



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

飞天茅台批价回升，推荐白酒底部配置

投资建议

白酒：本周飞天茅台、普五在内行业核心单品批价触底回升，我们认为这是酒厂积极作为渠道管控的阶段性成效显现。当流通渠道价格趋势扭转，且短期由于酒厂严加渠道监管、集中出货行为得以遏制，旺季本就不错的接货情绪促进批价持续回升。考虑到中秋&国庆旺季能将当下渠道库存得以明显去化，我们看好白酒价盘压力阶段性释放，中秋&国庆后由旺转淡价盘或有节奏性回落，对此之后价盘预计底部震荡、逐步企稳。

近期渠道反馈中线下流通渠道对于线上电商、即时零售等对线下分流趋势反馈更凸显，行业层面也有不少流通商加码新媒体做 ToC 的生意。消费情绪趋弱的背景下无论是电商百亿补贴、还是新媒体流通商批发价直发，价格优势进一步吸引了原先线下购酒为主的消费者需求，流通商做 ToC 也弥补了电商百亿补贴多为散瓶产品的缺陷、并能一定程度上给予更好的消费者服务体验。整体而言，消费端购酒渠道日趋多元化，对消费性价比的追求加速了该趋势，也会使得线下渠道对动销的体感会相对更弱。

我们建议重视白酒板块的左侧配置契机，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：下游新渠道如零食量贩旺季加速开店，产品端魔芋加大形态和口味丰富度，渗透率持续提升，行业维持高景气度。临近中秋国庆，坚果礼盒等产品进入备货阶段，需求预计环比改善，同时建议关注瓜子成本端改善。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、卫龙美味、盐津铺子，建议关注劲仔食品新渠道合作节奏。

软饮料：旺季渐近尾声，高景气细分赛道（能量饮料、无糖茶、椰子水等）龙头维持高增长态势，在健康化、功能化品类加持下，行业景气度拐点向上。前期部分传统品类（含糖茶、果汁、奶茶等）受闪购补贴分流略有承压，但健康性、功能性、大包装品类表现较好，龙头个股具备较强阿尔法。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&拔估值弹性的个股。推荐海外市占率提升&糖蜜成本下行的安琪酵母、旺季需求改善&股息率具备看点的颐海国际。

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：飞天茅台批价回升，推荐白酒底部配置.....	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.....	8

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）.....	6
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）.....	7
图表 10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	7
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.....	8



一、周专题：飞天茅台批价回升，推荐白酒底部配置

● 酒类板块

临近中秋&国庆旺季，本周我们持续开展核心酒企&重点区域调研，整体反馈与此前预期基本相符，即外部风险事件对白酒消费场景的影响环比持续有所趋缓，但由于整体消费场景约束、企业端&居民端消费情绪较去年同期仍有缺口，因此当下窗口白酒动销同比仍有下滑。

我们预计销量口径动销下滑幅度约 20%，较春节旺销窗口跌幅有所扩大，但较 6~7 月跌幅明显收窄，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，消费场景环比持续修复叠加基数逐步走低，动销同比跌幅收窄趋势延续确定性较强。我们认为消费场景仍将持续修复，同时伴随“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。

本周飞天茅台、普五在内行业核心单品批价触底回升，我们认为这是酒厂积极作为渠道管控的阶段性成效显现。当流通渠道价格趋势扭转，且短期由于酒厂严加渠道监管、集中出货行为得以遏制，旺季本就不错的接货情绪促进批价持续回升。我们预计行业动销拐点先于价盘拐点、价盘拐点先于报表拐点，中秋&国庆旺季渠道主要诉求将是降库存、回款情绪预计仍会偏谨慎。考虑到中秋&国庆旺季能将当下渠道库存得以明显去化，我们看好白酒价盘压力阶段性释放，中秋&国庆后由旺转淡价盘或有节奏性回落，对此之后价盘预计底部震荡、逐步企稳。

近期渠道反馈中线下流通渠道对于线上电商、即时零售等对线下分流趋势反馈更凸显，行业层面也有不少流通商加码新媒体做 ToC 的生意。消费情绪趋弱的背景下无论是电商百亿补贴、还是新媒体流通商批发价直发，价格优势进一步吸引了原先线下购酒为主的消费者需求，流通商做 ToC 也弥补了电商百亿补贴多为散瓶产品的缺陷、并能一定程度上给予更好的消费者服务体验。整体而言，消费端购酒渠道日趋多元化，对消费性价比的追求加速了该趋势，也会使得线下渠道对动销的体感会相对更弱。

近期渠道体感反馈修复斜率有所趋缓，我们认为与各个时期消费需求结构差异有关。7~8 月宴席需求有所释放，而近期中秋&国庆前商务招待&礼赠需求释放窗口期，待临近中秋&国庆、以及假期期间以亲朋聚饮需求。相对泛大众需求，礼赠&招待需求受行业政策&行业景气度影响相对更强，最终使得当下节点动销体感仍相对承压，我们认为拉长周期观测环比持续修复趋势兑现度仍会不错。

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。考虑到此轮周期的动销底逐步探明，表观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：下游新渠道如零食量贩旺季加速开店，产品端魔芋加大形态和口味丰富度，渗透率持续提升，行业维持高景气度。零食量贩渠道 9 月加快开店速度，单店收入维持环比修复态势，后续转型全品类超市叠加净利率提升值得期待。魔芋品类供给端日渐丰富，铺市率持续提升，龙头企业魔芋单品月销仍在爬升。临近中秋国庆，坚果礼盒等产品进入备货阶段，需求预计环比改善，同时建议关注瓜子成本端改善。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、卫龙美味、盐津铺子，建议关注劲仔食品新渠道合作节奏。

软饮料：旺季渐近尾声，高景气细分赛道（能量饮料、无糖茶、椰子水等）龙头维持高增长态势，在健康化、功能化品类加持下，行业景气度拐点向上。8月社零限额以上饮料类单月同比+2.8%，1-8月累计同比+0.2%，环比持续改善系暑期旺季催化，即饮需求明显增长。前期部分传统品类（含糖茶、果汁、奶茶等）受闪购补贴分流略有承压，但健康性、功能性、大包装品类表现较好，龙头个股具备较强阿尔法。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。8月社零餐饮同比+2.1%，1-8月累计同比+3.6%，受B端拖累影响，板块需求仍表现疲软。基于必选消费米面粮油类目来看，8月限额以上粮油、食品类单月同比+5.8%，累计同比+11.0%，尽管高基数下增速有所回落，年初至今来看仍具备韧性。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&拔估值弹性的个股。推荐海外市占率提升&糖蜜成本下行的安琪酵母、旺季需求改善&股息率具备看点的颐海国际。

二、行情回顾

本周（9.22-9.26）食品饮料（申万）指数收于16920点（-2.49%），沪深300指数收于4550点（+1.07%），上证综指收于3828点（+0.21%），深证综指收于2471点（-0.08%），创业板指收于3152点（+1.96%）。

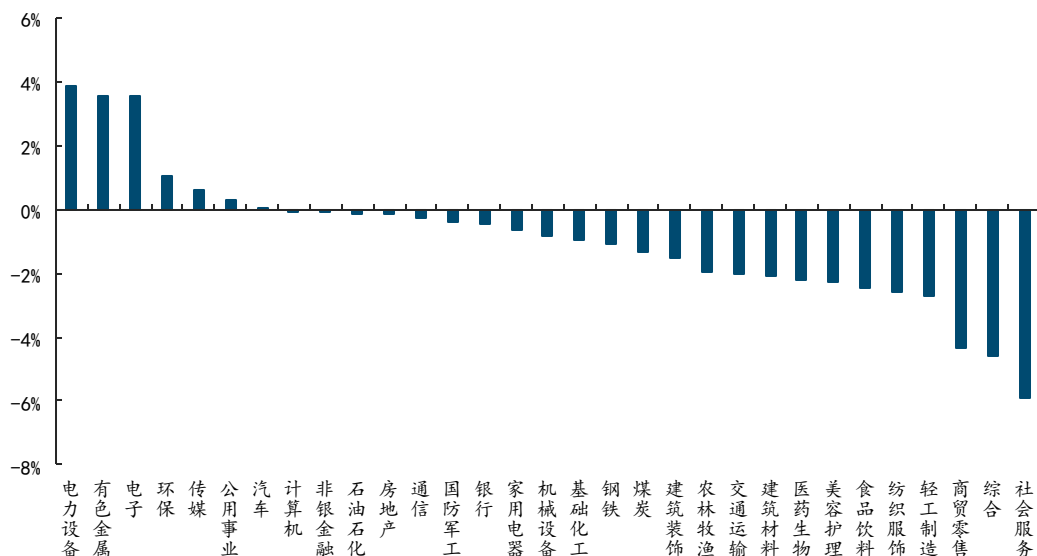
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25年至今涨跌幅
食品饮料	16920	-2.49%	-5.78%
沪深300	4550	1.07%	15.63%
上证指数	3828	0.21%	14.21%
深证综指	2471	-0.08%	26.22%
创业板指	3152	1.96%	47.16%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为电力设备（+3.86%）、有色金属（+3.52%）、电子（+3.51%）。

图表2：周度申万一行业涨跌幅

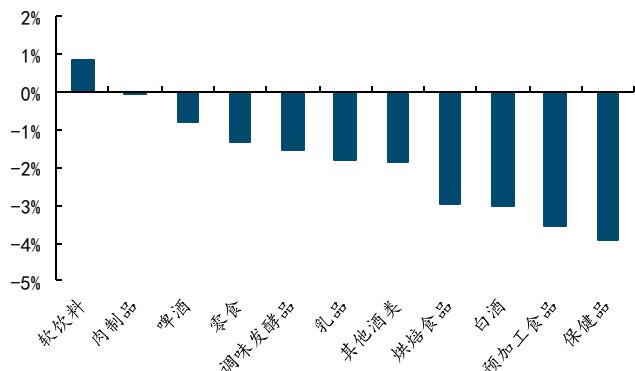


来源：Ifind，国金证券研究所

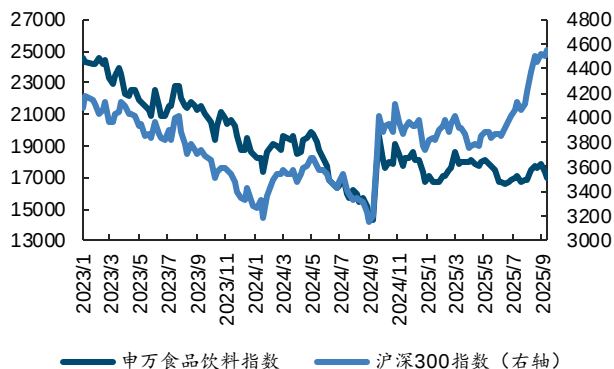


从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为软饮料（+0.86%）、肉制品（-0.02%）、啤酒（-0.77%）。

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：养元饮品（+32.49%）、金字火腿（+11.93%）、安琪酵母（+2.30%）、万辰集团（+2.01%）、燕京啤酒（+1.74%）等。涨跌幅靠后的为：ST 绝味（-12.46%）、ST 西发（-8.99%）、味知香（-8.24%）、龙大美食（-8.22%）、舍得酒业（-7.94%）等。

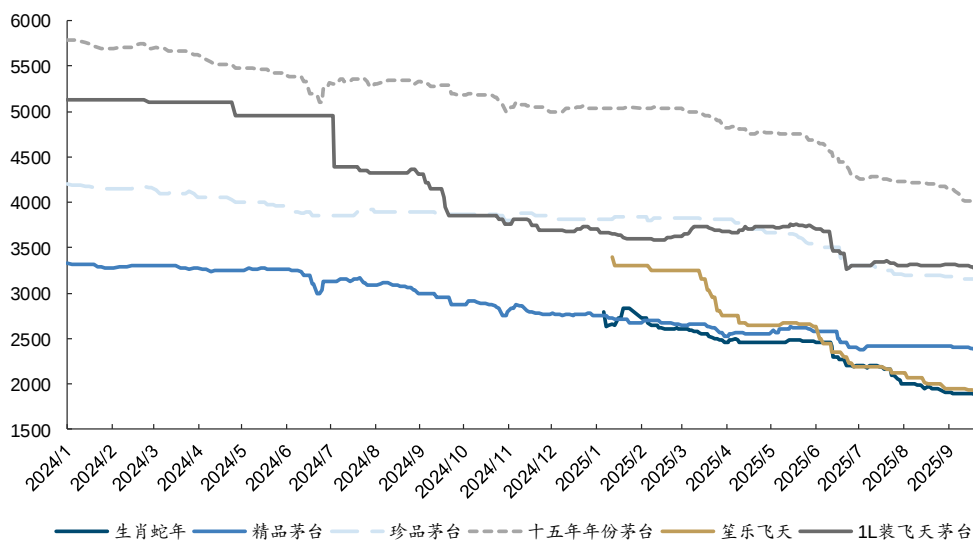
图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
养元饮品	32.49	ST 绝味	-12.46
金字火腿	11.93	ST 西发	-8.99
安琪酵母	2.30	味知香	-8.24
万辰集团	2.01	龙大美食	-8.22
燕京啤酒	1.74	舍得酒业	-7.94
妙可蓝多	1.32	李子园	-6.56
光明肉业	1.27	*ST 椰岛	-6.47
莫高股份	1.20	西部牧业	-6.27
宝立食品	1.07	均瑶健康	-6.16
南侨食品	0.46	百合股份	-6.11

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 9 月 27 日)

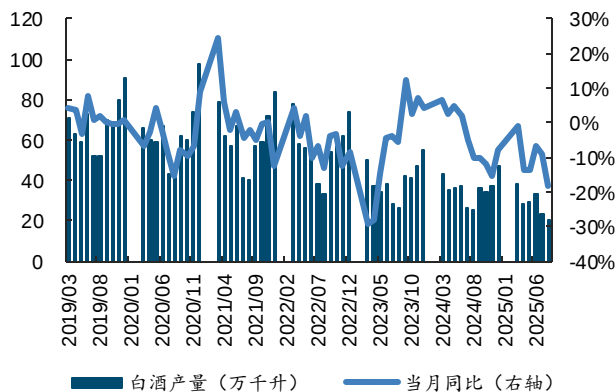
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

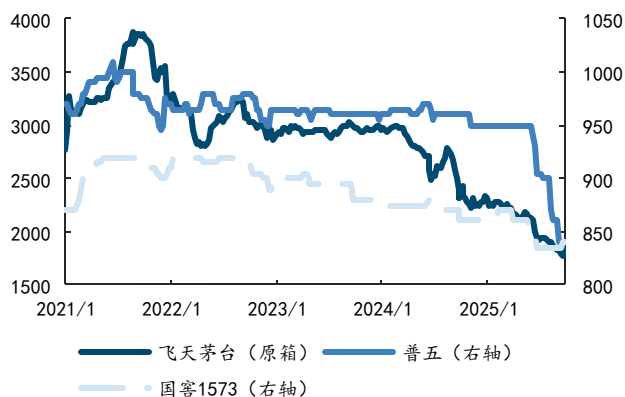
2025 年 8 月, 全国白酒产量 20.7 万千升, 同比-18.2%。

据今日酒价, 9 月 27 日, 飞天茅台整箱批价 1830 元 (环周+60 元), 散瓶批价 1800 元 (环周+45 元), 普五批价 840 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 840 元 (环周持平)。

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 9 月 27 日)

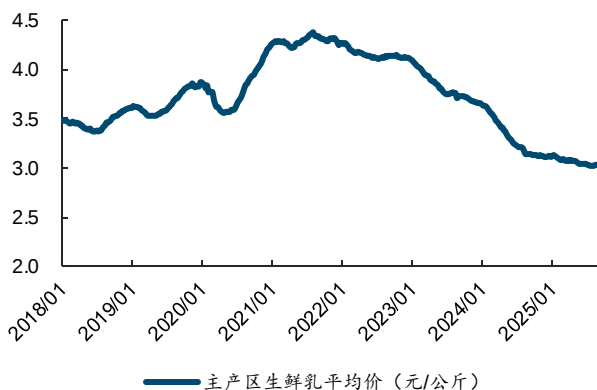
■ 乳制品板块

2025 年 9 月 19 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.03 元/公斤, 同比-3.50%, 环比持平。

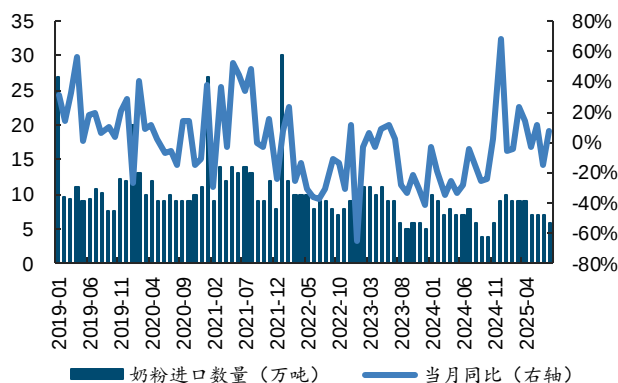
2025 年 1~8 月, 我国累计进口奶粉 63.0 万吨, 累计同比+2.2%; 累计进口金额为 49.59 亿美元, 累计同比+15.7%。其中, 单 8 月进口奶粉 6.0 万吨, 同比+8.1%; 进口金额 6.18 亿元, 同比+22.9%。



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 9 月 19 日）

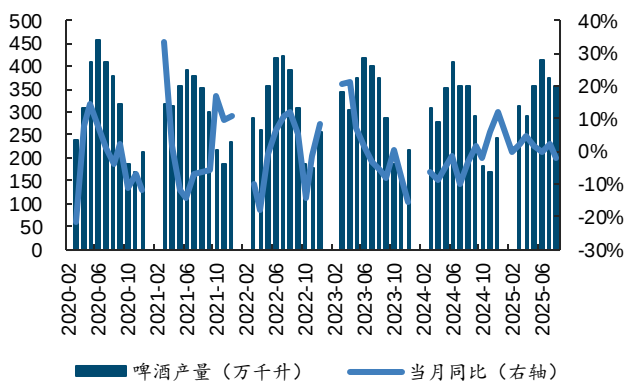
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 8 月）

■ 啤酒板块

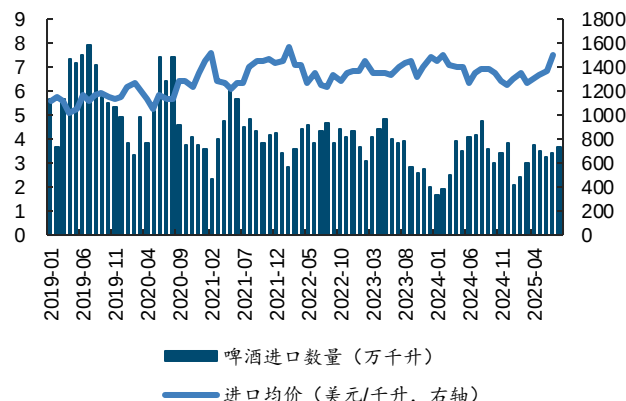
2025 年 8 月，我国啤酒产量为 358.3 万千升，同比-1.8%。

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

近日，珍酒以直播形式举行“大珍·珍酒”上市发布会，并披露截至 9 月 23 日，共有 7331 人参加万商联盟创富论坛，3017 家客户成功签约成为联盟商，产品热销全国 30 个省份、212 个城市，“大珍·珍酒”成为中高档白酒线上线下新品全网销量第一。（糖酒快讯）

9 月 22 日，贵州省统计局发布数据：1-8 月份，贵州省规模以上工业增加值同比增长 8.0%。其中酒、饮料和精制茶制造业增长 1.7%。（酒业家）

9 月 25 日，茅台集团党委副书记、总经理王莉率队深入青海市场一线调研，并在西宁组织召开青甘新藏四省区贵州茅台酒市场营销座谈会。此次座谈会标志着自今年 8 月底启动的贵州茅台酒秋季市场调研收官。据悉，在一个月的时间内，王莉率队深入华东、西南、东北、华北、西北市场一线，并先后在扬州、重庆、长春、北京、西宁组织召开了共 16 个省区的贵州茅台酒市场营销座谈会，与全国 300 余家渠道商展开深度对话。调查数据显示：9 月以来，贵州茅台酒终端动销增长表现更加显著，环比增长约 1 倍，同比增长超 20%。（微酒）



■ 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
9月28日	骑士乳业	2025年第一次临时股东大会
9月29日	千禾味业	2025年第一次临时股东大会
9月29日	古井贡酒	2025年第二次临时股东大会
10月9日	龙大美食	2025年第二次临时股东大会
10月9日	西王食品	2025年第一次临时股东大会
10月10日	黑芝麻	2025年第四次临时股东大会
10月10日	香飘飘	2025年第二次临时股东大会
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

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