下载日志已记录，仅供内部参考

WESTERN SECURITIES 西部证券

证券研究报告

食品饮料专题：底部布局超跌成长股

西部证券研发中心

2026年9月8日

分析师 |于佳琦 S0800525040008 邮箱地址： yujiaqi@xbmail.com.cn；
田 地 S0800525050004 邮箱地址：tiandi@xbmail.com.cn；
肖燕南 S0800525070002 邮箱地址：xiaoyannan@xbmail.com.cn

机密和专有
未经西部证券许可，任何对此资料的使用严格禁止

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

➢**消费板块成长性放缓，收入增速回落至个位数。**以食品饮料为例，2020年后各子行业收入增速放缓，个位数增速是常态，收入增长中枢能在双位数以上的已经是成长性标的。从整个消费板块来看，根据Wind一致预测，各消费行业未来一年营收增速以及未来两年营收CAGR基本都在双位数以下，对应26年PE在15倍到45倍之间不等。

➢**基金持仓已降至历史低位，食品饮料板块筹码出清较为充分。**2026H1普通股票型及偏股混合型基金食品饮料持仓市值合计约907亿元，配置占基金股票投资比例由2022年的约11%降至约1.5%。板块关注度处于较低位置，基本面预期企稳后，较低的机构持仓或意味着潜在增配空间和更大的交易弹性。

➢**细分板块较7月以来行情已呈现估值修复特征。**2026H1普通股票型及偏股混合型基金食品饮料持仓中，白酒约408亿元，占比仍最高，其次为乳料饮品，持仓市值约113亿元。2026年7月至9月4日，食饮二级行业出现不同程度估值修复，白酒、非白酒、饮料乳品、休闲食品分别上涨8.8%/7.4%/6.4%/5.1%，对应PE（TTM）约为21/23/20/19倍，后续若基本面边际改善，当前持仓较低、前期涨幅较小且成长性较强的细分方向建议重点关注。

➢**投资建议：我们筛选板块内部分成长标的，收入保持较好增长，PE估值在20倍、甚至15倍以下的优质标的，重点关注立高食品、西麦食品、小菜园、古茗（已覆盖）、鲑龙科技（已覆盖）、十月稻田（已覆盖）。**

➢**风险提示：宏观经济波动、竞争恶化超预期、原材料成本大幅上涨、食品安全问题。**

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

CONTENTS

01 行业观点

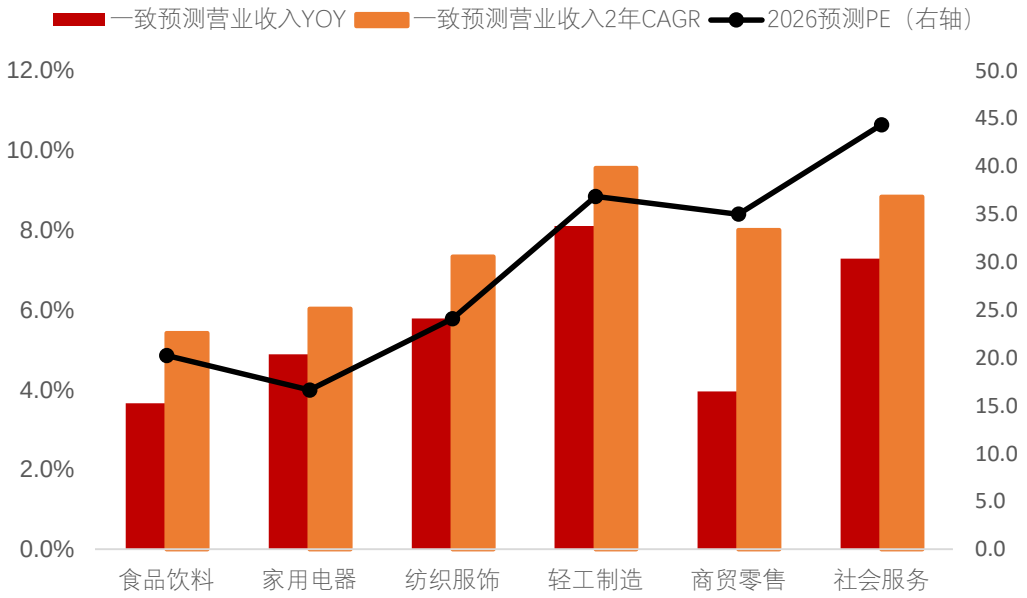
02 个股梳理

下载日志已记录，仅供内部参考

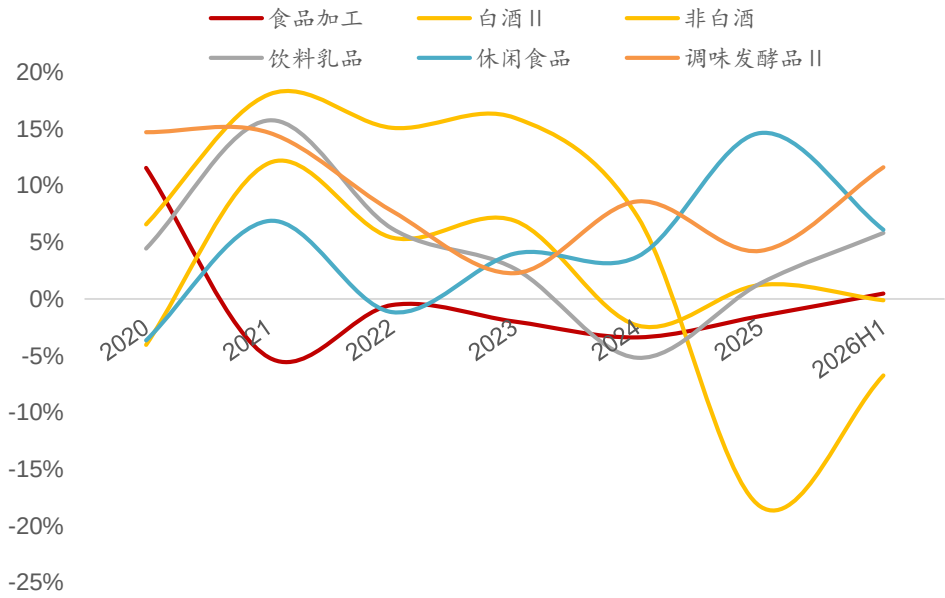
板块增速：成长性放缓，收入增速回落至个位数

➢ **消费板块成长性放缓，收入增速回落至个位数。**以食品饮料为例，2020年后各子行业收入增速放缓，个位数增速是常态，收入增长中枢能在双位数以上的已经是成长性标的。从整个消费板块来看，根据Wind一致预测，各消费行业未来一年营收增速以及未来两年营收CAGR基本都在双位数以下，对应26年PE在15倍到45倍之间不等。

图：消费板块各行业一致预测收入增速以及预测PE



图：食品饮料各子板块营业收入增速



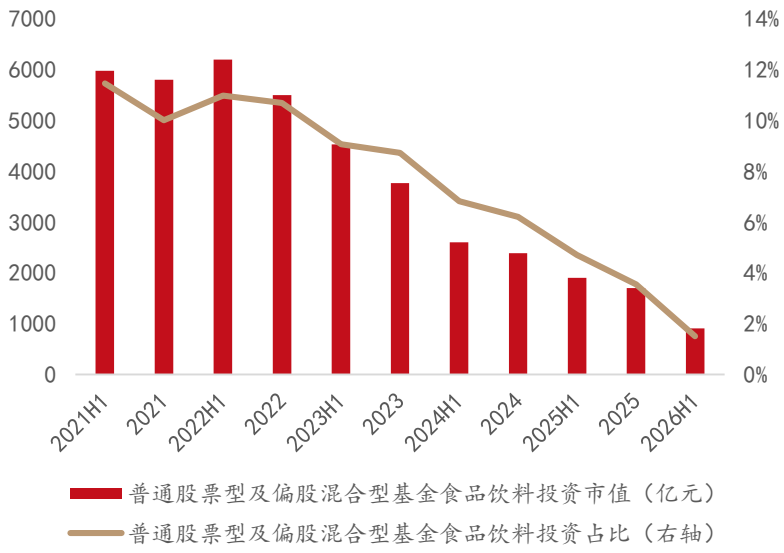
资料来源：Wind 、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

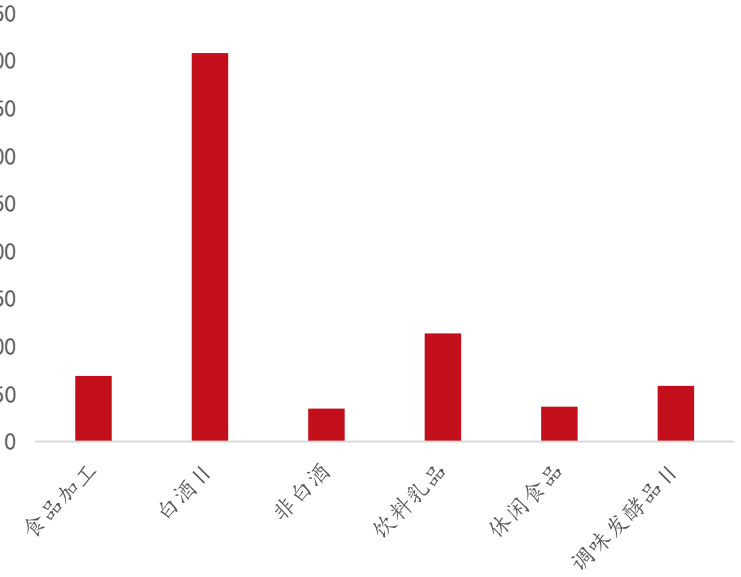
板块持仓：普通股票型及偏股混合型基金食饮持仓处于低位

- **基金持仓已降至历史低位，食品饮料板块筹码出清较为充分。**2026H1普通股票型及偏股混合型基金食品饮料持仓市值合计约907亿元，配置占基金股票投资比例由2022年的约11%降至约1.5%。板块关注度处于较低位置，基本面预期企稳后，较低的机构持仓或意味着潜在增配空间和更大的交易弹性。
- **细分板块较7月以来行情已呈现估值修复特征。**2026H1普通股票型及偏股混合型基金食品饮料持仓中，白酒约408亿元，占比仍最高，其次为乳料饮品，持仓市值约113亿元。2026年7月至9月4日，食饮二级行业出现不同程度估值修复，白酒、非白酒、饮料乳品、休闲食品分别上涨8.8%/7.4%/6.4%/5.1%，对应PE（TTM）约为21/23/20/19倍，后续若基本面边际改善，当前持仓较低、前期涨幅较小且成长性较强的细分方向建议重点关注。

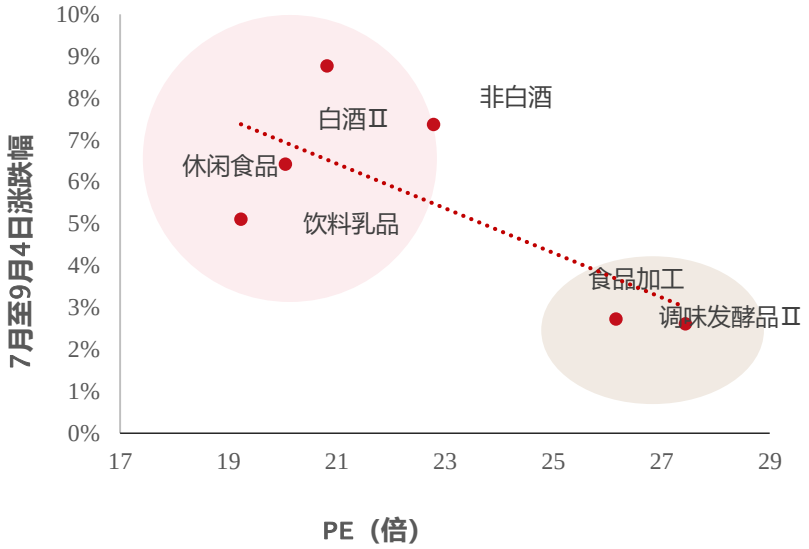
图：2021H1-2026H1食品饮料板块普通股票型及偏股混合型基金投资市值及占比



图：2026H1食品饮料二级行业基金重仓市值（亿元）



图：食品饮料二级行业PE（TTM）vs7月至9月4日涨跌幅



资料来源：Wind、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

标的汇总

➢ 我们筛选板块内部分成长标的，收入保持较好增长，PE估值在20倍、甚至15倍以下的优质标的，重点关注立高食品、西麦食品、小菜园、古茗（已覆盖）、鲷龙科技（已覆盖）、十月稻田（已覆盖）。

表：食品饮料成长个股梳理（时间截至2026/9/4）

			PE		营业收入（亿元）			营业收入yoy			归母净利润（亿元）			归母净利润yoy		
证券代码	证券简称	市值（亿元）	2025	2026E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
300973.SZ	立高食品	45.9	15.0	15.7	43.5	47.3	52.1	13.5%	8.7%	10.2%	3.0	2.9	3.6	12.5%	-4.1%	23.1%
002956.SZ	西麦食品	52.4	30.5	19.9	22.4	27.2	32.1	18.1%	21.4%	18.1%	1.7	2.6	3.3	29.7%	53.0%	25.0%
0999.HK	小菜园	77.2	10.8	13.0	53.5	55.8	63.5	2.6%	4.3%	13.9%	7.2	6.0	7.1	23.2%	-16.8%	18.9%
1364.HK	古茗	505.5	16.3	15.8	129.1	161.5	191.8	46.9%	25.0%	18.8%	31.1	31.9	38.8	110.3%	2.7%	21.4%
6715.HK	鲷龙科技	71.5	19.7	17.3	7.7	9.1	10.7	14.9%	18.1%	18.1%	3.6	4.1	5.0	17.8%	13.9%	20.5%
9676.HK	十月稻田	42.9	10.0	7.9	68.1	81.8	94.8	18.5%	20.1%	15.9%	4.3	5.4	6.6	109.6%	26.5%	22.8%

备注：古茗、鲷龙科技26-27年收入、利润为西部证券预测，其余公司为Wind一致预测。

资料来源：Wind、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

CONTENTS

01 行业观点

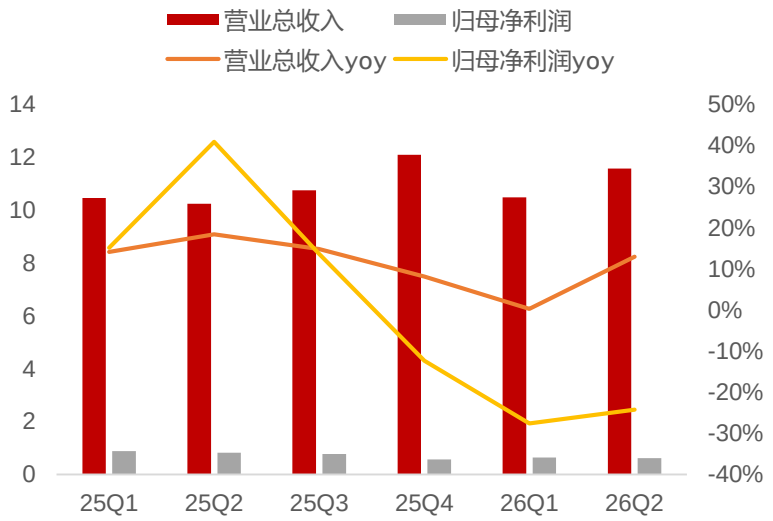
02 个股梳理

下载日志已记录，仅供内部参考

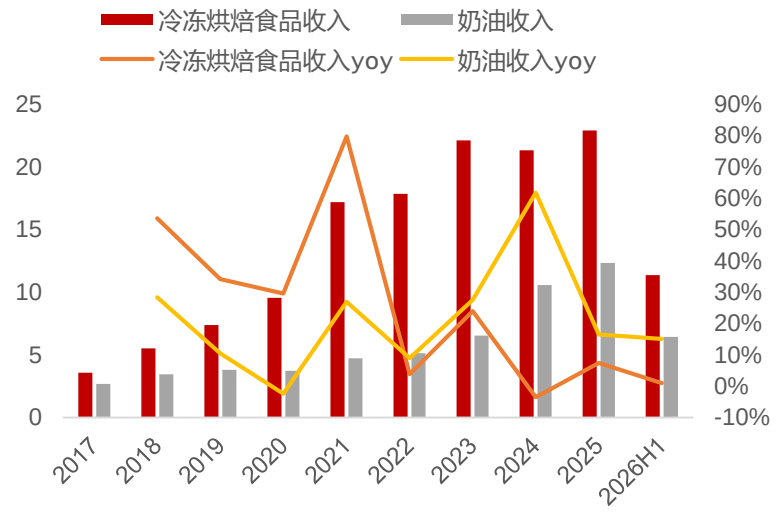
立高食品：Q2收入增长加速，重点关注低估成长股

- **Q2收入开始加速，H2有望继续改善。**公司Q2收入增长12.9%，环比一季度明显加速。分渠道看，26H1流通渠道收入占比47%，同比增长6%，主要为UHT奶油等产品贡献；商超渠道收入占比33%，同比增长10%，公司在重点商超积极拓展新品，同时积极对接地方性调改商超；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比20%，增速放缓至低个位数，主要系公司主动优化部分定制类产品。
- **国产替代进口，奶油和其他烘焙原材料快速增长。**分产品看，H1冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料分别同比+1%/+15%/-13%/-11%/+45%，其中UHT奶油实现营业收入近5亿元，同比增长约30%。其他烘焙原材料主要包括烘焙油脂、肉松等产品，公司近几年持续拓展新品推动其他烘焙原材料快速增长。
- **低估成长股，现价重点关注。**公司今年新品节奏较好，H2冷冻烘焙业务继续环比改善，烘焙原料维持快速增长，收入增长中枢有望回到双位数以上。上半年利润受产能搬迁产生的一次性费用影响，公司积极优化采购成本和干线物流，维持毛利率基本稳定，低基数下预计明年利润弹性较大。根据Wind一致预测，根据2026/9/4收盘价测算，对应26/27年16倍/13倍PE，继续重点关注。

图：立高食品单季度财务业绩（亿元）



图：立高冷冻烘焙和奶油收入及增速（亿元）



表：立高食品盈利预测（Wind一致预测，百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,835	4,354	4,731	5,212	5,705
同比增长	9.6%	13.5%	8.7%	10.2%	9.5%
归母净利润	268	305	292	360	417
同比增长	266.9%	13.7%	-4.1%	23.1%	16.1%
EPS(元)	1.58	1.80	1.73	2.12	2.46
ROE	10.5%	11.4%	10.2%	11.5%	12.2%
P/E(倍)	24.7	23.9	15.7	12.8	11.0

资料来源：Wind（2026E-2028E业绩为Wind一致预期，数据截至2026/9/4），立高食品2026半年度报告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

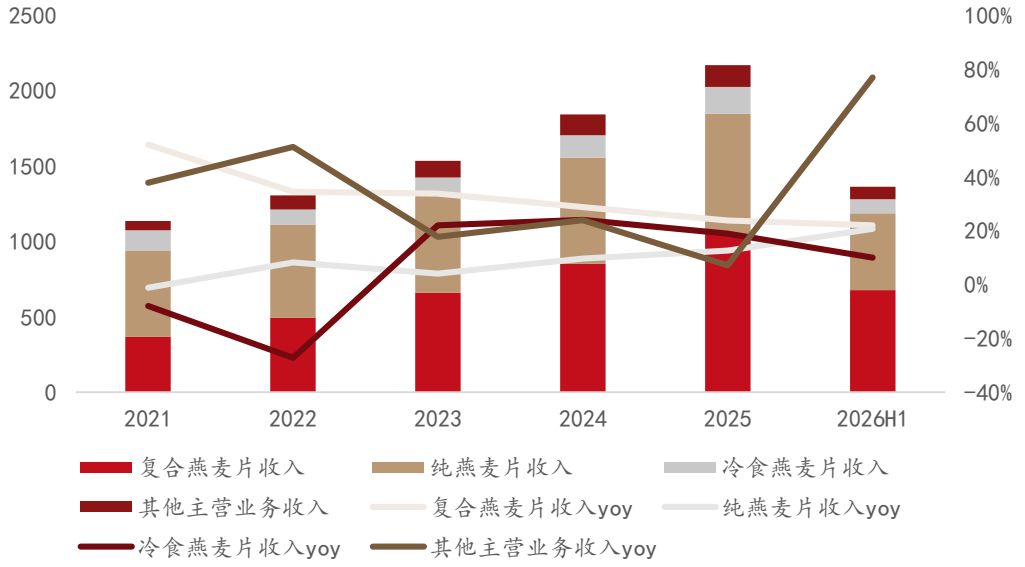
西麦食品：燕麦主业稳固，第二增长曲线逐步成型

- **渠道与新品共振，燕麦主业增长稳固。**26H1公司纯燕麦片收入同比+20.71%，其中有机燕麦销售同比增长近80%，依托山姆推出有机高蛋白新品，消费者接受度较高；新兴渠道持续放量，零食渠道同比增长近60%，盒马、山姆等仓储会员店渠道增长超100%，即时零售到家业务实现双位数增长。
- **食养粉实现从0到1突破，大健康第二增长曲线逐步成型。**26H1食养粉销售超7000万元，红参阿胶粉等核心单品动销表现良好，蛋白粉、肽饮等高附加值产品亦保持稳健增长。上半年食养粉销售主要来自部分线下渠道，下半年将启动线上投放，有望直接带动线上收入增长，并通过品牌曝光和流量外溢进一步反哺线下销售。
- **原粮一体化叠加费用杠杆，利润弹性持续释放。**公司受益于澳麦零关税及张北有机基地投产，原料端自主保障能力持续增强，26H1销售毛利率为44.03%，同比+0.44pct。费用端，26H1销售费用率同比下降3.5pct至26.4%；研发投入同比+34.5%，持续布局减脂、控糖、代餐等功能化场景。

表：西麦食品盈利预测（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,896	2,240	2,718	3,208	3,725
增长率	20.16%	18.11%	21.35%	18.05%	16.11%
归母净利润(百万元)	133	172	263	329	393
增长率	15.36%	28.93%	53.01%	25.04%	19.56%
每股收益（EPS）	0.6	0.78	0.84	1.05	1.26
市盈率（P/E）	32.2	47.1	19.9	16.0	13.3
市净率（P/B）	2.5	4.0	3.0	2.7	2.5

图：西麦食品收入及增速（百万元）



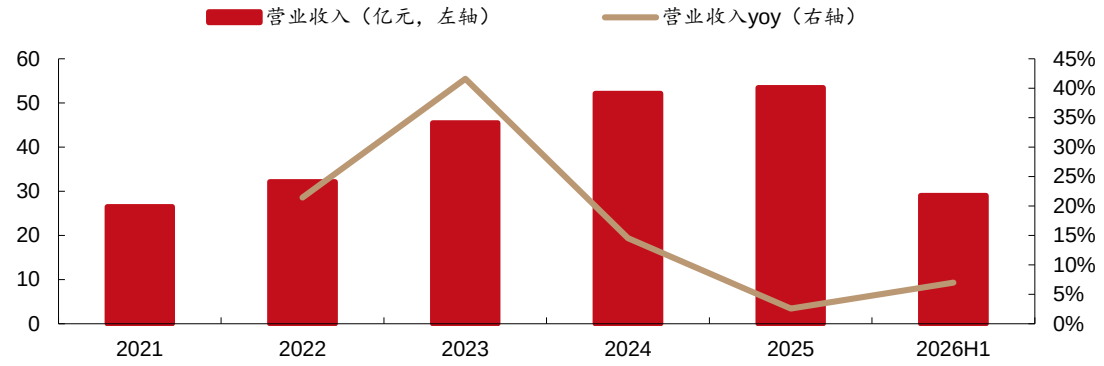
资料来源：Wind（2026E-2028E业绩为Wind一致预期，数据截至2026/9/4），西麦食品2025、2026年半年度报告，西麦食品2026年8月20日投资者关系活动记录，西麦食品2026年7月21日投资者关系活动记录，西部证券研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

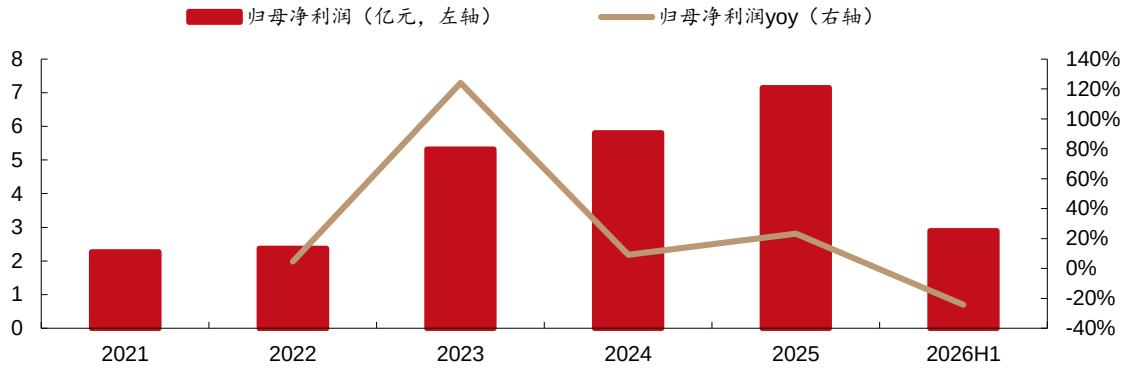
小菜园：战略聚焦堂食成效显现，门店扩张延续成长

- **经营重心回归堂食推动客流与翻台改善，门店网络持续扩张支撑收入增长。**2026H1公司收入/归母净利润分别为29.03/2.90亿元，同比分别+7%/-24%；堂食收入19.45亿元，同增18%，收入占比由61%提升至67%，主要系门店网络持续扩张及经营重心向堂食调整，带动整体堂食客流及翻台率同比提升。截至期末小菜园品牌门店824家，同增23%；公司通过以价换量策略带动各线城市堂食客流同比增长，整体翻台率由3.1提升至3.5次/天。

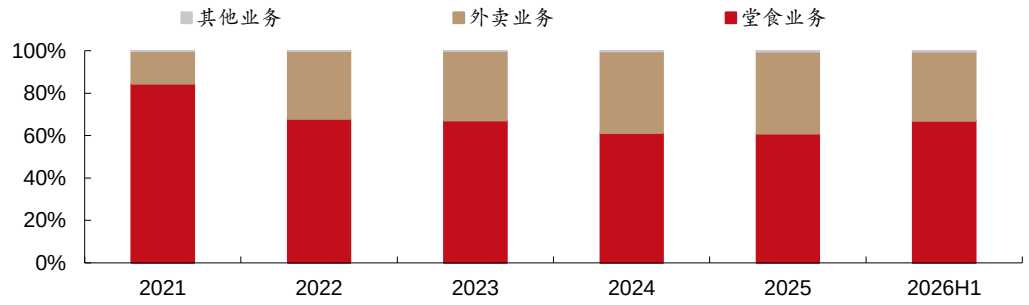
图：收入规模持续增长，2026H1延续稳健表现



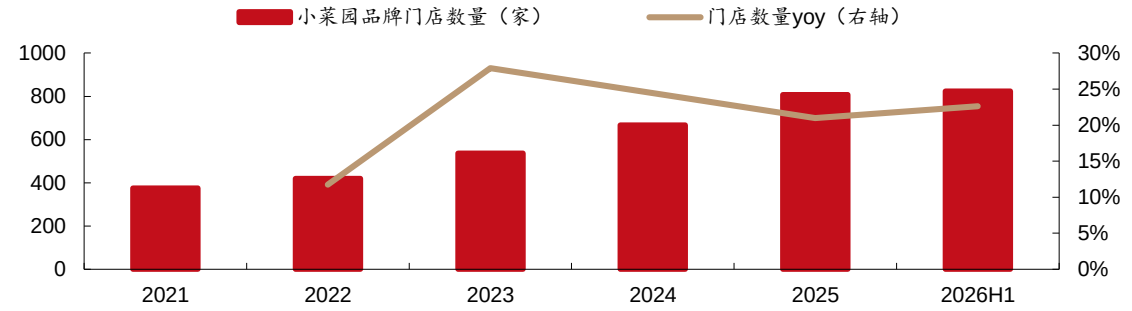
图：归母净利润规模提升，2023年以来表现改善



图：堂食业务贡献主要收入，2026H1占比明显提升



图：门店网络持续扩张，2026H1扩店速度提升



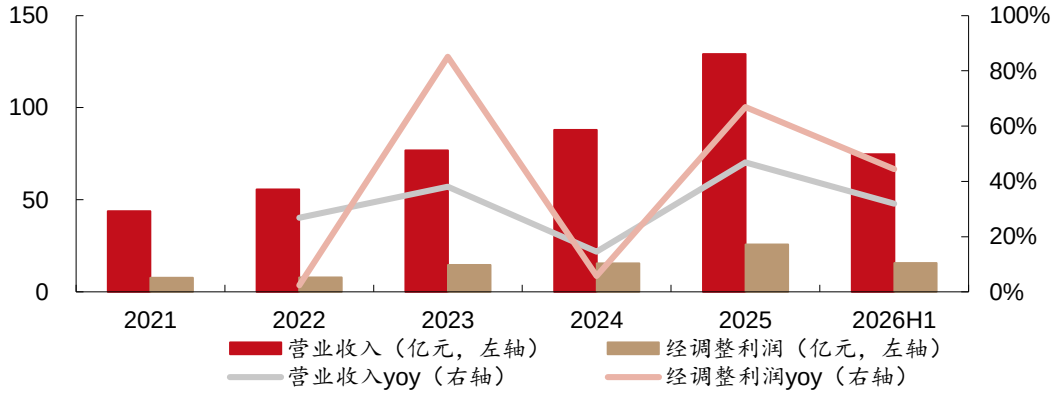
资料来源：小菜园招股书，小菜园2024年报，小菜园2025年报，小菜园2026年中期业绩公告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

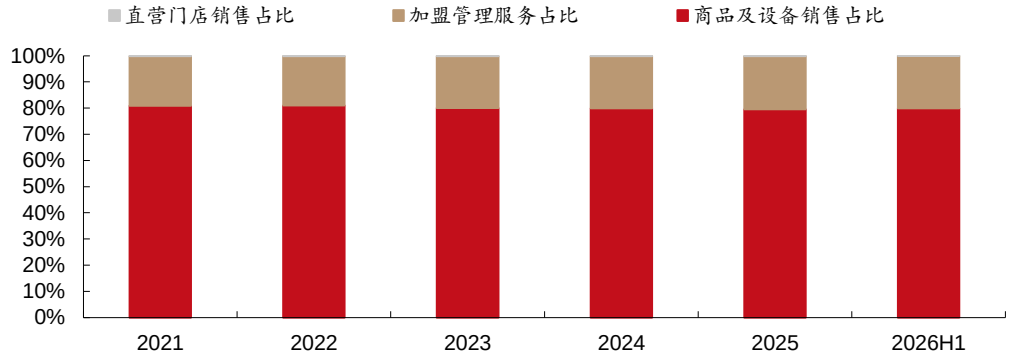
古茗：规模扩张持续提速，六代店&扩品带来单店提升

- **开店扩张与店效稳健驱动规模增长，看好长期开店空间。**2026H1公司收入/经调整利润分别为74.70/15.68亿元，同比分别+32%/+44%；收入结构方面，商品及设备销售收入59.69亿元，同增33%，主要系门店网络扩张及总GMV增长带动加盟商商品需求增加。门店方面，截至期末门店数量14351家，同增28%；单店方面，单店日均GMV为7800元，同增3%，咖啡饮品丰富及早餐场景拓展对店效形成支撑。

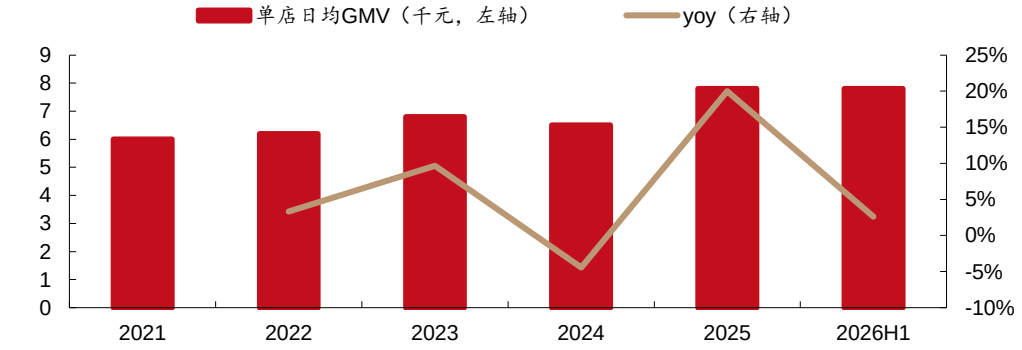
图：收入保持快速增长，经调整利润增速领先



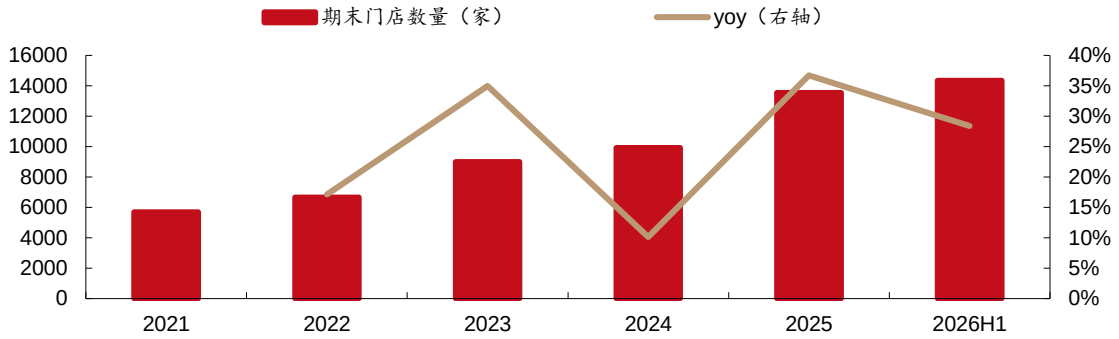
图：商品及设备销售贡献主要收入，业务结构保持稳定



图：单店日均GMV稳步提升，店效表现保持稳健



图：门店数量持续增长，2025年以来扩店明显提速



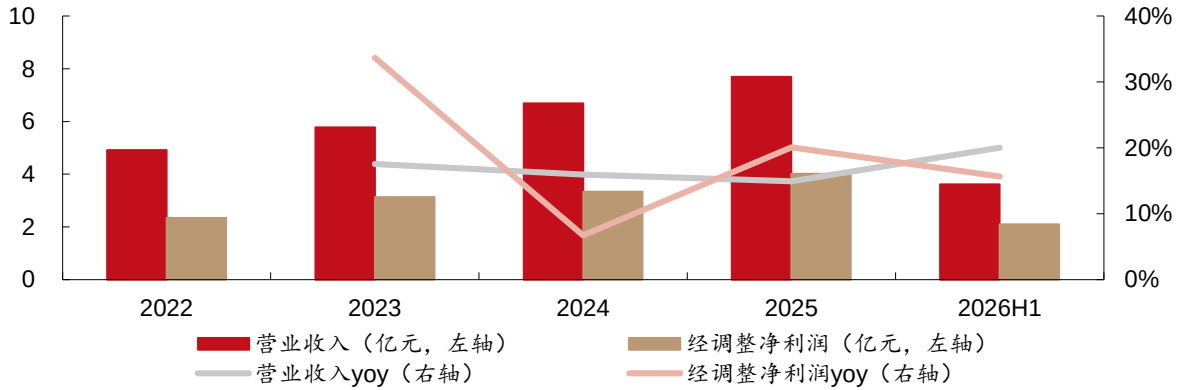
资料来源：古茗招股书、古茗2025年报、古茗2026中期报告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

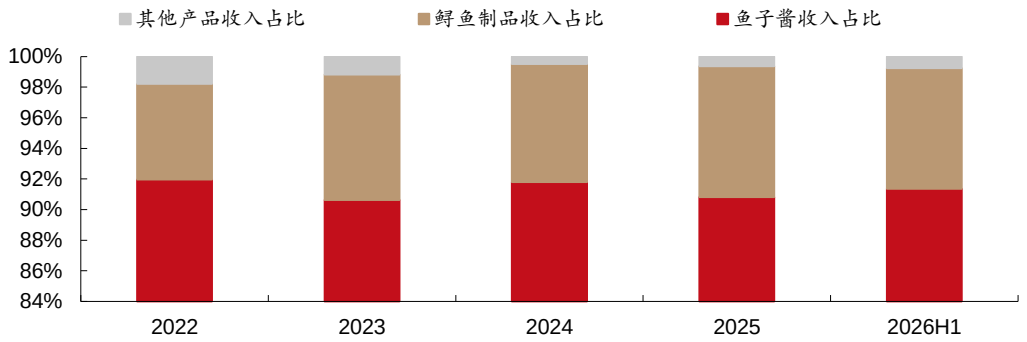
鲟龙科技：供给端壁垒稳固，定价权支撑稳增

- **海外需求持续增长推动鱼子酱稳定放量，零售网络拓展加快国内消费市场培育。**2026H1公司收入/经调整净利润分别为3.62/2.09亿元，同比分别+20%/+16%；其中鱼子酱贡献九成以上收入，销量达到140吨，同增23%，主要受欧美成熟市场持续增长及日本、韩国、新加坡等亚太市场旺盛需求带动，海外市场贡献八成以上收入。零售方面，2026年上半年内新开3家门店，目前共6家，公司通过鱼子酱冰淇淋、马卡龙及巧克力等创新产品降低首次购买门槛、培育新一代鱼子酱消费者。

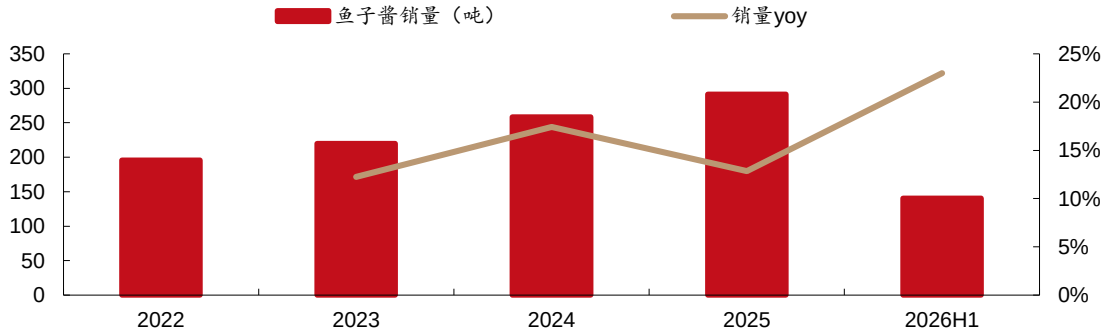
图：收入保持稳健增长，经调整净利润同步提升



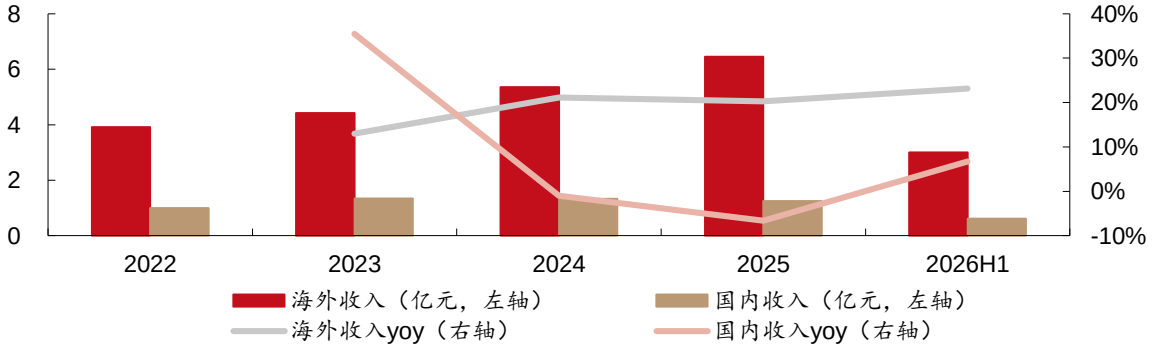
图：鱼子酱贡献主要收入，产品结构保持稳定



图：鱼子酱销量持续增长，2026H1增速进一步提升



图：海外市场贡献主要收入，2026H1保持较快增长



资料来源：鲟龙科技招股书、鲟龙科技2026年中期业绩公告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

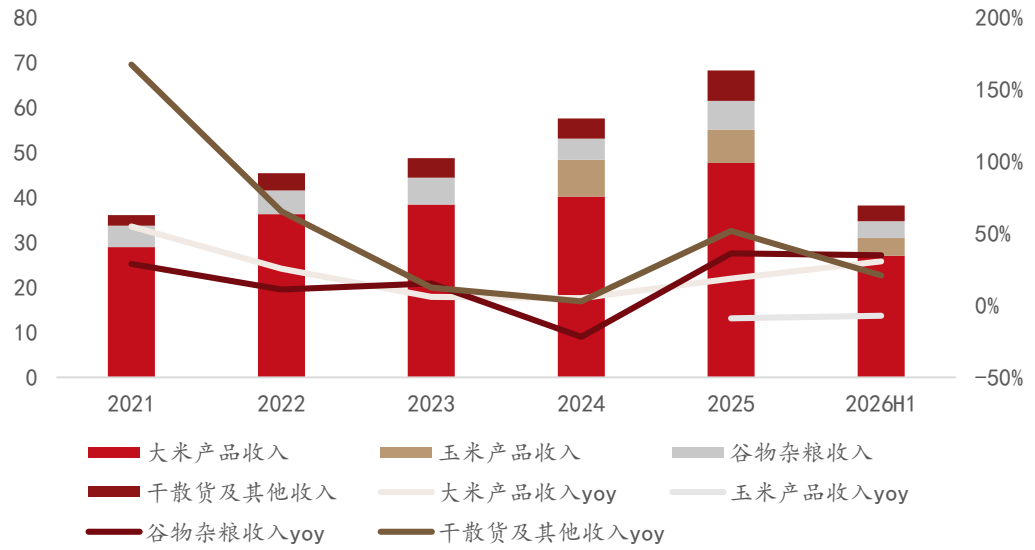
十月稻田：大米主业稳健增长，全渠道扩张释放增量

- **大米基本盘高增，“预包装化+中高端化”驱动主业扩容。**26H1大米收入26.94亿元，同比+30.4%，占收入70.6%，核心受益于品牌影响力提升及多渠道中高端产品放量，寒露秋香五常大米、长粒香等已形成亿元级单品。在大米稳健增长基础上，公司战略由单一主食向休闲食品延伸，杂粮豆类、干货及其他收入分别同比+34.5%/+21.0%，持续推出即食玉米、糙米饭团等新品，扩充消费场景。
- **线上基本盘稳固，线下高势能渠道与B端成为新增量。**26H1线上收入21.58亿元，同比+17.5%，其中线上自营店同比+41.6%，经营策略调整后增长明显提速；更大的边际变化来自线下和B端，现代商超、经销网络及直接客户收入分别同比+42.8%/+50.3%/+23.6%，并持续拓展山姆、胖东来及即时零售等渠道。
- **公司围绕核心产区布局八大产业基地，**通过“产地直采+就近加工+订单式生产”提升新鲜度与周转效率，30余条自动化产线叠加区域仓储体系形成全链路供应能力，26H1存货周转天数由115天下降至101天。短期受运费、包材及原料价格上涨影响，H1毛利率同比下降3.6pct至18.2%，但公司通过优化品类及控制投放保持经营质量；后续随着原粮采购及物流成本变化，利润率修复有望成为业绩弹性的核心观察点。

表：十月稻田盈利预测（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,745	6,810	8,178	9,476	10,875
增长率	18.05%	18.53%	20.08%	15.88%	14.76%
归母净利润(百万元)	204	428	542	665	809
增长率	-415.08%	109.56%	26.46%	22.78%	21.67%
每股收益（EPS）	0.2	0.4	0.5	0.6	0.8
市盈率（P/E）	-92.9	35.9	7.8	6.4	5.2
市净率（P/B）	1.8	2.1	0.4	0.4	0.3

图：十月稻田收入及增速（百万元）



资料来源：Wind（2026E-2028E业绩为Wind一致预期，数据截至2026/9/4），十月稻田2025年、2026年中期业绩报告，西部证券研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **宏观经济波动。**消费修复节奏存在不确定性，居民收入与信心恢复或偏缓，可能对行业需求形成阶段性扰动。
- **竞争恶化超预期。**行业竞争格局变化或加剧价格与费用投入压力，或对企业盈利能力及估值修复节奏产生一定影响。
- **原材料成本大幅上涨。**上游大宗及农产品价格波动可能加大成本端不确定性，或短期内对利润率造成影响。
- **食品安全问题。**相关事件可能对品牌声誉及终端销售产生阶段性影响，进而扰动经营表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来6-12个月内的涨幅超过市场基准指数10%以上
	中配：	行业预期未来6-12个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到10%之间
	低配：	行业预期未来6-12个月内的跌幅超过市场基准指数10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数20%以上
	增持：	公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%到20%之间
	中性：	公司未来 6-12个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到5%
	卖出：	公司未来 6-12个月的投资收益率落后市场基准指数大于5%
报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。		

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路276号12层
北京市西城区丰盛胡同28号太平洋保险大厦513室
深圳市福田区深南大道6008号深圳特区报业大厦10C

联系电话： 021-38584209

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本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：91610000719782242D。