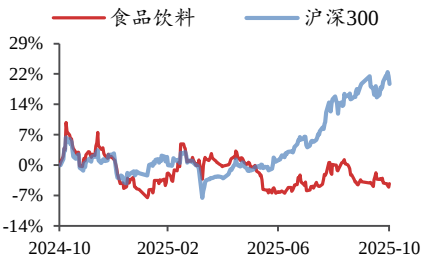


食品饮料

2025 年 10 月 31 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《短期关注三季报业绩，长期关注提振内需政策——行业周报》-2025.10.26
《9 月社零增速边际回落，消费修复仍待巩固——行业点评报告》-2025.10.21
《白酒筑底，加强布局——行业周报》-2025.10.18

食品饮料持仓新低，优先布局白酒和成长型标的

——行业点评报告

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张恒玮（分析师）

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790524010001

● 2025Q3 食品饮料仓位降至新低

从基金重仓持股情况来看（Wind 中全部市场基金，一级子行业），2025Q3 食品饮料配置比例由 2025Q2 的 8.0% 回落至 6.4% 水平，环比回落 1.6pct，处于 2020 年以来新低点位置。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2025Q3 食品饮料配置比例为 4.1%，和 2025Q2 的 5.6% 相比，下降 1.5pct，说明三季度主动权益基金继续大幅减少食品饮料配置。三季度禁酒令影响仍在持续，科技板块具备明显投资机会，以白酒为代表的传统消费板块基本面情绪仍偏悲观，资金持续流出。预计四季度行业板块轮动，板块基本面见底叠加年底部分资金避险需求，我们估算会有部分资金回流。但整体来看，食品饮料板块配置比例仍是处于低位。

● 主动权益基金重仓白酒比例环比回落，报表出清的酒企更易获得市场青睐

我们从主动权益基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2025Q2 的 4.0% 回落至 2025Q3 的 3.2% 水平，环比回落 0.8pct。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由 2025Q2 的 6.8% 回落到 2025Q3 的 5.5%。这反映出主动权益与被动基金均在减配白酒。从基金配置的情况分析，白酒内部产生分化，报表业绩已处于出清节奏的泸州老窖、舍得酒业、酒鬼酒等公司在三季度更易获得市场青睐。

● 基金持有数量回落，基金持股总体减仓

（1）从主动权益基金持仓食品饮料的股份数量来看，食品饮料 2025Q3 相比 2025Q2 整体的持仓减少，基金三季度普遍减配食品饮料公司。（2）从主动权益基金持股市值来看：食品饮料 2025Q3 持仓市值增加较多的，以基本面具备边际改善变化的公司为主，包括泸州老窖、山西汾酒、中炬高新、舍得酒业等。多数公司基金持仓股份数量与基金持股市值的变化趋势相同，表明基金持股较为集中，且加减仓的偏好也基本一致。

● 投资建议：低位布局白酒板块，兼顾成长型新消费标的

短期来看，白酒需求基本接近底部位置。中长期行业趋势仍需观察宏观经济走势，目前看后续复苏斜率可能更加平缓。我们判断白酒板块三季度迎来业绩和估值双底。当下考虑板块估值相对低位，筹码结构稳定，建议适当布局白酒板块。两维度思路选股：一是经营相对较为稳定的贵州茅台、山西汾酒，二是前期报表出清较多，积极进行市场改革的舍得酒业等，受益标的包括珍酒李渡。大众品中饮料与零食板块表现较好，核心逻辑在于其贴近日常刚性消费的属性，对外部环境波动的抗风险能力更强。休闲零食板块的增长逻辑则是享受渠道与品类红利。渠道端，零食量贩、兴趣电商、会员超市、即时零售等渠道等因更贴近消费者日常采购与即时下单需求，增速显著优于其他渠道，头部企业则通过聚焦核心单品，进一步巩固了市场份额，支撑板块整体增长。我们建议从成长性角度按照新渠道、新品类、新市场等思路布局，重点关注卫龙美味、西麦食品、盐津铺子等。

● 风险提示：宏观经济下行、消费需求放缓、原料价格上涨、食品安全风险

目 录

1、 2025Q3 食品饮料配置比例持续回落，成交金额占比回落	3
2、 基金持仓股份数量回落，基金持股食品饮料总体减仓	5
3、 投资建议：低位布局白酒板块，兼顾成长型新消费标的	6
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 2025Q3 食品饮料基金重仓比例回落至 6.4%	3
图 2： 主动权益基金食品饮料重仓比例回落至 4.1%	3
图 3： 2025Q3 食品饮料板块上涨 3.7%，排名 27/31	4
图 4： 2025Q3 食品饮料成交金额占比环比回落至 1.65%	4
图 5： 2025Q3 基金对于白酒公司持仓数量有增有减	4
图 6： 2025Q3 报表业绩优先出清的酒企更易获得青睐	4
图 7： 2025Q3 白酒与大众品重仓比例均有回落	5
图 8： 2025Q3 食品饮料中悠然牧业、天味食品、中炬高新等基金持股数量增加较多	5
图 9： 2025Q3 食品饮料中泸州老窖、山西汾酒、中炬高新等基金持仓市值增加较多	6
表 1： 重点公司盈利预测及估值	7

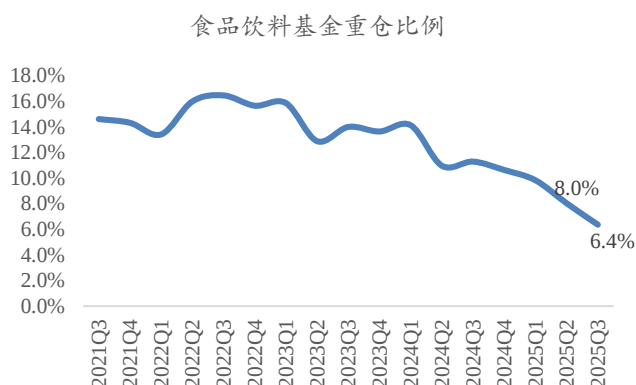
1、2025Q3 食品饮料配置比例持续回落，成交金额占比回落

2025Q3 全市场基金食品饮料配置比例降至新低。从基金重仓持股情况来看（Wind 中全部市场基金，一级子行业），2025Q3 食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由 2025Q2 的 8.0% 回落至 6.4% 水平，环比回落 1.6pct，处于 2020 年以来新低位置。

2025Q3 主动权益基金减配食品饮料。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2025Q3 食品饮料配置比例为 4.1%，和 2025Q2 的 5.6% 相比，下降 1.5pct，说明三季度主动权益基金继续大幅减少食品饮料配置。三季度禁酒令影响仍在持续，科技板块具备明显投资机会，以白酒为代表的传统消费板块基本面情绪仍偏悲观，资金持续流出。预计四季度行业板块轮动，板块基本面见底叠加年底部分资金避险需求，我们估算会有部分资金回流。但整体来看，食品饮料板块配置比例仍是处于低位。

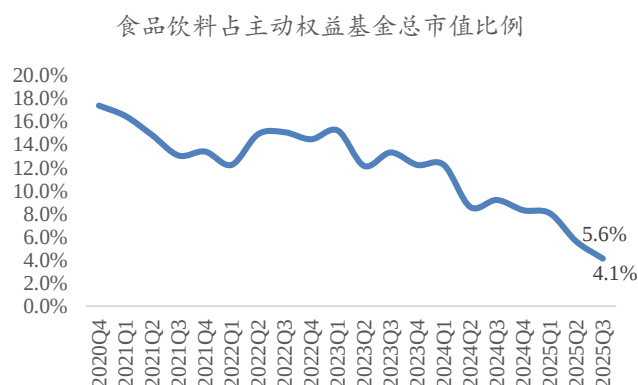
观察涨跌幅与成交金额占比数据，2025Q3 食品饮料板块市值增长 3.7%，跑输沪深 300 约 18.6pct，全市场排名倒数第五，同时食品饮料市场成交金额比例回落至 1.65%（环比二季度回落 1.05pct）。板块涨跌幅、成交金额比例与基金持仓趋势基本匹配。当前食品饮料估值已在低位。食品饮料做为典型的业绩稳健扎实的代表行业，承担了部分资金避险需求。我们预判 2025 年末食品饮料持仓情况可能会环比好转。

图1：2025Q3 食品饮料基金重仓比例回落至 6.4%



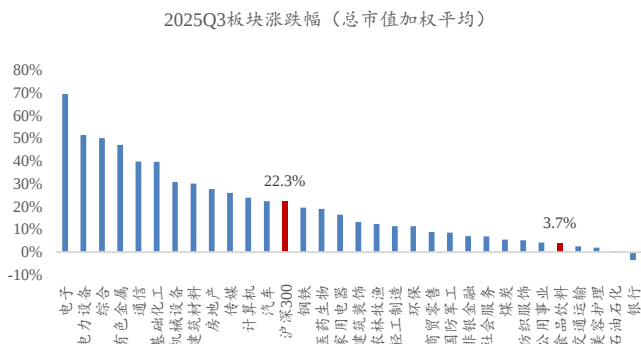
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：主动权益基金食品饮料重仓比例回落至 4.1%



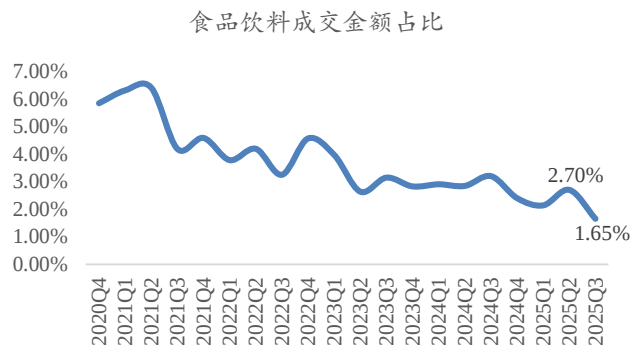
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025Q3 食品饮料板块上涨 3.7%，排名 27/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

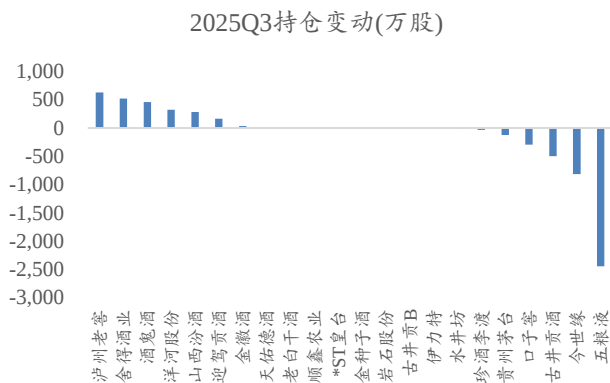
图4：2025Q3 食品饮料成交金额占比环比回落至 1.65%



数据来源：Wind、开源证券研究所

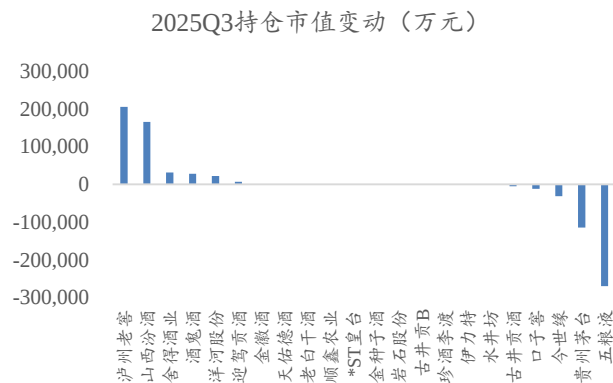
白酒：主动权益基金重仓白酒比例环比回落，全市场基金重仓白酒比例环比下降，报表业绩优先出清的酒企更易获得青睐。我们从主动权益基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2025Q2 的 4.0%回落至 2025Q3 的 3.2%水平，环比回落 0.8pct，基金对于白酒公司有减有增。2025Q3 扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为 1.8%，较 2025Q2 回落 0.4pct。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由 2025Q2 的 6.8%回落到 2025Q3 的 5.5%。这反映出主动权益与被动基金均在减配白酒。从主动权益基金三季度重仓白酒的持股数量来看，五粮液、今世缘、古井贡酒、口子窖、贵州茅台、珍酒李渡、水井坊和伊力特被基金减持（持仓变动股份数为负）；而泸州老窖、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、山西汾酒、迎驾贡酒等酒企被基金增持。从持仓市值（金额）变化情况来看，仍然是五粮液、今世缘、古井贡酒、口子窖、贵州茅台、珍酒李渡、水井坊和伊力特等基金持仓市值是负向变动，而泸州老窖、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、山西汾酒、迎驾贡酒酒企基金持仓市值环比二季度增加较多。这反映出白酒内部产生分化，报表业绩已处于出清节奏的泸州老窖、舍得酒业、酒鬼酒等公司更易获得市场青睐。

图5：2025Q3 基金对于白酒公司持仓数量有增有减



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025Q3 报表业绩优先出清的酒企更易获得青睐



数据来源：Wind、开源证券研究所

非白酒配置比例环比有所回落。观察主动权益基金持仓，2025Q3 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.68pct 至 0.96%水平，除调味品与保健品外，其他子行业均被基金减持。

啤酒配置比例回落 0.17pct 至 0.11%水平。主要是燕京啤酒和青岛啤酒减持较多，

当前进入啤酒销售淡季，我们判断低基数背景下，2026 年啤酒销量应有回暖，2026 年可以适当关注啤酒板块。

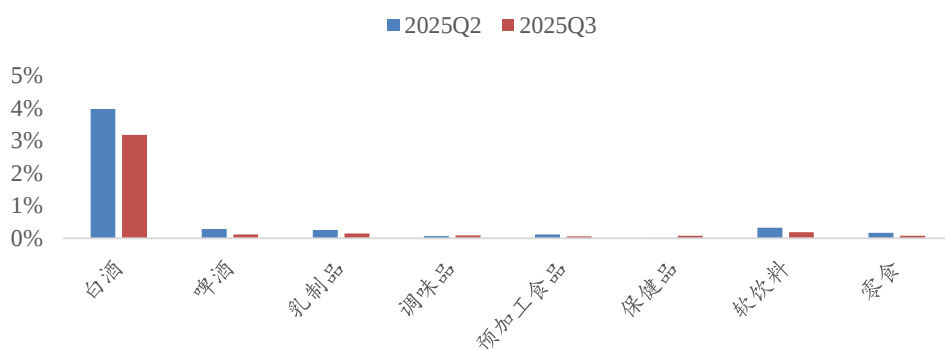
乳制品配置比例回落 0.11pct 至 0.14%，主要是伊利股份、妙可蓝多等被基金减持较多，但蒙牛乳业、优然牧业等有被基金减增持。

调味品配置比例回升 0.01pct 至 0.08%，主要是中炬高新、天味食品等被基金增持。

软饮料配置比例回落 0.14pct 至 0.19%，主因软饮料公司中东鹏饮料被基金减持。

零食配置比例回落 0.09pct 至 0.07%，其中盐津铺子、劲仔食品、有友食品、洽洽食品被基金减持。

图7：2025Q3 白酒与大众品重仓比例均有回落

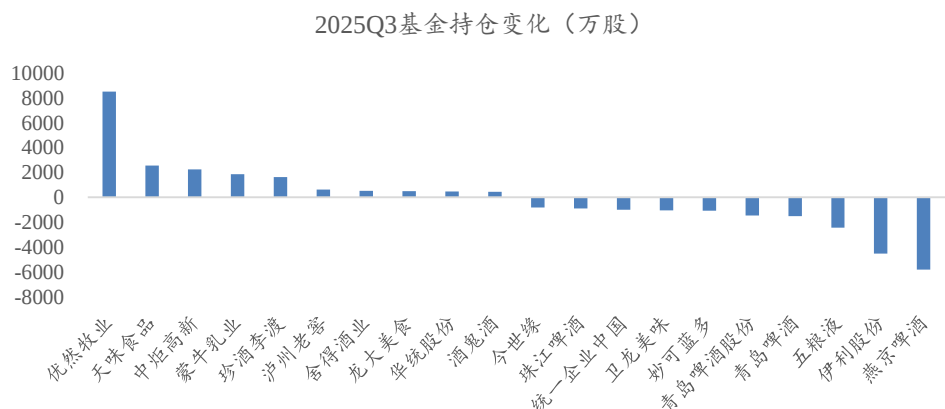


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、基金持仓股份数量回落，基金持股食品饮料总体减仓

从主动权益基金持仓食品饮料的股份数量来看，食品饮料 2025Q3 相比 2025Q2 整体的持仓减少，基金三季度普遍减配食品饮料公司。从三季报基金持仓食品饮料的股份数量变动情况来看，优然牧业、天味食品、中炬高新持仓股份数量正向变化较多；而燕京啤酒、伊利股份、五粮液等基金持仓股份数量下滑较多。

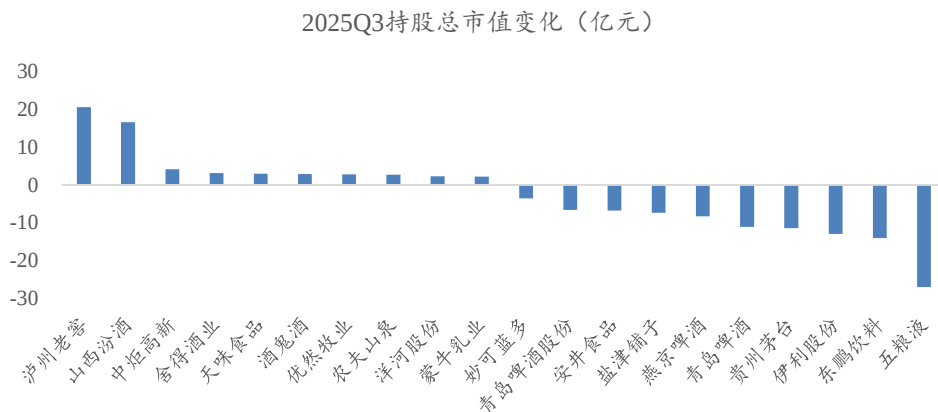
图8：2025Q3 食品饮料中优然牧业、天味食品、中炬高新等基金持股数量增加较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

从主动权益基金持股市值来看：食品饮料 2025Q3 持仓市值增加较多的，以基本具备边际改善变化的公司为主，包括泸州老窖、山西汾酒、中炬高新、舍得酒业等；基金持仓市值减少较多的包括五粮液、东鹏饮料、伊利股份、贵州茅台等。多数公司基金持仓股份数量与基金持股市值的变化趋势相同，表明基金持股较为集中，且加减仓的偏好也基本一致。

图9：2025Q3 食品饮料中泸州老窖、山西汾酒、中炬高新等基金持仓市值增加较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：低位布局白酒板块，兼顾成长型新消费标的

短期来看，白酒需求基本接近底部位置。商务需求持续承压；政务消费在二季度达到谷底，9月开始禁酒令影响边际放松，终端消费需求略有好转；大众消费持续保持韧性，婚宴、生日、日常聚会下降幅度相对较小。当前行业负面信息基本已被市场消化，短期基本面触底，但中长期行业趋势仍需观察宏观经济走势，目前看后续复苏斜率可能更加平缓。总结行业需求现状：同比仍承压，环比有改善。从行业秩序上看，当下趋势符合周期规律，越来越多的酒企降低回款要求，经销商和终端也优化和退出也比较有序，预计不会超预期的恶化。后续外部影响因素在于三公政策执行力度与经济环境压力，产业内部重要观察项目在于茅台批价的变化。我们预计三季度白酒需求下降幅度环比二季度有所收窄，但考虑到部分酒企进一步主动降低回款要求，三季度酒企报表下降幅度环比二季度可能扩大。我们判断白酒板块三季度迎来业绩和估值双底。当下考虑板块估值相对低位，筹码结构稳定，建议适当布局白酒板块。两维度思路选投：一是经营相对较为稳定的贵州茅台、山西汾酒，二是前期报表出清较多，积极进行市场改革的舍得酒业等，受益标的包括珍酒李渡。

大众品中饮料与零食板块表现较好，核心逻辑在于其贴近日常刚性消费的属性，对外部环境波动的抗风险能力更强。相较于白酒依赖的商务、高端礼赠等弹性场景，大众品多服务于日常饮食、即时补充等基础需求，即便消费场景受到影响，但核心需求依然稳固。从品类分化逻辑来看，饮料板块的稳健表现源于需求刚性与头部企业的策略聚焦。饮品即是日常刚需品类，同时功能型饮品（如电解质水、无糖茶等）精准匹配了户外活动以及健康概念等需求，同时龙头企业通过聚焦核心品类、深化市场渗透等措施，维持了板块增长韧性。休闲零食板块的增长逻辑则是享受渠道与品类红利。渠道端，零食量贩、兴趣电商、会员超市、即时零售等渠道等因更贴近消费者日常采购与即时下单需求，增速显著优于其他渠道，头部企业则通过聚焦核

心单品，进一步巩固了市场份额，支撑板块整体增长。我们建议从成长性角度按照新渠道、新品类、新市场等思路布局，重点关注卫龙美味、西麦食品、盐津铺子等。

表1：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	买入	1431.9	76.10	84.27	91.07	18.8	17.0	15.7
五粮液	买入	118.8	8.46	8.99	9.62	14.0	13.2	12.4
泸州老窖	买入	129.9	9.47	9.84	10.35	13.7	13.2	12.5
山西汾酒	买入	186.6	11.03	12.03	13.04	16.9	15.5	14.3
口子窖	增持	32.3	1.64	1.84	2.02	19.7	17.5	16.0
古井贡酒	增持	150.5	11.14	12.49	13.97	13.5	12.0	10.8
金徽酒	增持	19.6	0.80	0.91	1.06	24.5	21.5	18.5
伊利股份	买入	27.2	1.70	1.83	1.95	16.0	14.9	13.9
新乳业	增持	16.6	0.78	0.92	1.04	21.3	18.0	16.0
双汇发展	增持	25.4	1.51	1.59	1.68	16.8	16.0	15.1
中炬高新	增持	18.1	1.18	1.26	1.43	15.3	14.3	12.6
涪陵榨菜	增持	13.1	0.72	0.78	0.84	18.1	16.7	15.5
海天味业	买入	38.4	1.24	1.41	1.55	31.0	27.3	24.8
西麦食品	增持	21.8	0.77	0.99	1.18	28.3	22.0	18.5
嘉必优	买入	24.1	1.14	1.37	1.64	21.1	17.6	14.7
绝味食品	增持	13.5	1.04	1.11	1.19	13.0	12.2	11.4
煌上煌	增持	12.3	0.14	0.19	0.22	87.6	64.5	55.7
广州酒家	增持	16.0	1.00	1.12	1.22	16.0	14.3	13.1
甘源食品	买入	55.8	2.65	3.23	4.38	21.1	17.3	12.7
劲仔食品	增持	11.8	0.72	0.89	1.13	16.4	13.3	10.5
天味食品	增持	11.4	0.65	0.73	0.82	17.5	15.6	13.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 10 月 29 日，盈利预测均采用开源证券研究所预测值）

4、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn