



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）
liuchenchuan@gjzq.com.cn

分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）
chenyujun@gjzq.com.cn

白酒双节动销符合预期，关注 25Q3 业绩窗口期兑现情况

投资建议

白酒：本周中秋&国庆旺销期收官，整体动销反馈符合预期、同比下滑约 20%，同期主要流通单品的价盘保持相对平稳。具体而言：1) 分场景：宴席反馈不错，场次维度同比正增，但考虑桌数&桌均用酒量有所回落、整体宴席动销仍有小个位数下滑；聚饮需求反馈分化，泛政商务需求反馈相对较弱。2) 分产品：与分场景反馈相似、宴席型产品反馈不错，价盘会落后性价比突显的单品反馈不错，此外大众价位产品动销反馈整体相对占优。3) 分区域：河南区域因低基数&饮酒氛围恢复不错反馈相对占优，其余区域动销分化不大，各区域动销主要拖累项均以泛政商务需求为主。4) 旺销期行业发展特征：a. 渠道端去库反馈尚不明显，但终端去库反馈较为明显；b. 线上新兴渠道对线下传统渠道分流趋势愈加明显，尤其是新增即时零售、自媒体等新兴渠道后消费者选择更多元；c. 酒企对渠道端费投普遍从紧，仅部分品牌加大对消费端红包、赠酒等费投；d. 考虑到由旺转淡&双十一窗口期临近&次年春节相对较晚，渠道对短期行业价盘预期相对谨慎、预计价盘会有小幅回落。

我们建议重视白酒板块的左侧配置契机，虽白酒板块估值整体底部有所修复，但主要受益于流动性改善，而非基于基本面改善的配置比重修复，且近期板块情绪再有回落。考虑到此轮周期的动销底逐步探明，表现业绩压力正加速释放，海外降息预期提升、旺季动销反馈环比持续改善、当下正值自上而下政策窗口期，我们看好白酒板块的配置价值。

配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企（如珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等）。

啤酒：啤酒的需求场景偏大众化、目前餐饮等现饮需求仍在稳步修复中，啤酒酒企也在加码非即饮渠道布局、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注。

黄酒：行业前期有提价催化，头部品牌的趋同性提价也意味着酒企拉力有望形成合力、竞争格局趋缓，当前逐步临近旺季、边际催化仍可期；中期产业趋势变化、以及新品年轻化培育等值得关注。

休闲零食：三季度逐步开启旺季，受益于下游渠道扩张、开学季及双节备货催化，板块整体延续高景气。下游新渠道如零食量贩门店 9 月仍保持较快的开店速度，且单店同比降幅收窄。产品端，各大厂商重视魔芋品类发展红利，针对形态和口味进行差异化研发，持续推陈出新，网点铺货率、消费者复购率二者提升带来收入高增长。我们持续看好零食量贩开店空间及魔芋品类红利，推荐万辰集团、盐津铺子、卫龙美味，建议关注劲仔食品新渠道合作节奏。

软饮料：旺季渐近尾声，持续呈现结构性增长，行业景气度拐点向上。高景气细分赛道龙头保持稳健增长，且通过布局第二曲线高基数下增速仍具备亮点。当前我们仍看好高景气细分赛道龙头，叠加自身渠道管理优势、品类扩张潜力有望维持业绩高增长，推荐东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份。

调味品：餐饮需求依旧平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。结合基本面来看，餐饮链修复具备一定的滞后性，当下我们看好需求相对稳健&竞争优势强劲可支撑业绩增长，同时亦有提利润率&拔估值空间的个股。持续推荐外部开发新客户求增量&内部推进降本增效的龙头海天味业，海外市占率持续提升&糖蜜成本有望下行的安琪酵母。

风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



内容目录

一、周专题：白酒双节动销符合预期，关注 25Q3 业绩窗口期兑现情况.....	3
二、行情回顾.....	4
三、食品饮料行业数据更新.....	6
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总.....	7
五、风险提示.....	7

图表目录

图表 1：周度行情.....	4
图表 2：周度申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3：周度食品饮料子板块涨跌幅.....	5
图表 4：申万食品饮料指数行情.....	5
图表 5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10.....	5
图表 6：非标茅台批价走势（元/瓶）.....	5
图表 7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	6
图表 8：高端酒批价走势（元/瓶）.....	6
图表 9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	6
图表 10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	6
图表 11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 12：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	7
图表 13：近期上市公司重要事项.....	7



一、周专题：白酒双节动销符合预期，关注 25Q3 业绩窗口期兑现情况

● 酒类板块

本周中秋&国庆旺销期收官，整体动销反馈符合预期、同比下滑约 20%，同期主要流通单品的价盘保持相对平稳。具体而言：

- 1) 分场景：宴席反馈不错，场次维度同比正增，但考虑桌数&桌均用酒量有所回落、整体宴席动销仍有小个位数下滑；聚饮需求反馈分化，泛政商务需求反馈相对较弱。
- 2) 分产品：与分场景反馈相似、宴席型产品反馈不错（如红花郎、五粮液 1618、五粮春及区域酒相关产品），价盘会落后性价比突显的单品反馈不错（如茅台 1935，普五等），此外大众价位产品动销反馈整体相对占优。
- 3) 分区域：河南区域因低基数&饮酒氛围恢复不错反馈相对占优，其余区域动销分化不大，各区域动销主要拖累项均以泛政商务需求为主。
- 4) 旺销期行业发展特征：a. 渠道端去库反馈尚不明显，但终端去库反馈较为明显；b. 线上新兴渠道对线下传统渠道分流趋势愈加明显，尤其是新增即时零售、自媒体等新兴渠道后消费者选择更多元；c. 酒企对渠道端费投普遍从紧，仅部分品牌加大对消费端红包、赠酒等费投；d. 考虑到由旺转淡&双十一窗口期临近&次年春节相对较晚，渠道对短期行业价盘预期相对谨慎、预计价盘会有小幅回落。

中秋&国庆动销跌幅环比有所收窄，我们预计该趋势仍将延续，主要系动销基数逐步走低，且泛商务需求在消费场景约束趋缓后环比改善概率较强，因此我们维持白酒行业景气度“下行趋缓”，白酒行业动销最为承压的时刻已经过去。伴随“反内卷”持续推进&各地促消费政策持续落地，预计中期维度企业端&居民端消费情绪也将持续改善，届时白酒行业景气度有望企稳回升。

整体而言，我们建议重视白酒板块的左侧配置契机，虽白酒板块估值整体较 6 月下旬底部有所修复，但主要受益于流动性改善，而非基于基本面改善的配置比重修复，且近期板块情绪再有回落。考虑到此轮周期的动销底逐步探明，表现业绩压力正加速释放，海外降息预期提升、旺季动销反馈环比持续改善、当下正值自上而下政策窗口期，我们看好白酒板块的配置价值。

配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企（如珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等）。

此外，亦建议关注啤酒&黄酒赛道的配置契机：

- 1) 我们维持啤酒行业景气度底部企稳的判断，啤酒的需求场景偏大众化、目前餐饮等现饮需求仍在稳步修复中，啤酒酒企也在加码非即饮渠道布局、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注，餐饮端景气度改善有望抬升板块整体估值水平。
- 2) 黄酒行业前期有提价催化，头部品牌的趋同性提价也意味着酒企拉力有望形成合力、竞争格局趋缓，临近旺季、边际催化仍可期。目前行业大单品化趋势逐步成型、高端化培育也已经成为头部品牌的品牌力塑造共识，黄酒头部酒企普遍加大对于营销能力的关注，对黄酒品类进行市场化推广，中期产业趋势变化，以及新品年轻化培育等值得关注。

● 大众品

休闲零食：三季度逐步开启旺季，受益于下游渠道扩张、开学季及双节备货催化，板块整体延续高景气。下游新渠道如零食量贩门店 9 月仍保持较快的开店速度，且单店同比降幅收窄。产品端，各大厂商重视魔芋品类发展红利，针对形态和口味进行差异化研发，持续推陈出新，网点铺货率、消费者复购率二者提升带来收入高增长。礼盒装方面，中秋国庆备货（对应 9 月需求）环比改善，但经销商较往年备货较为谨慎，增速有所回落。我们持续看好零食量贩开店空间及魔芋品类红利，推荐万辰集团、盐津铺子、卫龙美味，建议关注劲仔食品新渠道合作节奏。

软饮料：旺季渐近尾声，持续呈现结构性增长，行业景气度拐点向上。高景气细分赛道（能量饮料、无糖茶、椰子水等）龙头保持稳健增长，且通过布局第二曲线高基数下增速仍具备亮点。但板块内部仍有分化，传统品类（含糖茶、果汁、奶茶等）受闪购补贴分流、健康饮品替代等原因需求有所承压。当前我们仍看好高景气细分赛道龙头，叠加自身渠道管理优势、品类扩张潜力有望维持业绩高增长，推荐东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股



份。

调味品：餐饮需求依旧平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。近期国家出台《关于扩大服务消费的若干政策措施》，考虑到目前餐饮链估值处于低位&需求有望改善，板块关注度提升。结合基本面来看，餐饮链修复具备一定的滞后性，当下我们看好需求相对稳健&竞争优势强劲可支撑业绩增长，同时亦有提利润率&拔估值空间的个股。持续推荐外部开发新客户求增量&内部推进降本增效的龙头海天味业，以及海外市占率持续提升&糖蜜成本有望下行的安琪酵母。

二、行情回顾

本周（10.9~10.10）食品饮料（申万）指数收于 17023 点（-0.15%），沪深 300 指数收于 4617 点（-0.51%），上证综指收于 3897 点（+0.37%），深证综指收于 2506 点（-0.54%），创业板指收于 3113 点（-3.86%）。

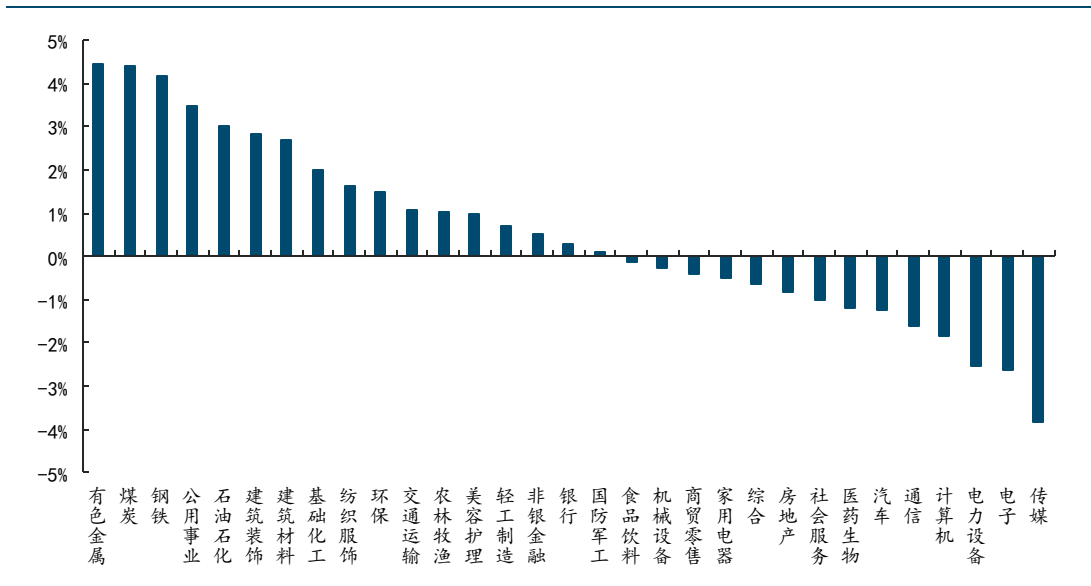
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
食品饮料	17023	-0.15%	-5.21%
沪深 300	4617	-0.51%	17.33%
上证指数	3897	0.37%	16.27%
深证综指	2506	-0.54%	28.01%
创业板指	3113	-3.86%	45.37%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为有色金属（+4.44%）、煤炭（+4.41%）、钢铁（+4.18%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

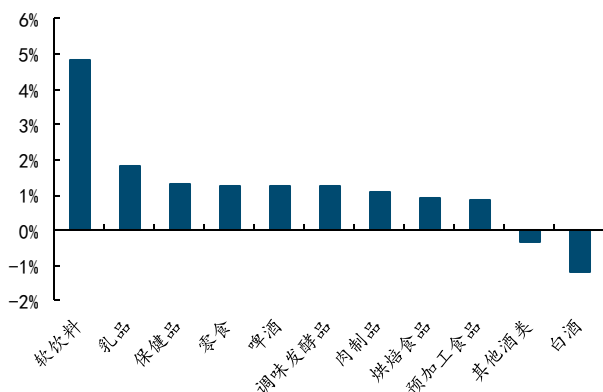


来源：Ifind，国金证券研究所

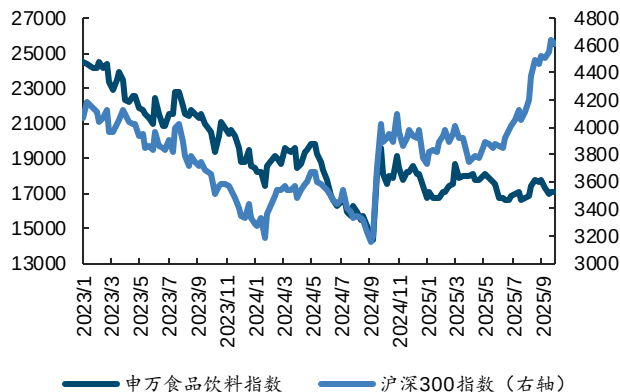
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为软饮料（+4.86%）、乳品（+1.83%）、保健品（+1.32%）。



图表3：周度食品饮料子板块涨跌幅



图表4：申万食品饮料指数行情



来源：Ifind，国金证券研究所

来源：Ifind，国金证券研究所

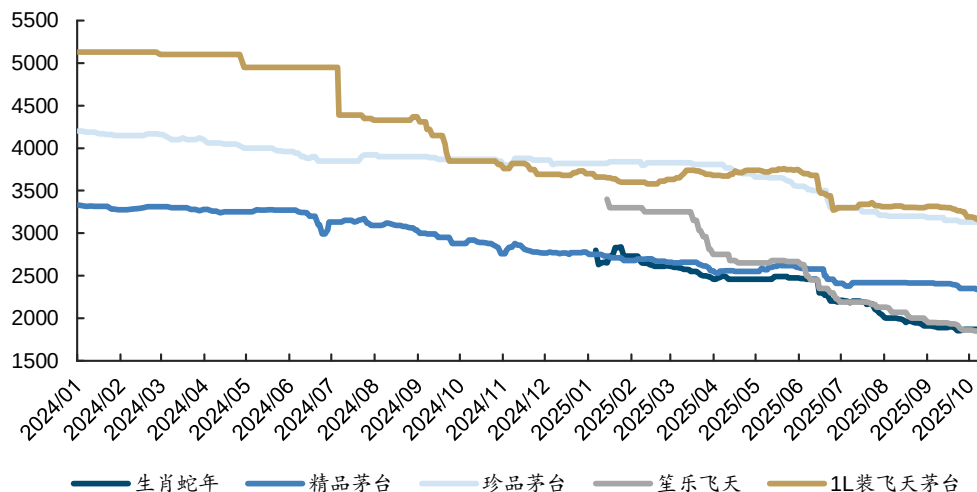
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：庄园牧场（+21.07%）、养元饮品（+16.80%）、光明肉业（+6.48%）、有友食品（+5.27%）、麦趣尔（+4.44%）等。涨跌幅靠后的为：欢乐家（-5.88%）、日辰股份（-4.53%）、古井贡酒（-3.92%）、山西汾酒（-2.74%）、西麦食品（-2.58%）等。

图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨幅前十名	涨幅（%）	跌幅前十名	跌幅（%）
庄园牧场	21.07	欢乐家	-5.88
养元饮品	16.80	日辰股份	-4.53
光明肉业	6.48	古井贡酒	-3.92
有友食品	5.27	山西汾酒	-2.74
麦趣尔	4.44	西麦食品	-2.58
交大昂立	3.81	百合股份	-2.39
海融科技	3.71	泸州老窖	-2.31
安琪酵母	3.54	*ST 兰黄	-2.22
巴比食品	3.49	舍得酒业	-2.22
新乳业	3.46	酒鬼酒	-2.15

来源：Ifind，国金证券研究所（注：周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅）

图表6：非标茅台批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 25 年 10 月 11 日）



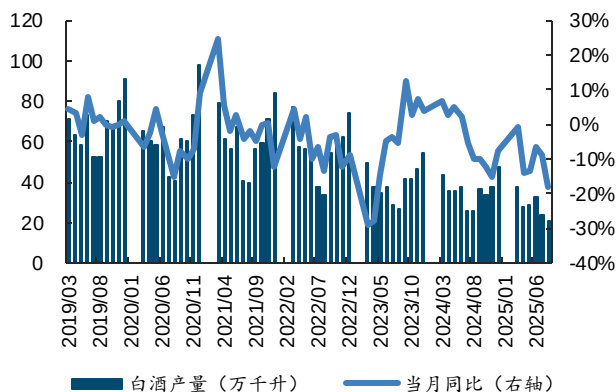
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

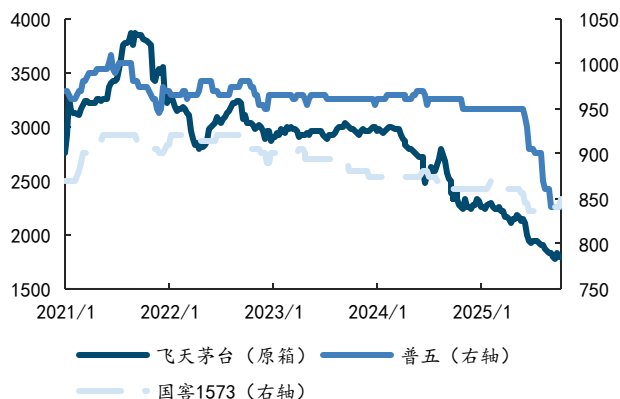
2025 年 8 月，全国白酒产量 20.7 万千升，同比-18.2%。

据今日酒价，10 月 11 日，飞天茅台整箱批价 1795 元（环周-35 元），散瓶批价 1765 元（环周-35 元），普五批价 840 元（环周持平），高度国窖 1573 批价 850 元（环周+10 元）。

图表7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表8：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 8 月）

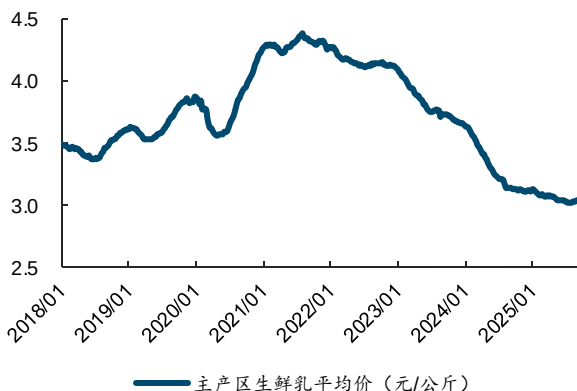
来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 10 月 11 日）

■ 乳制品板块

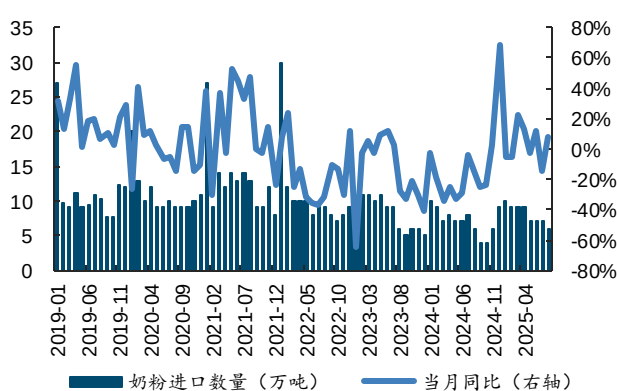
2025 年 10 月 3 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.04 元/公斤，同比-3.20%，环比持平。

2025 年 1~8 月，我国累计进口奶粉 63.0 万吨，累计同比+2.2%；累计进口金额为 49.59 亿美元，累计同比+15.7%。其中，单 8 月进口奶粉 6.0 万吨，同比+8.1%；进口金额 6.18 亿元，同比+22.9%。

图表9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



图表10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 10 月 3 日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 8 月）

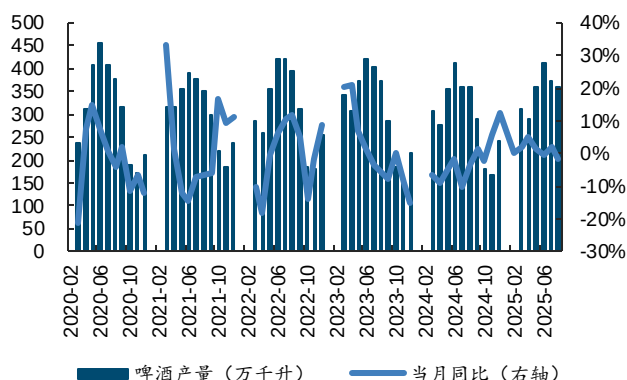
■ 啤酒板块

2025 年 8 月，我国啤酒产量为 358.3 万千升，同比-1.8%。

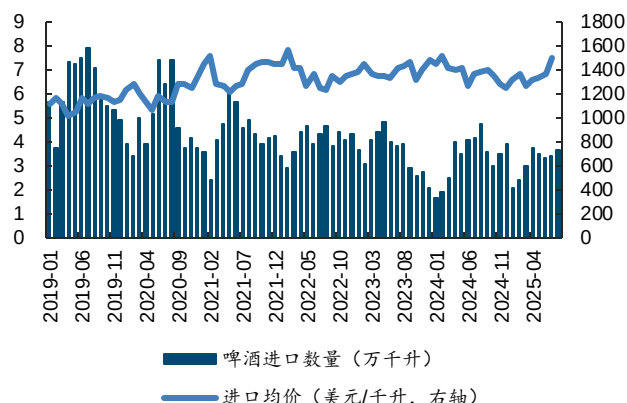
2025 年 1~8 月，我国累计进口啤酒数量为 24.93 万千升，同比-5.3%；进口金额 3.37 亿美元，同比-7.2%。其中，单 7 月进口数量 3.63 万千升，同比-22.7%；进口金额 0.50 亿美元，同比-23.0%。



图表11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）



图表12：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至25年8月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至25年8月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

10月10日，泸州白酒价格指数办公室发布消息，据全国白酒价格调查资料显示，9月全国白酒环比价格指数为99.63，下跌0.37%。其中，名酒环比价格指数为99.43，下跌0.57%；地方酒环比价格指数为99.99，下跌0.01%；基酒环比价格指数为99.68，下跌0.32%。（微酒）

从区域市场表现来看，双节白酒动销呈现出明显的地域差异性。河南、山东、江苏等传统白酒消费大省表现相对稳健，动销同比下滑15%-20%，好于全国平均水平。这些地区大众消费场景、宴席及礼赠需求支撑较强，抗风险能力相对较高。（酒业家）

■ 近期上市公司重要事项

图表13：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
10月13日	李子园	2025年第三次临时股东大会
10月14日	中信尼雅	2025年第一次临时股东大会
10月15日	好想你	2025年第二次临时股东大会
10月15日	技源集团	2025年半年度业绩说明大会
10月15日	一鸣食品	2025年半年度业绩说明大会
10月16日	皇氏集团	2025年第三次临时股东大会
10月16日	天味食品	2025年第二次临时股东大会
10月21日	佳隆股份	2025年第三次临时股东大会
10月27日	得利斯	2025年第二次临时股东大会
10月27日	麦趣尔	2025年第三次临时股东大会
10月27日	*ST兰黄	2025年第五次临时股东大会
10月28日	天润乳业	2025年第二次临时股东大会

来源：Ifind，国金证券研究所

五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究