仅供内部参考，请勿外传！

食品饮料

行业专题报告

2026 年 10 月 13 日

消费需求仍然较弱，关注涨价链机会

——食品饮料 2026 年中报总结

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

张东雪

SAC：S1350525060001

zhangdongxue@huayuanstock.com

林若尧

SAC：S1350525070002

linruoyao@huayuanstock.com

周翔

SAC：S1350525070003

zhouxiang@huayuanstock.com

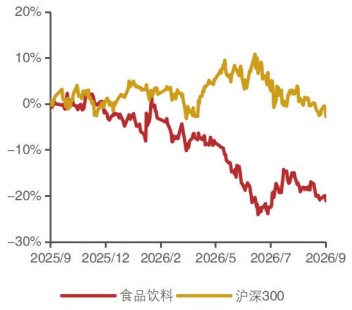
张未艾

SAC：S1350526080001

zhangweiai@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

【涨价链推荐】厄尔尼诺影响下，上游商品价格上涨较多；世界粮食计划署（WFP）预测本轮厄尔尼诺强度将在 26 年 10-12 月达到最强，对供给端的影响或持续存在。**建议关注涨价链传导标的：**金达威藻油产能建设积极、预计替代饲料级鱼油需求，27 年收入和业绩有望改善；以及具有产品提价传导能力的安井食品、海天味业等。

【白酒】26H1 白酒板块延续调整趋势，26Q2 销售淡季收入、净利润降幅较 Q1 再扩大。Q2 销售收现降幅大于收入端，反映渠道打款意愿仍然较弱，单季度以去化库存为主线。我们认为当前白酒逐步筑底，受去年低基数影响，预计主要公司收入利润将在 26Q3 降幅收窄或同比增加，2027 年酒企收入增速或逐步接近终端动销增速。基本面企稳后，板块股息率支撑下，股价安全边际凸显；但进一步的上涨空间取决于需求恢复情况和个股增长能力。建议标配基本面稳健的**贵州茅台、迎驾贡酒**，关注出清后弹性更大的**山西汾酒、古井贡酒**。

【餐饮链】H1 餐饮需求相对疲软，但供应链头部企业展现较高的经营韧性，且伴随 Q4 需求旺季将至，龙头基本面修复预期强，尤其是 Q4 需求旺季明显的品类，例如火锅底料等。餐供方面，建议关注领先优势扩大、业务稳健扩张的行业龙头**海天味业、安井食品**，竞争格局改善、内生外延双轮驱动的**天味食品**，B 端放量、出海加速的**颐海国际**，出海、成本端以及新品共振**的安琪酵母**。

【啤酒】2026H1 极端气候环境导致部分区域出现强降雨，压制啤酒消费需求，但部分企业仍展现较强经营韧性，燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒收入有所增长，结构升级亦有表现。另外，在当前原料价格上涨背景下，啤酒企业的盈利主线或逐步回归量价表现。我们认为在啤酒市场总量稳定，结构升级已行至中局的背景下，后续预计更多以个股机会为主，持续推荐收入端大单品势能延续，同时改革预期持续兑现的**燕京啤酒**，建议关注**青岛啤酒、华润啤酒**。

【饮料与预调酒】1）饮料板块大部分企业受 26 年春节较往年靠后带来的备货节奏变化（错期贡献报表端增速）影响，收入和利润均实现较好增长。2）预调酒板块百润股份在 2025 年公司主动调整渠道库存、强化终端动销后，上半年连续两个季度收入端实现较佳增速，威士忌业务上半年累计灌桶数量已超 60 万桶，产能与桶陈规模均处于国内领先地位，后续成长性有望逐步释放。

【乳制品及上游牧场】1）上游牧场 2026 年上半年收入端实现增长，利润端对比同期扭亏为盈，主要系受益于奶价降幅收窄、成本下降以及淘牛价格上涨。当前上游牧场基本面已开启修复趋势，后续账面奶牛价值变动及淘牛收入预计在奶价和牛肉价格均具备正向的价格预期下，或将大幅增厚企业利润表现。重点推荐基本面预期底部反转的**现代牧业、优然牧业、中国圣牧**。2）乳制品：2026 年上半年绝大部分乳制品企业实现收入端正增长，反映消费需求逐步修复，且剔除伊利一次性减值扰动后利润总体亦实现正增长，预计后续在原奶供需矛盾缓解后，竞争环境改善，费效优化亦将贡献利润增量。

【休闲零食】2026 年量贩零食渠道维持较高的行业景气度，其中量贩龙头实现质效齐升、规模与盈利快速增长；而零食工厂端则表现分化，其中龙头依旧展现较强的经营韧性。推荐量贩零食龙头**鸣鸣很忙、万辰集团**；零食工厂端建议关注**盐津铺子、卫龙美味、有友食品以及西麦食品**。

【保健品】26H1 品牌业务端收入表现好于原料业务端，线上渠道、功能性原料发展趋势明确；利润端板块普遍承压，主因原料毛利率下降、品牌销售费用率高、海外代工厂汇兑损失较大的综合影响。我们预计明年价格、汇兑的扰动因素将逐步减小，厄尔尼诺下部分原料有望迎来发展机遇，如藻油替代鱼油、辣椒精/叶黄素产品涨价等，建议关注**金达威、晨光生物**。

风险提示：需求复苏不及预期风险、市场竞争加剧风险、食品安全风险

内容目录

1. 涨价链推荐：关注上游利润率弹性和下游龙头 5
2. 白酒：延续调整，部分酒企已有企稳迹象 7
2.1. 收入及合同负债端：收入表现分化加剧，预收款能力减弱 7
2.2. 现金流端：销售收现降幅大于收入端，经营性现金流阶段性承压 8
2.3. 净利润端：毛销差尚未迎来拐点，盈利能力受损 8
3. 餐饮链：Q2 需求边际转弱，头部企业经营韧性高 9
3.1. 餐饮链需求整体疲软，出海或成为新看点 9
3.2. 竞争趋缓，盈利稳健 11
4. 乳制品：原奶供需矛盾缓解，或有助于头部企业修复份额 12
5. 牧场：基本面开启修复趋势，奶价企稳回升与肉价上涨预期下，或仍具较大空间 15
6. 啤酒：极端天气压制行业需求，但部分企业在大单品加持下仍具增长势能 18
6.1. 收入端：外部环境压制行业需求，部分企业仍具成长性 18
6.2. 利润端：成本改善红利消退，盈利提升回归量价表现 18
7. 饮料与预调酒：板块内部分化，龙头优势稳固 20
8. 休闲食品：行业分化明显，量贩维持高景气度 21
9. 保健品：品牌业务收入表现较好，整体利润端有所承压 23
10. 风险提示 26

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图表 1： 国际现货价:原糖（美分/磅）.....5
图表 2： 中国:现货平均价:棕榈油(24 度)（元/吨）.....5
图表 3： 中国进口饲料用鱼粉数量和价格.....5
图表 4： 中国进口辣椒干及辣椒粉数量指数、价格指数.....6
图表 5： 26H1&26Q2 主要白酒上市公司收入&合同负债情况.....7
图表 6： 26H1&26Q2 主要白酒上市公司现金流情况.....8
图表 7： 26H1&26Q2 主要白酒上市公司毛销差变化.....9
图表 8： 26H1&26Q2 主要白酒上市公司归母净利润情况.....9
图表 9： 餐饮收入/限额以上餐饮收入与 GDP 增速差(pct).....10
图表 10： 2026 年 H1 餐饮行业闭店率高于开店率.....10
图表 11： 餐饮链企业 2026 半年报以及二季度业绩表现（单位：亿元）.....10
图表 12： 餐饮链企业 2026 半年报以及二季度毛利率、费用率表现（单位：%/pct）..11
图表 13： 乳制品企业 2026 年上半年及 2026 年第二季度收入与利润表现（单位：亿元）.....12
图表 14： 除伊利与光明以外，其他乳企资产减值损失对比去年同期均有所减少.....13
图表 15： 乳制品企业费用率及毛利率情况.....14
图表 16： 26H1 主要牧业公司收入与利润，扭亏为盈为主要特征（收入和利润单位：亿元）.....15
图表 17： 2026 年上半年，牧场企业生物资产公平值项目减亏贡献较多利润增量.....15
图表 18： 2026 年上半年，牧业公司对奶牛账面价值的调整整体较为稳健，无进一步大幅下调.....15
图表 19： 主产区生鲜乳价格从 21 年持续下行至今，当前降幅已逐步收窄.....16
图表 20： 牛肉批发价格持续上涨（元/公斤）.....17
图表 21： 啤酒企业 2026 年上半年及 26 年第二季度收入与利润表现（单位：亿元）..18
图表 22： 2026 年上半年，燕京啤酒、珠江啤酒和华润啤酒均实现量价齐增.....18
图表 23： 2026 年第二季度，燕京、珠江仍实现收入量价齐增.....18
图表 24： 25 年原料成本改善贡献弹性，26 年大部分原材料价格对比去年同期有所增加.....19
图表 25： 以 2025 年 1 月为基期的各项原材料价格波动情况.....19

图表 26： 啤酒企业费用率及毛利率情况 19
图表 27： 饮料及预调酒板块 2026 年上半年及 26Q2 收入与利润表现 20
图表 28： 饮料及预调酒板块 2026 年上半年及 26Q2 费用率和盈利能力表现 21
图表 29： 零食上下游企业 2026 半年报以及二季度业绩表现（单位：亿元） 22
图表 30： 零食上下游企业 2026 半年报以及二季度毛利率、费用率表现（单位：%/pct） 23
图表 31： 26H1&26Q2 主要保健品上市公司营业总收入及归母净利润情况 24
图表 32： 26H1 主要保健品公司净利率及各项费用率情况 25
图表 33： 26Q2 主要保健品公司净利率及各项费用率情况 25
图表 34： 26H1&26Q2 主要保健品公司财务费用 25

1. 涨价链推荐：关注上游利润率弹性和下游龙头

厄尔尼诺影响下，上游商品价格持续上涨。2026 年初以来原糖、鱼粉、辣椒粉价格上涨较多，8 月以来棕榈油价格也有上涨。根据世界粮食计划署（WFP）预测，本轮厄尔尼诺强度预计将在今年 10–12 月达到峰值，强度创历史最高的可能性从 69%提升至 75%；后续伴随厄尔尼诺的传导，主要商品供给或将受到影响，价格预计将继续上涨。**食品饮料板块关注 27 年利润弹性较大的上游、具备价格传导能力的下游公司。**

上游关注金达威、晨光生物、安琪酵母。1）**金达威：**鱼粉鱼油价格上涨，供需缺口扩大，藻油在饲料行业替代鱼油具有可行性，公司藻油产能建设积极，预计伴随藻油产能落地排产，27 年贡献收入和利润增量。2）**晨光生物**：辣椒粉价格未来存在上涨空间，公司主要产品为辣椒红、辣椒精、叶黄素等。3）**安琪酵母：**乳清蛋白供需缺口催生酵母蛋白加速渗透机会，目前公司酵母蛋白产线供不应求，主产品吨价上修，看好酵母蛋白作为微生物蛋白产业核心品类的市场潜力。

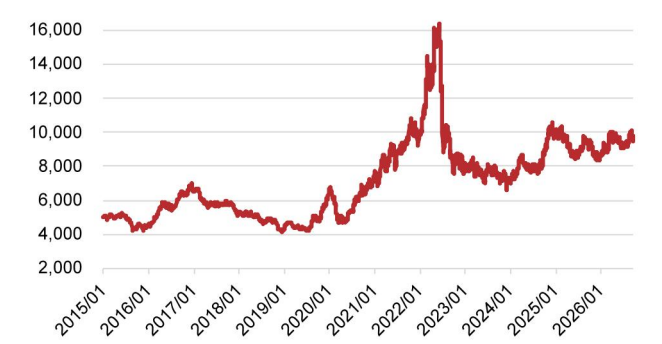
下游关注安井食品、海天味业。1）**安井食品：**原料鱼糜也受影响供给紧俏、价格上涨，预计行业将收缩费用投放、价格竞争趋缓，公司或针对部分相关产品提价。2）**海天味业：**大豆等原料价格压力叠加员工持股计划目标考核，而且目前公司渠道结构逐步从 B 端→C 端，需求相对刚性。

图表 1：国际现货价:原糖（美分/磅）



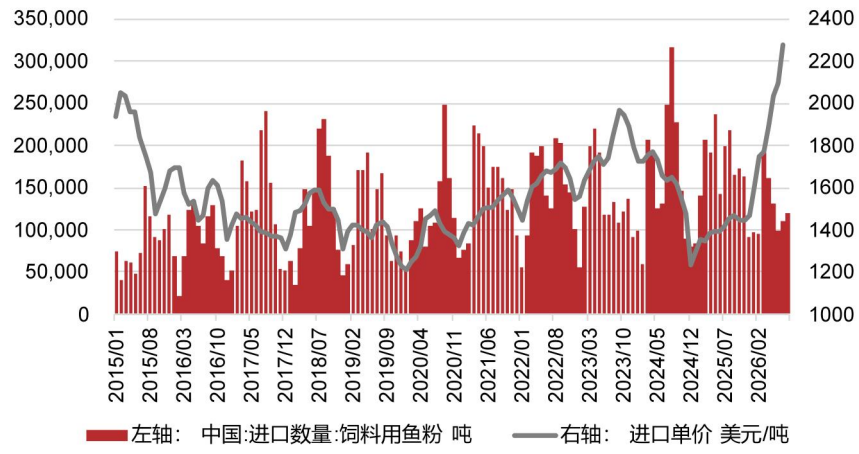
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：中国:现货平均价:棕榈油(24 度)（元/吨）



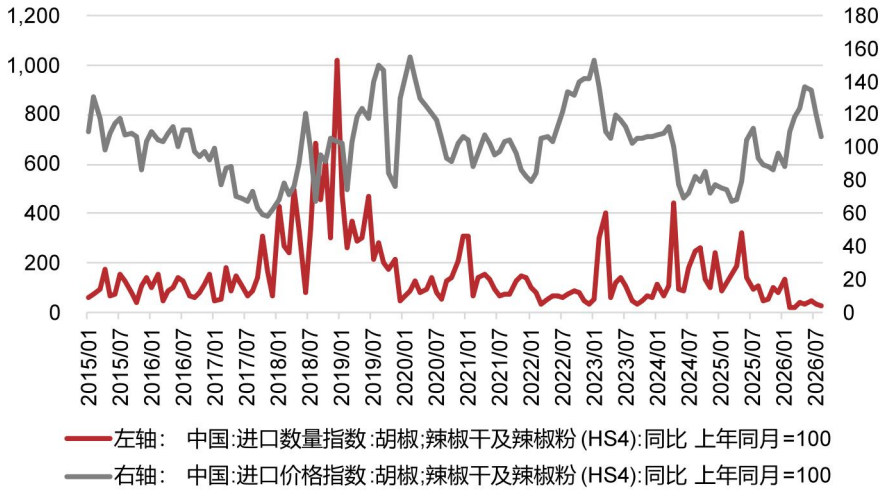
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 3：中国进口饲料用鱼粉数量和价格



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：中国进口辣椒干及辣椒粉数量指数、价格指数



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 白酒：延续调整，部分酒企已有企稳迹象

26H1/26Q2 白酒板块营业总收入同比-6.6%/-17.0%，归母净利润同比-8.3%/-21.4%。节奏上看，板块自 24Q3 起收入及归母净利润开始降速，25Q2-Q4 在禁酒令影响下降幅逐季扩大，26H1 延续深度调整趋势，26Q2 淡季下滑幅度较 26Q1 再扩大、单季度归母净利率同比-2pcts 至 32%。

2.1. 收入及合同负债端：收入表现分化加剧，预收款能力减弱

2026 上半年，20 家白酒上市公司实现营业总收入 2004.4 亿元/同比-6.6%，其中高端酒企实现总收入 1312 亿元/同比+0.1%，全国型次高端酒企销售收入 275 亿元/同比-12.0%，区域性酒企销售收入 379 亿元/同比-20.6%。多数公司（收入+合同负债环比变化）同比下滑幅度和收入相当，或说明酒企对经销商加压能力减弱，渠道回款顺应真实出货，提前回款意愿不强。26H1 贵州茅台、金徽酒经营稳健，收入、（收入+合同负债环比变化）均实现同比增长；五粮液、珍酒李渡、迎驾贡酒在去年低基数情况下录得正增。

2026Q2，上述白酒上市公司（除珍酒李渡外）实现营业总收入 652.7 亿元/同比-17.0%。26Q2 消费需求转弱，叠加 Q1 旺季公司普遍压货渠道，Q2 酒企主线为去化库存。Q2 高端/全国型次高端（不含珍酒李渡）/地产酒（不含顺鑫农业、皇台酒业）收入同比-14.2%/-20.6%/-26.7%。**其中，公司分化加剧，具有大单品势能的公司更加稳健，**Q2 仅今世缘/迎驾贡酒/金徽酒三家实现收入正增。叠加（收入+合同负债环比变化）看，贵州茅台同比+3.7%，酒鬼酒同比+11.5%，其余酒企同比下滑。

图表 5：26H1&26Q2 主要白酒上市公司收入&合同负债情况

证券简称	1H26 营业总收入（亿元）	yoy	1H26 收入+合同负债环比变化（亿元）	yoy	2Q26 营业总收入（亿元）	yoy	2Q26 收入+合同负债环比变化（亿元）	yoy
贵州茅台	922.78	1.3%	874.49	0.51%	375.75	-5.2%	377.26	3.7%
五粮液	284.17	20.9%	253.99	15.99%	55.79	-13.2%	18.82	-70.3%
泸州老窖	104.72	-36.4%	95.42	-40.38%	24.47	-65.5%	20.91	-72.4%
山西汾酒	210.44	-12.2%	206.96	-2.72%	61.21	-17.7%	48.76	-35.9%
水井坊	10.82	-27.8%	9.16	-40.19%	2.66	-50.7%	2.17	-62.9%
舍得酒业	22.87	-15.3%	23.01	-14.57%	8.06	-28.4%	8.36	-22.3%
酒鬼酒	5.30	-5.6%	4.77	5.53%	2.13	-2.1%	1.93	11.5%
珍酒李渡	25.46	2.0%						
洋河股份	105.40	-28.8%	73.15	-29.18%	23.55	-36.9%	12.44	-51.9%
古井贡酒	101.31	-27.0%	94.45	-19.91%	26.86	-43.3%	12.14	-51.2%
今世缘	64.36	-7.4%	55.70	-6.51%	21.13	14.1%	13.96	-27.0%
迎驾贡酒	34.16	8.1%	33.52	10.89%	11.86	6.6%	10.74	-2.0%
口子窖	19.52	-22.9%	17.47	-23.04%	5.76	-20.0%	5.04	-32.7%
老白干酒	21.04	-15.2%	20.32	-13.86%	8.83	-32.8%	6.29	-11.6%
伊力特	7.26	-32.1%	7.09	-32.79%	1.20	-56.3%	1.10	-56.7%
金种子酒	2.36	-51.2%	2.13	-49.04%	0.46	-75.6%	0.52	-67.0%
金徽酒	18.16	3.2%	17.33	0.81%	7.24	11.1%	5.90	-11.5%
天佑德酒	5.75	-14.7%	5.76	-13.70%	1.69	-30.4%	1.56	-30.9%
顺鑫农业	38.04	-17.2%	27.08	-15.92%	13.93	4.4%	10.09	-24.7%

资料来源：Wind，华源证券研究所；注：1）珍酒李渡为港股、不披露季度数据，图表不含皇台酒业；2）贵州茅台、五粮液、泸州老窖为高端酒，山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、舍得酒业、珍酒李渡为全国型次高端酒，其余酒企为地产酒及光瓶酒

2.2. 现金流端：销售收现降幅大于收入端，经营性现金流阶段性承压

26H1/26Q2 酒企销售收现同比-22.5%/-28.2%，剔除茅台、五粮液后同比-18.5%/-39.7%，大幅低于收入端同比值，渠道实际打款仍然较差。高端酒/全国型次高端酒/地产酒 26Q2 销售收现分别同比-28.4%/-20.3%/-32.3%。具体看，第二季度贵州茅台收现表现相对优异，主因“i 茅台”数字营销平台贡献收入占比提升；舍得酒业、酒鬼酒在低基数下有所修复；地产酒中迎驾贡酒表现较好。

收现的下降直接带来现金流的压力，叠加税、市场费用投入、人员薪酬等刚性开支下，26Q2 经营性现金流出现较大恶化，除贵州茅台、五粮液、舍得酒业外，其余酒企该科目均为经营性现金流流出。26H1/26Q2 剔除茅五后白酒经营性现金流同比-25.2%/-1025%。

图表 6：26H1&26Q2 主要白酒上市公司现金流情况

	经营性现金流净额（亿元）				销售收现（亿元）				Q2 收入增速
证券简称	1H26	yoy	2Q26	yoy	1H26	yoy	2Q26	yoy	
贵州茅台	706.91	439%	437.81	916%	984.22	3.5%	420.29	7.9%	-5.2%
五粮液	-21.54	-107%	3.82	-98%	254.84	-63.3%	121.73	-61.0%	-13.2%
泸州老窖	20.82	-66%	-24.61	-189%	107.44	-40.1%	18.59	-77.0%	-65.5%
山西汾酒	66.52	11%	-16.02	亏损扩大	217.77	5.0%	57.55	-17.1%	-17.7%
水井坊	-0.73	减亏	-1.43	-304%	8.69	-49.5%	2.69	-72.9%	-50.7%
舍得酒业	-0.27	-139%	0.75	转正	23.84	-14.1%	11.63	0.9%	-28.4%
酒鬼酒	-1.06	减亏	-0.67	减亏	5.48	20.7%	2.33	4.6%	-2.1%
洋河股份	3.35	-46%	-16.04	减亏	87.38	-29.4%	24.80	-3.6%	-36.9%
古井贡酒	15.43	-63%	-3.69	-116%	104.21	-31.5%	29.58	-57.6%	-43.3%
今世缘	16.16	50%	-4.98	亏损扩大	65.95	-1.6%	18.07	-10.7%	14.1%
迎驾贡酒	10.75	240%	-0.60	减亏	38.43	10.2%	12.06	-5.6%	6.6%
口子窖	-2.57	减亏	-1.21	减亏	16.04	-28.8%	7.40	-30.0%	-20.0%
老白干酒	1.91	转正	-1.67	减亏	21.63	-13.9%	6.79	-18.1%	-32.8%
伊力特	-2.83	亏损扩大	-3.66	亏损扩大	5.49	-32.7%	1.34	-41.4%	-56.3%
金种子酒	-1.60	扩大	-0.81	亏损扩大	1.85	-53.1%	0.82	-45.0%	-75.6%
金徽酒	2.12	-34%	-0.93	-279%	19.23	-0.3%	6.50	-13.1%	11.1%
天佑德酒	1.18	119%	-0.27	减亏	6.48	-12.7%	1.72	-30.8%	-30.4%

资料来源：Wind，华源证券研究所

2.3. 净利润端：毛销差尚未迎来拐点，盈利能力受损

2026H1，20 家白酒上市公司实现归母净利润 736.8 亿元/同比-8.3%，其中高端酒归母净利润 576 亿元/同比-0.1%，全国型次高端酒归母净利润 71.7 亿元/同比-25.6%，地产酒企归母净利润 88.6 亿元/同比-31%。板块在收入的规模负向效应下，盈利能力受损。

2026Q2，上述 20 家白酒上市公司实现归母净利润 210.5 亿元/同比-21.4%。26Q2 高端/全国型次高端（不含珍酒李渡）/地产酒（不含顺鑫农业、皇台酒业）归母净利润分别同比-14.8%/-58.2%/-45.3%。**Q2 这 17 家上市公司整体归母净利率 33.1%/同比-1.7pcts，毛销差**

同比-3.0pcts，反映产品结构下移、销售费用投入积极。其中，龙头贵州茅台毛利率-1.16pcts，净利率-0.8pcts；山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、洋河股份等净利率同比下滑幅度较大，舍得酒业、水井坊等单季度亏损；仅五粮液、酒鬼酒在去年极低基数下修复；今世缘、迎驾在毛销差提升的驱动下净利率也有上行。

图表 7：26H1&26Q2 主要白酒上市公司毛销差变化

公司名称	毛销差 1H26	yoy	毛销差 2Q26	yoy
贵州茅台	86.1%	-1.64%	85.0%	-0.97%
五粮液	58.0%	-4.93%	28.1%	-15.35%
泸州老窖	72.6%	-5.22%	57.6%	-19.72%
山西汾酒	63.0%	-3.76%	55.1%	-5.27%
水井坊	40.7%	-2.22%	-5.7%	-28.06%
舍得酒业	35.6%	-8.94%	18.1%	-18.74%
酒鬼酒	37.8%	1.82%	29.7%	4.80%
洋河股份	57.6%	-2.89%	39.2%	-13.24%
古井贡酒	50.0%	-4.57%	46.8%	-10.63%
今世缘	59.6%	1.06%	59.7%	5.88%
迎驾贡酒	62.8%	-1.07%	56.2%	1.26%
口子窖	49.4%	-9.53%	41.4%	-5.56%
老白干酒	42.4%	1.99%	42.3%	2.50%
金种子酒	16.9%	5.27%	-31.8%	-41.92%
金徽酒	44.0%	-2.71%	39.0%	-2.07%
伊力特	40.2%	-1.82%	15.6%	-22.11%
天佑德酒	34.3%	-0.89%	18.1%	-3.42%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：26H1&26Q2 主要白酒上市公司归母净利润情况

证券简称	2026H1 归母净利润（亿元）	yoy	净利率	yoy	2026Q2 归母净利润（亿元）	yoy	净利率	yoy
贵州茅台	445.17	-2.0%	48.2%	-1.60%	172.74	-6.9%	46.0%	-0.82%
五粮液	87.53	89.3%	30.8%	11.13%	6.90	232.6%	12.4%	9.14%
泸州老窖	43.39	-43.4%	41.4%	-5.14%	6.31	-79.5%	25.8%	-17.45%
山西汾酒	64.39	-24.3%	30.6%	-4.89%	10.57	-43.1%	17.3%	-7.70%
水井坊	-0.06	-106%	-0.6%	-7.61%	-1.77	-109%	-66.7%	-50.91%
舍得酒业	1.45	-67.3%	6.3%	-10.06%	-0.86	-189%	-10.7%	-19.36%
酒鬼酒	0.12	37.6%	2.3%	0.73%	-0.21	8.3%	-9.8%	0.67%
珍酒李渡	5.81	1.0%	22.8%	-0.21%				
洋河股份	26.02	-40.1%	24.7%	-4.67%	1.55	-78.0%	6.6%	-12.36%
古井贡酒	21.64	-40.9%	21.4%	-5.02%	5.58	-58.1%	20.8%	-7.37%
今世缘	20.82	-6.6%	32.3%	0.28%	6.97	19.2%	33.0%	1.40%
迎驾贡酒	11.62	2.8%	34.0%	-1.75%	3.27	8.4%	27.6%	0.48%
口子窖	3.65	-49.0%	18.7%	-9.56%	0.36	-65.4%	6.3%	-8.24%
老白干酒	2.62	-18.5%	12.4%	-0.49%	0.96	-42.9%	10.9%	-1.94%
伊力特	0.82	-49.6%	11.3%	-3.92%	-0.23	-225%	-19.2%	-25.86%
金种子酒	-0.65	10.2%	-27.5%	-15.30%	-0.50	-49.1%	-108.4%	-90.65%
金徽酒	2.14	-28.2%	11.8%	-5.16%	0.10	-85.3%	1.3%	-8.59%
天佑德酒	0.10	-79.7%	1.8%	-5.82%	-0.38	-137%	-22.6%	-15.94%

资料来源：Wind，华源证券研究所

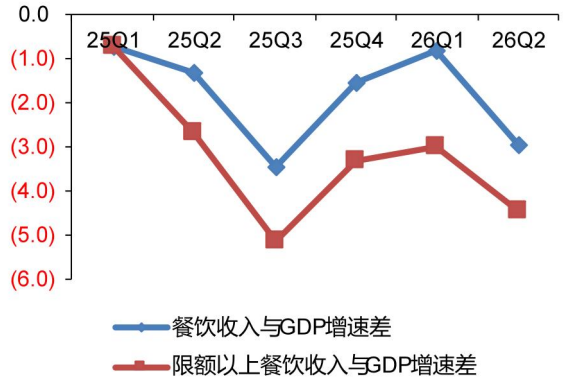
3. 餐饮链：Q2 需求边际转弱，头部企业经营韧性高

3.1. 餐饮链需求整体疲软，出海或成为新看点

26H1 餐饮需求增速同比放缓，行业加速出清下，客单价逐步企稳回升；其中，Q2 淡季餐饮需求表现相对疲软，供应链头部企业虽出现 Q2 收入增速放缓，但依旧展现较强的经营韧性。

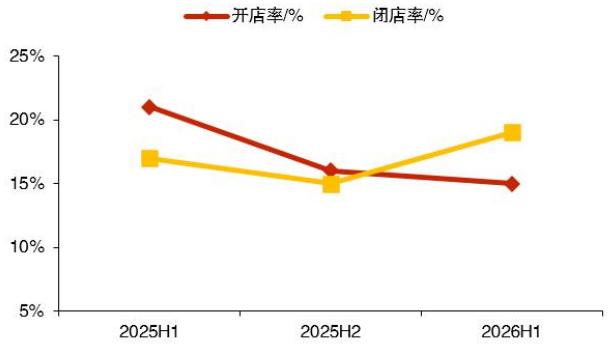
根据国家统计局，2026 年 H1 中国餐饮收入约 2.8 万亿，同比+2.8%（25 年 H1 同比+4.3%；24 年 H1 同比+7.9%）;而对比去年同期行业“以价换量”态势，26 年 H1 餐饮行业交易笔数/客单价分别同比+1.7%/+1.1%，预计主要系行业闭店出清影响（根据辰智大数据，截至 2026 年 Q2，全国餐饮门店规模约 801.0 万家，较 2025 年 Q4 减少近 40 万家）。其中，26 年 Q2 餐饮收入增速放缓至 1.3%（25 年同期为 3.9%），与 GDP 增速之差为-2.97pct（25 年同期-1.3pct），餐饮消费表现整体疲软；根据高岩《中国餐饮 2026 上半年景气复盘报告》，26 年 Q2 中国餐饮月度景气度指数均低于 100，基本处于荣枯线以下。

图表 9：餐饮收入/限额以上餐饮收入与 GDP 增速差(pct)



资料来源：国家统计局等，华源证券研究所

图表 10：2026 年 H1 餐饮行业闭店率高于开店率



资料来源：辰智公众号，华源证券研究所

调味发酵品Ⅱ：2026H1 板块整体营收/归母净利润分别同比+11.6%/+13.6%，单 26Q2 板块整体营收/归母净利润分别同比+8.8%/+8.0%。其中，1）基调板块受餐饮需求影响较大，海天 Q2 收入同比增速明显放缓，而中炬、千禾在低基数以及自我经营调整下，收入端增速表现较好。2）复调板块需求景气度相对较高，且在竞争格局改善的背景下，头部品牌 H1 销售与利润均表现较优；其中，颐海国际 26H1 收入同比增速达 14%，较去年同期显著修复，同时天味 26H1 收入同比+45.8%，Q2 依旧展现较高的营收增长弹性，预计系主品牌销售恢复、外延并表共振，而宝立、日辰 Q2 收入分别同比+16.1%/+8.8%。3）酵母等发酵板块方面，安琪 26 年 Q2 收入亦保持较快增长，同时公司持续发力新品类酵母蛋白，有望打开新成长曲线。

速冻食品：2026H1 板块整体营收/归母净利润分别同比+13.5%/+17.7%，单 26Q2 板块整体营收/归母净利润分别同比+6.4%/-9.1%。核心公司方面，安井食品/三全食品/千味央厨 26 年 H1 营收分别同比+21.9%/+9.5%/+18.2%，其中 26Q2 收入分别同比+13.8%/+7.7%/+11.8%，三家领军企业营收表现较 26Q1 均有所放缓。其中安井收入增速依旧领跑行业，优势明显，具体而言，我们认为公司既受益于餐饮需求边际回升，又通过产品推新、渠道改革等把握需求变化机遇，从而提升市场份额。冷冻烘焙食品方面，立高 26Q2 营收增速达 12.9%，较 Q1 有所提速，或受益于新品贡献。

图表 11：餐饮链企业 2026 半年报以及二季度业绩表现（单位：亿元）

公司名称	2026H1				2026Q2			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
海天味业	161.5	6.0%	41.9	7.1%	71.17	2.9%	17.46	2.0%
中炬高新	25.4	19.2%	4.1	61.2%	12.21	18.5%	1.51	99.8%
千禾味业	14.0	6.3%	2.0	15.8%	5.84	19.9%	0.53	313.0%
天味食品	20.3	45.8%	3.8	100.4%	8.97	19.8%	1.31	13.4%
颐海国际	33.5	14.3%	3.8	21.4%				

日辰股份	2.4	16.3%	0.3	-16.5%	1.11	8.8%	0.11	-36.2%
宝立食品	16.0	16.1%	1.3	10.1%	8.26	16.1%	0.63	7.7%
安井食品	92.7	21.9%	8.2	21.6%	45.56	13.8%	2.59	-8.0%
三全食品	39.1	9.5%	3.6	16.5%	14.53	7.7%	0.96	-8.7%
千味央厨	10.5	18.2%	0.3	-10.7%	4.64	11.8%	0.09	-34.7%
立高食品	22.1	6.5%	1.3	-26.0%	11.57	12.9%	0.62	-24.2%
安琪酵母	91.9	16.3%	8.8	10.2%	46.53	13.4%	4.55	6.0%
巴比食品	8.5	2%	1.3	25.5%	4.72	1.4%	0.87	19.4%
ST 绝味	25.1	-10.8%	1.3	-23.2%	12.50	-5.3%	0.63	14.4%

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

3.2. 竞争趋缓，盈利稳健

调味品板块：1）基础调味品 26Q2 毛利率整体呈改善趋势，其中海天、中炬、千禾 26Q2 毛利率分别同比-0.4/+3.8/+4.9pct，后两家公司毛利率改善明显预计系原材料红利、产品结构优化和工厂效率提升。而从三项费用率视角看，由于基调整体偏存量市场，故 26Q2 费用端整体呈收窄态势。2）复调板块因品类与渠道结构差异，毛利率表现存在差异，其中天味与颐海国际 26H1 整体呈现毛利率同比提升、费用率优化的特征，盈利上行趋势明显，预计系原材料采购价格下降、供应链成本管控及产品结构优化等；而宝立、日辰相关业务以 B 端客户为主，餐饮需求压力下，26H1 呈现毛利率同比下滑、费用率上升的态势。

速冻食品：板块 26Q2 整体呈现毛利率同比下滑、费用率整体优化的趋势，从而反映竞争格局改善的趋势。其中，行业领军品牌安井食品 26Q2 毛利率 17.4%，同比-0.63pct，预计主要系原材料成本上升以及低毛利的菜肴产品占比提升影响，而同期三项费用率同比-0.77pct。冷冻烘焙板块，立高食品 26Q2 毛利率 29.9%，同比-0.83pct，或主要系棕榈油成本上升影响。

图表 12：餐饮链企业 2026 半年报以及二季度毛利率、费用率表现（单位：%/pct）

公司名称	毛利率				销售&管理&研发费率			
	26H1	同比/pct	26Q2	同比/pct	26H1	同比/pct	26Q2	同比/pct
海天味业	41.04%	0.92	39.82%	-0.39	11.24%	0.08	12.49%	持平
中炬高新	42.79%	3.74	43.19%	3.80	24.11%	-0.84	29.28%	-1.45
千禾味业	39.45%	2.87	37.53%	4.90	22.85%	0.14	27.28%	-4.31
天味食品	42.32%	3.61	38.90%	1.94	19.01%	-4.38	20.89%	3.55
颐海国际	33.56%	4.01			17.24%	-0.05		
日辰股份	35.73%	-2.54	35.89%	-1.45	17.83%	0.87	19.29%	3.70

宝立食品	33.63%	-0.05	33.76%	-0.92	21.06%	1.25	20.95%	-0.13
安井食品	21.24%	0.72	17.37%	-0.63	8.03%	-1.01	7.38%	-0.77
三全食品	24.20%	-0.14	21.95%	-0.77	15.55%	-0.38	17.65%	-0.57
千味央厨	23.74%	0.14	22.47%	-0.19	18.68%	0.87	17.96%	0.10
立高食品	29.81%	-0.54	29.89%	-0.83	20.15%	0.96	19.94%	-0.33
安琪酵母	26.80%	0.71	27.12%	0.93	12.49%	-0.39	12.94%	-0.12
巴比食品	29.29%	2.28	30.41%	2.17	12.50%	0.68	12.06%	0.69
ST 绝味	26.36%	-3.56	25.72%	-3.20	18.66%	-0.85	19.55%	-1.61

资料来源：ifind，华源证券研究所

综上，餐供方面，建议关注领先优势扩大、业务稳健扩张的行业龙头**海天味业、安井食品**；出海、成本以及新品共振的**安琪酵母**；业绩高增、内生外延双轮驱动的**天味食品**，以及 B 端放量、出海加速的**颐海国际**。

4. 乳制品：原奶供需矛盾缓解，或有助于头部企业修复份额

2026 年上半年，绝大部分的乳制品企业均实现收入端正增长，反映消费需求逐步修复，且归母净利润总体亦实现正增长，部分乳企利润下滑亦来自非经营性因素影响导致，如伊利股份利润端下滑主要来自澳优商誉减值和存货跌价损失。除伊利与光明以外，多数乳企实现资产减值损失的同比减少，我们认为或来自原奶供需矛盾缓解后，喷粉减值（存货跌价损失）减少。

26Q2 来看，除光明乳业以外，其他乳企收入增速较 2025 年全面回正，其中伊利（液体乳市场份额第一）液体乳业务收入增速延续正增长一定程度上体现行业复苏态势，预计在原奶价格上行趋势下，头部乳企份额将延续修复态势。

图表 13：乳制品企业 2026 年上半年及 2026 年第二季度收入与利润表现（单位：亿元）

名称	2026H1				26Q2			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
伊利股份	644.90	4.13%	57.59	-20.02%	296.65	2.59%	3.64	-84.35%
新乳业	58.13	5.20%	4.65	17.24%	29.70	2.39%	2.78	5.78%
妙可蓝多	33.04	28.71%	1.51	13.74%	16.78	25.84%	0.76	49.64%
天润乳业	14.50	3.93%	0.54	扭亏	7.84	1.64%	0.25	-152.37%
三元股份	34.68	4.11%	1.85	1.15%	17.48	3.77%	0.85	-10.98%
光明乳业	118.73	-4.81%	2.51	15.34%	56.62	-7.24%	1.84	41.36%
蒙牛乳业	447.95	7.77%	23.71	15.94%	-			

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

图表 14：除伊利与光明以外，其他乳企资产减值损失对比去年同期均有所减少

	变动pct：资产减值损失/收入	变动pct：存货跌价损失/收入	变动pct：净利率
伊利股份	3.26	0.90	-3.13
新乳业	-0.21	0.00	0.79
妙可蓝多	-0.08	-0.08	-0.60
天润乳业	-0.65	-0.56	6.06
三元股份	-0.21	-0.21	-0.18
光明乳业	0.79	0.79	0.13

资料来源：ifind，华源证券研究所

2026 年 Q2 重点乳企毛利率有所下行，我们认为或主要系包材、运费等成本有所上行，以及部分乳企（如蒙牛）去年 H2 竞争加剧后调整部分产品价格导致，但部分乳企销售费用率已有所下降，部分对冲净利率压力，我们认为主要系原奶供需矛盾缓解后，竞争环境改善，费效优化亦有贡献。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 15：乳制品企业费用率及毛利率情况

名称	毛利率			
	26H1	对比去年同期（pct）	26Q2	对比去年同期（pct）
伊利股份	36.43%	0.39	34.15%	-0.04
新乳业	29.73%	-0.28	29.51%	-0.98
妙可蓝多	30.13%	-0.68	30.44%	0.26
天润乳业	18.27%	1.40	18.12%	-0.56
三元股份	22.17%	-2.39	21.30%	-3.44
光明乳业	17.57%	-1.28	19.45%	0.39
蒙牛乳业	40.76%	-0.99	-	
销售费用率				
伊利股份	17.73%	-0.57	18.92%	-0.95
新乳业	15.21%	-1.21	13.38%	-2.52
妙可蓝多	19.29%	1.92	19.69%	1.80
天润乳业	7.37%	1.01	6.01%	0.06
三元股份	15.41%	-2.66	14.27%	-3.96
光明乳业	10.09%	-0.83	10.98%	-0.69
蒙牛乳业	27.60%	-0.34	-	
毛销差				
伊利股份	18.70%	0.96	15.23%	0.91
新乳业	14.52%	0.93	16.13%	1.54
妙可蓝多	10.84%	-2.60	10.75%	-1.54
天润乳业	10.90%	0.40	12.11%	-0.62
三元股份	6.75%	0.28	7.03%	0.52
光明乳业	7.49%	-0.45	8.47%	1.08
蒙牛乳业	13.16%	-0.64	-	
管理费用率				
伊利股份	3.83%	0.06	4.02%	0.25
新乳业	2.95%	-0.26	2.48%	-0.46
妙可蓝多	4.12%	-1.54	4.01%	-2.28
天润乳业	3.70%	-0.08	3.27%	-0.16
三元股份	3.48%	-0.28	3.39%	-0.03
光明乳业	3.26%	-0.01	3.47%	-0.08
蒙牛乳业	4.33%	-0.35	-	
研发费用率				
伊利股份	0.62%	0.00	0.77%	0.11
新乳业	0.31%	-0.14	0.29%	-0.14
妙可蓝多	0.89%	0.00	1.02%	0.18
天润乳业	0.76%	0.04	0.71%	0.07
三元股份	1.27%	0.14	1.55%	0.01
光明乳业	0.60%	0.10	0.79%	0.21
净利率				
伊利股份	8.59%	-3.13	0.29%	-7.66
新乳业	8.19%	0.79	9.60%	0.24
妙可蓝多	4.58%	-0.60	4.51%	0.72
天润乳业	3.18%	6.06	2.43%	-3.86
三元股份	5.16%	-0.18	4.69%	-0.70
光明乳业	1.98%	0.13	3.76%	2.46
蒙牛乳业	5.58%	0.40	-	

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：对比同期均为参数直接相减

5. 牧场：基本面开启修复趋势，奶价企稳回升与肉价上涨预期下，或仍具较大空间

2026 年上半年来看，牧场企业收入端实现增长，利润端对比同期扭亏为盈。根据各公司业绩报告，我们发现“生物资产公平值减销售费用变动产生的亏损”一项对牧场企业的利润表现影响较大，2026 年上半年三大牧业公司这一项目对比同期减亏幅度均较大，贡献主要利润增量，主要来自：1）奶价降幅收窄；2）淘汰牛价格上涨；3）成本下降显著。从单头牛账面价值环比变动来看，优然牧业有所增加，圣牧与现代牧业环比较为平稳，我们认为后续在奶价企稳回升及牛肉价格上行趋势下，账面奶牛价值或进一步修复，该项目减亏或将持续增厚牧业公司利润表现。

图表 16：26H1 主要牧业公司收入与利润，扭亏为盈为主要特征（收入和利润单位：亿元）

名称	2026H1				25H1	
	收入	yoy	利润	yoy	收入	利润
优然牧业	106.27	3.3%	8.06	扭亏为盈	102.84	-2.97
中国圣牧	15.46	7.1%	0.64	扭亏为盈	14.44	-0.48
现代牧业	79.92	7.3%	0.15	扭亏为盈	74.46	-9.13

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

图表 17：2026 年上半年，牧场企业生物资产公平值项目减亏贡献较多利润增量

	生物资产公平值减销售成本产生的亏损（亿元）	2025年同期亏损（亿元）	减亏幅度（%）	单头牛账面价值对比25年底变动（%）
中国圣牧	3.39	4.71	28.00%	-0.08%
优然牧业	13.16	22.33	41.03%	1.31%
现代牧业	7.60	18.23	58.30%	-0.24%

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 18：2026 年上半年，牧业公司对奶牛账面价值的调整整体较为稳健，无进一步大幅下调

	单头奶牛生物资产账面值（元/头）			单头成母牛生物资产账面值（元/头）		
	2026年上半年	2025年	变动	2026年上半年	2025年	变动
现代牧业	24607	24666	-0.24%	28476	28718	-0.84%
优然牧业	23032	22734	1.31%	25645	24875	3.10%
中国圣牧	22240	22258	-0.08%		-	

资料来源：ifind，华源证券研究所

原奶价格或拐点向上，有望改善牧场企业生物资产公平值表现。由于上轮缺奶潮背景下，资本入局快速扩产，导致近几年供过于求程度过深，奶价从 21 年下半年开始持续下跌，而由于这一轮扩产的牧场大都是规模化牧场，具备较强的现金流支持，抗周期能力比较强，所以导致本轮周期底部的时间要比往常更久。主产区生鲜乳价格从 2021 年最高 4.38 元/公斤下滑至当前的 3.06 元/公斤（截至 2026/8/28），已基本企稳且略微回升，我们预计伴随供需关系

改善，原奶价格 26H2 有望逐步回升，届时牧场企业生物资产公平值下行压力或将逐步趋缓，若后续奶价上行，则有望增厚利润表现。

图表 19：主产区生鲜乳价格从 21 年持续下行至今，当前降幅已逐步收窄



资料来源：ifind，华源证券研究所

牛肉价格上行预计具备持续性，有望通过增加牧场企业淘牛收入进而增厚利润表现。过去压制牛肉价格的两个因素（进口肉、奶牛淘汰）均已得到改善，或助推我国肉牛市场价格进入上涨区间。当前牛肉平均批发价格自 8 月后突破 66 元/公斤，当前价格已上涨至 70.73 元/公斤（截至 2026/9/18），活牛价格来看，集贸市场活牛价格亦持续提升，达到 30.01 元/公斤（截至 2026 年 8 月）。

进口牛肉情况来看，今年我国实施牛肉进口保障措施，实行国别配额管理，配额外牛肉在原关税基础上加征 55%保障性关税;目前澳大利亚已耗尽配额,6 月 20 日起就已加征 55%关税，巴西作为我国主要低价牛肉进口来源之一，9 月底已耗尽配额。在主要进口国低关税通道相继关闭下，廉价进口冻肉对市场冲击影响预计将逐步消退。

由于牧场企业为了保证牛群规模和结构的稳定性，每年都需要淘汰大量的奶牛，因为淘汰奶牛收入亦构成了很大的利润来源，我们认为牛肉价格上涨具备持续性，预计后续将持续增厚牧场企业淘牛收入进而提振利润表现。

图表 20：牛肉批发价格持续上涨（元/公斤）



资料来源：ifind，华源证券研究所

根据我们对原奶价格周期拐点与牛肉价格后续走势的研判，当前上游牧场基本面已开启修复趋势，后续生物资产公平值变动及淘牛收入预计在奶价和牛肉价格均具备正向的价格预期下，或将大幅增厚企业利润表现，因此我们重点推荐基本面预期底部反转的现代牧业、优然牧业、中国圣牧。

6. 啤酒：极端天气压制行业需求，但部分企业在大单品加持下仍具增长势能

6.1. 收入端：外部环境压制行业需求，部分企业仍具成长性

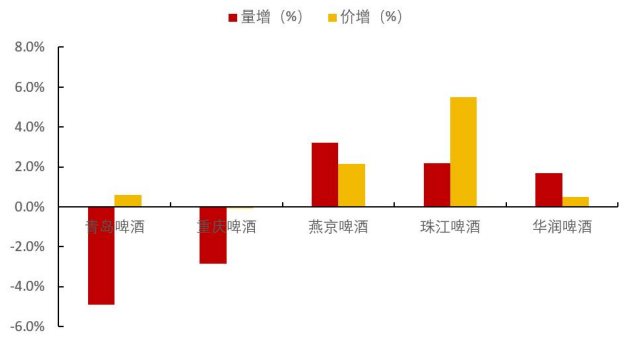
极端气候环境导致部分区域出现强降雨，压制啤酒消费需求，但部分企业仍展现较强经营韧性。今年二季度以来的厄尔尼诺事件导致我国部分地区出现强降雨、台风活跃等极端气候环境，影响大众外出就餐需求，进而影响啤酒在广大餐饮等渠道销量，预计为阶段性影响。根据半年报，青岛啤酒和重庆啤酒 Q2 受影响较大，收入有所承压，而燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒则展现一定经营韧性，收入有所增长，结构升级亦有表现。

图表 21：啤酒企业 2026 年上半年及 26 年第二季度收入与利润表现（单位：亿元）

名称	2026H1				26Q2			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
青岛啤酒	196.55	-4.08%	39.20	0.40%	93.70	-6.73%	21.20	-3.37%
重庆啤酒	85.76	-2.98%	7.96	-7.98%	42.26	-5.75%	3.58	-8.69%
燕京啤酒	90.31	5.53%	13.99	26.86%	49.34	4.29%	11.34	20.99%
珠江啤酒	33.59	5.04%	6.74	10.02%	20.60	4.53%	4.95	8.62%
华润啤酒	242.40	1.24%	51.69	-10.71%	-			

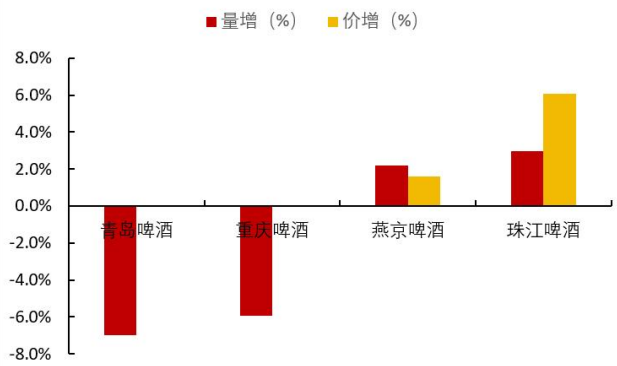
资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

图表 22：2026 年上半年，燕京啤酒、珠江啤酒和华润啤酒均实现量价齐增



资料来源：各公司公告，ifind，华源证券研究所

图表 23：2026 年第二季度，燕京、珠江仍实现收入量价齐增



资料来源：各公司公告，ifind，华源证券研究所；注：除重庆啤酒以外，其余公司 Q2 计算吨价的啤酒业务收入基数为中报啤酒业务收入减一季报总收入测算所得

6.2. 利润端：成本改善红利消退，盈利提升回归量价表现

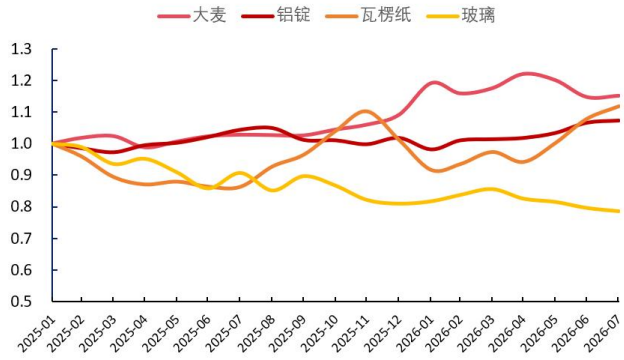
24-25 年啤酒企业已享受到原材料成本改善带来的业绩贡献，但当前原料价格边际上涨，2026 年盈利主线或逐步回归啤酒业务量价表现。截至 2026 年 7 月，啤酒原材料中大麦、铝价、瓦楞纸同比均有上涨，且其他项目成本下行幅度边际放缓，我们预计全年原材料成本改善啤酒企业的毛利提升贡献收窄，毛利率或更多回归量价驱动。

图表 24：25 年原料成本改善贡献弹性，26 年大部分原材料价格对比去年同期有所增加

	26年7月价格同比	25年均价同比
铝锭	12.1%	4.4%
大麦	2.8%	-2.1%
瓦楞纸	29.6%	2.0%
玻璃	-13.4%	-20.9%

资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 25：以 2025 年 1 月为基期的各项原材料价格波动情况



资料来源：ifind，华源证券研究所

费用率方面，上半年除华润啤酒以外，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒的毛利率均有一定程度提升，销售费用率改善则有所分化，对比去年同期分别-0.94/+1.28/-0.07/-1.15pct，除华润啤酒和重庆啤酒以外，其他啤酒企业毛销差均有所提升，其中燕京啤酒改革增效逻辑持续兑现，费用率改善水平最显著，净利率提升幅度最大，并且燕京啤酒对比于其他企业而言，当前利润率仍具较大提升空间，预计后续盈利释放将具备较强持续性。

图表 26：啤酒企业费用率及毛利率情况

名称	毛利率			
	26H1	对比去年同期（pct）	26Q2	对比去年同期（pct）
青岛啤酒	44.86%	1.17	47.19%	1.35
重庆啤酒	50.16%	0.33	50.68%	-0.52
燕京啤酒	49.46%	3.96	52.07%	4.38
珠江啤酒	52.42%	0.58	54.18%	-1.93
华润啤酒	47.65%	-1.23	-	
销售费用率				
青岛啤酒	9.73%	-0.94	7.79%	-0.95
重庆啤酒	16.36%	1.28	19.46%	2.10
燕京啤酒	10.26%	-0.07	5.82%	-0.20
珠江啤酒	13.14%	-1.15	11.02%	-2.34
华润啤酒	15.72%	0.11	-	
毛销差				
青岛啤酒	35.13%	2.11	39.40%	2.30
重庆啤酒	33.81%	-0.94	31.23%	-2.63
燕京啤酒	39.20%	4.03	46.25%	4.57
珠江啤酒	39.29%	1.72	43.16%	0.41
华润啤酒	31.93%	-1.34	-	
管理费用率				
青岛啤酒	3.54%	0.21	3.59%	0.12
重庆啤酒	3.45%	0.18	3.43%	0.30
燕京啤酒	9.45%	-0.89	7.82%	-1.40
珠江啤酒	6.89%	0.25	5.70%	-0.22
华润啤酒	6.56%	-1.03	-	
研发费用率				
青岛啤酒	0.26%	0.05	0.34%	0.08
重庆啤酒	0.09%	0.03	0.09%	0.00
燕京啤酒	1.53%	-0.03	1.60%	0.10
珠江啤酒	2.92%	-0.05	3.00%	0.15
净利率				
青岛啤酒	20.28%	0.89	22.99%	0.73
重庆啤酒	18.50%	-1.05	16.89%	-0.65
燕京啤酒	17.79%	2.96	25.18%	3.15
珠江啤酒	20.27%	0.83	24.22%	0.87
华润啤酒	20.93%	-3.12	-	

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：对比同期均为参数直接相减

综合来看，啤酒企业上半年基本面表现有所分化，部分区域的极端气候环境影响部分啤酒企业销量表现，展望后续，我们认为在啤酒市场总量预期稳定，结构升级也已行至中局的背景下，后续机会预计更多以个股机会为主，持续推荐收入端大单品势能延续，同时改革预期持续兑现的燕京啤酒，建议关注青岛啤酒、华润啤酒。

7. 饮料与预调酒：板块内部分化，龙头优势稳固

2026 年上半年，饮料板块中除华润饮料外，其余列示企业均实现收入、利润双增长，其中养元饮品、香飘飘收入增速较为突出，我们认为或主要受益于 26 年春节较往年靠后带来的备货节奏变化（错期贡献报表端增速）；从 Q2 单季度看，东鹏饮料、养元饮品延续较佳成长性，其中养元饮品 Q2 利润下滑主要系所得税项目扰动，营业利润同比仍跟随收入实现增长。

预调酒板块来看，百润股份上半年收入实现双位数增长，Q2 单季度延续强势增长态势。在 2025 年公司主动调整渠道库存、强化终端动销后，预调酒业务迎来恢复性增长；威士忌业务方面，上半年累计灌桶数量已超 60 万桶，产能与桶陈规模均处于国内领先地位，后续成长性有望逐步释放。

图表 27：饮料及预调酒板块 2026 年上半年及 26Q2 收入与利润表现

名称	2026H1				26Q2			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
东鹏饮料	124.43	15.89%	28.67	20.72%	65.55	11.31%	16.09	15.39%
养元饮品	35.00	41.97%	8.54	14.80%	9.43	55.71%	0.46	-54.52%
香飘飘	12.77	23.31%	0.11	扭亏	3.98	-12.49%	-0.83	4.98%
百润股份	16.58	11.34%	4.79	23.08%	8.58	14.08%	2.62	26.35%
农夫山泉	297.18	15.99%	88.87	16.59%		-		
华润饮料	54.55	-12.09%	5.92	-26.43%		-		

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

盈利能力方面，板块内部分化明显，头部优势持续巩固。2026 年上半年，东鹏饮料毛利率对比去年同期提升 3.22pct 至 48.36%，尽管销售费用率因战略资源投放（如冰柜铺设、消费者促销）增加 1.6pct，但毛利率改善对冲费用压力，净利率提升 0.93pct，规模效应与 PET 原材料锁价策略共同驱动盈利上行，且 Q2 单季度延续盈利提升趋势；26H1 农夫山泉毛利率 60.90%、净利率 29.90%，均稳中有升，基本盘扎实；养元饮品毛利率对比去年同期下降 4.27pct，但销售费用率同步大幅收缩 4.54pct，毛销差基本平稳，净利率下滑主要受所得税一次性扰动。香飘飘上半年归母净利润改善幅度或主要来自 Q1 春节错期贡献，Q2 来看毛销差基本稳定，管理费用提升压制净利率表现；华润饮料收入端相对承压，毛利率虽小幅改善 0.93pct，但销售费用率提升 2.29pct，毛销差收窄 1.35pct，净利率对比去年同期下滑 2.12pct 至 11.14%。

预调酒板块来看，百润股份 26Q2 毛利率维持 70%以上高位，费用率整体稳定，净利率对比去年同期提升 2.96pct 至 30.59%，主要来自所得税率的下降（26Q2 所得税率对比去年同期下降 11.5pct 至 16.77%）。

图表 28：饮料及预调酒板块 2026 年上半年及 26Q2 费用率和盈利能力表现

名称	毛利率			
	26H1	对比去年同期（pct）	26Q2	对比去年同期（pct）
东鹏饮料	48.36%	3.22	49.69%	3.99
养元饮品	41.38%	-4.27	32.19%	-11.73
香飘飘	35.11%	5.75	22.45%	-4.57
百润股份	70.66%	0.32	70.98%	-0.01
农夫山泉	60.90%	0.58	-	-
华润饮料	47.60%	0.93	-	-
销售费用率				
东鹏饮料	17.26%	1.60	17.18%	2.36
养元饮品	8.83%	-4.54	15.07%	-11.92
香飘飘	24.05%	-7.93	34.04%	-4.47
百润股份	21.45%	1.24	21.51%	2.34
农夫山泉	19.66%	0.11	-	-
华润饮料	32.65%	2.29	-	-
毛销差				
东鹏饮料	31.10%	1.62	32.51%	1.62
养元饮品	32.55%	0.27	17.12%	0.19
香飘飘	11.06%	13.67	-11.58%	-0.09
百润股份	49.21%	-0.92	49.47%	-2.36
农夫山泉	41.24%	0.47	-	-
华润饮料	14.95%	-1.35	-	-
管理费用率				
东鹏饮料	2.94%	0.53	3.05%	0.70
养元饮品	1.89%	0.14	4.54%	0.95
香飘飘	8.94%	-0.75	15.01%	4.98
百润股份	6.75%	-0.96	6.41%	-1.64
农夫山泉	3.79%	-0.38	-	-
华润饮料	3.05%	0.49	-	-
研发费用率				
东鹏饮料	0.37%	0.06	0.39%	0.12
养元饮品	0.49%	-0.26	0.82%	-0.86
香飘飘	1.63%	-1.07	2.65%	-1.30
百润股份	2.72%	-0.21	2.71%	-0.09
净利率				
东鹏饮料	23.04%	0.93	24.57%	0.88
养元饮品	24.40%	-5.77	4.91%	-11.90
香飘飘	0.83%	10.26	-20.75%	-3.43
百润股份	28.89%	2.75	30.59%	2.96
农夫山泉	29.90%	0.16	-	-
华润饮料	11.14%	-2.12	-	-

资料来源：ifind，华源证券研究所

8. 休闲食品：行业分化明显，量贩维持高景气度

下游新渠道方面，**零食量贩渠道维持高景气度**，行业双龙头均保持高速开店态势，其中鸣鸣很忙、万辰集团 26 年 H1 营收分别同增 60%/54%，期间分别净开 4457/5814 家门店；对比其他万店业态，量贩零食模型从生意稳定性、资金规模效益等角度看仍具备较强竞争力，故我们认为行业仍有开店空间，尤其是品类更多元的折扣化新店型；同时，量贩双强格局逐步稳固，截至 26H1，鸣鸣很忙与万辰集团量贩门店数合计超 5 万家，其中双龙头门店质量、加盟商生态相对更优，市场份额或持续向头部企业集中。另外，传统天猫京东等线上平台流

量竞争较为激烈，获客成本走高；而会员商超渠道表现相对较好，其中山姆会员店从 22 年底约 40 家开至 25 年底 63 家，且据联商网统计，2026 年计划在中国新开 13 家新店。

零食厂商表现继续分化。其中，盐津铺子、卫龙美味 26 年 H1 收入分别同增 4%/7%，较 25 年（去年同期增速为 20%/19%）显著放缓；有友食品 26 年 H1 营收同增 34%；劲仔食品受益于线下零食量贩渠道拓展及肉干等新大单品放量，26H1 营收同比增长 23%；另外，洽洽食品、甘源食品 26Q2 收入增速较 Q1 放缓，我们预计受传统流通渠道压力影响，而三只松鼠 26 年 H1 收入表现仍相对承压。

图表 29：零食上下游企业 2026 半年报以及二季度业绩表现（单位：亿元）

公司名称	2026H1				2026Q2			
	收入	yoy	利润	yoy	收入	yoy	利润	yoy
鸣鸣很忙	**449.97**	**60.0%**	**22.40**	**155.4%**				
万辰集团	**348.36**	**54.3%**	**12.10**	**156.6%**	**182.02**	**54.8%**	**5.80**	**126.0%**
盐津铺子	30.70	4.4%	4.25	14.1%	14.88	6.0%	1.95	0.0%
卫龙美味	37.15	6.7%	7.67	4.6%				
有友食品	10.34	34.1%	1.24	14.4%	4.99	28.6%	0.58	0.3%
西麦食品	14.02	22.0%	1.48	81.9%	5.78	17.2%	0.47	73.8%
甘源食品	10.70	13.2%	0.80	7.3%	4.52	2.5%	0.14	-37.1%
劲仔食品	13.83	23.1%	1.06	-5.0%	6.44	21.9%	0.35	-20.9%
三只松鼠	52.80	-3.6%	2.49	79.9%	14.45	-17.6%	-0.24	/
洽洽食品	35.06	27.4%	2.46	177.4%	12.83	8.7%	0.78	581.2%

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：图表所示利润指标为归母净利润

盈利层面：首先，伴随收入规模大幅扩张，量贩渠道双强企业对上下游的产业议价力不断提升；同时在规模效益、费用率收窄的背景下，鸣鸣很忙与万辰集团 26 年 H1 的毛利率、净利率均保持提升趋势，其中万辰集团 26H1 毛利率/净利率分别同比+1.44/+1.54pct。就行业竞争而言，尽管 Q2 出现“补贴加剧”等市场舆论，但行业双龙头对竞争保持相对理性与控制，未来在门店持续扩张与竞争理性化背景下，行业双龙头盈利能力有望持续提升。另外，参照海外成熟业态，例如唐吉诃德 2024 财年食品类毛利率 19%，我们认为量贩双龙头的毛利率仍存在提升空间。

26 年 H1 零食厂商盈利表现分化，原材料成本压力亦有所反映。零食制造板块毛利率除了受原材料价格波动影响，还受渠道结构变化影响；其中盐津 26 年 H1 毛利率同比+2.56pct，或主要系公司主动优化产品与渠道结构；洽洽 26 年 H1 毛利率显著回升，或主要系葵花籽等原材料价格下降影响；而同期有友、甘源、劲仔食品毛利率分别同比-4.49/-1.57/-4.15pct，我们认为除了受量贩零食、会员制商超等（低毛利、低费率）渠道影响，部分原材料成本上升亦拖累明显，例如鲲鱼干、棕榈油等价格维持高位。

费用方面，26 年 H1 板块内存在分化，但整体呈现下降趋势。26 年 Q2 盐津铺子三项费率合计同比+1.63pct，预计主要系加大品牌推广力度；同期甘源食品三项费用率同比-2.77pct，

费用控制有所优化；而劲仔食品 26Q2 三项费用率同比-4.16pct，预计主要系公司渠道效率提升；最后，洽洽食品 26Q2 三项费用率同比-0.37pct。整体而言，零食工厂盈利端面临渠道、原材料成本压力，26 年 Q2 盐津、有友、甘源、劲仔净利率表现均出现同比下滑。

图表 30：零食上下游企业 2026 半年报以及二季度毛利率、费用率表现（单位：%/pct）

公司名称	毛利率				销售&管理&研发费率			
	26H1	同比/pct	26Q2	同比/pct	26H1	同比/pct	26Q2	同比/pct
万辰集团	12.85%	1.44	12.82%	1.06	5.71%	-0.16	5.94%	0.07
盐津铺子	32.22%	2.56	32.65%	1.67	16.09%	0.82	16.32%	1.63
有友食品	23.08%	-4.49	21.82%	-6.23	9.50%	-2.37	9.37%	-2.07
西麦食品	44.03%	0.45	43.97%	0.47	31.55%	-3.62	34.69%	-2.29
甘源食品	32.03%	-1.57	29.46%	-3.33	23.05%	-2.23	24.62%	-2.77
劲仔食品	25.29%	-4.15	23.30%	-5.63	16.67%	-3.76	17.44%	-4.16
三只松鼠	26.69%	1.61	25.00%	3.43	21.24%	-2.24	28.84%	-0.81
洽洽食品	25.87%	5.56	27.20%	5.77	18.57%	-0.70	22.80%	-0.37

公司名称	净利率			
	26H1	对比同期/pct	26Q2	对比同期/pct
万辰集团	5.39%	1.54	5.01%	0.91
盐津铺子	13.82%	1.25	13.01%	-0.78
有友食品	12.01%	-2.06	11.69%	-3.30
西麦食品	10.64%	3.53	8.16%	2.61
甘源食品	7.41%	-0.46	2.93%	-1.97
劲仔食品	7.60%	-2.42	5.27%	-3.15
三只松鼠	4.58%	2.10	-1.98%	3.89
洽洽食品	6.95%	3.71	5.92%	4.92

资料来源：ifind，华源证券研究所；注：对比同期均为参数直接相减

综上来看，零食消费或持续向具备便利性、性价比、多元选择的渠道倾斜，例如会员商超、量贩零食、即时零售等新业态，故继续推荐量贩零食龙头**鸣鸣很忙、万辰集团**。

由于零食行业供需两端分散，整体呈现“品类丰富、品牌不足”等特征，故相较于品类创新红利，渠道变革往往蕴含着更大的行业机会，尤其是率先拥抱、深度参与其中的零食厂商有望成功实现规模跃迁、逆势提升份额。故建议关注有望受益于魔芋品类渗透与成本红利的**盐津铺子、卫龙美味**，全渠道扩张空间大的**有友食品**，燕麦主业稳健扩张、“药食同源”第二曲线发展的**西麦食品**。

9. 保健品：品牌业务收入表现较好，整体利润端有所承压

收入端看，26H1 品牌业务表现好于上游业务。1）渠道变革是上半年核心变量之一，保健品品牌业务在抖音等线上渠道增速较快，海外品牌受益于跨境电商渠道实现销售额增长。2）成分端预计成为关注重点，一方面若羽臣上新 S-雌马酚、AKK 等功能性成分等产品，另一方面鱼油涨价背景下、藻油可替代性提升，金达威积极推进藻油产能建设。

保健品品牌业务：26H1 汤臣倍健/若羽臣/H&H 国际控股营业总收入分别同比+3.9%/+73.3%/+23.9%，前 2 家 26Q2 收入同比+3.6%/+73.3%。汤臣倍健线上渠道表现亮眼，26H1 收入同比+15.51%；分品牌看 26H1 三大主要品牌均实现增长，汤臣倍健/健力多/lifespace 分别+2.34%/+4.12%/+5.59%。若羽臣旗下品牌斐萃（营养保健品品牌）26H1 实现营收 4.04 亿元/同比+152.63%，稳居口服抗衰赛道领先地位。H&H 营养补充品 26H1 收入同比+13.3%，中国内地市场抖音作为重要引擎销售额增长 57.5%，Swisse 市场份额跃升至市场第三位。金达威的营养保健食品 26H1 收入同比+10.20%，表现也好于其他业务，其中子公司金达威控股（从事保健品销售）实现营业收入 1.82 亿元。

上游原材料及中游代工业务：26H1 金达威/晨光生物/仙乐健康营业总收入分别同比+2.6%/-13.6%/+0.5%，26Q2 收入同比+6.5%/-21.2%/-3.5%。金达威的维生素 A 系列/辅酶 Q10 系列收入分别-38.42%/-1.43%，销售量分别-11.47%/+15.14%，吨价压力较大。晨光生物植提类/棉籽类业务收入同比-6.68%/-21.84%，主要产品辣椒红、叶黄素受客户采购周期影响销量同比下滑。仙乐健康是营养健康食品解决方案提供商，中国区收入同比-2.02%，因相关项目转化及订单释放节奏有所放缓。

图表 31：26H1&26Q2 主要保健品上市公司营业总收入及归母净利润情况

		2026H1				2026Q2			
股票代码	股票简称	营业总收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy	营业总收入（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
002626.SZ	金达威	17.73	2.6%	1.70	-31.2%	9.60	6.5%	1.04	-16.8%
300138.SZ	晨光生物	31.59	-13.6%	1.79	-17.0%	15.30	-21.2%	0.82	-22.4%
300791.SZ	仙乐健康	20.52	0.5%	1.53	-5.1%	10.49	-3.5%	1.03	11.4%
300146.SZ	汤臣倍健	36.71	3.9%	6.03	-18.1%	18.03	3.6%	2.01	-28.6%
003010.SZ	若羽臣	22.86	73.3%	1.67	131.7%	12.91	73.3%	0.95	112.1%
1112.HK	H&H 国际控股	86.96	23.9%	6.11	759.8%				

资料来源：Wind，华源证券研究所

利润端看，多数公司上半年利润承压。我们认为原料业务毛利率压力较大，品牌业务高销售费用率影响，海外代工方则有较大的汇兑损失。

毛利率看，中下游公司 26H1 毛利率同比提升，金达威上游原料毛利率承压。若羽臣 26H1 毛利率同比+8.6pcts，主要来自于品牌管理业务的效率提升，该业务 26H1 毛利率同比+14.35pcts，保健品品牌斐萃毛利率略有下降 0.13pcts；公司整体 Q2 延续毛利率同比提升趋势（同比+6.9pcts）。汤臣倍健 26H1/26Q2 毛利率分别+1.8/+3.1pcts，上半年片剂、胶囊产品毛利率均有提升。金达威 26H1 毛利率下降 0.7pcts，主因辅酶 Q10 价格压力（该项毛利率同比-7.05pcts），营养保健品牌业务毛利率同比+5.69pcts，对营业利润贡献增加。

销售、管理及研发费用看，品牌端销售费用率提升较大，其余公司变化不大。1）汤臣倍健、若羽臣 26H1 销售费用率同比+7.2/+6.0pcts，26Q2 仍同比+8.2/+4.9pcts，汤臣上半年平台费同比+61%、主要系本期公司增加了重点品类及跨境、兴趣电商渠道的投入，市场推广及终端包装费同比+12.1%/广告费同比+8.0%。2）仙乐健康虽然 26Q2 营收同比下降，但费效比管控稳健，26H1/26Q2 毛销差均有提升，26Q2 公司完成美国个人护理业务的出售确认 1760 万元资产处置收益，单 Q2 扣非归母净利润仍同比-5.1%。

26H1&26Q2 多数公司财务费用率提升较多，主要受到汇兑损失的扰动。上半年人民币汇率走势向上，仙乐健康和金达威（海外设有工厂）汇兑损失较大，仙乐健康 26H1 汇兑损失净增加 2915 万元，金达威在汇兑损失扰动下财务费用净增 5338 万元。

图表 32：26H1 主要保健品公司净利率及各项费用率情况

		26H1									
股票代码	股票简称	毛利率	同比变化值	销售费用率	同比变化值	管理费用率	同比变化值	研发费用率	同比变化值	净利率	同比变化值
002626.SZ	金达威	39.8%	-0.7pct	11.1%	1.2pct	12.8%	-0.5pct	1.8%	-0.5pct	9.6%	-4.7pct
300138.SZ	晨光生物	13.5%	-0.4pct	0.9%	0.1pct	4.5%	-1.0pct	2.2%	-0.9pct	5.7%	-0.2pct
300791.SZ	仙乐健康	34.3%	1.2pct	8.0%	-0.6pct	14.4%	-0.2pct	3.1%	0.1pct	7.5%	-0.4pct
300146.SZ	汤臣倍健	70.3%	1.8pct	42.1%	7.2pct	7.3%	0.1pct	1.4%	0.5pct	16.4%	-4.4pct
003010.SZ	若羽臣	65.5%	8.6pct	51.4%	6.0pct	3.7%	-1.0pct	0.7%	-0.6pct	7.3%	1.8pct
1112.HK	H&H 国际控股	65.4%	2.9pct	39.1%	-3.2pct	5.1%	-0.6pct	1.2%	-0.1pct	7.0%	6.0pct

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 33：26Q2 主要保健品公司净利率及各项费用率情况

		26Q2									
股票代码	股票简称	毛利率	同比变化值	销售费用率	同比变化值	管理费用率	同比变化值	研发费用率	同比变化值	净利率	同比变化值
002626.SZ	金达威	41.3%	2.0pct	11.8%	1.4pct	12.1%	-0.6pct	1.8%	-0.3pct	10.9%	-3.0pct
300138.SZ	晨光生物	13.2%	-0.4pct	0.8%	持平	4.9%	-1.1pct	2.4%	-1.3pct	5.3%	-0.1pct
300791.SZ	仙乐健康	36.2%	2.9pct	7.4%	-0.6pct	14.9%	0.8pct	3.2%	0.2pct	9.8%	1.3pct
300146.SZ	汤臣倍健	71.6%	3.1pct	47.8%	8.2pct	7.5%	持平	1.3%	0.8pct	11.2%	-5.0pct
003010.SZ	若羽臣	66.1%	6.9pct	50.0%	4.9pct	4.5%	-0.7pct	0.5%	-0.8pct	7.4%	1.4pct

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 34：26H1&26Q2 主要保健品公司财务费用

		26H1		26Q2	
股票代码	股票简称	财务费用率	同比变化值	财务费用率	同比变化值
002626.SZ	金达威	2.9%	3.0pct	2.6%	2.6pct
300138.SZ	晨光生物	1.7%	0.6pct	1.7%	1.0pct
300791.SZ	仙乐健康	3.6%	1.5pct	3.5%	1.6pct
300146.SZ	汤臣倍健	0.1%	0.4pct	0.6%	1.2pct
003010.SZ	若羽臣	1.3%	0.5pct	1.6%	持平
1112.HK	H&H 国际控股	3.6%	-1.5pct		

资料来源：Wind，华源证券研究所

10. 风险提示

需求复苏不及预期风险：餐饮、食品饮料消费与经济商务活动关联度高，如经济乏力、商务活动减少将影响总量需求，进而影响公司业绩修复预期。

市场竞争加剧风险：在需求乏力背景下，若行业竞争持续加剧，将导致行业盈利承压、上市公司业绩不及预期。

食品安全风险：食品饮料公司若因管理不当出现食品安全风险，将大幅损害公司品牌及行业形象，并导致业绩下滑。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户　本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司对本报告保留一切权利　未经本公司事先书面授权　本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。