

食品饮料

2025 年 09 月 14 日

白酒底部等待回暖，西麦食养赛道可期

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（分析师）

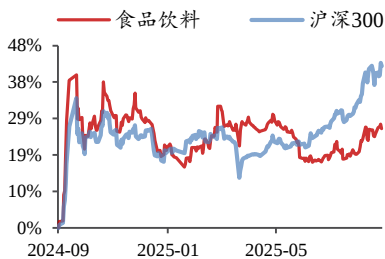
zhangyuguang@kysec.cn

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

《白酒筑底，新消费领航——行业周报》
-2025.9.7

《中报综述：传统消费微光渐明，新消费繁花正盛——行业投资策略》
-2025.9.4

《中报承压下微光渐显，业绩分化中孕育新机——行业周报》-2025.8.31

● 核心观点：白酒基本面逐渐稳定，健康营养孕育西麦第二增长曲线

9月8日-9月12日，食品饮料指数涨幅为1.1%，一级子行业排名第17，跑输沪深300约0.3pct，子行业中肉制品(+3.0%)、白酒(+1.7%)、预加工食品(+0.4%)表现相对领先。白酒当前仍处于需求压力阶段，临近双节，飞天茅台批价仍有小幅下跌，侧面验证终端需求压力，预计今年中秋节白酒市场难有亮眼表现。但茅台酒8月底至今终端动销情况环比有所好转，叠加部分酒企也有反馈8月终端开瓶率有向好迹象，我们认为白酒基本面底部已经渐行渐近。随着时间推移，预计禁酒令纠偏不会持续太久，并且国家大型基建项目的落地将带动经济活跃度提升，后续白酒基本面大概率呈现平稳向上的态势。从供给端来看行业也在发生积极变化。一方面行业加速出清，部分酒企已步入报表出清节奏，风险释放有利于后续回暖；另一方面酒厂也在推出新品以适应新时代发展，比如五粮液推出29度“一见倾心”低度酒获取年轻客群；珍酒推出新品大珍，酒鬼酒推联名产品“自由爱”等。后续建议白酒关注范围可扩散至三条线：一是全国化次高端回补，如舍得酒业、山西汾酒等；二是区域龙头，如古井贡酒、今世缘等；三是高端酒的估值修复股息率优势等，如泸州老窖、贵州茅台等。当前药食同源市场有显著增长态势，发酵类药食同源产品成为潜力赛道，推动行业向“传统+科技”融合转型。消费者需求转向“真材实料、科学配方、道地原料”，且“发酵技术”“精准制肽”等科技手段加速应用，行业正从粗放增长向精细化、科技化升级，具备技术、原料、品牌优势的企业将成龙头。而西麦食品抓住药食同源赛道，以“西麦食养”为品牌进行新品布局，目前推出燕窝杏仁、人参石斛、黄芪山药、红参阿胶等多种口味重调粉剂产品，主要定位30-50岁亚健康、白领、银发等有消费能力人群。同时也在聚焦布局于减肥及发酵健康产品。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，业绩将保持较快增速；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，减肥类健康产品估计也即将上市，未来大健康将成为公司重要的新增曲线，可重点关注。

● 推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、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) 万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。(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：白酒基本面逐渐稳定，健康营养孕育西麦第二增长曲线	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：珍酒李渡发布联盟商权益支付计划	6
5、备忘录：关注9月18日万辰集团召开股东大会	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1：食品饮料涨幅 1.1%，排名 17/28	4
图 2：肉制品、白酒、预加工食品表现相对领先	4
图 3：ST 西发、煌上煌、金字火腿涨幅领先	4
图 4：会稽山、妙可蓝多、*ST 兰黄跌幅居前	4
图 5：2025 年 9 月 2 日全脂奶粉中标价同比+12.2%	4
图 6：2025 年 9 月 5 日生鲜乳价格同比-3.5%	4
图 7：2025 年 9 月 13 日猪肉价格同比-26.5%	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 12 日白条鸡价格同比-1.9%	5
图 11：2025 年 7 月进口大麦价格同比+4.0%	5
图 12：2025 年 7 月进口大麦数量同比-34.1%	5
图 13：2025 年 9 月 12 日大豆现货价同比-8.1%	6
图 14：2025 年 9 月 4 日豆粕平均价同比-2.1%	6
图 15：2025 年 9 月 12 日柳糖价格同比-4.3%	6
图 16：2025 年 9 月 5 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 18 日万辰集团召开股东大会	7
表 2：关注 9 月 7 日发布的行业周报	8
表 3：重点公司盈利预测及估值	8

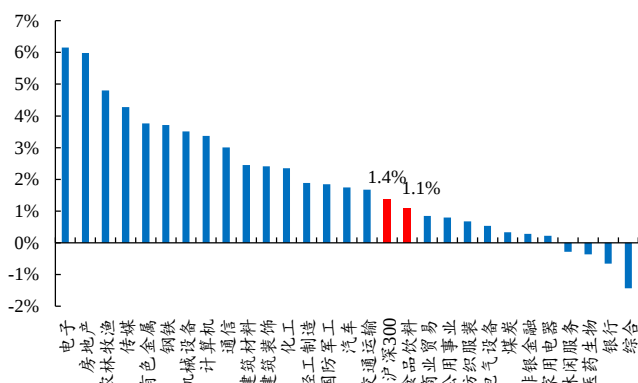
1、每周观点：白酒基本面逐渐稳定，健康营养孕育西麦第二增长曲线

9月8日-9月12日，食品饮料指数涨幅为1.1%，一级子行业排名第17，跑输沪深300约0.3pct，子行业中肉制品(+3.0%)、白酒(+1.7%)、预加工食品(+0.4%)表现相对领先。白酒当前仍处于需求压力阶段，临近双节，飞天茅台批价仍有小幅下跌，侧面验证终端需求压力，预计今年中秋节白酒市场难有亮眼表现。但茅台酒8月底至今终端动销情况环比有所好转，叠加部分酒企也有反馈8月终端开瓶率有向好迹象，我们认为白酒基本面底部已经渐行渐近。随着时间推移，预计禁酒令纠偏不会持续太久，并且国家大型基建项目的落地将带动经济活跃度提升，后续白酒基本面大概率呈现平稳向上的态势。从供给端来看行业也在发生积极变化。一方面行业加速出清，部分酒企已步入报表出清节奏，风险释放有利于后续回暖；另一方面酒厂也在推出新品以适应新时代发展，比如五粮液推出29度“一见倾心”低度酒获取年轻客群；珍酒推出新品大珍，酒鬼酒推联名产品“自由爱”等。后续建议白酒关注范围可扩散至三条线：一是全国化次高端回补，如舍得酒业、山西汾酒等；二是区域龙头，如古井贡酒、今世缘等；三是高端酒的估值修复股息率优势等，如泸州老窖、贵州茅台等。

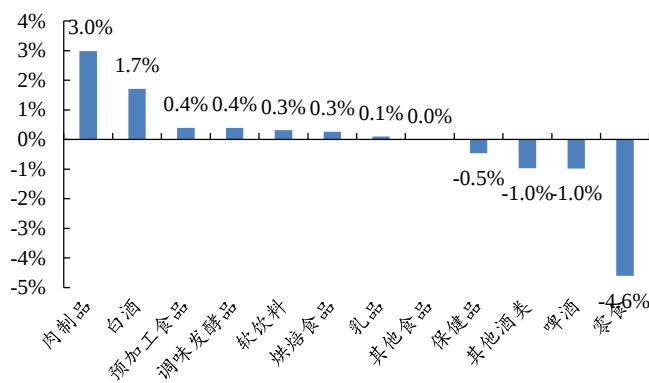
当前药食同源市场有显著增长态势，发酵类药食同源产品成为潜力赛道，推动行业向“传统+科技”融合转型。消费者需求转向“真材实料、科学配方、道地原料”，且“发酵技术”“精准制肽”等科技手段加速应用，行业正从粗放增长向精细化、科技化升级，具备技术、原料、品牌优势的企业将成龙头。而西麦食品抓住药食同源赛道，以“西麦食养”为品牌进行新品布局，目前推出燕窝杏仁、人参石斛、黄芪山药、红参阿胶等多种口味重调粉剂产品，主要定位30-50岁亚健康、白领、银发等有消费能力人群。同时也在聚焦布局于减肥及发酵健康产品。公司燕麦主业成长性稳定，同时原材料成本下降趋势有望延续至2027年，业绩将保持较快增速；此外公司加速落地大健康板块业务，药食同源粉类产品上市后销售较好，减肥类健康产品估计也即将上市，未来大健康将成为公司重要的新增曲线，可重点关注。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

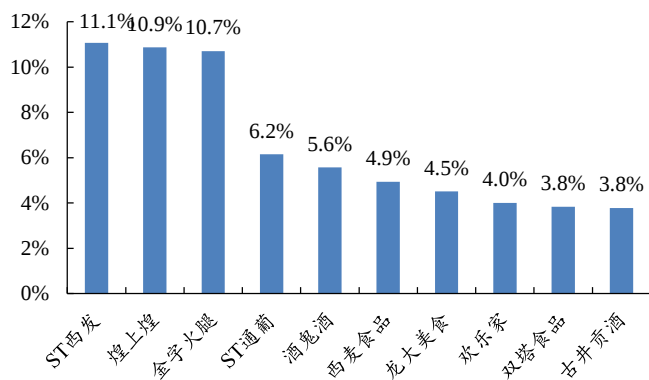
9月8日-9月12日，食品饮料指数涨幅为1.1%，一级子行业排名第17，跑输沪深300约0.3pct，子行业中肉制品(+3.0%)、白酒(+1.7%)、预加工食品(+0.4%)表现相对领先。个股方面，ST西发、煌上煌、金字火腿涨幅领先；会稽山、妙可蓝多、*ST兰黄跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅1.1%，排名 17/28


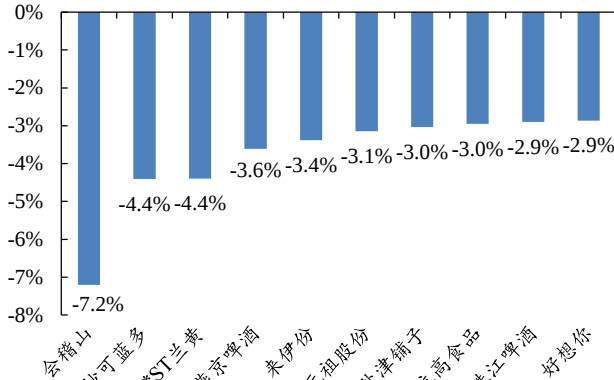
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：肉制品、白酒、预加工食品表现相对领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：ST 西发、煌上煌、金字火腿涨幅领先


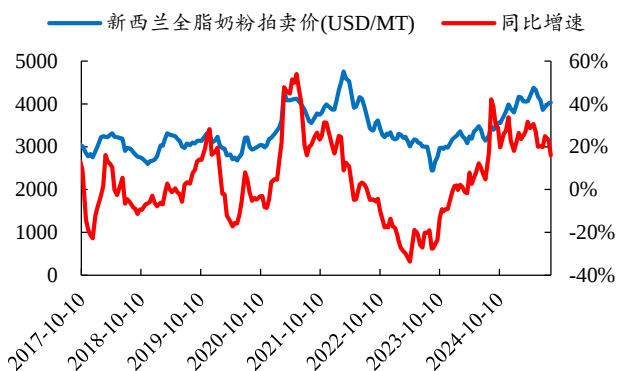
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：会稽山、妙可蓝多、*ST 兰黄跌幅居前


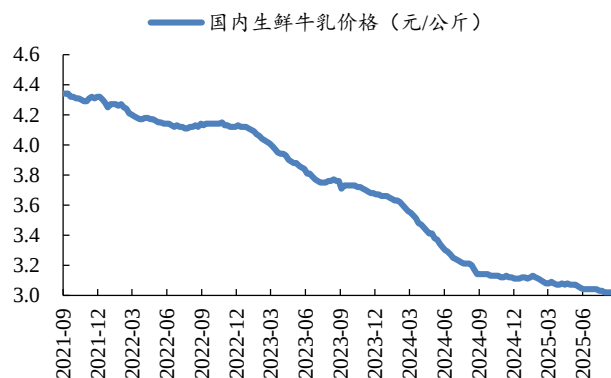
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

9月2日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3809 美元/吨，环比-5.6%，同比+12.2%，奶价同比上升。9月5日，国内生鲜乳价格 3.0 元/公斤，环比+0.3%，同比-3.5%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

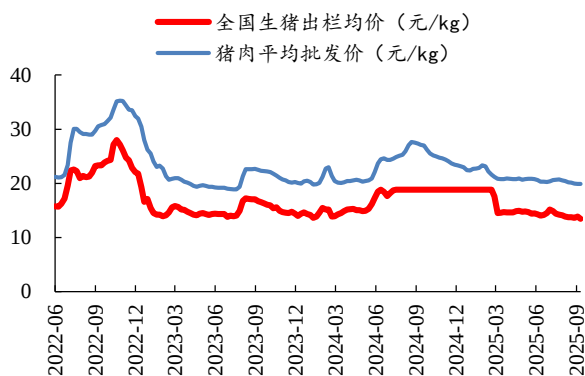
图5：2025 年 9 月 2 日全脂奶粉中标价同比+12.2%


数据来源：GDT、开源证券研究所

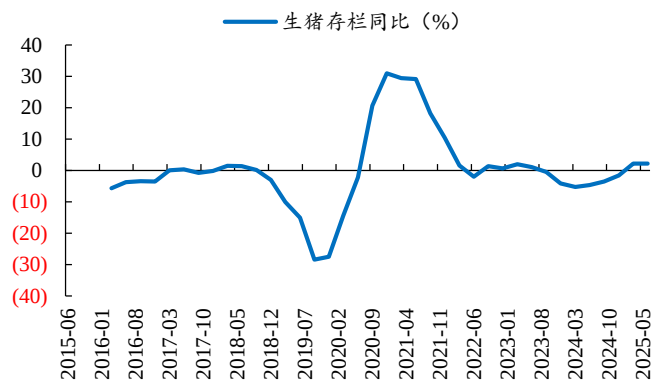
图6：2025 年 9 月 5 日生鲜乳价格同比-3.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

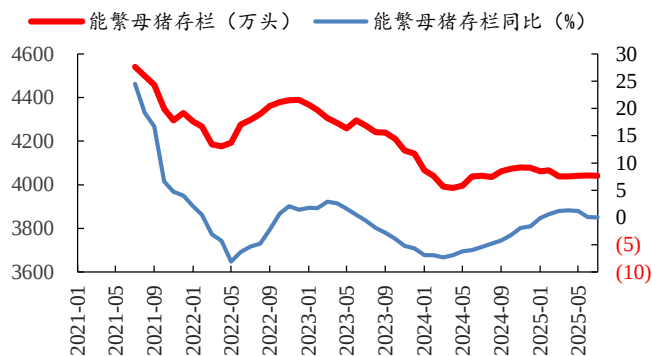
9月13日，生猪出栏价格13.4元/公斤，同比-28.6%，环比-3.2%；猪肉价格19.9元/公斤，同比-26.5%，环比+0.1%。2025年7月，能繁母猪存栏4042.0万头，同比持平，环比持平。2025年6月生猪存栏同比+2.2%。2025年9月12日，白条鸡价格17.5元/公斤，同比-1.9%，环比+0.3%。

图7：2025年9月13日猪肉价格同比-26.5%


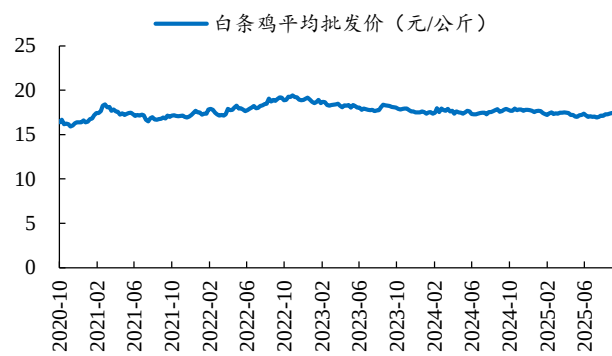
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

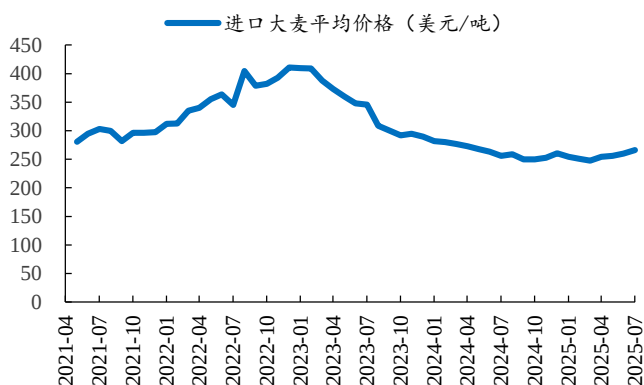
图9：2025年7月能繁母猪数量同比持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025年9月12日白条鸡价格同比-1.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年7月，进口大麦价格266.1美元/吨，同比+4.0%。2025年7月进口大麦数量81.0万吨，同比-34.1%，进口大麦数量持续下降，平均价格有所上升。

图11：2025年7月进口大麦价格同比+4.0%


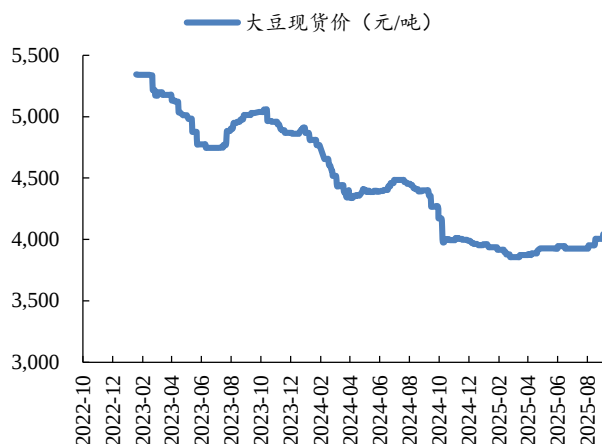
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025年7月进口大麦数量同比-34.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

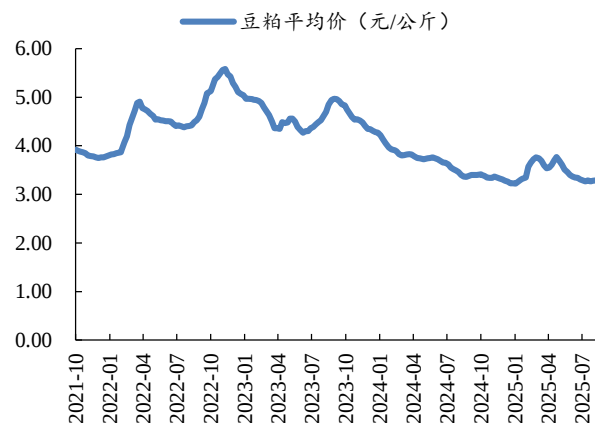
9月12日，大豆现货价4043.7元/吨，同比-8.1%。9月4日，豆粕平均价格3.3元/公斤，同比-2.1%。

图13：2025年9月12日大豆现货价同比-8.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

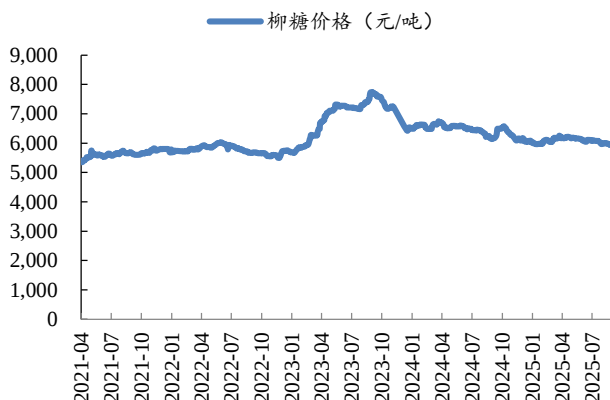
图14：2025年9月4日豆粕平均价同比-2.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

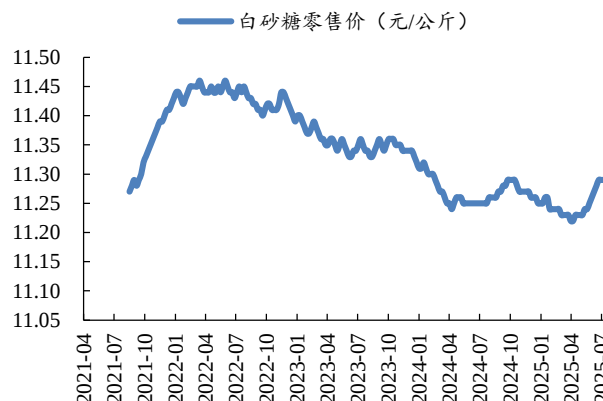
9月12日，柳糖价格5935.0元/吨，同比-4.3%；9月5日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比+0.1%。

图15：2025年9月12日柳糖价格同比-4.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年9月5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：珍酒李渡发布联盟商权益支付计划

9月9日，舍得酒业×郎永淳“饮者之智 藏者之慧”新品发布会在北京举办，舍得酒首个名人联名高端浓香白酒系列产品——“舍得·万木争春”与“舍得坛装酒·舍得智慧人物”正式发布。本次发布会创新性提出了“以酒会友 淳享健康”的概念，构建起独特的高端消费服务体系。通过“产品+超值权益+管家服务”的服务模式，为消费者提供包含产品品鉴、专属权益及全流程管家陪同的优质体验（来源于微酒）。

9月10日，珍酒李渡集团发布公告称，拟通过全资子公司贵州珍酒商贸正式采纳“联盟商权益支付计划”，旨在激励和留住经销商，推动长期可持续发展。该计划有效期五年，以现有股份的经济收益为基础，不涉及新股发行。计划拟捐赠或购入的股份总数初步不超过1.694亿股，占已发行股份总数约5%，大部分将由控股股东无偿捐赠。公告显示，合资格参与者需根据业绩表现、合作年限、合规情况等标准筛选，并设有7至10年的锁定期及业绩考核要求。若发生违约或违规情况，公司有权收回已授予的权益。首次授予预计将于2025年9月进行。公司表示，此举将进一步激励联盟商扩大销售网络和品牌覆盖，符合公司及股东的整体利益（来源于酒说）。

9月10日，国家统计局发布的数据显示，8月，全国居民消费价格同比下降0.4%，环比持平；1-8月，全国居民消费价格同比下降0.1%。其中，8月，酒类价格同比下降1.9%，环比下降0.2%；1-8月，酒类价格同比下降2.0%（来源于微酒）。

5、备忘录：关注9月18日万辰集团召开股东大会

下周（9月15日-9月21日）将有18家公司召开股东大会，2家公司限售解禁。

表1：最近重大事件备忘录：关注9月18日万辰集团召开股东大会

日期	公司	股东会	限售解禁
2025/9/15	ST西发	四川省成都市（14：30）	
2025/9/15	贝因美	浙江省杭州市（14：30）	
2025/9/15	燕塘乳业	广东省广州市（14：45）	
2025/9/15	莫高股份	甘肃省兰州市（14：30）	
2025/9/15	中炬高新	广东省中山市（14：30）	
2025/9/15	春雪食品	山东省莱阳市（14：30）	
2025/9/16	黑芝麻	广西省南宁市（14：30）	
2025/9/16	张裕A	山东省烟台市（14：00）	
2025/9/16	佳隆股份	广东省普宁市（14：30）	
2025/9/16	ST加加	湖南省长沙市（14：30）	
2025/9/16	莲花控股	河南省项城市（15：00）	
2025/9/16	味知香	江苏省苏州市（14：00）	
2025/9/17	惠发食品	山东省诸城市（14：30）	
2025/9/18	广弘控股	广东省广州市（15：00）	
2025/9/18	万辰集团	福建省漳州市（14：30）	
2025/9/18	佳禾食品		解禁 5438.86 万股
2025/9/18	水井坊	四川省成都市（09：30）	
2025/9/19	山西汾酒	山西省汾阳市（09：30）	
2025/9/19	千味央厨		解禁 2.11 万股
2025/9/19	绝味食品	湖南省长沙市（15：30）	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注9月7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

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	1516.0	76.10	84.27	91.07	19.9	18.0	16.6
五粮液	买入	127.2	8.46	8.99	9.62	15.0	14.1	13.2
泸州老窖	买入	139.0	9.47	9.84	10.35	14.7	14.1	13.4
山西汾酒	买入	206.3	11.03	12.03	13.04	18.7	17.1	15.8
口子窖	增持	34.3	1.64	1.84	2.02	20.9	18.7	17.0
古井贡酒	增持	170.6	11.14	12.49	13.97	15.3	13.7	12.2
金徽酒	增持	22.2	0.80	0.91	1.06	27.7	24.4	20.9
伊利股份	买入	28.3	1.71	1.84	1.96	16.5	15.4	14.4
新乳业	增持	17.9	0.78	0.92	1.04	23.0	19.5	17.2
双汇发展	增持	25.7	1.51	1.59	1.68	17.0	16.2	15.3
中炬高新	增持	19.0	0.90	1.03	1.13	21.2	18.5	16.8
涪陵榨菜	增持	13.2	0.72	0.78	0.84	18.3	16.9	15.7
海天味业	买入	40.7	1.24	1.41	1.55	32.8	28.8	26.2
西麦食品	增持	22.3	0.77	0.99	1.18	29.0	22.5	18.9
嘉必优	买入	27.0	1.14	1.37	1.64	23.7	19.7	16.5
绝味食品	增持	15.8	1.04	1.11	1.19	15.2	14.3	13.3
煌上煌	增持	13.7	0.14	0.19	0.22	97.6	71.9	62.1
广州酒家	增持	17.6	1.00	1.12	1.22	17.6	15.7	14.4
甘源食品	买入	57.6	2.65	3.23	4.38	21.7	17.8	13.1
劲仔食品	增持	12.4	0.72	0.89	1.13	17.2	13.9	10.9
天味食品	增持	12.0	0.65	0.73	0.82	18.4	16.4	14.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2025年9月12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