



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）

liuchenqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

顺周期情绪回暖，关注强 alpha 标的业绩兑现

投资建议

白酒：近期顺周期情绪回升带动白酒板块估值持续修复，此前我们发布 2012~2016 年白酒行业复盘专题，上一轮白酒板块右侧节奏可归纳为：1) 宏观预期改善驱动白酒行业产生叙事逻辑，该阶段以估值修复为主；2) 宏观预期印证与微观基本面体感错配，该阶段以震荡消化估值为主；3) 宏观预期与微观基本面相互印证，此时成为右侧大周期起点。近期飞天茅台等主要单品批价表现相对平稳，基本面尚待改善，因此从节奏层面参考上一轮周期的经验、目前尚处于估值修复的第一阶段，酒企 forward PE 普遍在 20X 内、仍处于周期底部区间，估值修复空间仍较充足。

后续临近中报披露期，市场对于酒企二季度表现业绩持续出清已有相对充足的预期，本身市场更倾向于给予动销定价而非表现。短期经营风险释放不改中长期酒企稳增长的态势，一定程度上 EPS 出清会落地市场对于酒企表现的不确定性担忧、配置情绪有望伴随产业景气修复逐步改善。建议关注白酒底部配置契机，当下或已是行业最承压的阶段，动销、价盘、政策端对市场风偏扰动等因素均有望持续改善。

啤酒：行业在低基数背景下已至旺季，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。我们认为啤酒行业具备潜在高频销量跟踪催化，旺季估值上浮空间可观，中报业绩预期平稳兑现为主，利润端考虑到成本端红利普遍会有一定弹性。

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。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。

休闲零食：下游新渠道持续扩张，新品类逐月兑现高成长，行业维持高景气度。经历此前对于中报预期调整，多数公司估值有所回调，步入性价比布局区间。我们认为新品类魔芋，及新渠道等扩张势能确定性强，全年业绩仍有望稳健兑现。我们依旧看好零食量贩两强开店、净利率提升双重逻辑，店型调改初具成效。另外我们看好魔芋等大单品增长红利，尤其渠道抓取能力强的公司业绩弹性大，持续推荐盐津铺子、卫龙美味，建议关注劲仔食品。

软饮料：高温催化下需求逐步改善，叠加健康化、功能性饮料持续渗透，景气度拐点向上。软饮料内部细分赛道分化较为明显，其中健康性、功能性、大包装品类表现较好，龙头个股具备较强阿尔法。中长期仍看好基本盘稳健增长+第二曲线爆发力强的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注华润饮料、百润股份。

调味品：当前餐饮需求偏弱，居民端结构升级速度放缓，板块景气度底部企稳。对于个股而言，更多的突破点在于持续挖掘下游餐饮、工业等客户需求，加大力度布局健康化、复合化品类。以及在竞争格局相对分散的环境下，持续强化产品、渠道优势，挤压中小品牌，获得更多市场份额。考虑到行业 beta 偏弱，推荐海外市占率提升&糖蜜成本下行，业绩弹性有望释放的安琪酵母，建议关注旺季需求改善&估值处于低位的颐海国际。

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：顺周期情绪回暖，关注强 alpha 标的业绩兑现.....	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）.....	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：顺周期情绪回暖，关注强 alpha 标的业绩兑现

● 酒类板块

近期顺周期情绪回升带动白酒板块估值持续修复，此前我们发布 2012~2016 年白酒行业复盘专题，上一轮白酒板块右侧节奏可归纳为：1) 宏观预期改善驱动白酒行业产生叙事逻辑，该阶段以估值修复为主；2) 宏观预期印证与微观基本面体感错配，该阶段以震荡消化估值为主；3) 宏观预期与微观基本面相互印证，此时成为右侧大周期起点。

目前我们维持白酒行业景气度持续承压，主要系行业在外部风险扰动下动销仍有承压，部分消费场景受到约束、需求端仍待改善，本身淡季会加剧产业对于动销走弱的认知。近期飞天茅台等主要单品批价表现相对平稳，基本面尚待改善，因此从节奏层面参考上一轮周期的经验、目前尚处于估值修复的第一阶段，酒企 forward PE 普遍在 20X 内、仍处于周期底部区间，估值修复空间仍较充足。

后续临近中报披露期，市场对于酒企二季度表现业绩持续出清已有相对充足的预期，本身市场更倾向于给予动销定价而非表现。短期经营风险释放不改中长期酒企稳增长的态势，一定程度上 EPS 出清会落地市场对于酒企表现的不确定性担忧、配置情绪有望伴随产业景气修复逐步改善，且头部酒企春节动销定调不错，淡季动销冲击对全年维度 EPS 的扰动相对有限。

步入下半年，建议持续关注渠道动销反馈，我们预计外部风险对于行业景气度的扰动影响有望环比趋缓、这也是当下预期差所在。建议关注白酒底部配置契机，当下或已是行业最承压的阶段，动销、价盘、政策端对市场风偏扰动等因素均有望持续改善。

配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台等），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）。

此外，亦建议关注啤酒&黄酒赛道的配置契机：

1) 啤酒行业在低基数背景下已至旺季，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。我们认为啤酒行业具备潜在高频销量跟踪催化，旺季估值上浮空间可观，中报业绩预期平稳兑现为主，利润端考虑到成本端红利普遍会有一定弹性。

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。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：下游新渠道持续扩张，新品类逐月兑现高成长，行业维持高景气度。经历此前对于中报预期调整，多数公司估值有所回调，步入性价比布局区间。我们认为新品类魔芋，及新渠道（零食量贩、会员店）等扩张势能确定性较强，全年业绩仍有望稳健兑现。我们依旧看好零食量贩两强开店、净利率提升双重逻辑，店型调改初具成效。另外我们看好魔芋等大单品增长红利，尤其渠道抓取能力强的公司业绩弹性大，持续推荐盐津铺子、卫龙美味，建议关注劲仔食品。

软饮料：高温催化下需求逐步改善，叠加健康化、功能性饮料持续渗透，景气度拐点向上。6 月社零限额以上饮料类单月同比-4.4%，1-6 月累计同比-0.6%，主要系传统品类增长乏力叠加闪购补贴对即饮茶等品类分流。软饮料内部细分赛道分化较为明显，其中健康性、功能性、大包装品类表现较好，龙头个股具备较强阿尔法。本周包装水两强股价持续受益于娃哈哈家族舆论影响，同时我们看到农夫今年稳价盘的策略较为成功，且费用投放较为节制，主要倾斜在东方树叶一元乐享活动及终端堆头陈列等方面，终端拉力显著提升。中长期仍看好基本盘稳健增长+第二曲线爆发力强的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注华润饮料、百润股份。

本周东鹏公布 25 年半年报，单 Q2 实现营收 58.9 亿元，同比+34.1%；实现归母净利润 13.9 亿元，同比+30.8%；实现扣非归母净利润 13.1 亿元，同比+21.2%，业绩落在预告中枢。公司半年报具备核心 3 大看点：

1) 主业基本盘稳健，新品持续验证平台化能力。分产品来看，25Q2 东鹏特饮/补水啦/其他产品分别实现收入 44.60/9.23/5.03 亿元，分别同比+18.8%/190%/61.8%，补水啦月销破 3 个亿，全年翻倍增长可期；其他饮料系果汁茶新品带动（25Q2 环比 Q1 增长 1.28 亿



元)。

2) 分区域来看, 两广区域在新品拉动下持续高增长, 广东大本营依旧维持近 20% 增长, 重点突破区域华北、华东、广西表现强劲。全国化布局加速, 终端网点增至 420 万, 经销商 3200 余家。

3) 2025 年中期公司预计现金分红约 13 亿元, 占净利润 54.7%, 高比例分红体现公司稳健的盈利能力及对股东价值的重视。

全国化稳步推进, 渠道复利持续体现, 看好公司全年业绩高成长+确定性。预计在“双引擎+多品类”多元产品矩阵支撑下, 下半年收入仍可延续高增长态势。利润端, 成本红利叠加费用前置, 有助于充分释放利润潜力。

调味品: 当前餐饮需求偏弱, 居民端结构升级速度放缓, 板块景气度底部企稳。对于个股而言, 更多的突破点在于持续挖掘下游餐饮、工业等客户需求, 加大力度布局健康化、复合化品类。以及在竞争格局相对分散的环境下, 持续强化产品、渠道优势, 挤压中小品牌, 获得更多市场份额。考虑到行业 beta 偏弱, 推荐海外市占率提升&糖蜜成本下行, 业绩弹性有望释放的安琪酵母, 建议关注旺季需求改善&估值处于低位的颐海国际。

二、行情回顾

本周 (7.20-7.25) 食品饮料 (申万) 指数收于 17047 点 (+0.74%), 沪深 300 指数收于 4127 点 (+1.69%), 上证综指收于 3594 点 (+1.67%), 深证综指收于 2201 点 (+2.19%), 创业板指收于 2340 点 (+2.76%)。

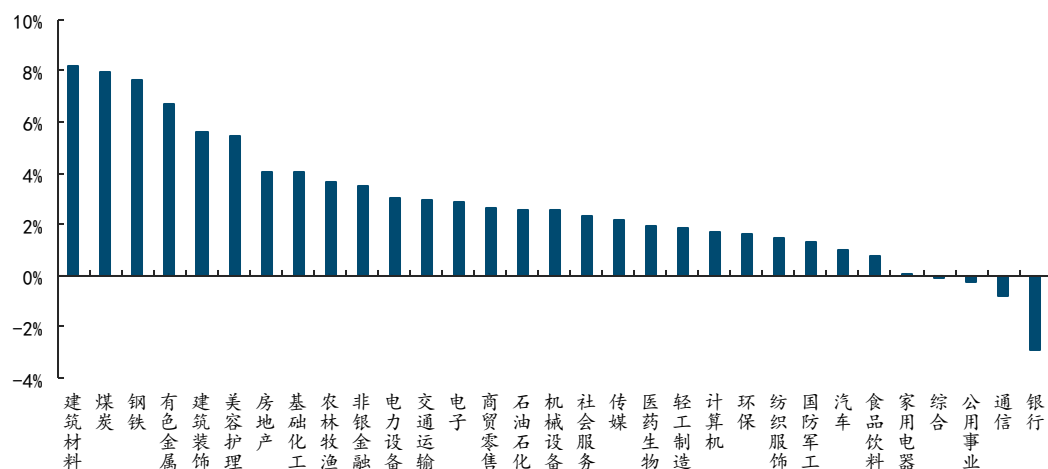
图表1: 周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
食品饮料	17047	0.74%	-5.08%
沪深 300	4127	1.69%	4.89%
上证指数	3594	1.67%	7.22%
深证综指	2201	2.19%	12.44%
创业板指	2340	2.76%	9.27%

来源: Ifind, 国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看, 周度涨跌幅前三为建筑材料 (+8.20%)、煤炭 (+7.98%)、钢铁 (+7.67%)。

图表2: 周度申万一级行业涨跌幅

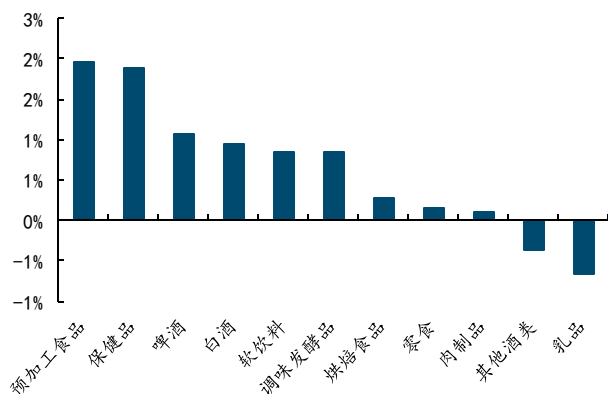


来源: Ifind, 国金证券研究所

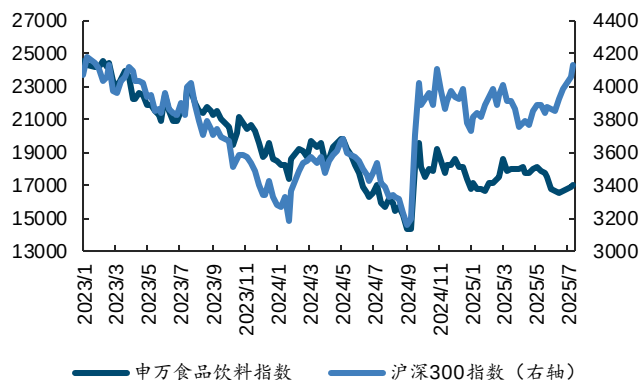
从食品饮料子板块来看, 涨跌幅前三的板块为预加工食品 (+1.97%)、保健品 (+1.88%)、啤酒 (+1.06%)。



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

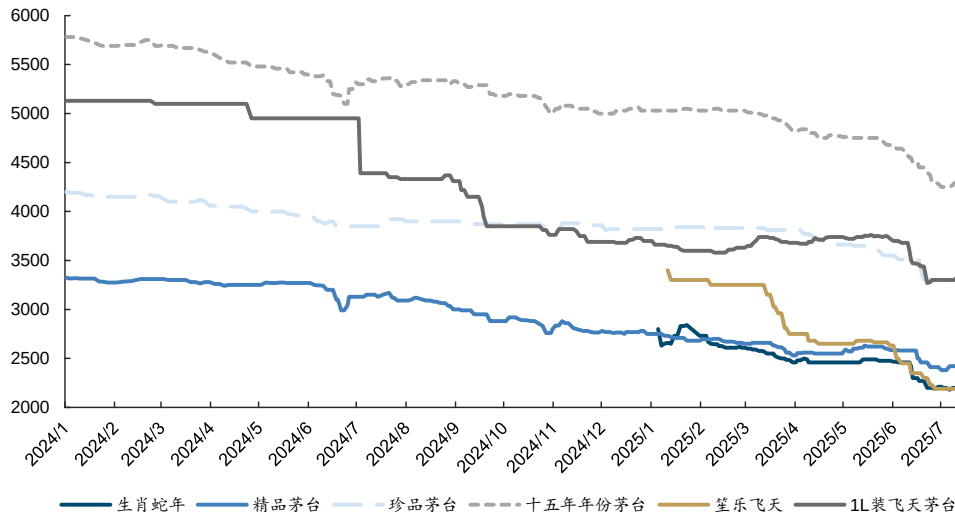
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：ST 西发（+9.89%）、交大昂立（+8.94%）、煌上煌（+7.39%）、天佑德酒（+6.80%）、天润乳业（+5.92%）等。涨跌幅靠后的为：皇氏集团（-9.67%）、西麦食品（-5.63%）、良品铺子（-4.31%）、*ST 岩石（-4.28%）、珠江啤酒（-3.86%）等。

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	9.89	皇氏集团	-9.67
交大昂立	8.94	西麦食品	-5.63
煌上煌	7.39	良品铺子	-4.31
天佑德酒	6.80	*ST 岩石	-4.28
天润乳业	5.92	珠江啤酒	-3.86
味知香	4.63	妙可蓝多	-2.84
千禾味业	4.33	古越龙山	-2.66
燕塘乳业	4.30	皇台酒业	-2.25
五芳斋	3.76	莲花控股	-2.23
迎驾贡酒	3.58	会稽山	-2.12

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 7 月 26 日）



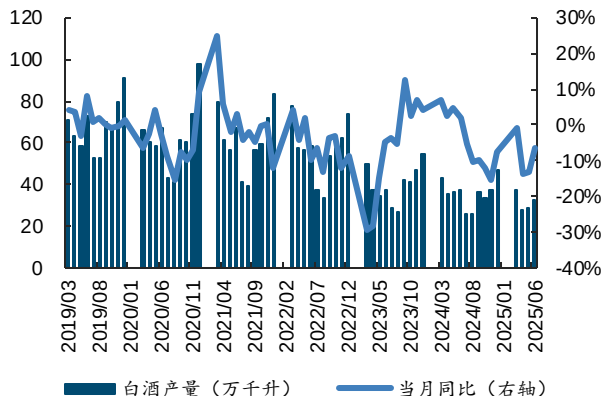
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

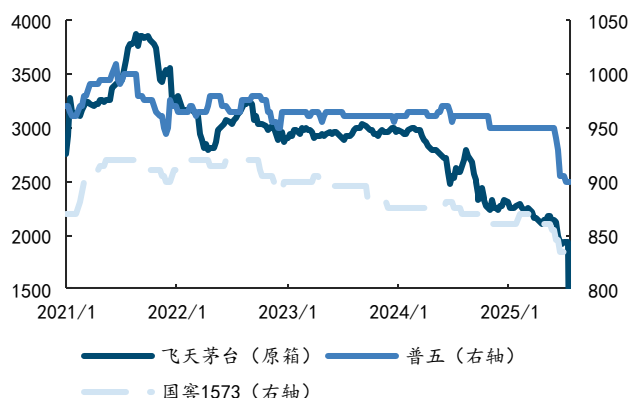
2025 年 6 月，全国白酒产量 33.0 万千升，同比-6.5%。

据今日酒价，7 月 26 日，飞天茅台整箱批价 1915 元（环周-25 元），散瓶批价 1870 元（环周持平），普五批价 900 元（环周持平），高度国窖 1573 批价 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 6 月）

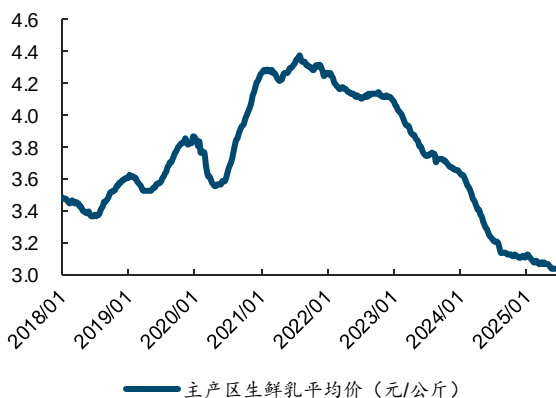
来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 7 月 26 日）

■ 乳制品板块

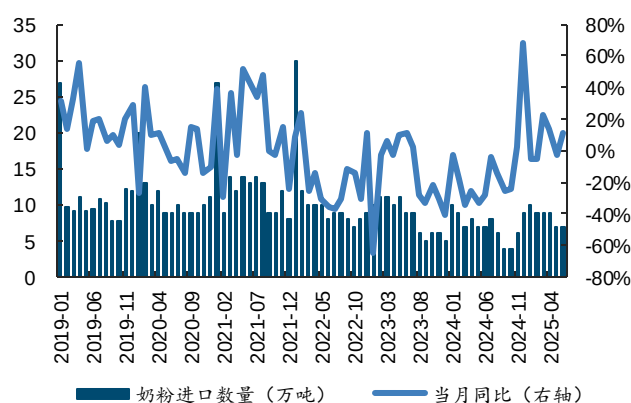
2025 年 7 月 18 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.04 元/公斤，同比-5.90%，环比持平。

2025 年 1~6 月，我国累计进口奶粉 50.0 万吨，累计同比+4.6%；累计进口金额为 36.72 亿美元，累计同比+16.4%。其中，单 6 月进口奶粉 7.0 万吨，同比+11.4%；进口金额 5.93 亿元，同比+17.1%。

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 7 月 18 日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 6 月）

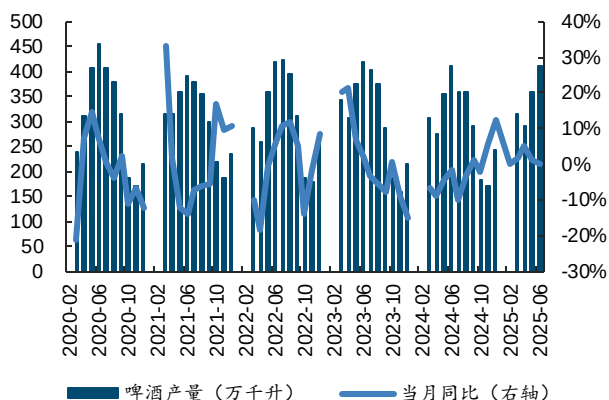
■ 啤酒板块

2025 年 6 月，我国啤酒产量为 412.0 万千升，同比-0.2%。

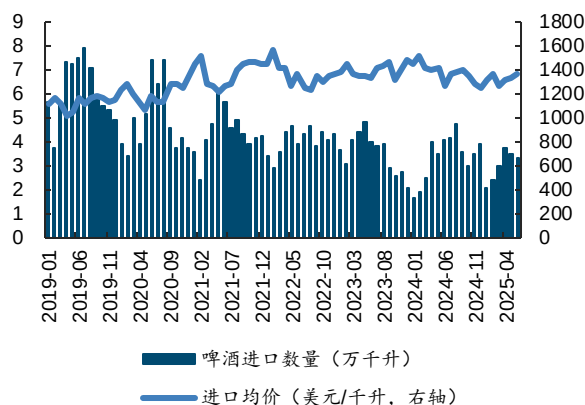
2025 年 1~6，我国累计进口啤酒数量为 17.88 万千升，同比+2.2%；进口金额 2.36 亿美元，同比-2.6%。其中，单 6 月进口数量 3.27 万千升，同比-20.1%；进口金额 0.45 亿美元，同比-13.8%。



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 6 月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 6 月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

7 月 22 日，贵州茅台股份发布公告，公告显示其将与茅台集团共同出资成立贵州茅台酒厂（集团）科学与技术研究院有限责任公司（最终以企业注册登记机关核准登记的名称为准）。其中，茅台股份公司以货币+实物（实验仪器）形式出资 4.9 亿元（占股 49%），茅台集团以货币+实物（科技大楼）形式出资 5.1 亿元（占股 51%）。（微酒）

据泸州白酒价格指数办公室消息，全国白酒价格调查资料显示，7 月中旬全国白酒环比价格总指数为 100.00，保持稳定。从分类指数看，名酒环比价格指数为 100.00，保持稳定；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 100.00，保持稳定。从定基价格指数看，7 月中旬全国白酒商品批发价格定基总指数为 108.34，上涨 8.34%。其中，名酒定基价格指数为 110.38，上涨 10.38%；地方酒定基价格指数为 103.74，上涨 3.74%；基酒定基价格指数为 110.21，上涨 10.21%。（微酒）

7 月 25 日，酒类进出口商分会发布了 2025 年上半年酒类进出口情况。内容显示，由于价格大涨和数量增势扩大，白酒出口在 5 月份出现放缓后再次提速。上半年白酒出口总额达到 5.3 亿美元，增幅 30.9%，较 1-5 月扩大近 23 个点，出口量为 831 万升，增幅稍扩至 7.4%，均价 63.7 美元/升，增幅扩大至 21.9%。其中，中国香港价额大涨，价额涨幅较 1-5 月分别扩大 35 个点和 47 个点，份额超四成，断档领先。（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
7 月 30 日	香飘飘	2025 年第一次临时股东大会
8 月 1 日	天佑德酒	2025 年第一次临时股东大会
8 月 1 日	金达威	2025 年第二次临时股东大会
8 月 1 日	康比特	2025 年第一次临时股东大会
8 月 4 日	妙可蓝多	2025 年第二次临时股东大会
8 月 4 日	仙乐健康	2025 年第三次临时股东大会
8 月 6 日	维维股份	2025 年第二次临时股东大会
8 月 6 日	盖世食品	2025 年第三次临时股东大会
8 月 11 日	安琪酵母	2025 年第三次临时股东大会
8 月 11 日	龙大美食	2025 年第一次临时股东大会
8 月 11 日	东鹏饮料	2025 年第一次临时股东大会
8 月 12 日	张裕 A	2025 年第一次临时股东大会
8 月 14 日	珠江啤酒	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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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