

食品饮料

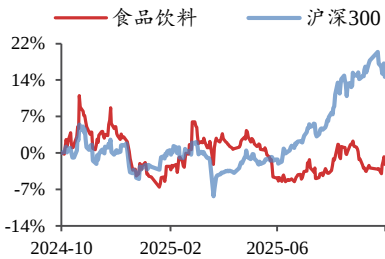
2025 年 10 月 18 日

白酒筑底，加强布局

——行业周报

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

《白酒动销承压分化，饮料零食凸显韧性——行业周报》-2025.10.12

《白酒临近底部，大众品聚焦产业红利——行业周报》-2025.9.28

《社零降速，食饮分化——行业周报》-2025.9.21

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张思敏（分析师）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790525080001

● 核心观点：业绩估值双底到来，建议底部周期加强布局

10 月 13 日-10 月 17 日，食品饮料指数涨幅为 0.9%，一级子行业排名第 3，跑赢沪深 300 约 3.1pct，子行业中其他酒类(+3.6%)、保健品(+2.1%)、白酒(+1.8%)表现相对领先。本周受到国际贸易冲突影响，市场风格切换，食品饮料防御属性凸显，指数跑赢大盘。本周 2025 年秋季糖酒会在南京召开，从参会人流上来看，整体参会人数不多，名酒展台也较少，基调仍是以平淡为主。产业交流与双节调研基本一致，市场预期暂无大调整。我们认为短期来看，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，经销商和终端的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。

● 推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、卫龙美味、百润股份

(1) 贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。

(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。(4) 卫龙美味：随着新品铺市，面制品下滑情况将得到缓解，同时魔芋单品持续高速增长，基本盘稳定。豆制品可能打开第三增长曲线，以及海外市场具备较大空间。(5) 百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：业绩估值双底到来，建议底部周期加强布局.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落	4
4、酒业数据新闻：茅台 1935 酒 9 月份动销同比显著增长.....	7
5、备忘录：关注 10 月 22 日万辰集团发布三季度报告.....	7
6、风险提示	9

图表目录

图 1：食品饮料涨幅 0.9%，排名 3/28	4
图 2：其他酒类、保健品、白酒表现相对领先.....	4
图 3：会稽山、妙可蓝多、桂发祥涨幅领先.....	4
图 4：金字火腿、养元饮品、庄园牧场跌幅居前.....	4
图 5：2025 年 10 月 7 日全脂奶粉中标价同比+4.0%.....	4
图 6：2025 年 10 月 9 日生鲜乳价格同比-2.9%.....	4
图 7：2025 年 10 月 18 日猪肉价格同比-26.9%.....	5
图 8：2025 年 6 月生猪存栏数量同比+2.2%.....	5
图 9：2025 年 8 月能繁母猪数量同比持平.....	5
图 10：2025 年 10 月 11 日白条鸡价格同比-0.9%.....	5
图 11：2025 年 9 月进口大麦价格同比+3.6%.....	6
图 12：2025 年 9 月进口大麦数量同比+30.9%.....	6
图 13：2025 年 10 月 17 日大豆现货价同比-4.3%.....	6
图 14：2025 年 10 月 9 日豆粕平均价同比-3.5%.....	6
图 15：2025 年 10 月 17 日柳糖价格同比-11.4%.....	6
图 16：2025 年 10 月 10 日白砂糖零售价同比持平.....	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注 10 月 22 日万辰集团发布三季度报告.....	7
表 2：关注 10 月 12 日发布的行业周报	8
表 3：重点公司盈利预测及估值	8

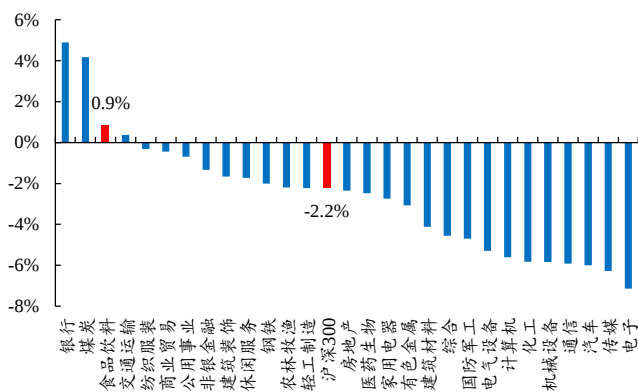
1、每周观点：业绩估值双底到来，建议底部周期加强布局

10月13日-10月17日，食品饮料指数涨幅为0.9%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约3.1pct，子行业中其他酒类(+3.6%)、保健品(+2.1%)、白酒(+1.8%)表现相对领先。个股方面，会稽山、妙可蓝多、桂发祥涨幅领先；金字火腿、养元饮品、庄园牧场跌幅居前。本周受到国际贸易冲突影响，市场风格切换，食品饮料防御属性凸显，指数跑赢大盘。本周2025年秋季糖酒会在南京召开，从参会人流上来看，整体参会人数不多，名酒展台也较少，基调仍是以平淡为主。产业交流与双节调研基本一致，市场预期暂无大调整。我们认为短期来看，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，经销商和终端的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。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

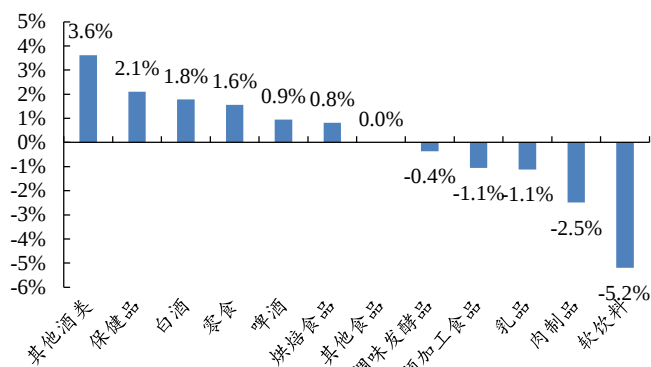
10月13日-10月17日，食品饮料指数涨幅为0.9%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约3.1pct，子行业中其他酒类(+3.6%)、保健品(+2.1%)、白酒(+1.8%)表现相对领先。个股方面，会稽山、妙可蓝多、桂发祥涨幅领先；金字火腿、养元饮品、庄园牧场跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅0.9%，排名3/28



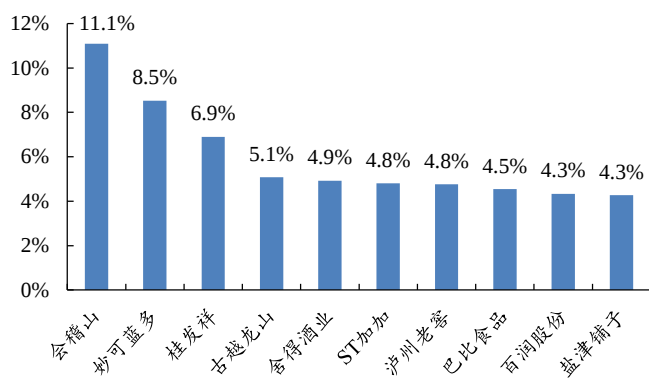
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：其他酒类、保健品、白酒表现相对领先



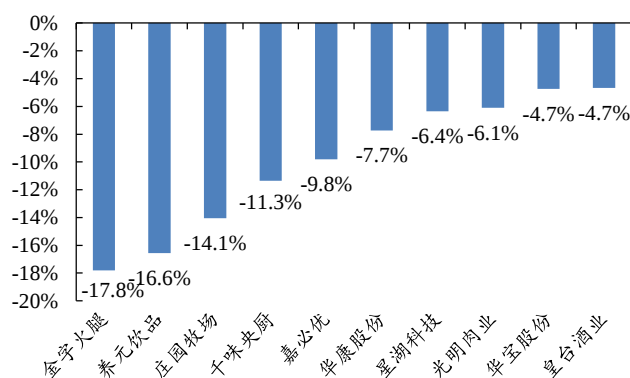
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：会稽山、妙可蓝多、桂发祥涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：金字火腿、养元饮品、庄园牧场跌幅居前

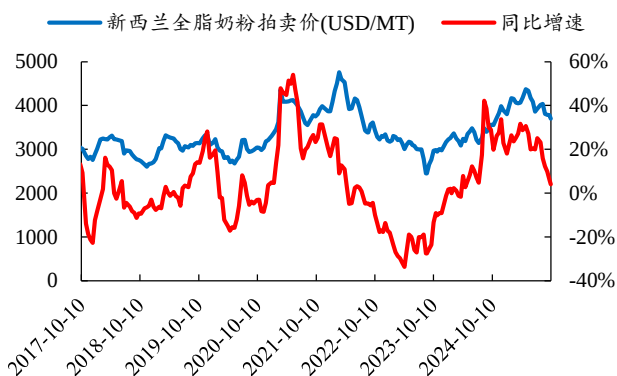


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

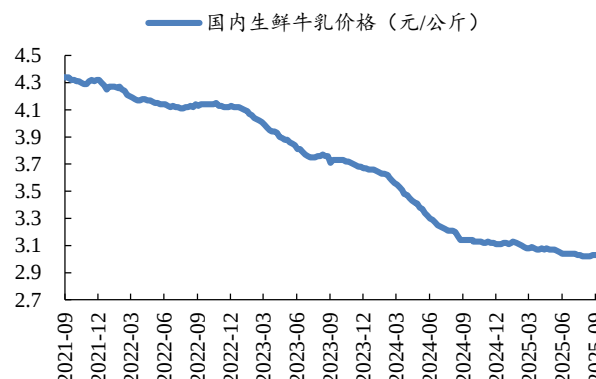
10月7日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3696 美元/吨，环比-2.1%，同比+4.0%，奶价同比上升。10月9日，国内生鲜乳价格 3.0 元/公斤，环比持平，同比-2.9%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025 年 10 月 7 日全脂奶粉中标价同比+4.0%



数据来源：GDT、开源证券研究所

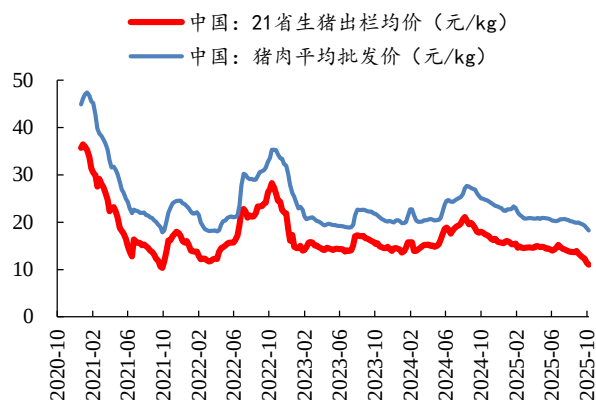
图6：2025 年 10 月 9 日生鲜乳价格同比-2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

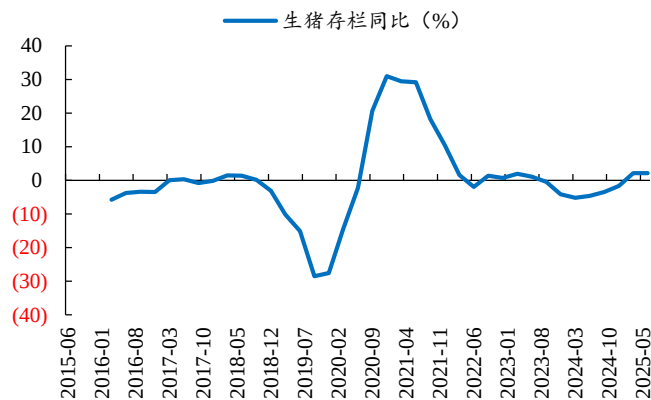
10月18日，生猪出栏价格11.0元/公斤，同比-38.1%，环比-3.6%；猪肉价格18.2元/公斤，同比-26.9%，环比-2.7%。2025年8月，能繁母猪存栏4038.0万头，同比持平，环比-0.1%。2025年6月生猪存栏同比+2.2%。2025年10月11日，白条鸡价格17.7元/公斤，同比-0.9%，环比+1.4%。

图7：2025年10月18日猪肉价格同比-26.9%



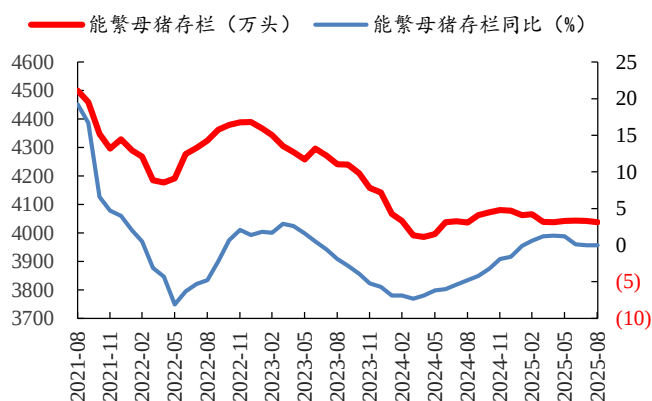
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025年6月生猪存栏数量同比+2.2%



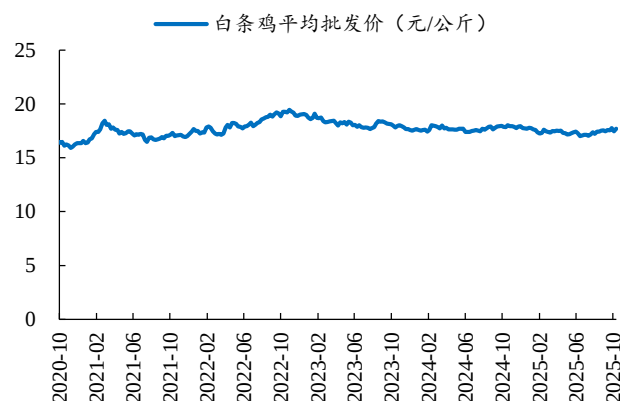
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025年8月能繁母猪数量同比持平



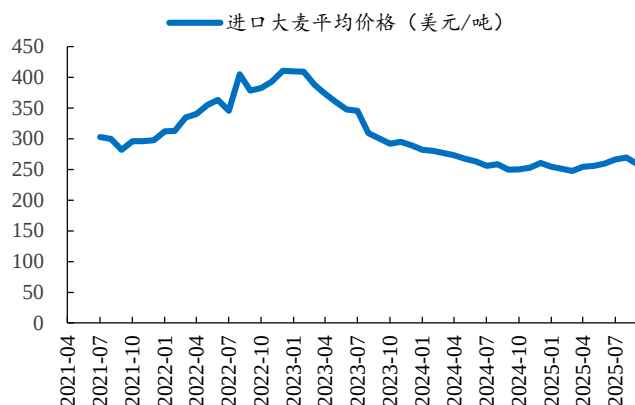
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025年10月11日白条鸡价格同比-0.9%

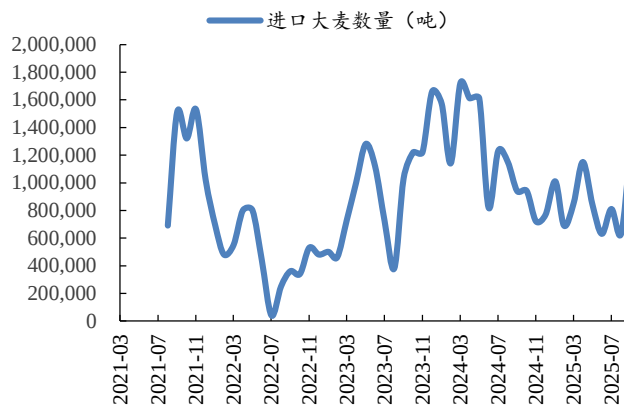


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年9月，进口大麦价格258.8美元/吨，同比+3.6%。2025年9月进口大麦数量123.0万吨，同比+30.9%，进口大麦数量和平均价格有所上升。

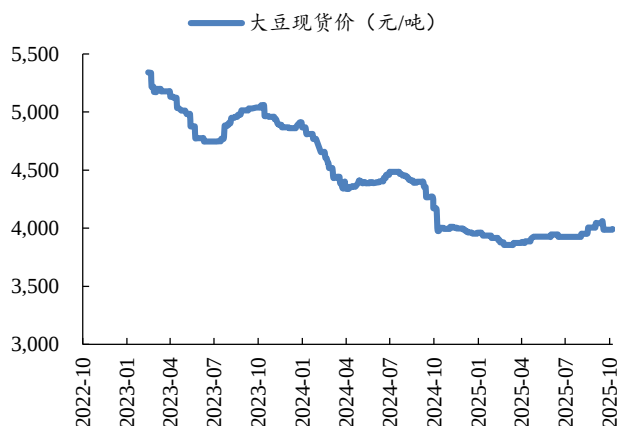
图11：2025年9月进口大麦价格同比+3.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

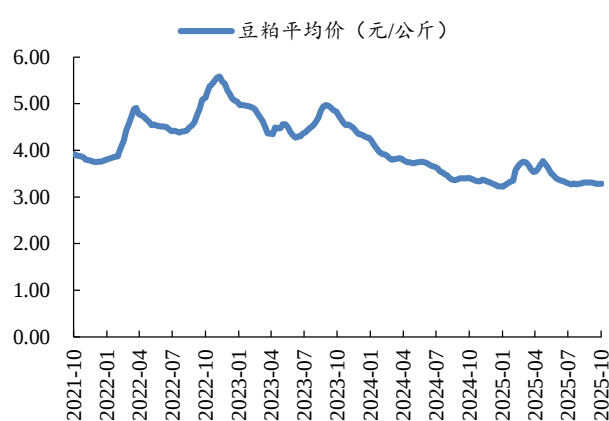
图12：2025年9月进口大麦数量同比+30.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

10月17日，大豆现货价 3993.2 元/吨，同比-4.3%。10月9日，豆粕平均价格 3.3 元/公斤，同比-3.5%。

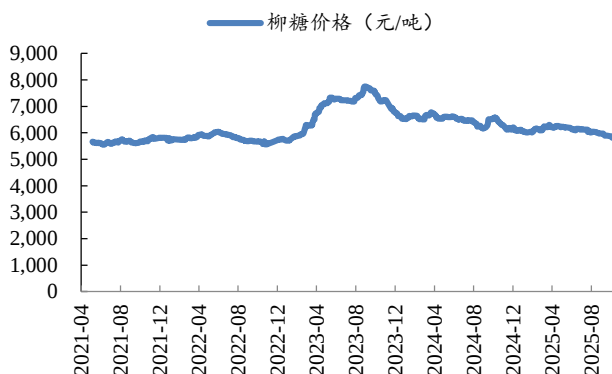
图13：2025年10月17日大豆现货价同比-4.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

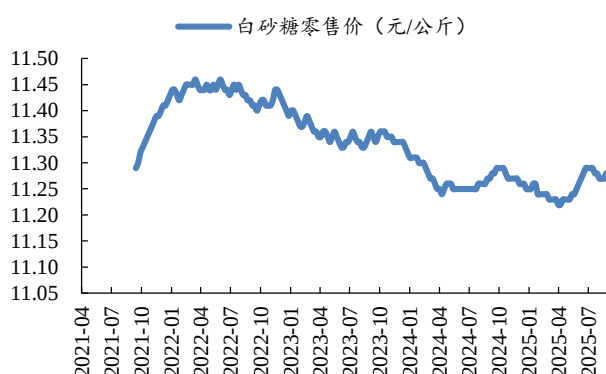
图14：2025年10月9日豆粕平均价同比-3.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

10月17日，柳糖价格 5810.0 元/吨，同比-11.4%；10月10日，白砂糖零售价格 11.3 元/公斤，同比持平。

图15：2025年10月17日柳糖价格同比-11.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年10月10日白砂糖零售价同比持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：茅台 1935 酒 9 月份动销同比显著增长

10 月 13 日，珍酒李渡集团有限公司发布最新公告，宣布首席执行官职位变动。根据公告内容，颜涛离任首席执行官，继续任职执行董事兼董事会副主席，后续辅助董事会主席吴向东相关工作并负责湘窖业务运营及发展。同时，汤向阳获委任为首席执行官，负责集团整体管理及旗下子公司珍酒、李渡的业务运营与发展。汤向阳 57 岁，1989 年加入集团，在酒业生产、管理等多领域经验丰富，还拥有中国酒业大国工匠等多项权威专业资格（来源于酒业家）。

10 月 15 日，茅台集团党委副书记、总经理，茅台酒股份公司党委副书记、代总经理王莉在山东青岛主持召开茅台酱香系列酒营销座谈会，听取市场一线声音，分析总结当前市场形势。王莉指出，根据各方反馈，茅台酱香酒以自身卓越的品质为基础，6 至 8 月市场保持基本稳定，9 月各产品终端动销环比都有明显回升。特别是茅台 1935 酒，终端动销同比有显著增长，渠道存销比已回复到健康水平，充分印证了产品的市场韧性，彰显了产品的市场力、品牌力（来源于微酒）。

近日，据泸州白酒价格指数办公室消息，全国白酒价格调查资料显示，10 月上旬全国白酒环比价格总指数为 100.02，上涨 0.02%。从分类指数看，名酒环比价格指数为 100.05，上涨 0.05%；地方酒环比价格指数为 99.95，下跌 0.05%；基酒环比价格指数为 100.00，保持稳定。从定基指数看，10 月上旬全国白酒商品批发价格定基总指数为 107.61，上涨 7.61%。其中，名酒定基价格指数为 109.39，上涨 9.39%；地方酒定基价格指数为 103.29，上涨 3.29%；基酒定基价格指数为 109.82，上涨 9.82%（来源酒说）。

5、备忘录：关注 10 月 22 日万辰集团发布三季度报告

下周（10 月 20 日-10 月 26 日）将有 25 家公司发布三季度报告，1 家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注 10 月 22 日万辰集团发布三季度报告

日期	公司	业绩披露	股东会
2025/10/20	惠泉啤酒	三季度报告	
2025/10/21	燕京啤酒	三季度报告	
2025/10/21	佳隆股份		广东省普宁市（14：30）
2025/10/21	煌上煌	三季度报告	
2025/10/21	*ST 春天	三季度报告	
2025/10/22	万辰集团	三季度报告	
2025/10/23	承德露露	三季度报告	
2025/10/23	仲景食品	三季度报告	
2025/10/24	珠江啤酒	三季度报告	
2025/10/24	洽洽食品	三季度报告	
2025/10/24	劲仔食品	三季度报告	
2025/10/24	天润乳业	三季度报告	
2025/10/25	西王食品	三季度报告	
2025/10/25	张裕	三季度报告	
2025/10/25	青岛食品	三季度报告	
2025/10/25	涪陵榨菜	三季度报告	

日期	公司	业绩披露	股东会
2025/10/25	金达威	三季度报告	
2025/10/25	中炬高新	三季度报告	
2025/10/25	紫燕食品	三季度报告	
2025/10/25	养元饮品	三季度报告	
2025/10/25	安记食品	三季度报告	
2025/10/25	元祖股份	三季度报告	
2025/10/25	金徽酒	三季度报告	
2025/10/25	东鹏饮料	三季度报告	
2025/10/25	朱老六	三季度报告	
2025/10/25	盖世食品	三季度报告	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 10 月 12 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业策略	中报综述：传统消费微光渐明，新消费繁花正盛	9 月 4 日
行业周报	白酒筑底，新消费领航	9 月 7 日
行业周报	白酒底部等待回暖，西麦食养赛道可期	9 月 14 日
公司首覆	IFBH：椰水领航拓蓝海，泰国产业筑壁垒	9 月 17 日
行业点评	8 月社零增速环比放缓，消费动能仍待提振	9 月 17 日
行业周报	社零降速，餐饮分化	9 月 21 日
行业周报	白酒临近底部，大众品聚焦产业红利	9 月 28 日
行业周报	白酒动销承压分化，饮料零食凸显韧性	10 月 12 日

资料来源：Wind、开源证券研究所

表3：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	买入	1455.0	76.10	84.27	91.07	19.1	17.3	16.0
五粮液	买入	121.1	8.46	8.99	9.62	14.3	13.5	12.6
泸州老窖	买入	135.0	9.47	9.84	10.35	14.3	13.7	13.0
山西汾酒	买入	195.9	11.03	12.03	13.04	17.8	16.3	15.0
口子窖	增持	32.8	1.64	1.84	2.02	20.0	17.8	16.3
古井贡酒	增持	155.8	11.14	12.49	13.97	14.0	12.5	11.2
金徽酒	增持	20.3	0.80	0.91	1.06	25.4	22.3	19.2
伊利股份	买入	27.4	1.71	1.84	1.96	16.0	14.9	14.0
新乳业	增持	17.9	0.78	0.92	1.04	22.9	19.4	17.2
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	18.4	0.90	1.03	1.13	20.4	17.9	16.3
涪陵榨菜	增持	12.9	0.72	0.78	0.84	17.8	16.5	15.3
海天味业	买入	39.1	1.24	1.41	1.55	31.5	27.7	25.2
西麦食品	增持	19.2	0.77	0.99	1.18	25.0	19.4	16.3

嘉必优	买入	23.8	1.14	1.37	1.64	20.9	17.4	14.5
绝味食品	增持	13.5	1.04	1.11	1.19	13.0	12.2	11.3
煌上煌	增持	12.5	0.14	0.19	0.22	89.4	65.9	56.9
广州酒家	增持	16.1	1.00	1.12	1.22	16.1	14.3	13.1
甘源食品	买入	53.8	2.65	3.23	4.38	20.3	16.7	12.3
劲仔食品	增持	12.0	0.72	0.89	1.13	16.7	13.5	10.6
天味食品	增持	11.5	0.65	0.73	0.82	17.8	15.8	14.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 10 月 17 日，盈利预测均采用开源证券预测值）

6、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