

食品饮料

2025 年 09 月 28 日

白酒临近底部，大众品聚焦产业红利

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（分析师）

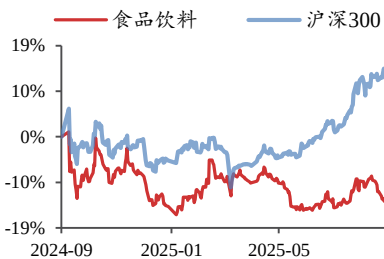
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790525080001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《社零降速，食饮分化——行业周报》
-2025.9.21

《8月社零增速环比放缓，消费动能仍待提振——行业点评报告》-2025.9.17

《白酒底部等待回暖，西麦食养赛道可期——行业周报》-2025.9.14

● 核心观点：白酒底部特征已显，大众品关注三公司

9月22日-9月26日，食品饮料指数跌幅为2.5%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约3.6pct，子行业中软饮料(+0.9%)、其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.0%)表现相对领先。三季度白酒动销有所好转，但同比仍下滑，核心制约因素为禁酒令对商务消费的持续影响，叠加整体消费大环境的压力。当前白酒市场动销已显现底部特征，社会库存高企、消费大环境疲软、禁酒令影响等负面因素均已充分释放，后续需求进一步下滑的可能性较低，动销改善具备确定性。改善节奏与程度取决于两大核心因素：一是社会库存去化进度；二是酒厂投放策略。若酒厂能进一步放低回款要求、放缓发货节奏，将有效缓解渠道库存压力，为动销复苏奠定基础。从中秋节备货情况来看白酒仍在筑底过程，预计2026年春节白酒市场也难有较大突破，但表现将优于2025Q2、Q3。支撑因素两方面：一是春节需求具备刚性，对动销形成基础支撑；二是经过前期库存去化周期，渠道库存压力将有所减轻，经销商备货积极性或边际回升。当前白酒板块估值处于历史低位，基金仓位持续回落，伴随政策博弈、消费场景回暖等催化，白酒仍具左侧布局机会。大众品方面，我们持续看好具备渠道、品类、市场红利的品种。建议重点关注：

（1）西麦食品，公司燕麦主业成长性稳定，同时原材料成本下降趋势有望延续至2027年，预计业绩保持较快增速；此外公司加速落地大健康板块业务，药食同源粉类产品上市后销售较好，具备减肥效用的新品也可能在近期上市，未来大健康将成为公司重要的新增至曲线。（2）卫龙美味，面制品（辣条）业务上半年因主动进行SKU调整和渠道整合而有所波动，下半年新品铺货有望带动面制品企稳回升，核心品类魔芋持续放量，保持高速增长态势。未来看点在于豆制品的突破，以及海外市场空间的释放。（3）百润股份，在新品增量和老品企稳带动下，鸡尾酒业务实现小幅增长，威士忌双品牌稳步推进，预计三季度公司收入端环比与同比均实现改善。公司在经历一年多渠道和产品调整后，目前鸡尾酒将进入企稳增长阶段，叠加新品和威士忌贡献增量，公司经营拐点来临，建议关注。

● 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：白酒底部特征已显，大众品关注三公司.....	3
2、市场表现：食品饮料跑输大盘	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 9 月终端动销同比增长超 20%	7
5、备忘录：关注 9 月 29 日古井贡酒股东会	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1：食品饮料跌幅 2.5%，排名 23/28	4
图 2：软饮料、其他食品、肉制品表现相对领先	4
图 3：养元饮品、金宇火腿、爱普股份涨幅领先	4
图 4：ST 绝味、ST 西发、味知香跌幅居前	4
图 5：2025 年 9 月 16 日全脂奶粉中标价同比+9.9%	4
图 6：2025 年 9 月 19 日生鲜乳价格同比-3.5%	4
图 7：2025 年 9 月 27 日猪肉价格同比-25.6%	5
图 8：2025 年 6 月生猪存栏数量同比+2.2%	5
图 9：2025 年 7 月能繁母猪数量同比持平	5
图 10：2025 年 9 月 22 日白条鸡价格同比-1.2%	5
图 11：2025 年 8 月进口大麦价格同比+4.2%	6
图 12：2025 年 8 月进口大麦数量同比-45.2%	6
图 13：2025 年 9 月 26 日大豆现货价同比-4.8%	6
图 14：2025 年 9 月 18 日豆粕平均价同比-2.9%	6
图 15：2025 年 9 月 26 日柳糖价格同比-5.3%	6
图 16：2025 年 9 月 19 日白砂糖零售价同比-0.1%	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注 9 月 29 日古井贡酒股东会	7
表 2：关注 9 月 21 日发布的行业周报	7
表 3：重点公司盈利预测及估值	8

1、每周观点：白酒底部特征已显，大众品关注三公司

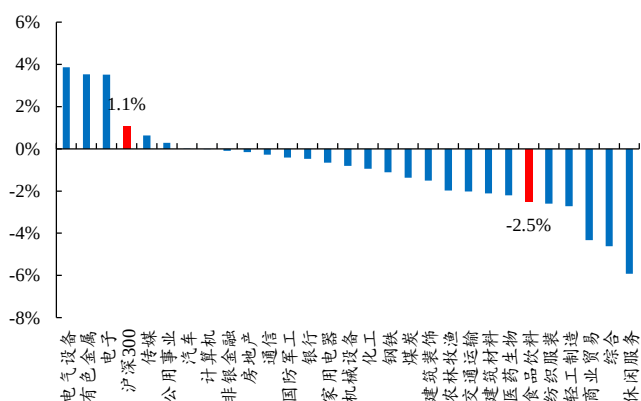
9月22日-9月26日，食品饮料指数跌幅为2.5%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约3.6pct，子行业中软饮料(+0.9%)、其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.0%)表现相对领先。三季度白酒动销有所好转，但同比仍下滑，核心制约因素为禁酒令对商务消费的持续影响，以及叠加整体消费大环境的压力，终端进货意愿低迷，印证了市场弱需求的现状。当前白酒市场动销已显现底部特征，社会库存高企、消费大环境疲软、禁酒令影响等负面因素均已充分释放，后续需求进一步下滑的可能性较低，动销改善具备确定性。改善节奏与程度主要取决于两大核心因素：一是社会库存去化进度；二是酒厂投放策略。若酒厂能进一步放低回款要求、放缓发货节奏，将有效缓解渠道库存压力，为动销复苏奠定基础。目前从中秋节备货情况来看白酒仍在筑底过程，我们预计2026年春节白酒市场也难有较大突破，但表现将优于2025年二、三季度。支撑因素两方面：一是春节需求具备刚性，对动销形成基础支撑；二是经过前期库存去化周期，渠道库存压力将有所减轻，经销商备货积极性或边际回升。当前白酒板块估值处于历史低位，基金仓位持续回落，伴随政策博弈、消费场景回暖等催化，白酒仍具左侧布局机会。

大众品方面，我们持续看好具备渠道、品类、市场红利的品种。建议重点关注：

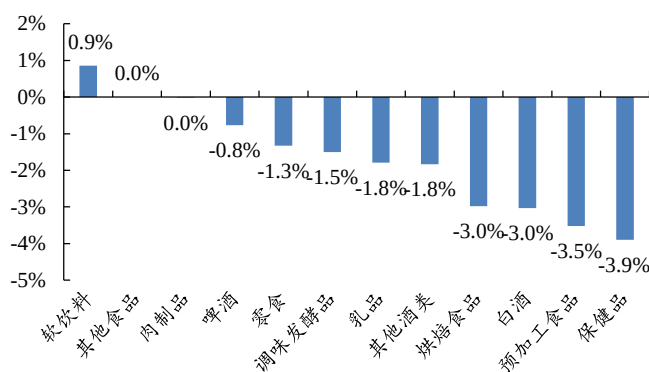
(1)西麦食品，公司燕麦主业成长性稳定，同时原材料成本下降趋势有望延续至2027年，预计业绩保持较快增速；此外公司加速落地大健康板块业务，药食同源粉类产品上市后销售较好，具备减肥效用的新品也可能在近期上市，未来大健康将成为公司重要的新增至曲线。(2)卫龙美味，面制品(辣条)业务上半年因主动进行SKU调整和渠道整合而有所波动，下半年新品铺货有望带动面制品企稳回升，核心品类魔芋持续放量，保持高速增长态势。未来看点在于豆制品的突破，以及海外市场空间的释放。(3)百润股份，在新品增量和老品企稳带动下，鸡尾酒业务实现小幅增长，威士忌双品牌稳步推进，预计三季度公司收入端环比与同比均实现改善。公司在经历一年多渠道和产品调整后，目前鸡尾酒将进入企稳增长阶段，叠加新品和威士忌贡献增量，公司经营拐点来临，建议关注。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

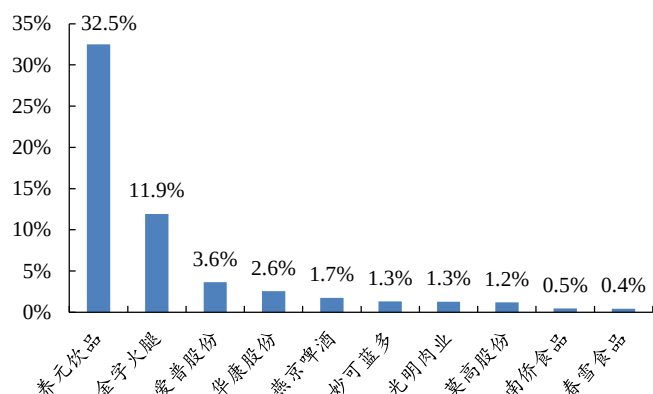
9月22日-9月26日，食品饮料指数跌幅为2.5%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约3.6pct，子行业中软饮料(+0.9%)、其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.0%)表现相对领先。个股方面，养元饮品、金字火腿、爱普股份涨幅领先；ST绝味、ST西发、味知香跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅2.5%，排名 23/28


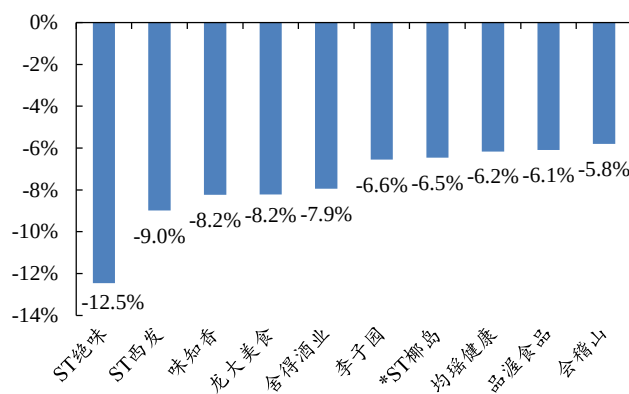
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：软饮料、其他食品、肉制品表现相对领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：养元饮品、金字火腿、爱普股份涨幅领先


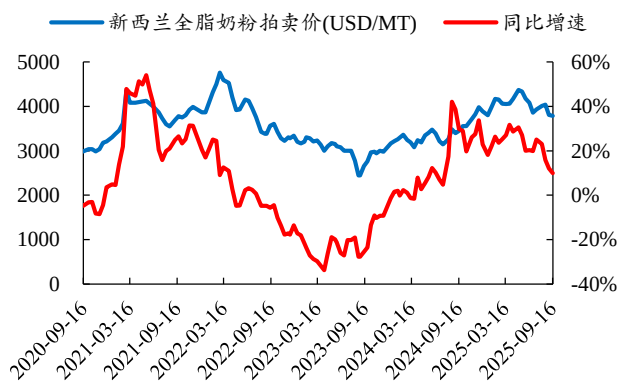
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：ST 绝味、ST 西发、味知香跌幅居前


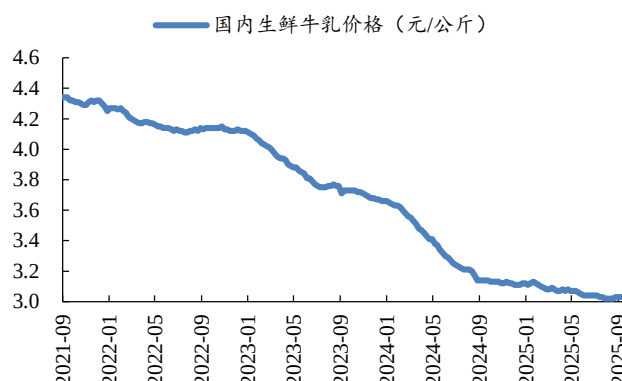
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

9月16日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3790 美元/吨，环比-0.5%，同比+9.9%，奶价同比上升。9月19日，国内生鲜乳价格 3.0 元/公斤，环比持平，同比-3.5%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025 年 9 月 16 日全脂奶粉中标价同比+9.9%


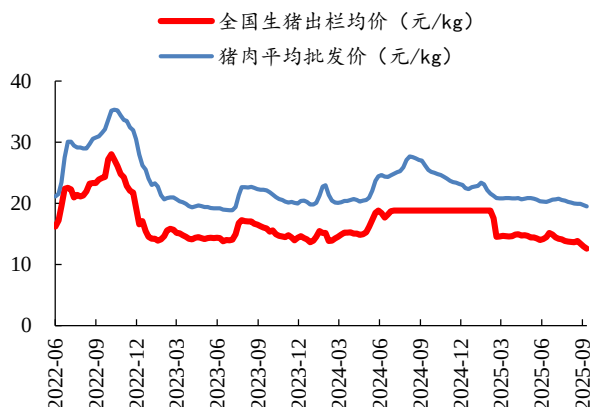
数据来源：GDT、开源证券研究所

图6：2025 年 9 月 19 日生鲜乳价格同比-3.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

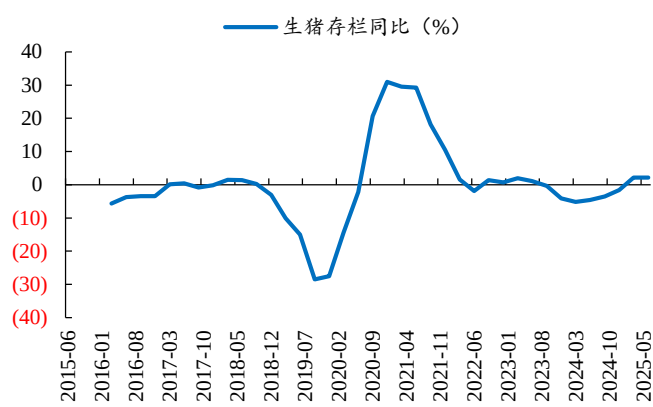
9月27日，生猪出栏价格12.6元/公斤，同比-33.0%，环比-2.8%；猪肉价格19.5元/公斤，同比-25.6%，环比-1.0%。2025年7月，能繁母猪存栏4042.0万头，同比持平，环比持平。2025年6月生猪存栏同比+2.2%。2025年9月22日，白条鸡价格17.5元/公斤，同比-1.2%，环比+0.4%。

图7：2025年9月27日猪肉价格同比-25.6%



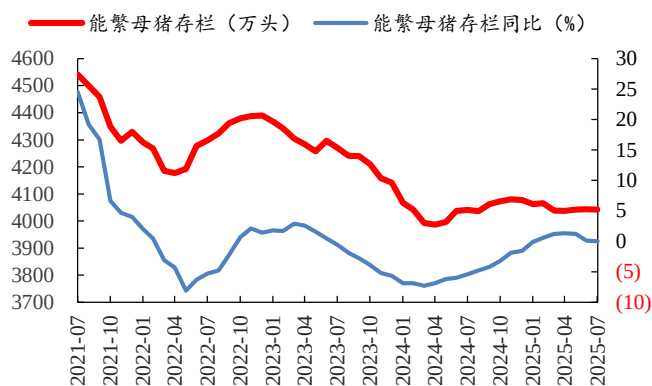
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025年6月生猪存栏数量同比+2.2%



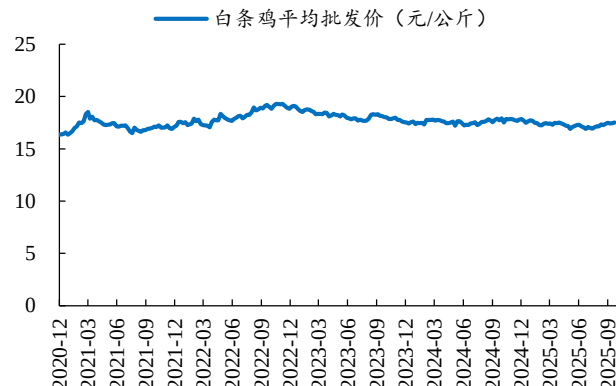
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025年7月能繁母猪数量同比持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

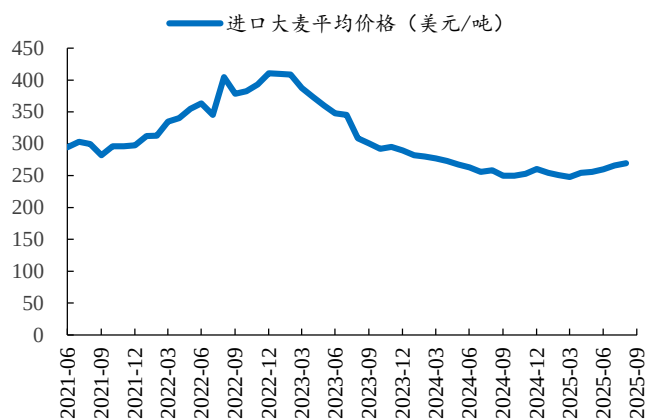
图10：2025年9月22日白条鸡价格同比-1.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

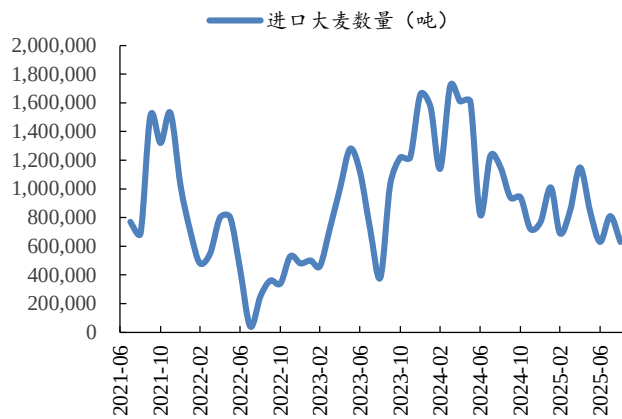
2025年8月，进口大麦价格269.6美元/吨，同比+4.2%。2025年8月进口大麦数量63.0万吨，同比-45.2%，进口大麦数量持续下降，平均价格有所上升。

图11: 2025年8月进口大麦价格同比+4.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

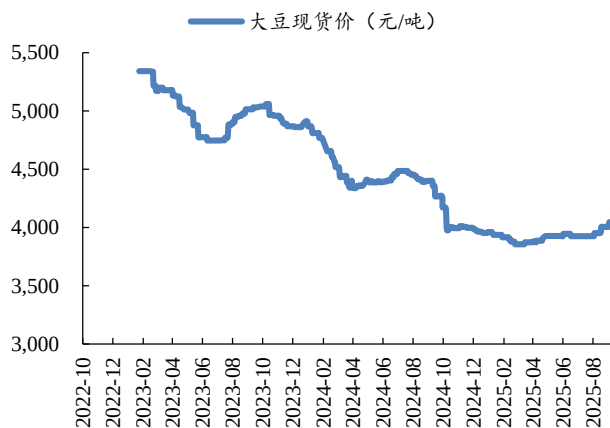
图12: 2025年8月进口大麦数量同比-45.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

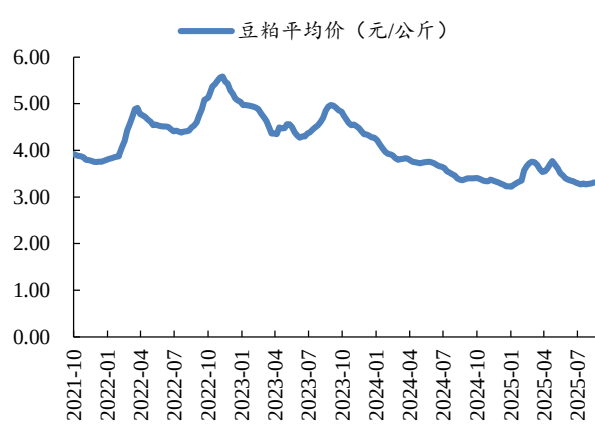
9月26日, 大豆现货价 4060.5 元/吨, 同比-4.8%。9月18日, 豆粕平均价格 3.3 元/公斤, 同比-2.9%。

图13: 2025年9月26日大豆现货价同比-4.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

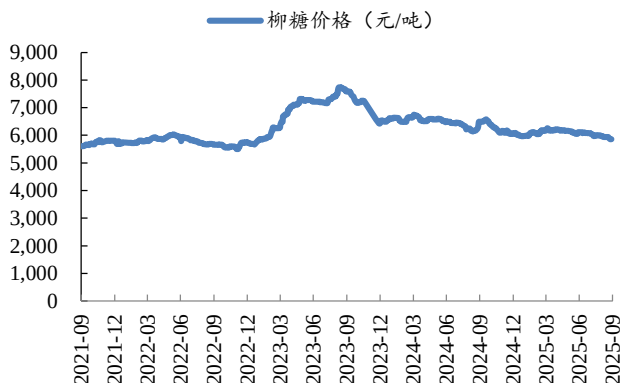
图14: 2025年9月18日豆粕平均价同比-2.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

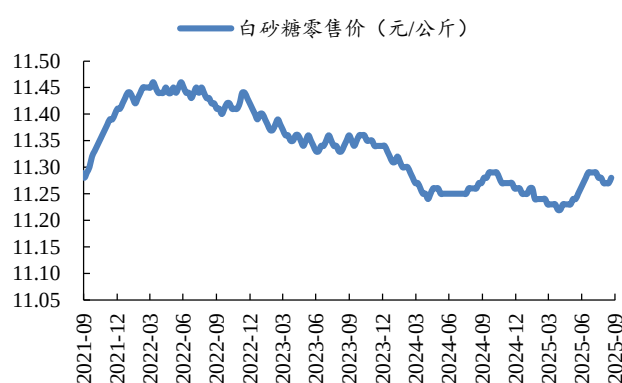
9月26日, 柳糖价格 5855.0 元/吨, 同比-5.3%; 9月19日, 白砂糖零售价格 11.3 元/公斤, 同比-0.1%。

图15: 2025年9月26日柳糖价格同比-5.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2025年9月19日白砂糖零售价同比-0.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：茅台9月终端动销同比增长超20%

9月23日上午，2025郎酒秋酿开窖大典暨龙马郎上市发布会即将在泸州举办。期间，历经数年打磨的郎酒兼香战略大单品--龙马郎将正式面世，泸州籍奥运冠军邹凯也将现身大典现场，鼓舞郎酒兼香团队龙马狼精神打胜仗（来源于酒说）。

9月24日，美团闪购联合茅台酱香酒、汾酒、洋河、古井贡酒、剑南春、西凤、今世缘、郎酒、水井坊等十余家头部白酒品牌，推出即时零售行业首个白酒全链路保真体系，以正品保障为核心，在白酒售前、售后、配送等环节推出多项服务举措，促进白酒产业知识产权保护，为消费者打造“安心买酒，正品保真”的购物体验，构建健康可信的闪购白酒生态（来源于酒说）。

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。团队组织召开了共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%（来源于微酒）。

5、备忘录：关注9月29日古井贡酒股东会

下周（9月29日-10月5日）将有2家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注9月29日古井贡酒股东会

日期	公司	股东会
2025/9/29	古井贡酒	安徽省亳州市（09：30）
2025/9/29	千禾味业	四川省眉山市（10：00）

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注9月21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

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	1468.0	76.10	84.27	91.07	19.3	17.4	16.1
五粮液	买入	124.1	8.46	8.99	9.62	14.7	13.8	12.9
泸州老窖	买入	134.9	9.47	9.84	10.35	14.2	13.7	13.0
山西汾酒	买入	200.0	11.03	12.03	13.04	18.1	16.6	15.3
口子窖	增持	34.4	1.64	1.84	2.02	21.0	18.7	17.0
古井贡酒	增持	160.8	11.14	12.49	13.97	14.4	12.9	11.5
金徽酒	增持	20.9	0.80	0.91	1.06	26.1	22.9	19.7
伊利股份	买入	27.7	1.71	1.84	1.96	16.2	15.1	14.1
新乳业	增持	17.3	0.78	0.92	1.04	22.1	18.8	16.6
双汇发展	增持	25.1	1.51	1.59	1.68	16.6	15.8	14.9
中炬高新	增持	18.8	0.90	1.03	1.13	20.9	18.3	16.6
涪陵榨菜	增持	13.0	0.72	0.78	0.84	18.0	16.7	15.5
海天味业	买入	39.8	1.24	1.41	1.55	32.1	28.2	25.7
西麦食品	增持	21.4	0.77	0.99	1.18	27.8	21.6	18.1
嘉必优	买入	26.2	1.14	1.37	1.64	23.0	19.1	16.0
绝味食品	增持	15.3	1.04	1.11	1.19	14.7	13.7	12.8
煌上煌	增持	13.1	0.14	0.19	0.22	93.5	68.9	59.5
广州酒家	增持	17.2	1.00	1.12	1.22	17.3	15.4	14.1
甘源食品	买入	56.6	2.65	3.23	4.38	21.3	17.5	12.9
劲仔食品	增持	12.2	0.72	0.89	1.13	17.0	13.7	10.8
天味食品	增持	11.7	0.65	0.73	0.82	18.0	16.1	14.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 9 月 26 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