



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） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

酒类动销持续改善，低位板块推荐配置

投资建议

白酒：临近中秋&国庆窗口期，渠道反馈仍延续需求环比持续改善基调，近期头部酒企反馈也印证该趋势。我们认为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。我们预计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。

虽动销环比持续改善，但近期主流单品批价表现仍较为羸弱，主要系批价是市场需求撮合的结果。临近旺季，一批商出货回笼现金流的诉求提升，叠加线上化渗透率持续提升&线下终端价格内卷促成交情绪浓郁，最终致使近期主流单品批价表现仍较承压。我们预计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，若中秋&国庆旺季能将当下渠道库存得以明显去化，白酒价盘的压力将能得到明显释放。整体而言，我们建议重视白酒板块的左侧配置契机。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）。

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：伴随着下游新渠道如零食量贩旺季加速开店，魔芋等大单品通过形态和口味变化加速渗透，行业维持高景气度。本周我们发布万辰集团深度报告，持续看好后续开店空间及净利率挖潜空间。对于上游品牌商，新渠道开店可带来的增量预期边际减弱，而大单品影响力有望扩散至全渠道，同时激励更多企业加速创新参与竞争，进而强化消费者培育和复购。推荐万辰集团、盐津铺子、卫龙美味，建议关注劲仔食品进场节奏。

软饮料：高温催化渐近尾声，但健康性、功能性饮料大单品持续渗透，展现出较强的经营韧性，行业景气度拐点向上。今年旺季部分传统品类（含糖茶、果汁、奶茶等）受闪购补贴分流略有承压，而健康性、功能性、大包装品类表现较好，龙头个股具备较强阿尔法。我们预计随着旺季逐步收尾，后续更应关注个股阿尔法，如主业竞争格局稳固、第二曲线贡献弹性的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份新品铺市。

调味品：下游餐饮需求平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。从中报业绩表现来看，龙头海天味业、安琪酵母等个股具备较强的经营韧性，天味食品具备边际改善，核心系行业需求偏刚性、龙头合作新客户同时规模效应持续强化。展望后续，我们看好复合调味品行业增长空间以及餐饮修复带来的业绩弹性。建议重视龙头竞争优势，推荐海天味业、安琪酵母，建议关注颐海国际、天味食品。

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：酒类动销持续改善，低位板块推荐配置.....	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：酒类动销持续改善，低位板块推荐配置

● 酒类板块

我们上修白酒行业景气度至“下行趋缓”，实际上自7月下旬以来已有点状的渠道反馈前期外部风险事件对白酒消费场景的影响环比趋缓，目前临近中秋&国庆窗口期，渠道反馈仍延续需求环比持续改善基调，近期头部酒企反馈也印证该趋势，例如贵州茅台通过华东、西南、东北市场调研反馈8月较6~7月终端动销有所回暖、8月底至今终端动销环比显著增长，今世缘反馈“江苏市场目前同比仍然承压，但环比有所改善”。

我们认为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。我们预计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。

虽动销环比持续改善，但近期主流单品批价表现仍较为羸弱，主要系批价是市场需求撮合的结果：从需求侧看，动销虽环比有所改善但同比仍有缺口；从供给端看，流通市场货量仍较充足。临近旺季，一批商出货回笼现金流的诉求提升，叠加线上化渗透率持续提升&线下终端价格内卷促成交易情绪浓郁，最终致使近期主流单品批价表现仍较承压。我们预计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，若中秋&国庆旺季能将当下渠道库存得以明显去化，白酒价盘的压力将能得到明显释放。

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，短期绍兴促消费政策落地也构成边际催化，后续临近旺季、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：伴随着下游新渠道如零食量贩旺季加速开店，魔芋等大单品通过形态和口味变化加速渗透，行业维持高景气度。本周我们发布万辰集团深度报告，持续看好后续开店空间及净利率挖潜空间。同时本周量贩龙头鸣鸣很忙门店数率先突破2万家，开店速度超预期。同时我们也关注到万辰Q3旺季开店提速，预计年内仍有较大的开店贡献。净利率方面，预计通过规模效应、两强格局稳定、少数股权收回等因素提升。对于上游品牌商，新渠道开店可带来的增量预期边际减弱，而大单品影响力有望扩散至全渠道，同时激励更多企业加速创新参与竞争，进而强化消费者培育和复购。推荐万辰集团、盐津铺子、卫龙美味，建议关注劲仔食品进场节奏。

软饮料：高温催化渐近尾声，但健康性、功能性饮料大单品持续渗透，展现出较强的经营韧性，行业景气度拐点向上。今年旺季部分传统品类（含糖茶、果汁、奶茶等）受闪购补贴分流略有承压，而健康性、功能性、大包装品类表现较好，龙头个股具备较强阿尔法。我们预计随着旺季逐步收尾，后续更应关注个股阿尔法，如主业竞争格局稳固、第二曲线贡献弹性的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份新品铺市。

调味品：下游餐饮需求平淡，居民端结构升级速度放缓，景气度底部企稳。从中报业绩表现来看，龙头海天味业、安琪酵母等个股具备较强的经营韧性，天味食品具备边际改善，核心系行业需求偏刚性、龙头合作新客户同时规模效应持续强化。展望后续，我们看好复



合调味品行业增长空间以及餐饮修复带来的业绩弹性。建议重视龙头竞争优势，推荐海天味业、安琪酵母，建议关注颐海国际、天味食品。

二、行情回顾

本周(9.8-9.12)食品饮料(申万)指数收于17803点(+1.08%)，沪深300指数收于4522点(+1.38%)，上证综指收于3871点(+1.52%)，深证综指收于2462点(+2.36%)，创业板指收于3020点(+2.10%)。

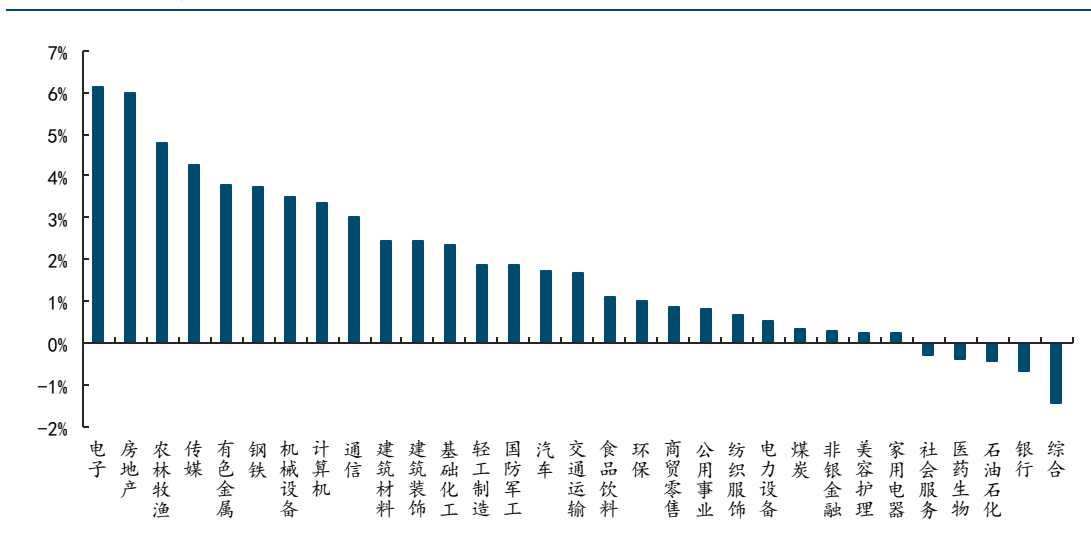
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25年至今涨跌幅
食品饮料	17803	1.08%	-0.87%
沪深300	4522	1.38%	14.92%
上证指数	3871	1.52%	15.48%
深证综指	2462	2.36%	25.80%
创业板指	3020	2.10%	41.04%

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子(+6.15%)、房地产(+5.98%)、农林牧渔(+4.81%)。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

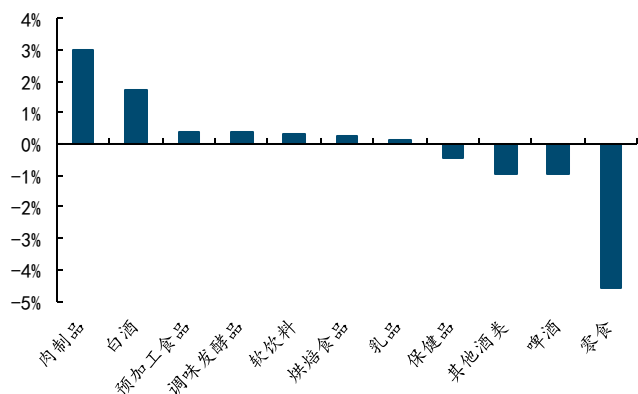


来源：Ifind，国金证券研究所

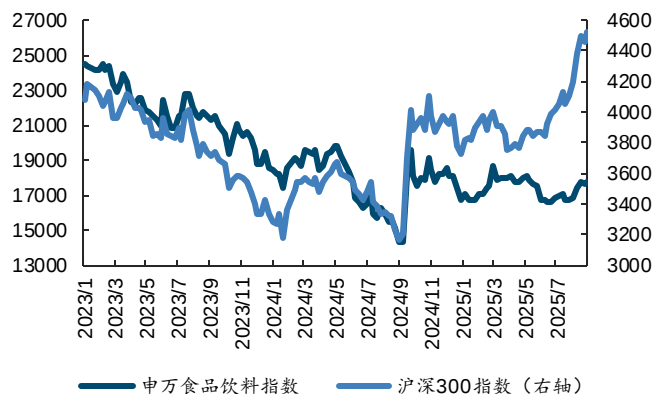
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为肉制品(+2.99%)、白酒(+1.71%)、预加工食品(+0.39%)。



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：ST 西发（+11.07%）、煌上煌（+10.87%）、金字火腿（+10.71%）、酒鬼酒（+5.57%）、西麦食品（+4.94%）等。涨跌幅靠后的为：万辰集团（-11.31%）、会稽山（-7.20%）、紫燕食品（-6.43%）、*ST 岩石（-4.68%）、妙可蓝多（-4.40%）等。

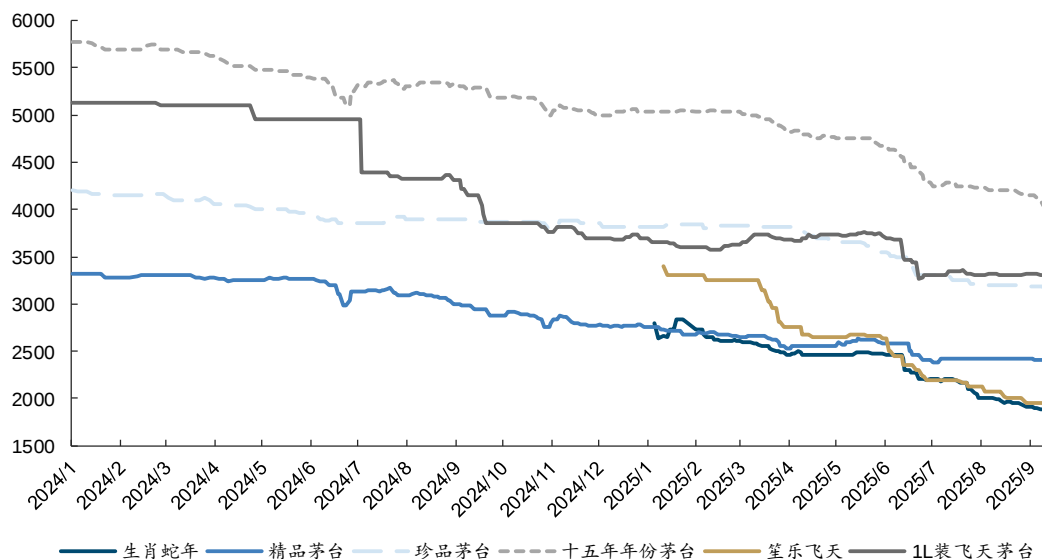
图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
ST 西发	11.07	万辰集团	-11.31
煌上煌	10.87	会稽山	-7.20
金字火腿	10.71	紫燕食品	-6.43
酒鬼酒	5.57	*ST 岩石	-4.68
西麦食品	4.94	妙可蓝多	-4.40
龙大美食	4.50	*ST 兰黄	-4.39
欢乐家	4.01	燕京啤酒	-3.61
古井贡酒	3.78	来伊份	-3.38
华统股份	3.63	元祖股份	-3.15
庄园牧场	3.40	盐津铺子	-3.03

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 13 日)

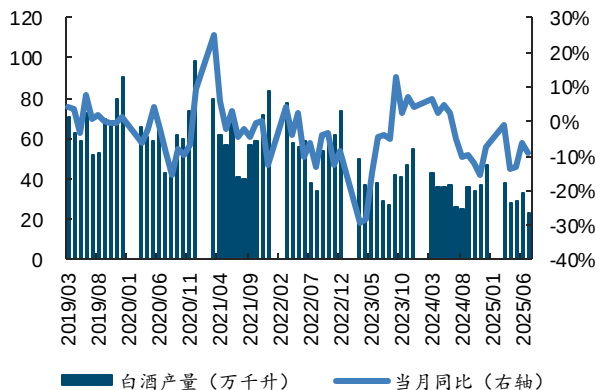
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

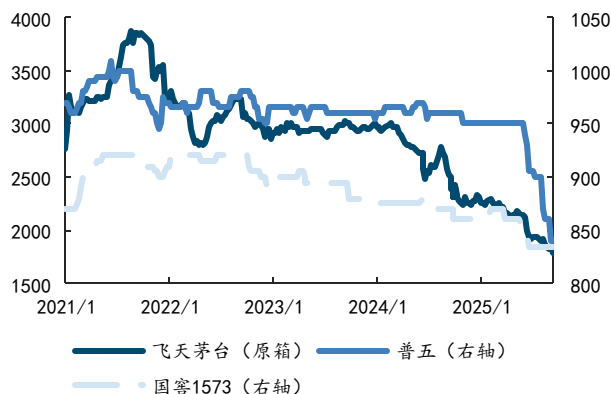
2025 年 7 月, 全国白酒产量 23.6 万千升, 同比-8.9%。

据今日酒价, 9 月 13 日, 飞天茅台整箱 9010 元 (环周-45 元), 散瓶批价 1780 元 (环周-40 元), 普五批价 840 元 (环周持平), 高炉原浆价 835 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 7 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 9 月 13 日)

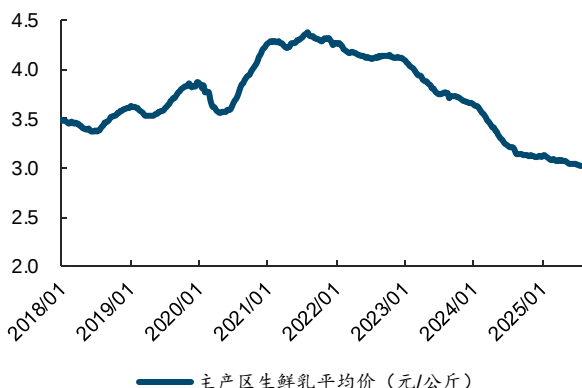
■ 乳制品板块

2025 年 9 月 5 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.03 元/公斤, 同比-3.50%, 环比+0.30%。

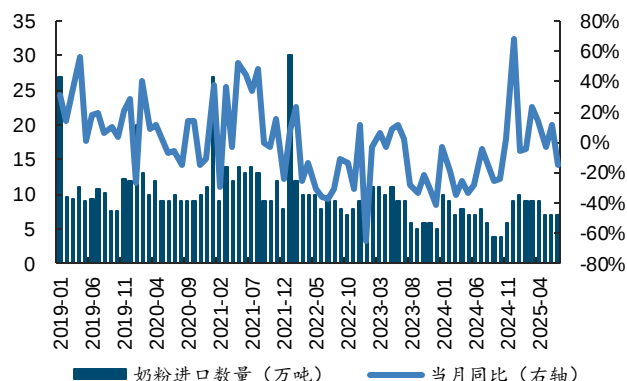
2025 年 1~7 月, 我国累计进口奶粉 57.0 万吨, 累计同比+1.6%; 累计进口金额为 43.41 亿美元, 累计同比+14.8%。其中, 单 6 月进口奶粉 7.0 万吨, 同比-15.0%; 进口金额 6.69 亿元, 同比+6.6%。



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 5 日）

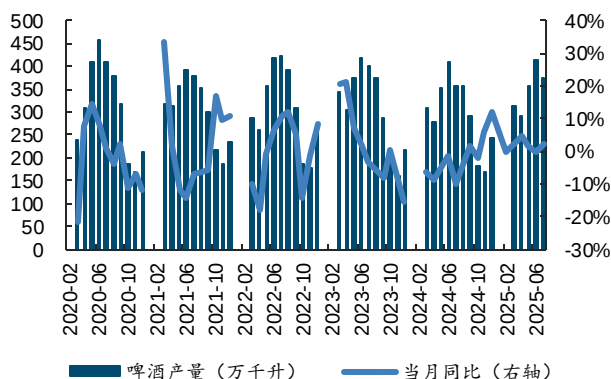
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 7 月）

■ 啤酒板块

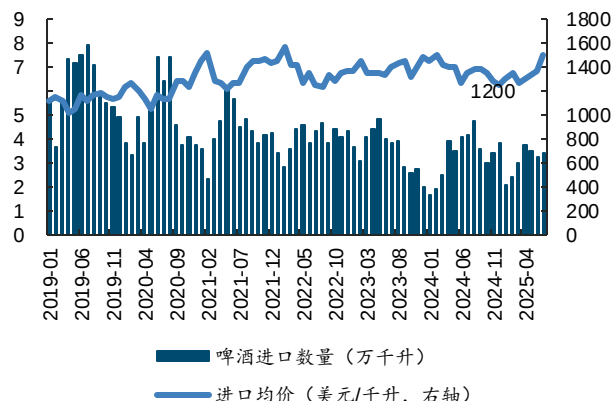
2025 年 7 月，我国啤酒产量为 374.1 万千升，同比+1.9%。

2025 年 1~7 月，我国累计进口啤酒数量为 21.30 万千升，同比-1.5%；进口金额 2.87 亿美元，同比-3.8%。其中，单 7 月进口数量 3.42 万千升，同比-17.5%；进口金额 0.51 亿美元，同比-9.2%。

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 7 月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 7 月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

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%。（微酒）

国家统计局数据显示，2025 年 8 月份，全国居民消费价格同比下降 0.4%。其中，城市下降 0.3%，农村下降 0.6%；食品价格下降 4.3%，非食品价格上涨 0.5%；消费品价格下降 1.0%，服务价格上涨 0.6%。1—8 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。2025 年 8 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.9%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，环比由下降 0.2%转为持平。工业生产者购进价格同比下降 4.0%，环比持平。1—8 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.9%，工业生产者购进价格下降 3.3%。（糖酒快讯）

9 月 10 日，珍酒李渡发布公告称，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。（云酒头条）

■ 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15日	中炬高新	2025年第三次临时股东大会
9月15日	春雪食品	2025年第二次临时股东大会
9月15日	燕塘乳业	2025年第二次临时股东大会
9月15日	ST西发	2025年第二次临时股东大会
9月15日	莫高股份	2025年第二次临时股东大会
9月15日	贝因美	2025年第二次临时股东大会
9月16日	味知香	2025年第一次临时股东大会
9月16日	张裕A	2025年第二次临时股东大会
9月16日	ST加加	2025年第二次临时股东大会
9月16日	黑芝麻	2025年第三次临时股东大会
9月15日	燕塘乳业	2025年第二次临时股东大会
9月16日	莲花控股	2025年第三次临时股东大会
9月16日	佳隆股份	2025年第二次临时股东大会
9月17日	惠发食品	2025年第一次临时股东大会
9月18日	万辰集团	2025年第三次临时股东大会
9月18日	水井坊	2025年第一次临时股东大会
9月19日	山西汾酒	2025年第二次临时股东大会
9月19日	绝味食品	2025年第二次临时股东大会
9月23日	泉阳泉	2025年第二次临时股东大会
9月25日	*ST兰黄	2025年第四次临时股东大会
9月25日	海天味业	2025年第一次临时股东大会
9月26日	百合股份	2025年第一次临时股东大会
9月26日	庄园牧场	2025年第一次临时股东大会
9月26日	五芳斋	2025年第二次临时股东大会
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

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
 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