



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）

liuchenchuan@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

业绩窗口期已至，关注底部稳增长板块配置性

投资建议

白酒：市场情绪持续小幅回升，我们认为主要系板块前期估值折价的逐步修复。6月下旬起，舆论层面对正常餐饮消费与违规吃喝间的管控持续纠偏，618线上补贴趋缓后伴随酒企加码价格治理、头部品牌价盘逐步企稳回升（周内原箱飞天茅台批价在1950元左右窄幅波动），市场前期过度悲观的风偏&基本面预期有所修复。

我们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。目前头部白酒酒企估值均已位于16年至今大周期底部，赔率&股息率水平平均不错，且中期维度稳增长刺激预期仍存。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）。

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。目前燕京啤酒、珠江啤酒均已披露中期业绩预告，两者业绩均符合预期，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。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：伴随着魔芋等大单品持续驱动，下游新渠道如零食量贩稳健开店，行业维持高景气度。本周零食板块调整较多，主要系市场对于龙头企业半年报收入增速区间下修。分品类看，1）大单品魔芋在新口味&新渠道的助力下，持续强化终端铺市率，依旧维持高增长，月销表现符合预期。2）其他品类受外部替代品竞争威胁、内部主动优化产品结构等影响增速放缓。展望后续，我们依旧看好大单品增长红利，同时看好具备强渠道抓取能力的公司。

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。近年来软饮料内部增长的核心驱动力主要来自健康性、功能性品类，能量饮料、电解质水、椰子水等品类均已得到验证。针对功能性饮料而言，消费者对于功能依赖度高、品牌认知较为充分，很难被现制茶饮分流。而多数含糖饮料尤其是果汁、有糖茶等容易形成替代关系，因此细分赛道增长空间受到挤压。持续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、百润股份。

调味品：下游餐饮需求表现平淡，居民端结构升级暂缓，行业景气度底部企稳。从人均消费量来看，目前多数基础调味品已趋于饱和，后续增长更多依赖结构升级、餐饮渠道占比提升（餐饮端用量大于居民端）。考虑到行业beta偏弱，推荐海外市占率提升&糖蜜成本下行，业绩弹性大幅释放的安琪酵母，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：业绩窗口期已至，关注底部稳增长板块配置性.....	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.....	7



一、周专题：业绩窗口期已至，关注底部稳增长板块配置性

● 酒类板块

周内白酒板块市场情绪持续小幅回升，我们认为主要系板块前期估值折价的逐步修复。6月下旬起，舆论层面对正常餐饮消费与违规吃喝间的管控持续纠偏，618线上补贴趋缓后伴随酒企加码价格治理、头部品牌价盘逐步企稳回升（周内原箱飞天茅台批价在1950元左右窄幅波动），市场前期过度悲观的风偏&基本面预期有所修复。

短期而言，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、需求端仍待改善，淡季会加剧产业对于动销走弱的认知。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：我们预计原箱飞天茅台批价会在2000元左右趋稳，该价格下既能保持流通端有合适的盈利空间，也能与其他规格飞天保持合理价差。

对于酒企业绩情况，我们预计短期表现仍会延续行业出清+结构性分化的特征，考虑到淡季动销走弱，我们预计二季度行业出清幅度及渗透率较一季度会有所提升，目前酒企普遍减缓了催回款、压库存的执念。我们认为目前市场对短期白酒酒企业绩承压的预期已比较充分，市场更倾向于以动销反馈进行定价。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。

整体而言，我们持续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。目前头部白酒酒企估值均已位于16年至今大周期底部，赔率&股息率水平平均不错，且中期维度稳增长刺激预期仍存。

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。

目前燕京啤酒、珠江啤酒均已披露中期业绩预告，其中燕京啤酒25H1扣非归母净利润9.26-10.00亿元，同比增长25%-35%；珠江啤酒25H1扣非归母净利润5.47-5.95亿元，同比增长15%-25%。两者业绩均符合预期，板块整体建议持续关注。

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，近期会稽山冠名的“仲夏奇趣夜”活动也持续破圈。

● 大众品

休闲零食：伴随着魔芋等大单品持续驱动，下游新渠道如零食量贩稳健开店，行业维持高景气度。渠道方面，进入暑期头部品牌加快开店步伐，单店收入环比修复，Q2业绩预计延续Q1高增长态势，后续转型全品类超市值得期待。本周零食板块调整较多，主要系市场对于龙头企业半年报收入增速区间下修。分品类看，1) 大单品魔芋在新口味&新渠道的助力下，持续强化终端铺市率，依旧维持高增长，月销表现符合预期。2) 其他品类受外部替代品竞争威胁、内部主动优化产品结构等影响增速放缓。展望后续，我们依旧看好大单品增长红利，同时看好具备强渠道抓取能力的公司，持续推荐盐津铺子、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。近年来软饮料内部增长的核心驱动力主要来自健康性、功能性品类，能量饮料、电解质水、椰子水等品类均已得到验证。针对功能性饮料而言，消费者对于功能依赖度高、品牌认知较为充分，很难被现制茶饮分流。而多数含糖饮料尤其是果汁、有糖茶等容易形成替代关系，因此细分赛道增长空间受到挤压。伴随着消费分级出现，部分消费者更加注重性价比，多数老品通过营销活动焕新，大包装、一元乐享、扫码赢红包等形式引导消费者复购，有糖茶、碳酸饮料等大单品仍实现韧性增长。持续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、百润股份。

本周东鹏公布业绩预告，单 Q2 预计实现营收 57.8-59.9 亿元，同比+31.7%~36.5%；实现归母净利润 13.3-14.7 亿元，同比+24.6%~37.8%；实现扣非归母净利润 12.6-14.0 亿元，同比+16.5%~29.4%。Q2 收入增长中枢落在 34%+，收入保持高增长态势，主要系特饮基本盘稳健，预计增速保持在 25%以上。补水啦、果汁茶持续扩张网点，大包装+一元乐享提升复购，预计月销环比提升，新品带来多元增量贡献。Q2 扣非净利率受产品结构+费投节奏扰动，高基数下具备韧性。考虑到冰柜费用集中 Q2 投放，且旺季适当追加冰柜有助于提升单店产出，叠加新品毛利率偏低，预计对扣非净利率具备短期扰动。我们依旧看好公司大单品全国化扩张优势，同时新品逐步补齐产品矩阵，有望借助大包装+性价比差异点持续扩张市场份额。

调味品：下游餐饮需求表现平淡，居民端结构升级暂缓，行业景气度底部企稳。从人均消费量来看，目前多数基础调味品已趋于饱和，后续增长更多依赖结构升级、餐饮渠道占比提升（餐饮端用量大于居民端）。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、复合化调味品。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，业绩弹性大幅释放的安琪酵母，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（7.7-7.11）食品饮料（申万）指数收于 16807 点（+0.84%），沪深 300 指数收于 4015 点（+0.82%），上证综指收于 3510 点（+1.09%），深证综指收于 2117 点（+1.99%），创业板指收于 2207 点（+2.36%）。

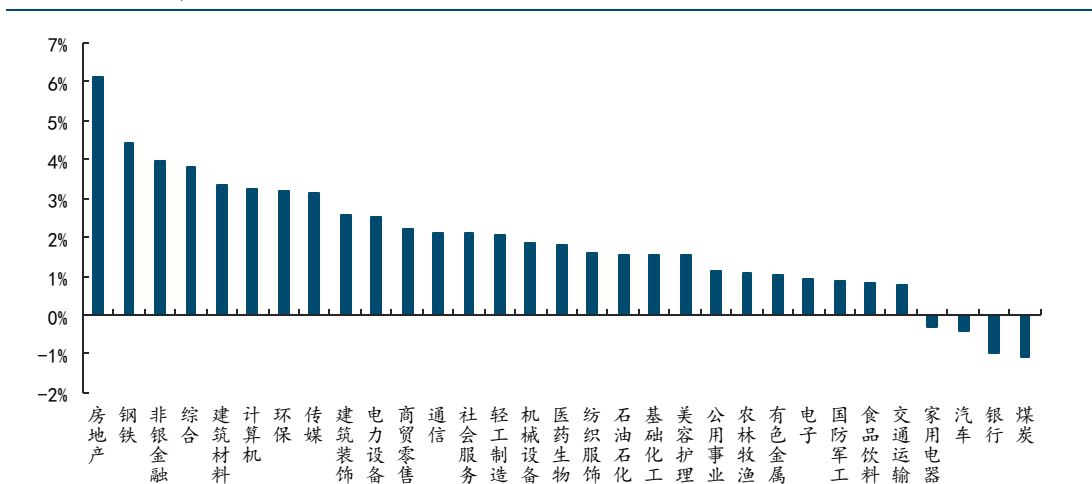
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
食品饮料	16807	0.84%	-6.41%
沪深 300	4015	0.82%	2.03%
上证指数	3510	1.09%	4.73%
深证综指	2117	1.99%	8.15%
创业板指	2207	2.36%	3.06%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为房地产（+6.12%）、钢铁（+4.41%）、非银金融（+3.96%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

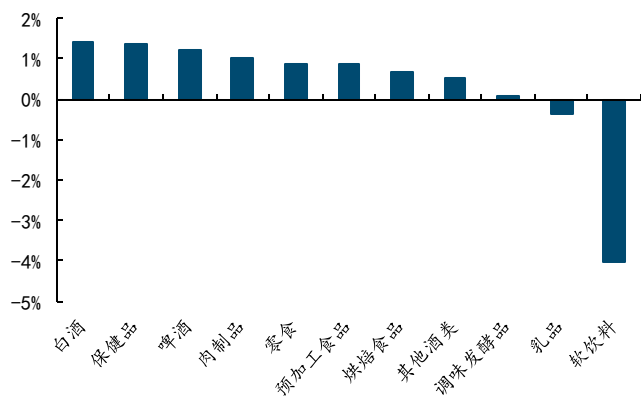


来源：Ifind，国金证券研究所

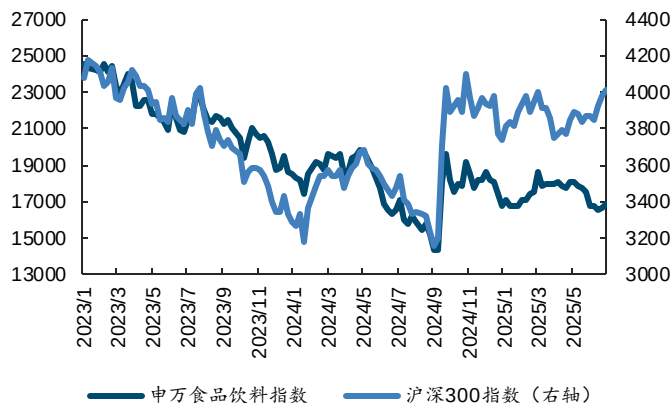
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为白酒（+1.41%）、保健品（+1.37%）、啤酒（+1.21%）。



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：良品铺子（+13.12%）、皇台酒业（+11.87%）、海融科技（+9.91%）、交大昂立（+9.56%）、煌上煌（+8.01%）等。涨跌幅靠后的为：新乳业（-6.63%）、东鹏饮料（-6.30%）、ST 加加（-5.65%）、金达威（-5.22%）、妙可蓝多（-4.90%）等。

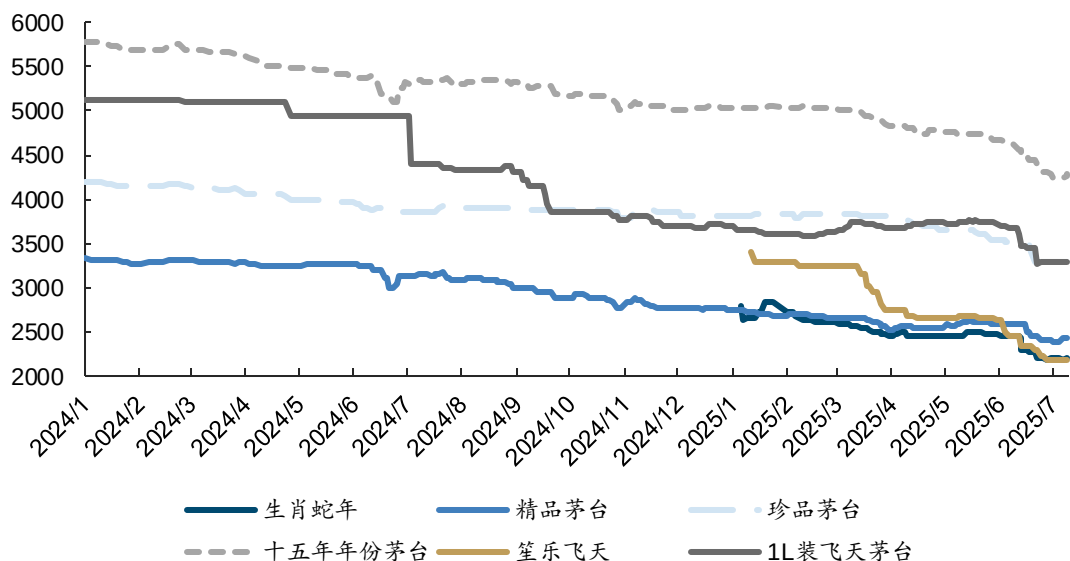
图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
良品铺子	13.12	新乳业	-6.63
皇台酒业	11.87	东鹏饮料	-6.30
海融科技	9.91	ST 加加	-5.65
交大昂立	9.56	金达威	-5.22
煌上煌	8.01	妙可蓝多	-4.90
天润乳业	6.48	有友食品	-4.82
酒鬼酒	5.98	西麦食品	-3.87
莲花控股	5.77	安记食品	-3.54
金种子酒	4.74	盐津铺子	-3.15
欢乐家	4.59	*ST 岩石	-2.62

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 12 日)

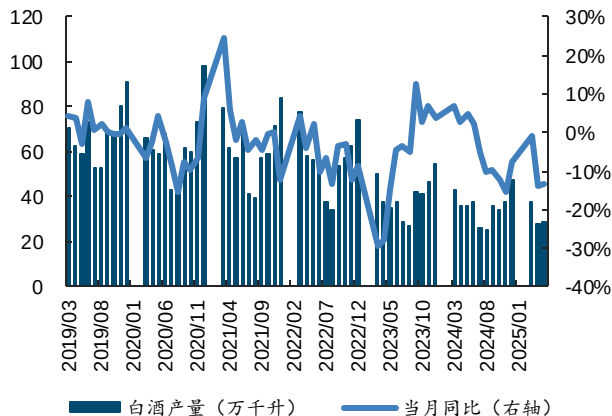
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

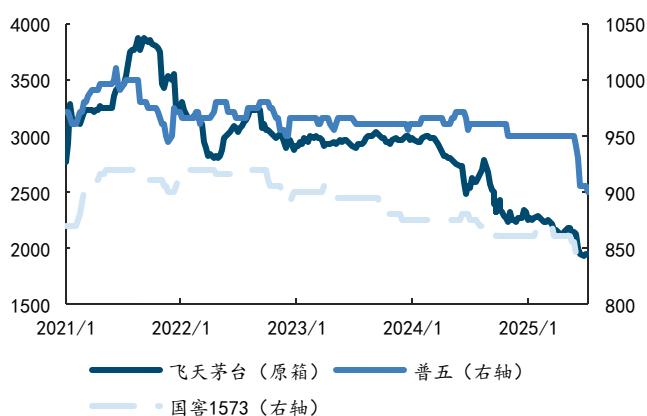
2025 年 5 月, 全国白酒产量 29.1 万千升, 同比-13.4%。

据今日酒价, 7 月 12 日, 飞天茅台整箱批价 1940 元 (环周+5 元), 散瓶批价 1870 元 (环周+10 元), 普五批价 900 元 (环周-5 元), 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 5 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 7 月 12 日)

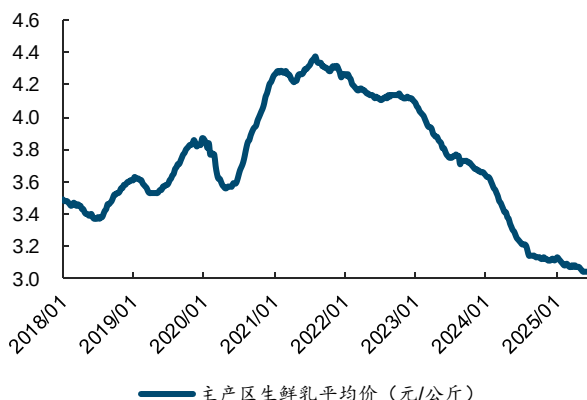
■ 乳制品板块

2025 年 7 月 4 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.04 元/公斤, 同比-6.50%, 环比持平。

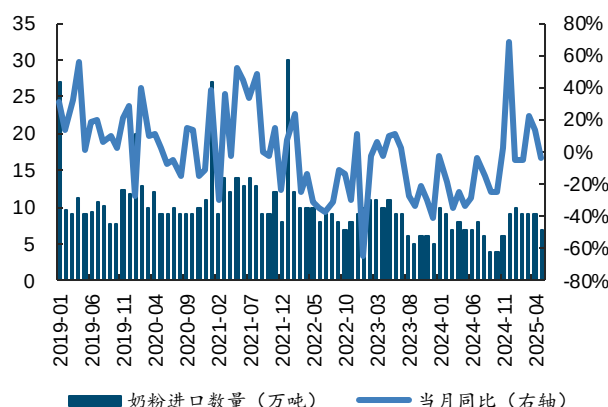
2025 年 1~5 月, 我国累计进口奶粉 42.0 万吨, 累计同比+3.5%; 累计进口金额为 30.79 亿美元, 累计同比+16.3%。其中, 单 5 月进口奶粉 7.0 万吨, 同比-3.3%; 进口金额 6.04 亿元, 同比+4.1%。



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 4 日）

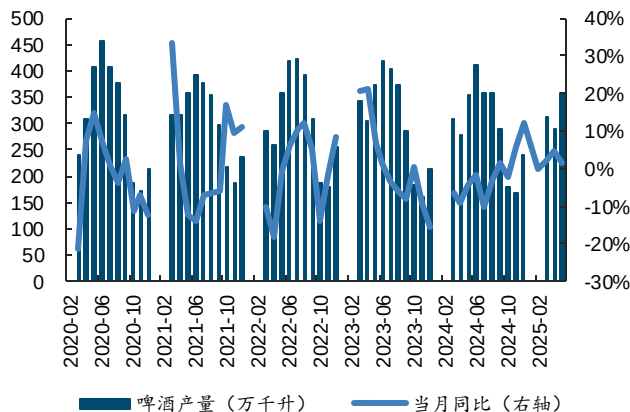
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 5 月）

■ 啤酒板块

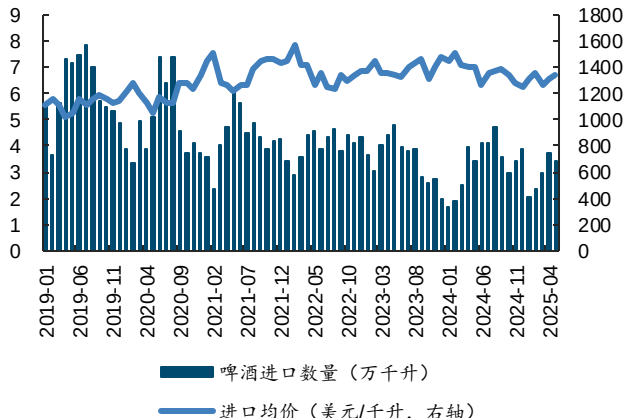
2025 年 5 月，我国啤酒产量为 358.4 万千升，同比+1.3%。

2025 年 1~5 月，我国累计进口啤酒数量为 14.62 万千升，同比+9.1%；进口金额 1.92 亿美元，同比+0.5%。其中，单 5 月进口数量 3.45 万千升，同比+0.3%；进口金额 0.46 亿美元，同比-4.7%。

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 5 月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 5 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 9 日，茅台酱香酒营销有限公司 2025 年半年市场工作会在茅台会议中心召开。2025 年上半年，茅台酱香酒公司完成了既定经营任务。会上，茅台集团党委书记、董事长张德芹表示，2025 年下半年，茅台酱香酒公司坚持信心不减、定力不减、服务不减、投入不减，全力确保完成全年目标任务。（微酒）

7 月 9 日，国家统计局发布的数据显示，6 月，全国居民消费价格同比上涨 0.1%，环比下降 0.1%，其中，6 月，酒类价格同比下降 1.7%，环比下降 0.3%；1-6 月，酒类价格同比下降 2.0%。（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 15 日	皇氏集团	2025 年第二次临时股东大会
7 月 16 日	莲花控股	2025 年第二次临时股东大会



日期	公司	事项
7月16日	金字火腿	2025年第一次临时股东大会
7月21日	洋河股份	2025年第二次临时股东大会
7月23日	均瑶健康	2025年第二次临时股东大会
8月1日	天佑德酒	2025年第一次临时股东大会

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

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 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