺子**；以及量贩/会员制超市占比持续提升、成本低位的**洽洽食品**。

图表43：26H1 上市休闲食品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
300783 CH	三只松鼠	52.8	-4%	1.9	277%	27%	1.6pct	21%	-2.2pct	4%	2.7pct
002847 CH	洽洽食品	35.1	27%	2.0	368%	26%	5.6pct	18%	-0.3pct	6%	4.2pct
603719 CH	良品铺子	31.4	11%	0.1	-108%	27%	2.4pct	26%	-3pct	0%	4.5pct
603517 CH	盐津铺子	30.7	4%	3.9	17%	32%	2.6pct	17%	0.9pct	13%	1.3pct
002557 CH	桃李面包	25.6	-2%	1.4	-29%	22%	-1.3pct	12%	0.5pct	5%	-2.1pct
603866 CH	绝味食品	25.1	-11%	0.8	-40%	26%	-3.6pct	19%	-0.9pct	3%	-1.6pct
300973 CH	立高食品	22.1	7%	1.2	-25%	30%	-0.5pct	21%	1.3pct	6%	-2.4pct
603777 CH	来伊份	18.1	-7%	(1.1)	93%	24%	-8.9pct	28%	-7.2pct	-6%	-3.1pct
605339 CH	南侨食品	14.7	-6%	(0.1)	-128%	19%	-1.1pct	18%	1.7pct	-1%	-2.8pct
605300 CH	西麦食品	14.0	22%	1.4	82%	44%	0.4pct	32%	-3.6pct	10%	3.3pct
002956 CH	劲仔食品	13.8	23%	1.0	11%	25%	-4.2pct	17%	-3.4pct	7%	-0.8pct
003000 CH	煌上煌	12.3	25%	0.8	15%	28%	-3.9pct	19%	-3.3pct	6%	-0.5pct
002695 CH	黑芝麻	11.9	28%	0.3	-824%	23%	1.2pct	17%	-2.7pct	3%	3.1pct
002991 CH	佳禾食品	11.3	-5%	0.1	476%	14%	2.1pct	12%	0.9pct	1%	1pct
000716 CH	甘源食品	10.7	13%	0.7	7%	32%	-1.6pct	23%	-1.8pct	6%	-0.4pct
603886 CH	有友食品	10.3	34%	1.1	15%	23%	-4.5pct	9%	-2.4pct	10%	-1.7pct
603697 CH	元祖股份	7.5	-10%	(0.7)	95%	61%	-0.2pct	71%	9pct	-10%	-5.2pct
300997 CH	欢乐家	7.3	-2%	0.2	26%	30%	0.4pct	23%	-0.6pct	3%	0.6pct
002582 CH	好想你	7.1	3%	(0.2)	-225%	34%	4pct	36%	6.4pct	-3%	-5.5pct
300915 CH	海融科技	5.2	2%	0.1	-333%	27%	1.3pct	24%	-2.5pct	2%	2.8pct
300892 CH	品渥食品	3.9	6%	(0.1)	-160%	20%	2.4pct	21%	8.5pct	-2%	-4.7pct
002820 CH	桂发祥	2.4	-4%	(0.1)	87%	45%	1.3pct	47%	2.6pct	-3%	-1.6pct
合计		**373.4**	**5%**	**14.7**	**26%**	**28%**	**0pct**	**21%**	**-1.1pct**	**4%**	**0.7pct**

资料来源：Wind，华泰研究

图表44：26Q2 上市休闲食品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
300783 CH	盐津铺子	14.9	6%	1.9	5%	33%	1.7pct	17%	1.7pct	13%	-0.2pct
603866 CH	三只松鼠	14.4	-18%	-0.5	-51%	25%	3.4pct	29%	-0.7pct	-4%	2.6pct
002847 CH	桃李面包	13.9	-1%	0.9	-23%	22%	-1.6pct	12%	0pct	6%	-1.8pct
603517 CH	洽洽食品	12.8	9%	0.5	-453%	27%	5.8pct	23%	-0.1pct	4%	5.4pct
002557 CH	绝味食品	12.5	-5%	0.1	-75%	26%	-3.2pct	20%	-1.7pct	1%	-1.5pct
603719 CH	立高食品	11.6	13%	0.6	-20%	30%	-0.8pct	21%	0.1pct	6%	-2.3pct
300973 CH	良品铺子	11.0	1%	-0.3	-56%	26%	1.7pct	29%	-2.7pct	-3%	4pct
603777 CH	来伊份	7.8	-13%	-0.9	41%	20%	-9.7pct	28%	-8.5pct	-11%	-4.3pct
605339 CH	煌上煌	7.1	32%	0.4	25%	25%	-4.7pct	17%	-3.7pct	5%	-0.3pct
605300 CH	南侨食品	7.0	-9%	0.0	-179%	19%	-0.2pct	18%	1.3pct	-1%	-1.4pct
002695 CH	劲仔食品	6.4	22%	0.3	-8%	23%	-5.6pct	17%	-3.8pct	5%	-1.6pct
003000 CH	西麦食品	5.8	17%	0.4	80%	44%	0.5pct	35%	-2.3pct	8%	2.6pct
002956 CH	佳禾食品	5.8	-6%	0.1	142%	15%	2.3pct	12%	1.3pct	1%	0.6pct
603886 CH	黑芝麻	5.5	12%	0.0	-41%	25%	1.3pct	21%	-0.5pct	0%	0.3pct
000716 CH	有友食品	5.0	29%	0.5	-3%	22%	-6.2pct	9%	-2.1pct	10%	-3.1pct
002991 CH	甘源食品	4.5	3%	0.1	-51%	29%	-3.3pct	25%	-2pct	2%	-2.1pct
603697 CH	元祖股份	4.2	-15%	0.0	-96%	62%	0.1pct	62%	6.9pct	0%	-3.1pct
300997 CH	欢乐家	3.0	1%	-0.1	-10%	26%	-0.6pct	28%	-1.6pct	-5%	0.6pct
002582 CH	海融科技	2.5	-7%	-0.1	-30%	24%	0.6pct	26%	-1pct	-2%	0.8pct
300915 CH	品渥食品	2.0	5%	0.0	-165%	19%	3.2pct	20%	9.4pct	-2%	-5.2pct
300892 CH	好想你	2.0	-27%	-0.6	357%	27%	4pct	55%	23.6pct	-28%	-23.2pct
002820 CH	桂发祥	0.9	-10%	-0.1	41%	44%	-0.7pct	59%	5.6pct	-16%	-5.9pct
合计		**160.7**	**1%**	**2.9**	**10%**	**27%**	**-0.2pct**	**23%**	**-1pct**	**2%**	**0.2pct**

资料来源：Wind，华泰研究

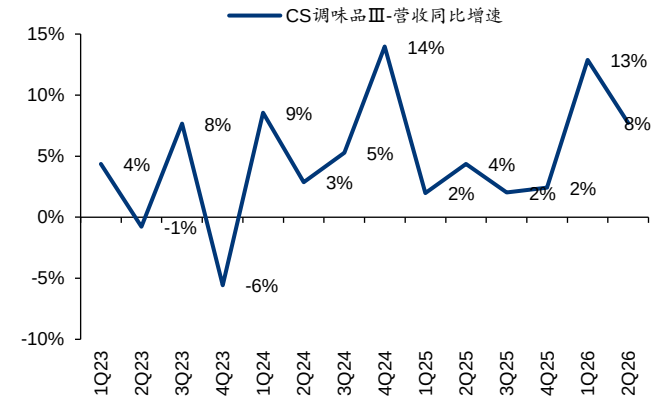
下载日志已记录，仅供内部参考

调味品：淡季需求平淡，Q2 成本压力有一定攀升

收入稳健增长、盈利端延续改善。2026H1 调味品板块营收/归母/扣非净利 306.4/63.4/59.5 亿元，同比+10.5%/+14.0%/+10.5%；其中 26Q2 营收/归母/扣非净利 138.7/25.4/23.2 亿元，同比+7.7%/+8.1%/+1.4%。26H1 板块收入端保持双位数增长，但 Q2 增速较 Q1 有所回落，核心在于春节出行、天气较好带动餐饮需求旺盛，Q2 淡季需求回落，雨水天气、消费复苏偏弱导致收入环比降速。

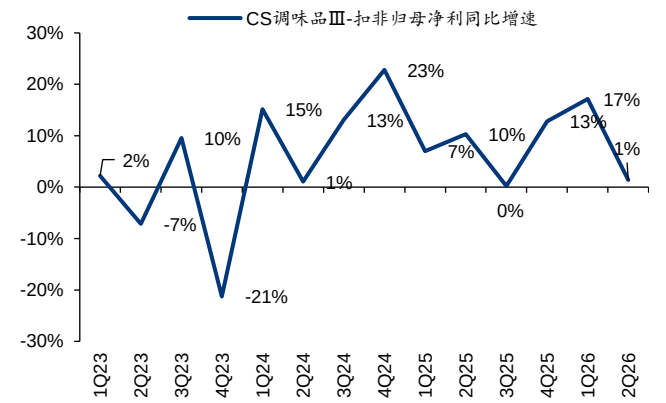
龙头经营表现继续分化：**海天味业** 26Q2 收入/扣非净利同比+2.9%/-3.4%，26Q2 公司收入增长较 Q1 降速，核心在于 26Q2 淡季餐饮偏弱、且 25Q2 同期基数较高，C 端表现优于 B 端；利润端，Q2 成本压力提升，叠加出海/数字化/总部办公楼摊销费用增加导致公司利润承压。**中炬高新&千禾味业：作为改革标的、受益低基数与新产品/新渠道拓展实现弹性增长。中炬高新** 26Q2 收入/扣非净利同比+18.5%/+54.4%，低基数补库与精细化运营带动存量收入恢复性增长，味滋美并表贡献增量，H2 将依托味滋美强化底料推广；**千禾味业** 26Q2 收入/扣非净利同比+19.9%/+349.3%，低基数带动收入恢复、规模效应带动利润率上行，公司新电商总监上任后重点在直播电商渠道推广原浆酱油（24.9 元/460ml）等高端产品。

图表45：调味品板块单季度营收同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

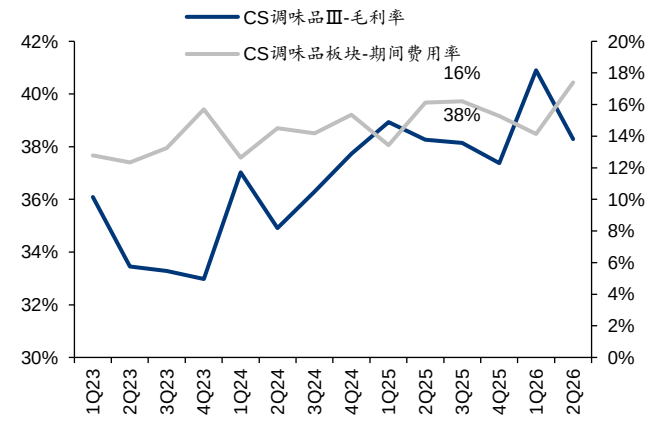
图表46：调味品板块单季度扣非净利同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

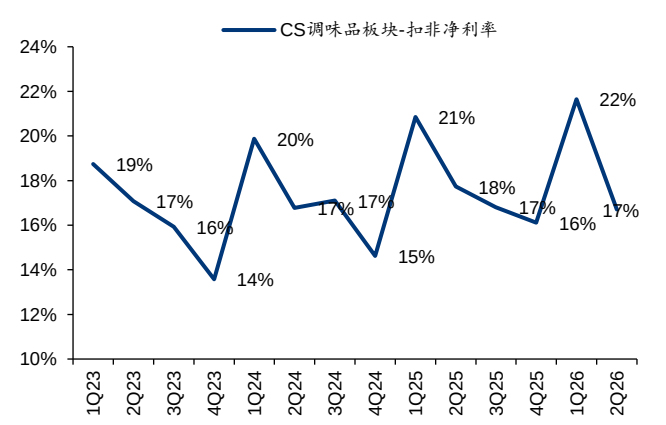
毛利率温和抬升，费用投入增加压制利润率弹性。26H1 调味品板块毛利率 39.7%，同比+1.1pct；26Q2 毛利率 38.3%，同比持平，Q2 因外围环境导致运费、PET 瓶等成本上涨，企业通过内部优化进行对冲。26H1 板块期间费用率 15.6%，同比+0.9pct（26Q2 期间费用率 17.4%，同比+1.3pct），行业竞争与渠道投入仍对费用端形成压力；最终板块扣非净利率 19.4%，同比持平，26Q2 扣非净利率 16.7%，同比-1.0pct。

图表47：调味品板块单季度毛利率及期间费用率（右轴）情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表48：调味品板块扣非净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

展望下半年，调味品行业需求仍以温和修复为主，渠道库存、餐饮恢复及新品类/新渠道拓展将继续决定企业增长斜率；而成本温和上涨之下，企业亦通过采购/管理端优化持续对冲，以保持市场竞争力，推荐新渠道与新产品持续拓展**千禾味业/中炬高新**，关注龙头**海天味业**。

图表49：26H1 上市调味品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	期间费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
603288 CH	海天味业	161.5	6%	39.6	4%	41%	0.9pct	11%	1.7pct	25%	-0.5pct
600872 CH	中炬高新	25.4	19%	3.7	39%	43%	3.7pct	25%	-0.6pct	14%	2.1pct
603027 CH	千禾味业	14.0	6%	2.0	17%	39%	2.9pct	22%	0.7pct	14%	1.3pct
603317 CH	天味食品	20.3	46%	3.5	118%	42%	3.6pct	19%	-4.3pct	17%	5.8pct
002507 CH	涪陵榨菜	13.7	4%	3.9	-7%	53%	-1.2pct	18%	2.6pct	28%	-3.2pct
603170 CH	宝立食品	16.0	16%	1.3	13%	34%	0pct	21%	1.3pct	8%	-0.2pct
600305 CH	恒顺醋业	12.2	9%	1.2	18%	36%	-2.3pct	24%	-3pct	10%	0.7pct
600186 CH	莲花健康	19.1	18%	2.0	26%	29%	1.3pct	14%	0.5pct	11%	0.6pct
002650 CH	加加食品	7.2	-2%	0.3	8360%	33%	3.7pct	24%	-1.8pct	5%	4.5pct
300908 CH	仲景食品	5.7	8%	1.1	7%	45%	-0.2pct	22%	-0.2pct	19%	-0.1pct
603696 CH	安记食品	2.6	1%	0.1	30%	20%	3.3pct	14%	1.6pct	4%	1pct
836826 CH	盖世食品	3.5	31%	0.2	-15%	15%	-2.4pct	9%	-0.7pct	5%	-2.6pct
603755 CH	日辰股份	2.4	16%	0.3	-17%	36%	-2.5pct	20%	2.1pct	12%	-4.9pct
002495 CH	佳隆股份	1.5	22%	0.1	-22%	32%	0pct	23%	1.4pct	5%	-2.6pct
831726 CH	朱老六	1.3	17%	0.3	165%	38%	14pct	7%	-1.7pct	22%	12.3pct
调味品板块		306.4	10%	59.5	10%	40%	1.1pct	16%	0.9pct	19%	**0pct**

资料来源：Wind，华泰研究

图表50：26Q2 上市调味品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	股票简称	收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	期间费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
603288 CH	海天味业	71.2	3%	16.1	-3%	40%	-0.4pct	13%	2pct	23%	-1.5pct
600872 CH	中炬高新	12.2	19%	1.3	54%	43%	3.8pct	17%	-0.9pct	10%	2.4pct
603317 CH	天味食品	9.0	20%	1.2	8%	39%	1.9pct	34%	3.6pct	13%	-1.4pct
603027 CH	千禾味业	5.8	20%	0.6	349%	38%	4.9pct	11%	-3.4pct	10%	7.1pct
603170 CH	宝立食品	8.3	16%	0.6	16%	34%	-0.9pct	9%	-0.2pct	8%	0pct
002507 CH	涪陵榨菜	6.1	2%	1.2	-21%	51%	-1.4pct	19%	5.2pct	20%	-5.9pct
600186 CH	莲花健康	9.0	9%	0.6	3%	27%	1.4pct	4%	-0.1pct	7%	-0.4pct
600305 CH	恒顺醋业	5.8	15%	0.6	11%	36%	-5.6pct	22%	-6.2pct	10%	-0.4pct
300908 CH	仲景食品	2.7	9%	0.5	4%	45%	1.1pct	23%	2.8pct	20%	-1pct
002650 CH	加加食品	2.8	-9%	0.0	-111%	29%	-1.6pct	9%	-5.6pct	0%	4.4pct
603696 CH	安记食品	1.3	-8%	0.0	-79%	16%	-1pct	12%	2.1pct	1%	-3.4pct
836826 CH	盖世食品	2.0	45%	0.1	-22%	14%	-4.1pct	11%	-1.4pct	4%	-3.8pct
603755 CH	日辰股份	1.1	9%	0.1	-36%	36%	-1.5pct	14%	5.2pct	10%	-7.1pct
002495 CH	佳隆股份	0.9	34%	0.0	-35%	31%	-3.8pct	9%	1.8pct	5%	-5.4pct
831726 CH	朱老六	0.5	6%	0.1	300%	39%	17.3pct	12%	-1.9pct	21%	15.7pct
调味品板块		138.7	8%	23.2	1%	38%	0pct	17%	1.3pct	17%	-1pct

资料来源：Wind，华泰研究

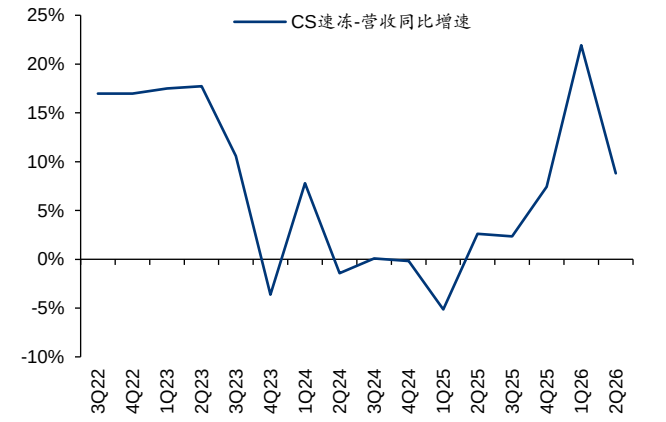
下载日志已记录，仅供内部参考

速冻食品：淡季表现平稳，新渠道贡献结构性亮点

26H1 速冻食品板块实现营收/归母/扣非净利 168.4/13.8/11.6 亿元，同比+15.5%/+21.6%/+24.1%；其中 26Q2 营收/归母/扣非净利 77.3/4.5/3.4 亿元，同比+8.8%/-5.8%/-7.0%。从经营节奏来看，26Q1 旺季板块需求旺盛，26Q2 进入传统淡季后板块收入增速环比回落、仍然维持正增，淡季整体表现平稳；利润端，部分原材料价格出现波动，26H1 龙头企业的成本控制能力维持优势地位，淡季行业竞争延续平稳态势，速冻食品龙头安井 26Q2 存在一次性商誉减值，对板块盈利能力产生影响。我们认为行业竞争已由过去纯粹的价格战转向产品、渠道、供应链等综合实力的比拼，龙头凭借大单品需求韧性较强、新渠道实现放量维持收入韧性，行业集中化仍为主线。

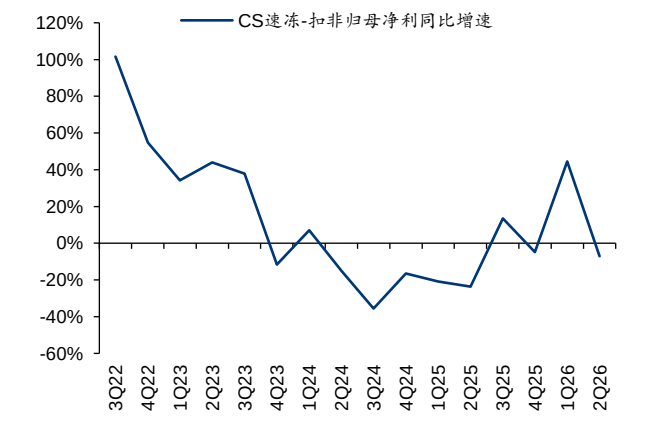
具体看龙头表现：**安井食品** 26Q2 收入/归母/扣非净利润同比+13.8%/-8.0%/-12.4%。收入端，26Q2 外部消费环境平淡但公司经营具备韧性，锁鲜装、虾滑、烤肠等战略单品稳步推进，电商及新零售渠道收入快速增长、定制化大 B 渠道逐步放量；速冻调制/菜肴制品为核心增长引擎，速冻面米受行业同质化竞争拖累。利润端，26Q2 归母净利润下滑主要受非经常性因素拖累，但主业盈利能力彰显韧性，26Q2 主业净利率达 10.7%、同比+0.8pct，公司全年经营目标未调整。**三全食品** 26Q2 收入/归母/扣非净利润同比+7.7%/-8.7%/+2.5%。收入端，26H1 速冻调制食品收入成长势能强劲，烤肠及涮烤食材在零食量贩、餐饮渠道快速推进，速冻面米制品收入逐步企稳。利润端，26Q2 毛利率同比-0.8pct，主因低毛利的速冻调制食品收入占比提升形成结构压力，但费用管控改善，带动扣非净利同比正增长；此外，公司推出员工持股计划，考核目标 26-28 年累计营收不低于 238 亿元（对应 CAGR10%），彰显经营信心。**千味央厨** 26Q2 实现收入/归母/扣非净利润同比+11.8%/-34.8%/-35.3%，收入端，26H1 大 B（直营）收入同比+40.2%、大 B 客户需求稳健，小 B（经销）收入同比-4.2%、同质化竞争仍较为激烈。利润端，因公司折扣促销力度加大，叠加公司在电商及 C 端新渠道的投入增加，26H1 归母净利率同比-1.0pct。此外，公司在马来西亚建设清真认证工厂，有望拓展东南亚市场、贡献海外增量。

图表51：速冻食品板块收入同比增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表52：速冻食品板块扣非归母净利同比增速情况



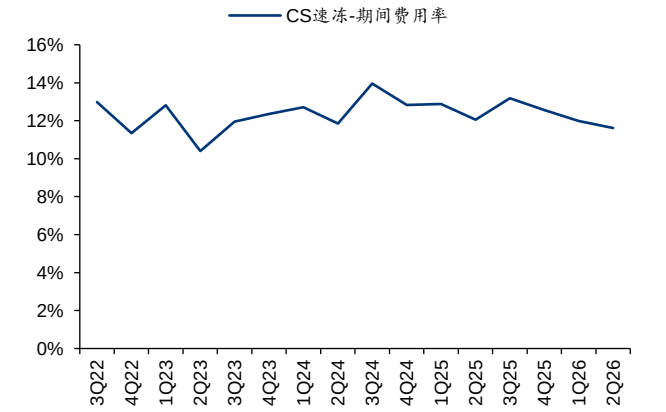
资料来源：Wind，华泰研究

26Q2 部分原材料成本出现波动，行业竞争基本延续平稳态势，板块扣非净利率同比小幅下滑。26H1 速冻板块整体毛利率同比+0.6pct 至 22.4%（26Q2 同比-0.3pct），26Q1 原材料价格基本稳定，但行业竞争趋缓，主要企业降低折扣促销力度，26Q2 鱼糜、鸡肉等部分原材料价格同比上行，行业竞争延续平稳态势。费用端，26H1 速冻板块期间费用率同比-0.7pct 至 11.8%（26Q2 同比-0.5pct），整体费用控制较优。由于速冻食品龙头安井 26Q2 存在部分非经常性因素影响，如商誉减值、存货跌价损失、汇兑损失、社保缴纳等，最终 26H1 速冻食品板块扣非净利率同比+0.5pct 至 6.9%（26Q2 同比-0.8pct）。

下载日志已记录，仅供内部参考

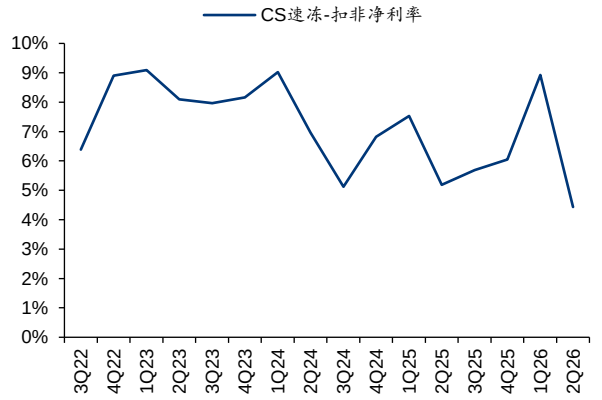
展望来看，收入端，期待餐饮需求进一步修复，支撑速冻食品企业经营趋势向上，此外，山姆会员店、零食量贩店、线上渠道及定制化 B 端等新渠道贡献结构性增量，龙头全渠道布局与供应链优势有望兑现为份额提升；利润端，伴随渠道信心有所修复，目前订货会进展顺利，行业竞争未见加大趋势，各企业持续致力于新品推广、产品结构优化、费效提升等，期待行业盈利能力向上修复。

图表53：速冻食品板块单季度期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表54：速冻食品板块单季度扣非净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表55：26H1 上市速冻食品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	名称	营业收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
603345 CH	安井食品	92.7	21.9%	7.5	24.8%	21.2%	0.7pct	8.3%	-0.6pct	8.1%	0.2pct
002216 CH	三全食品	39.1	9.5%	2.6	14.4%	24.2%	-0.1pct	15.3%	-0.8pct	6.6%	0.3pct
002702 CH	海欣食品	10.5	18.2%	0.3	-13.0%	23.7%	0.1pct	18.7%	0.9pct	2.8%	-1.0pct
001215 CH	千味央厨	8.5	2.0%	1.1	4.5%	29.3%	2.3pct	11.9%	1.4pct	12.4%	0.3pct
605338 CH	巴比食品	7.5	23.3%	-0.2	-35.8%	19.9%	0.6pct	20.7%	-2.2pct	-2.2%	2.1pct
603536 CH	惠发食品	6.8	-8.0%	-0.1	-82.2%	19.7%	2.7pct	18.6%	-1.1pct	-0.8%	3.4pct
605089 CH	味知香	3.4	0.7%	0.3	30.8%	24.0%	3.1pct	12.3%	1.5pct	9.6%	2.2pct
CS 速冻食品板块合计		168.4	15.5%	11.6	24.1%	22.4%	0.6pct	11.8%	-0.7pct	6.9%	0.5pct

资料来源：Wind，华泰研究

图表56：26Q2 上市速冻食品企业财务数据（单位：亿元）

股票代码	名称	营业收入	同比增速	扣非净利	同比增速	毛利率	同比增加	费用率	同比增加	扣非净利率	同比增加
603345 CH	安井食品	45.6	13.8%	2.3	-12.4%	17.4%	-0.6pct	7.7%	-0.4pct	5.0%	-1.5pct
002216 CH	三全食品	14.5	7.7%	0.6	2.5%	21.9%	-0.8pct	17.4%	-1.0pct	4.2%	-0.2pct
001215 CH	千味央厨	4.6	11.8%	0.1	-35.3%	22.5%	-0.2pct	18.0%	0.1pct	1.8%	-1.3pct
605338 CH	巴比食品	4.7	1.4%	0.6	3.3%	30.4%	2.2pct	11.5%	1.3pct	13.7%	0.3pct
002702 CH	海欣食品	2.8	-0.7%	-0.3	11.7%	16.5%	0.5pct	25.5%	1.4pct	-10.2%	-1.1pct
603536 CH	惠发食品	3.4	-19.6%	-0.1	-51.5%	17.7%	0.3pct	18.5%	0.4pct	-1.6%	1.1pct
605089 CH	味知香	1.7	-0.2%	0.1	45.3%	23.3%	4.5pct	13.3%	2.3pct	8.4%	2.6pct
CS 速冻食品板块合计		77.3	8.8%	3.4	-7.0%	19.4%	-0.3pct	11.6%	-0.5pct	4.4%	-0.8pct

资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表57：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	EPS (元) 2026E	EPS (元) 2027E	EPS (元) 2028E	PE (倍) 2025	PE (倍) 2026E	PE (倍) 2027E	PE (倍) 2028E
优然牧业	9858 HK	买入	4.33	9.36	19,447	-0.10	0.45	0.65	0.77	-36.32	8.39	5.79	4.87
五谷磨房	1837 HK	买入	1.47	2.54	3,217	0.12	0.17	0.21	0.24	10.48	7.60	6.16	5.25
现代牧业	1117 HK	买入	1.59	2.62	12,586	-0.14	0.14	0.21	0.25	-9.68	9.60	6.52	5.60
西麦食品	002956 CH	买入	16.97	27.00	5,304	0.55	0.90	1.09	1.26	30.89	18.83	15.63	13.48
华润啤酒	291 HK	买入	18.69	27.51	60,634	1.04	1.70	1.75	1.81	15.56	9.54	9.25	8.91
蒙牛乳业	2319 HK	买入	18.01	25.65	69,720	0.40	1.22	1.39	1.51	39.03	12.82	11.19	10.33
山西汾酒	600809 CH	买入	120.67	169.00	147,213	10.04	7.86	8.45	9.14	12.02	15.35	14.28	13.21
盐津铺子	002847 CH	买入	45.06	62.80	12,175	2.77	3.14	3.69	4.23	16.27	14.37	12.21	10.64
迎驾贡酒	603198 CH	买入	41.13	54.81	32,904	2.48	2.61	2.98	3.36	16.57	15.78	13.78	12.24
贵州茅台	600519 CH	买入	1,299.56	1,683.50	1,624,556	65.85	67.34	69.69	72.35	19.73	19.30	18.65	17.96
农夫山泉	9633 HK	买入	41.56	53.41	467,403	1.41	1.62	1.82	1.99	25.48	22.25	19.79	18.03
青岛啤酒股份	168 HK	买入	40.40	51.54	55,113	3.36	3.42	3.51	3.62	10.39	10.21	9.97	9.65
燕京啤酒	000729 CH	买入	11.49	14.60	32,385	0.60	0.73	0.83	0.92	19.29	15.85	13.87	12.54
古井贡酒	000596 CH	买入	100.88	127.47	53,325	6.71	5.38	6.07	6.79	15.02	18.76	16.63	14.86
伊利股份	600887 CH	买入	26.50	33.39	167,622	1.83	1.59	2.07	2.15	14.49	16.69	12.81	12.35
中炬高新	600872 CH	买入	18.54	23.00	14,355	0.69	0.92	1.03	1.16	26.73	20.25	18.06	15.98
统一企业中国	220 HK	买入	7.39	9.11	31,898	0.47	0.49	0.53	0.57	13.46	12.99	12.09	11.13
康师傅控股	322 HK	买入	12.36	14.71	69,678	0.80	0.80	0.86	0.89	13.39	13.39	12.50	12.03
今世缘	603369 CH	买入	29.85	35.46	37,217	2.09	1.97	2.09	2.29	14.29	15.16	14.28	13.04
千禾味业	603027 CH	买入	7.52	8.91	10,007	0.26	0.33	0.39	0.45	28.79	22.52	19.45	16.53
洽洽食品	002557 CH	买入	19.00	21.96	9,611	0.63	1.22	1.40	1.54	30.18	15.64	13.61	12.34
海天味业	3288 HK	增持	28.08	39.37	164,297	1.20	1.31	1.41	1.51	20.19	18.57	17.23	16.10
海天味业	603288 CH	增持	34.00	40.61	198,936	1.20	1.31	1.41	1.51	28.26	25.99	24.12	22.54
金徽酒	603919 CH	增持	17.51	20.54	8,882	0.70	0.54	0.79	0.92	25.06	32.62	22.09	19.10

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表58：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
优然牧业 (9858 HK)	26H1 收入/归母净利/现金 EBITDA 分别为 106.3/8.1/28.9 亿元，同比+3.3%/扭亏/+3.0%，归母净利处于此前业绩预告指引区间的中间位置。收入端，26H1 原料奶业务收入同比+2.0%，其中销量同比+6.6%，吨价同比-4.4%。利润端，26H1 公司生物资产公允价值损失大幅收窄，主要受益于原奶供需边际改善、奶价环比企稳，以及淘牛价格同比上涨等。另外，公司通过配股资金偿还境外美元债，融资成本同比-30.5%至 2.7 亿，进一步增厚利润。展望 26H2，上游牧场去产能预计进入尾声，中秋/国庆旺季有望带动奶价温和回升，公司或将继续受益于奶肉双周期共振带来的业绩弹性，维持“买入”。 公司作为上游牧业龙头、26H1 盈利修复幅度表现亮眼、肉牛业务积极推进，我们维持 26-28 年盈利预测 18.7/27.1/32.2 亿元，对应 26-28 年 EPS 0.45/0.65/0.77 元。参考可比公司 26 年 PE 均值 18x（Wind 一致预期），给予公司 26 年 18xPE，目标价 9.36 港币（前值 8.86 港币，对应 26 年 17xPE，前次可比公司均值为 17xPE），“买入”。 风险提示：原奶价格低于预期，饲料成本大幅上涨，肉牛价格下行，牛群疫病风险，食品安全等。 报告发布日期：2026 年 08 月 25 日 **点击下载全文：优然牧业(9858 HK,买入)：公允价值损失大幅收窄带动利润修复**
五谷磨房 (1837 HK)	26H1 实现收入/归母净利润 14.5/1.6 亿元，同比+27.8%/+46.0%，符合前次业绩预告（前次预告 H1 归母净利润 1.5-1.6 亿元，同比+40-50%）。26H1 收入端延续快速增长态势，商超专柜呈现稳健增长、线下货架及电商渠道同比实现高增，公司在食养谷物粉品类的市占率持续提升；利润端增长提速主要得益于收入规模扩大带来的经营杠杆效应及人效持续提升，26H1 销售费用率及管理费用率同比明显下行。展望来看，养生全民化趋势下中式食养赛道景气度延续，药食同源市场规模持续扩容，龙头有望充分享受行业增长红利，公司持续升级三大产品矩阵，以大单品核桃芝麻黑豆粉为核心，积极培育冲调品类第二增长曲线，增长动能充沛，维持“买入”评级。 我们看好公司作为中式食养赛道领先者，在专柜渠道壁垒深厚、核心单品持续放量、会员店等新渠道贡献增量等多重驱动下，成长势能有望持续向上。考虑到公司线下渠道增长势头强劲，功能改善型产品在高端价格带的差异化竞争优势持续凸显，我们上调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 0.17/0.21/0.24 元（较前次上调 10%/13%/16%），参考可比公司 26 年 PE 均值 13x，给予公司 26 年目标 PE 13x，目标价 2.54 港币（前次 2.10 港币，对应 26 年 12x PE），维持“买入”。 风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争加剧、新品推广不及预期 报告发布日期：2026 年 08 月 28 日 **点击下载全文：五谷磨房(1837 HK,买入)：养生全民化趋势下 26H1 业绩亮眼**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
现代牧业 (1117 HK)	26H1 收入/归母净利/现金 EBITDA 分别为 65.9/0.2/16.0 亿元，同比+8.6%/扭亏/+8.3%。收入端，26H1 原料奶业务收入同比+6.5%，其中销量同比+8.9%、吨价同比-2.4%。利润端，26H1 公司乳牛公允价值损失大幅收窄，主要受益于原奶供需边际改善、奶价跌幅收窄，以及淘牛价格同比上涨等。展望 26H2，上游牧场去产能进入尾声，中秋/国庆旺季有望带动奶价企稳回升，公司或将继续受益于奶肉双周期共振、圣牧并表带来业绩弹性，“买入”。 公司已完成对中国圣牧的强制要约收购，当前公司直接对圣牧持股 53.53%，加上一致行动人（含蒙牛）合计持股 83.52%，我们预计后续公司将通过适当减持来满足最低公众持股量要求。此外，考虑 26H2 公司并表中国圣牧会直接带来表观利润增量、负商誉对应的一次性收益等，我们上调盈利预测，预计 26-28 年收入 148.6/181.5/194.2 亿元（较前次+10%/+24%/+24%）；预计 26-28 年归母净利 11.4/16.7/19.5 亿元（较前次+47%/+18%/+21%），对应 EPS 0.14/0.21/0.25 元。参考可比公司 26 年 PE 均值 16x，给予 26 年 16x PE，目标价 2.62 港币（前次为 2.00 港币，对应 26 年 18xPE），维持“买入”。 风险提示：原奶价格低于预期，饲料成本大幅上涨，疫病风险，食品安全等。 报告发布日期：2026 年 08 月 26 日 **点击下载全文：现代牧业(1117 HK,买入)：预计 H2 和圣牧并表后打开增量空间**
西麦食品 (002956 CH)	26H1 实现收入 14.0 亿元，同比+22.0%；归母净利润 1.5 亿元，同比+81.9%；对应 26Q2 实现收入 5.8 亿元，同比+17.2%；归母净利润 0.5 亿元，同比+73.8%；符合业绩预告（此前预告 26Q2 归母净利润 0.4-0.5 亿元）。26H1 公司业绩增长主因：1）依托产业链优势推进产品与渠道创新，驱动收入稳步增长；2）受益于原粮丰收及精益管理，采购成本下降，盈利空间拓宽，26H1 公司毛利率同比+0.4pct；3）严控期间费用，提升运营效率，26H1 公司销售/管理费用率同比-3.5/-0.2pct。展望来看，公众健康意识提升、叠加年轻消费群体的需求特征正在重塑燕麦行业的产品开发逻辑，公司持续开拓产品品类，布局新兴渠道，后续有望维持较快增长，维持“买入”。 我们看好公司作为燕麦行业的革新标杆/成长势能向上，粉粉类新品有望持续贡献收入增量，我们维持 26-28 年盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.90/1.09/1.26 元，参考可比公司 26 年 PE 均值为 15x（Wind 一致预期），考虑公司所处的燕麦赛道长坡厚雪，公司在产品推新和渠道拓展层面积极进取，预计 26-28 年公司净利润 CAGR（32%）高于可比公司均值（24%），给予公司 26 年 30xPE，维持目标价 27.00 元，维持“买入”评级。 风险提示：行业需求不达预期、食品安全问题、宏观经济表现低于预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 19 日 **点击下载全文：西麦食品(002956 CH,买入)：成本下行&费效优化带动利润释放**
千禾味业 (603027 CH)	2025 年营收/归母净利/扣非净利 25.7/3.5/3.4 亿，同比-16.3%/-32.4%/ -31.5%；对应 25Q4 营收/归母净利/扣非净利 5.8/0.9/0.9 亿，同比-25.5%/-45.9%/-43.9%。25 年公司业绩低于我们前次预期（预计 25 年收入/归母净利为 27.7/4.1 亿元）。25 年在舆情与零添加行业规范的影响下公司经营整体承压；节奏上看，Q2 压力最为显著，Q3 逐步修复，Q4 公司主动控货、清理库存，收入有所承压、但线下动销仍在持续修复。26Q1 营收/归母净利/扣非归母净利 8.2/1.5/1.4 亿元，同比-1.6%/-7.7%/-9.5%，开年线下渠道在低库存基础上积极补库，但线上受平台电商流量下滑影响仍有压力，导致整体收入同比仍有承压，Q2 随着业绩基数的走低，以及线上渠道调整成果体现，期待公司经营持续恢复，“买入”。 考虑公司平台电商渠道调整较慢导致收入恢复不及预期，我们下调公司收入增速及盈利预测，预计 26-27 年 EPS 为 0.35/0.39 元（较前次下调 8%/13%），引入 28 年 EPS 为 0.45 元，参考可比公司 26 年平均 PE 33x，给予公司 26 年 33x，目标价 11.55 元（前值 10.64 元，对应 26 年 28x PE），维持“买入”。 风险提示：宏观经济表现低于预期，行业竞争加剧，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 04 月 30 日 **点击下载全文：千禾味业(603027 CH,买入)：线上调整拖累公司经营修复节奏**
华润啤酒 (291 HK)	公司公布上半年业绩：26H1 收入 242.4 亿元（同比+1.2%），归母净利润 51.7 亿（同比-10.7%），利润下滑主因 25H1 确认土地转让收益 8.27 亿元（26H1 仅确认 0.8 亿）。分业务看，26H1 啤酒/白酒收入同比+2.2%/-27.2%，啤酒受益喜力等高增带动量价齐升（H1 量/价同比+1.7%/+0.5%），费用精益化带动核心 EBIT 同比+1.2%；白酒延续承压趋势。展望来看，H2 在量价低基数下啤酒业务有望维持增长、喜力快增&即时零售渠道发力有望带动份额持续上行；白酒聚焦价格修复、推动光瓶酒复用啤酒渠道并提高华润系客户系统覆盖，经营有望好转，维持“买入”评级。 展望下半年，公司把握新消费趋势，聚焦区域品牌复苏+即时零售布局以应对行业新需求，有望继续高质量发展。考虑外围环境导致运费等成本上涨较多且行业需求恢复不及预期，我们略下调公司盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.70/1.75/1.81 元（较前次下调 5%/6%/5%），参考可比公司 26 年 PE 均值 14x，给予 26 年目标 PE 14x，目标价 27.51 港元（前次目标价 30.47 港元，对应 26 年 15xPE），维持“买入”。 风险提示：消费恢复不及预期，成本波动，食品安全事件。 报告发布日期：2026 年 08 月 20 日 **点击下载全文：华润啤酒(291 HK,买入)：量价齐升驱动龙头稳健经营**
蒙牛乳业 (2319 HK)	26H1 营收/归母净利分别为 447.9/23.7 亿，同比+7.8%/+15.9%。收入端，26H1 液态奶收入同比+5.2%，我们预计低温奶业务增速快于常温奶，常温奶亦处于稳健修复通道；26H1 冰淇淋/奶粉/奶酪/其他业务收入同比+8.5%/+22.8%/+32.6%/+4.8%，妙可蓝多（公司奶酪业务）BC 双轮驱动下成长势头强劲；26H1 公司奶粉业务收入表现亮眼，贝拉米完成此前的调整后、目前步入收入同比高增的阶段（26H1 收入增长超 60%）。利润端看，26H1 毛销差同比-0.6pct 至 13.2%，OPM 同比-0.3pct 至 8.2%，表观利润受到税率提升（调整缴纳所得税 3.2 亿）影响，但应占联营公司业绩大幅改善（主要由现代牧业 26H1 扭亏为盈贡献），最终归母净利率同比+0.4pct 至 5.3%。展望来看，后续液态奶需求有望持续修复，行业竞争有望趋于缓和，中秋&国庆双节时点或为重要的观察窗口期，后续奶粉&奶酪业务盈利能力有望向上，蓄力长期利润弹性释放，维持“买入”。 考虑液奶需求温和修复，叠加公司多元化业务进展卓有成效，我们上调 26-28 年公司收入预期至 878.9/914.6/944.5 亿（较前次+4%/+6%/+6%），但考虑税收的影响，我们小幅下调公司利润预测，预计 26/27/28 年 EPS 分别为 1.22/1.39/1.51 元（较前次-6%/-3%/-3%）。参考可比公司 26 年平均 PE 18x（Wind 一致预期），给予其 26 年 18x PE，目标价 25.65 港币（前值 27.14 港币，对应 26 年 19xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，新品表现不及预期，食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：蒙牛乳业(2319 HK,买入)：26H1 液奶修复且多元业务全面开花**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
山西汾酒 (600809 CH)	公司发布 2026 年半年报，26H1 总营收/归母净利润/扣非归母净利润 210.4/64.4/64.4 亿元，同比-12.2%/-24.3%/-24.4%；26Q2 总营收/归母净利润/扣非归母净利润 61.2/10.6/10.6 亿元，同比-17.7%/-43.1%/-43.0%。上半年公司在外部需求偏弱背景下主动调整经营节奏，将渠道健康、库存去化和价盘维护置于短期报表增长之前，业绩表现承压。公司持续推进汾酒复兴纲领第二阶段，产品端坚持四轮驱动，渠道端优化经销商考核结构并深化“汾享礼遇”体系，市场端在稳固山西基地市场基础上推进全国化 2.0。期待渠道库存进一步下降、动销边际修复，维持“买入”评级。 公司主动调整短期发货节奏，有助于维护渠道健康、推动库存去化并稳定价盘，为后续动销修复和全国化拓展奠定基础。公司全价格带产品矩阵完善，玻汾及大众腰部产品支撑基本盘，青花系列具备长期结构升级潜力。考虑外部需求恢复节奏及 26H1 经营表现，我们下调 26-28 年营业收入为 344.5/368.9/398.7 亿元（较前值-12%/-11%/-10%）；下调 26-28 年 EPS 为 7.86/8.45/9.14 元（较前值-19%/-17%/-16%）。考虑到部分可比公司 26 年业绩波动较大，27 年利润表现趋于平稳，参考可比公司 27 年均 20xPE（Wind 一致预期），给予公司 27 年 20xPE，目标价 169.00 元（前次目标价 184.11 元，可比公司估值 26 年 19xPE，给予公司 26 年 19xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 30 日 **点击下载全文：山西汾酒(600809 CH,买入)：26H1 主动调整蓄势长远**
盐津铺子 (002847 CH)	公司发布 26H1 业绩：26H1 收入/归母净利/扣非净利分别为 30.7/4.3/3.9 亿，同比+4.4%/+14.1%/+16.8%；26Q2 收入/归母净利/扣非净利 14.9/1.9/1.9 亿，同比+6.0%/基本持平/+4.7%。公司 H1 利润增速显著高于收入增速，主因品类结构优化（高毛利魔芋/海味/蛋制品占比提升）与魔芋精粉成本下行，叠加低盈利电商渠道收缩；Q2 归母净利率同比下滑主因线下渠道费用投放增加/政府补助减少。公司 Q2 收入增速仍受电商主动调整影响，以及流通渠道消费力走弱影响，量贩渠道与会员制超市延续较好表现。展望下半年，随着电商调整接近尾声且基数走低、定量流通渠道网点扩张与山姆合作深化推动，公司收入增长有望环比改善；利润端受益于品类结构优化与魔芋成本红利亦有望持续修复，维持“买入”。 报告发布日期：2026 年 08 月 20 日 **点击下载全文：盐津铺子(002847 CH,买入)：品类与渠道结构质量显著提升**
迎驾贡酒 (603198 CH)	公司发布 2026 年半年报，26H1 总营收/归母净利润/扣非归母净利润 34.16/11.62/11.21 亿元，同比+8.1%/+2.8%/+2.5%；26Q2 总营收/归母净利润/扣非归母净利润 11.86/3.27/3.03 亿元，同比+6.6%/+8.4%/+9.3%。26Q1 公司收入及利润表现亮眼，Q2 延续亮眼表现。长期看，安徽市场 100—300 元主流价格带消费基础仍较稳固，公司以“文化迎驾”战略为引领，资源继续聚焦洞藏系列，强化省内市场基础并稳步拓展省外市场；期待后续经营持续向好，维持“买入”评级。 我们看好公司聚焦大众价位，省内、省外均衡发展，洞藏系列长期势能有望延续，产品结构仍具升级潜力。我们维持公司 26—28 年 EPS 预测为 2.61/2.98/3.36 元。参考可比公司 26 年均 21xPE（Wind 一致预期），给予公司 26 年 21xPE，目标价维持 54.81 元（前次目标价 46.98 元，可比公司估值 26 年 18xPE，给予公司 26 年 18xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 25 日 **点击下载全文：迎驾贡酒(603198 CH,买入)：聚焦大众价位 Q2 延续亮眼表现**
贵州茅台 (600519 CH)	公司公告 2026 年半年报，26H1 总营收/归母净利 922.8/445.2 亿，同比+1.3%/-2.0%；26Q2 总营收/归母净利 375.8/172.7 亿，同比-5.2%/-6.9%。产品端，26H1 茅台酒/系列酒收入同比+2.82%/-6.02%；渠道端，直销/批发收入同比+29.9%/-21.6%，直销占比同比+12.5pct 至 57.3%，i 茅台继续承接长尾消费需求。2026 年以来公司全面推进市场化营销改革，通过产品结构调整、渠道重构及动态定价主动适配真实需求，飞天茅台批价和渠道库存总体保持健康。展望下半年，7 月飞天茅台年内第二次提价有望增厚业绩并稳定市场预期，我们看好公司领先的品牌力、日趋精细化的量价策略和治理能力，维持“买入”评级。 公司作为行业龙头，治理更趋市场化和精细化，前期批价和股价波动或已充分释放市场风险，未来高质量发展可期。考虑外部需求恢复缓慢，仍将对公司产生一定压力，我们下调盈利预测，由于提价等对冲产品结构下行影响，维持 26-28 年营业收入为 1807.4/1864.5/1924.2 亿元不变；但下调 EPS 为 67.34/69.69/72.35 元（较前次-2.1%/-1.8%/-1.8%），参考可比公司 26 年平均 PE 16 倍（Wind 一致预期），作为强品牌力龙头，给予公司 26 年 25xPE，目标价 1683.50 元（前值 1650.48 元，对应 26 年 24xPE，可比公司估值对应 26 年 15xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 16 日 **点击下载全文：贵州茅台(600519 CH,买入)：市场化改革下 26H1 经营稳健**
农夫山泉 (9633 HK)	我们持续看好农夫山泉是软饮料板块内相对稀缺的平台型企业，维持“买入”，给予其 26 年 30x PE，目标价 53.41 港元。我们认为，包装水/即饮茶/健康饮品等多条业务线重新形成更清晰的增长分工：1）包装水行业由总量扩容转向结构分化，中大规格产品放量提升了消费者对水源地/产品品质/履约稳定性的重视；24-25 年价格战强化了天然水和纯净水的消费者认知。2）日本经验验证无糖饮品具备长期属性，中国无糖茶品类在低线市场的渗透率仍较低，东方树叶有望承接品类扩容红利。3）公司的长期价值来自“提前布局-耐心等待-趋势兑现”的品类培育机制，NFC 果汁或为潜在大单品。 我们维持盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 1.62/1.82/1.99 元，参考可比公司 26 年 PE 均值 24x（Wind 一致预期），公司 26-28 年净利 CAGR（12%）高于可比公司均值（4%），叠加考虑农夫山泉凭借其重资产布局全国优质水源地所构建的供应链护城河，公司的增长质量和盈利韧性在板块内具备稀缺性，我们给予其 26 年 30xPE，目标价 53.41 港元，“买入”。 风险提示：净水器冲击、食品安全问题、行业竞争加剧、原料成本波动。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：农夫山泉(9633 HK,买入)：水稳茶进，健康饮品平台价值渐显**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
青岛啤酒股份 (168 HK)	公司发布 26H1 业绩：26H1 营收/归母净利/扣非归母净利 196.5/39.2/36.7 亿元，同比-4.1%/+0.4%/+1.0%；对应 26Q2 营收/归母净利/扣非归母净利 93.7/21.2/19.6 亿元，同比-6.7%/-3.4%/-3.3%。收入端，26Q2 啤酒销量/吨酒收入同比-7.0%/+0.3%，由于库存去化、雨水天气、餐饮需求偏弱，Q2 销量显著承压，低档酒缩量，青干、白啤、经典增长拉动结构升级与吨价提升；盈利端，结构升级、成本红利带动 Q2 毛利率/归母净利率同比+1.4/+0.8pct。展望来看，公司经营修复仍待渠道去化，以及消费与天气带动需求复苏，青干作为低卡健康产品显著放量、有望成为下一代大单品，“买入”。 考虑旺季雨水天气影响较大，我们下调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 3.43/3.52/3.63 元（较前次下调 2%/2%/1%），参考可比公司 26 年平均 PE 18x，给予 A 股 26 年 18x PE，目标价 61.74 元（前值 73.71 元，对应 26 年 21x PE），H 股参照 24H2 以来 AH 比价 72%，给予 26 年 13x PE，目标价 51.54 港币（前值 59.59 港币，对应 26 年 15x PE），维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：青岛啤酒(600600 CH,买入;168 HK,买入)：强雨水与弱需求致 Q2 经营承压**
燕京啤酒 (000729 CH)	26H1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 90.3/14.0/13.8 亿元，同比+5.5%/+26.9%/+33.2%，其中 26Q2 收入/归母净利润/扣非归母净利润 49.3/11.3/11.2 亿元，同比+4.3%/+21.0%/+26.9%。公司上半年业绩符合前次业绩预告（归母净利润 13.8-14.9 亿；扣非净利润 13.5-14.5 亿）。26Q2 公司量/价同比+2.2%/+2.0%，主要系 U8 全国化进程与内部提效成果加速释放。利润端，26Q2 所得税率与少数股东权益占比两个减亏指标维持在合理区间，而费效比显著提升，体现公司十四五期间降本提效结果；26H1 剔除成熟的满泉子公司，其余子公司收入/净利润同比+4.6%/40.8%，显著优于公司整体，我们判断核心得益于 U8 全国化带来的显著增量。展望来看，A10 有望在市场化体系下持续导入现有渠道、拉动结构继续向上，U8 全国化势头仍强，看好业绩延续稳健增长态势，维持“买入”评级。 我们维持公司盈利预测，预计 26-28 年 EPS 0.73/0.83/0.92 元，参考 26 年可比公司 PE 均值 18x，考虑公司 26-28 年净利润 CAGR（15%）高于可比均值（7%），给予公司 26 年 20xPE，目标价 14.60 元（前次目标价 14.60 元，对应 26 年 20x PE，可比公司 26 年 16xPE），维持“买入”评级。 风险提示：中高端市场竞争加剧，行业需求不及预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 08 月 21 日 **点击下载全文：燕京啤酒(000729 CH,买入)：U8 全国化引领公司业绩高增**
古井贡酒 (000596 CH)	公司发布 2026 年半年报，26H1 总营收/归母净利润/扣非归母净利润 101.31/21.64/21.50 亿元，同比-27.0%/-40.9%/-40.7%；26Q2 总营收/归母净利润/扣非归母净利润 26.86/5.58/5.52 亿元，同比-43.3%/-58.1%/-58.0%。上半年外部需求仍偏弱，公司主动调整经营节奏，以省内基地市场为依托，聚焦库存去化、价盘稳定和渠道健康。当前白酒行业进入存量竞争阶段，中低端大众价格带成为去库存和动销主力，公司费用投放进一步向真实动销和消费者培育倾斜。公司以保障健康可持续发展为核心，长期看省内市场份额、核心产品矩阵及省外重点市场仍具增长潜力，维持“买入”评级。 公司主动调整并释放渠道压力，省内基地市场品牌基础和渠道掌控力较强，大众价格带及宴席场景仍具韧性；省外聚焦核心板块、优化经销商结构，有望为后续经营修复奠定基础。考虑外部需求恢复节奏及 26H1 经营表现，我们下调公司 26-28 年营业收入为 160.5/175.6/193.8 亿元（较前值 -10%/-10%/-13%）；下调 26-28 年 EPS 为 5.38/6.07/6.79 元（较前值-21%/-20%/-22%），利润下调幅度大于营收主因公司在调整期保持高费用率投放。考虑到部分可比公司 26 年业绩波动较大，27 年利润表现趋于平稳，参考可比公司 27 年均 PE 21 倍（Wind 一致预期），给予公司 27 年 21xPE，目标价 127.47 元（前次目标价 136.40 元，可比公司估值 26 年 20xPE，给予公司 26 年 20xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 28 日 **点击下载全文：古井贡酒(000596 CH,买入)：26Q2 延续调整出清态势**
伊利股份 (600887 CH)	26H1 收入/归母净利/扣非净利分别为 643.3/57.6/56.0 亿，同比+4.1%/-20.0%/-20.3%；其中 26Q2 收入/归母净利/扣非净利为 295.9/3.6/2.7 亿，同比+2.6%/-84.4%/-88.8%。收入端，26H1 公司液奶业务收入恢复至同比正增通道，伴随散奶价格提升，小乳企发动价格战的能力减弱，公司主要单品的价盘同比提升；26H1 奶粉业务中，金领冠品牌的收入增长保持稳健，公司在婴配粉行业的竞争力持续显现；26H1 冷饮业务收入实现双位数增长。利润端，26H1 毛销差同比+1.0pct，但受澳优相关资产减值、税款缴纳等影响，最终 26H1 归母净利率同比-2.7pct，Q2 同比-6.8pct。另外，公司拟以集中竞价的方式回购股份，回购金额 10-20 亿元，回购价格不超过 39.53 元/股，回购数量占总股本 0.4%-0.8%。展望来看，后续澳优商誉减值的压力预计不大，期待公司非经营性因素环比减少；此前公司承诺 26 年分红金额不低于 24 年分红金额（77 亿元），高股息价值仍存，“买入”。 考虑后续的税收影响及 26 年澳优相关的资产减值损失等影响，我们下调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.59/2.07/2.15 元（较前次-20%/-2%/-4%），参考可比公司 26 年平均 PE 21x（Wind 一致预期），给予 26 年 21xPE，目标价 33.39 元（前值 45.54 元，对应 26 年 PE 23x），维持“买入”。 风险提示：原材料价格波动，行业需求不及预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 08 月 26 日 **点击下载全文：伊利股份(600887 CH,买入)：资产减值及补税等拖累 Q2 利润表现**
中炬高新 (600872 CH)	公司公布 26H1 业绩：26H1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 25.4/4.1/3.7 亿，同比+19.2%/+61.2%/+39.4%；对应 26Q2 收入/归母净利润/扣非归母净利润 12.2/1.5/1.3 亿，同比+18.5%/+99.8%/+54.4%。符合前次业绩预告（预计 26H1 归母净利润 3.9~4.3 亿元、扣非归母净利润 3.5~3.8 亿元）。主业端，26Q2 美味鲜收入/归母净利润同比+9.2%/+67.8%，低基数补库与精细化运营带动收入恢复性增长，成本改善/采购优化/费效提升带动美味鲜净利率同比+3.7pct 至 10.6%。味滋美并表对 Q2 贡献收入/归母净利润 7,143.4/480.8 万元，公司借助主业渠道优势进行底料上新推广。展望来看，看好公司内生经营的持续修复以及与味滋美的协同效应，维持"买入"评级。 展望来看，我们重点关注公司主业修复弹性与下半年复调新品推广进展，考虑到公司存量业务修复与内部降费成果显著，我们上调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 0.92/1.03/1.16 元（较前次上调 4%/4%/5%），参考可比公司 26 年目标 PE 均值 25x，给予 26 年目标 PE 25x，目标价 23.00 元（前次 22.00 元，对应 26 年 25x），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 08 月 20 日 **点击下载全文：中炬高新(600872 CH,买入)：内生修复与外延贡献成果显著**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
统一企业中国 (220 HK)	公司发布半年报，26H1 实现营收/归母净利润 173.2/14.0 亿元，同比+1.4%/+9.0%，收入端符合预期（此前预期同比微增），利润端略超预期（此前预期同比增长低个位数），主因原材料成本的不利影响小于预期、公司整体费用投放保持理性等。26H1 公司收入维持韧性，其中饮料业务收入 107.5 亿元，同比-0.3%；食品业务收入 56.3 亿元，同比+4.7%；其他业务（联盟代工）收入 9.4 亿元，同比+2.2%。利润端，26H1 公司毛利率同比+0.7pct，主要受原材料价格、行业竞争演化及产品结构变化影响；26H1 销售/管理费用率同比+0.7/-0.1pct，最终归母净利率同比+0.6pct 至 8.1%。展望下半年，公司收入端有望维持韧性，公司持续加速产品推新，有望贡献收入增量；利润端，7 月已观察到部分大宗原料价格较 5-6 月显著回落，公司判断全年原材料成本的不利影响预计可控，且有望通过经营效率的提升、实现利润率的平滑。我们预计公司未来 2-3 年的分红比例将保持在 100%的水平，“买入”。 考虑 26Q2 天气及行业竞争等因素对于软饮料行业的不利影响，我们小幅下调 26 年全年收入预期。展望 26H2，我们预计食品业务的收入增长具备韧性，原材料价格波动及费用投入仍是核心变量，我们小幅调整盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.49/0.53/0.57 元（较前次-2%/-1%/+4%），参考可比公司 26 年 PE 均值 16x（Wind 一致预期），给予公司 26 年 16x PE，目标价 9.11 港元（前值 9.89 港元，对应 26 年 18xPE），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动；市场竞争加剧；新品推广低于预期；食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 05 日 **点击下载全文：统一企业中国(220 HK,买入)：软饮行业承压的背景下 26Q2 经营韧性凸显**
康师傅控股 (322 HK)	26H1 收入 405.4 亿元，同比+1.1%；归母净利 24.3 亿元，同比+7.1%；经调整归母净利 24.3 亿元，同比+15.2%；收入端符合预期，利润端略超预期（此前预期归母净利同比增长中低单位数，经调整归母净利同比增长双位数）。26H1 公司收入维持韧性，其中饮料业务收入同比+0.7%，方便食品业务收入同比+2.0%，主要受益于核心品类稳健增长及产品结构持续优化；利润端，26H1 公司毛利率同比+1.3pct，原材料价格同比下滑、产品结构改善及产能利用率提升提供正向贡献，叠加精准的费用投放策略，共同驱动 26H1 净利率表现亮眼，考虑 25H1 存在一次性收益，26H1 核心利润率表现更优。展望来看，公司饮料及食品业务均有望延续需求韧性，核心单品稳健增长与新品放量共同贡献收入增量；26 年综合成本压力预计整体可控，公司有望通过产品结构优化与经营效率提升，保持利润率平稳。我们预计公司未来 2-3 年的分红比例有望保持 100%，股息率具备吸引力，“买入”。 展望 26H2，食品业务需求有望保持韧性，饮料业务中核心单品与新品放量有望贡献增量；综合考虑成本波动与经营效率的提升，我们预计公司利润率整体有望保持稳定。我们上调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.80/0.86/0.89 元（较前次+5%/+4%/+4%），参考可比公司 26 年 PE 16x（Wind 一致预期），给予其 26 年 16x PE，对应目标价 14.71 港元（前值 15.03 港元，对应 26 年 18x，目标价下调主因可比公司 26 年 PE 均值较前次下降），维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、新品表现不及预期、食品安全风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 11 日 **点击下载全文：康师傅控股(322 HK,买入)：26H1 收入与核心利润均保持韧性**
今世缘 (603369 CH)	公司发布 2026 年半年报，26H1 总营收/归母净利/扣非净利 64.4/20.8/21.0 亿，同比-7.4%/-6.6%/-5.8%；26Q2 总营收/归母净利/扣非净利 21.1/7.0/7.1 亿，同比+14.1%/+19.1%/+22.2%。26 年上半年在需求弱复苏背景下，公司表现依然坚挺。产品端，公司产品结构完善，以特 A 类为代表的大众价位产品表现相对较好。市场端，公司省内精耕攀顶，分品系、分区域专项提升；省外攻城拔寨，周边化、板块化举措稳步落实。展望未来，公司省内有望继续保持势能，省外在“三聚焦”战略下具备增长空间，维持“买入”评级。 公司将持续受益于江苏市场的庞大需求和省外市场稳健布局，看好其未来长期增长势能。我们维持盈利预测，预计公司 26-28 年 EPS 为 1.97/2.09/2.29 元。参考可比公司 26 年平均 PE 16 倍（Wind 一致预期），考虑公司仍有省内深耕和省外扩张机会，给予公司 26 年 18xPE，目标价维持前值 35.46 元，公司此前颁布 2026-2028 年股东回报方案，更加重视投资者权益，维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 17 日 **点击下载全文：今世缘(603369 CH,买入)：26Q2 营收利润双双实现高增**
洽洽食品 (002557 CH)	公司公布 26H1 业绩：收入/归母净利/扣非归母净利 35.1/2.5/2.0 亿，同比+27.4%/+177.4%/+368.4%；26Q2 收入/归母净利/扣非归母净利 12.8/0.8/0.5 亿，同比+8.7%/+581.2%/扭亏为盈，公司业绩整体符合前次业绩预告（预告 26H1 归母净利润 2.40-2.65 亿元，扣非归母净利润 2.00-2.25 亿元）；营收端，Q2 淡季期间，受益低基数/山姆&量贩&电商等非传统渠道拉动，收入实现弹性增长；利润端，受益瓜子成本改善、规模效应，公司盈利水平同比显著改善，Q2 归母净利率同比+5.1pct。展望来看，公司积极布局坚果、冰激凌、魔芋等零食新品，并在量贩等新渠道持续导入 SKU，我们认为公司经营有望持续向好，维持“买入”评级。 我们维持公司盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.22/1.40/1.54 元，参考可比 26 年均 PE 18x（Wind 一致预期），给予 26 年 18x PE，目标价 21.96 元（前次 24.40 元，对应 26 年 20x PE），“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 08 月 24 日 **点击下载全文：洽洽食品(002557 CH,买入)：新渠道&新品贡献带动 Q2 经营改善**
海天味业 (3288 HK) 海天味业 (603288 CH)	公司公布 26H1 业绩：26H1 收入/归母净利润/扣非归母净利润 161.5/41.9/39.6 亿，同比+6.0%/+7.1%/+3.8%；对应 26Q2 收入/归母净利/扣非净利 71.2/17.5/16.1 亿，同比+2.9%/+2.0%/-3.4%。26Q2 公司收入增长较 Q1 降速，核心在于 26Q2 淡季餐饮偏弱、且 25Q2 同期基数较高，C 端强化新品导入、表现优于 B 端；利润端，公司强化费用管控的同时提升灵活度，将此前由总部审批的费用模式转换为总部控费率、一线灵活投放的模式，费效比持续提升，叠加 Q2 仍有成本红利，26H1/26Q2 公司归母净利率分别同比+0.3/-0.2pct。展望来看，国内需求偏弱且竞争激烈，我们认为公司有望凭借品牌/渠道的龙头地位实现份额提升，海外市场加速布局，有望形成突破，维持“增持”。 考虑外部因素导致成本上涨，我们略下调公司盈利预测，预计 26-28 年 EPS 1.31/1.41 /1.51 元（较前次-3%/-3%/-4%），参考可比公司 26 年 PE 均值 28x，考虑公司龙头地位持续稳固，应享有估值溢价，给予 26 年目标 PE 31x，目标价 40.61 元（前次目标价 45.90 元、对应 26 年 34x PE），参考 H 股上市以来 H/A 折价均值 20%，港股估值偏低、分红比例提升带来的股息率提振更加显著，HA 折价有望收敛，我们给予 H 股 15%折价，给予 26 年 26x PE，对应 39.37 港币目标价（前次 44.72 港币，对应 26 年 29x PE），维持“增持”评级。 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 08 月 27 日 **点击下载全文：海天味业(603288 CH,增持;3288 HK,增持)：需求偏弱、成本上涨致 Q2 增长降速**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
金徽酒 (603919 CH)	公司发布 2026 年半年报，26H1 总营收/归母净利/扣非净利 18.2/2.1/2.2 亿元，同比+3.2%/-28.2%/-24.3%；26Q2 总营收/归母净利/扣非净利 7.2/0.1/0.2 亿元，同比+11.1%/-85.3%/-70.1%。公司上半年营收在行业整体需求偏弱的背景下展现较好韧性，完善的产品结构和精细化的渠道布局对冲行业下行压力；利润下滑幅度较大主因 26Q2 一次性补税及缴纳滞纳金影响，不影响主业稳步发展趋势。展望看，公司营销策略和战略路径明确，有望持续受益于西北市场市占率提升、产品结构升级和省外市场开拓，成长路径清晰，维持“增持”。 公司高管团队稳定，“一地一策”机制灵活，激励充分，财务保障充足。近年来持续夯实根据地市场，积极拓展省外市场。根据公司此前公告，2026 年的一次性补缴税款和滞纳金将计入公司 26 年度当期损益，预计减少公司 26 年度合并报表净利润约 7500 万元，不会对 27-28 年产生影响，我们单独下调公司 2026 年归母净利润为 2.73 亿，EPS 为 0.54 元（较前次下滑 24%）。维持公司 26-28 年营业收入不变，维持 27-28 年 EPS 不变，预计 27-28 年 EPS 为 0.79/0.92 元。因 26 年受一次性补税影响波动较大，参考可比公司 27 年均 PE 26x（Wind 一致预期），给予公司 27 年 26xPE，目标 20.54 元（前值 22.01 元，对应 26 年 31xPE，可比公司对应 2026 年 31xPE），维持“增持”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题，提价传导不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 19 日 **点击下载全文：金徽酒(603919 CH,增持)：一次性补税不改公司稳健发展趋势**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

1）宏观经济增长不达预期。如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。

2）行业竞争激烈程度高于预期的风险。在行业需求偏弱的背景下，企业间为了争夺市场份额可能加大费用投放和产品促销的力度，这对公司的盈利能力会产生负面影响。

3）食品安全问题。以非洲猪瘟为代表的事件会引起消费者对食品安全问题的担忧，这也将对行业的需求增长产生负面影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，王可欣、倪欣雨、宋英男、胡东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 伊利股份(600887 CH)、贵州茅台(600519 CH)、中炬高新(600872 CH)、今世缘(603369 CH)、西麦食品(002956 CH)、优然牧业（9858 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 海天味业（3288 HK）、农夫山泉（9633 HK）、统一企业中国（220 HK）、青岛啤酒股份（168 HK）、康师傅控股（322 HK）、蒙牛乳业（2319 HK）、华润啤酒（291 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王可欣、倪欣雨、宋英男、胡东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 海天味业（603288 CH）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 海天味业（603288 CH）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 海天味业（603288 CH）、海天味业（3288 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 伊利股份(600887 CH)、贵州茅台(600519 CH)、中炬高新(600872 CH)、今世缘(603369 CH)、西麦食品(002956 CH)、优然牧业（9858 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 海天味业（3288 HK）、农夫山泉（9633 HK）、统一企业中国（220 HK）、青岛啤酒股份（168 HK）、康师傅控股（322 HK）、蒙牛乳业（2319 HK）、华润啤酒（291 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司