



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）
 liuchenqian@gjzq.com.cn

 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
 yetao@gjzq.com.cn

 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）
 chen yujun@gjzq.com.cn

白酒板块持续筑底，大众品关注景气&成本逻辑

投资建议

白酒：近期飞天茅台渠道批价再度回落、原箱批价跌破 1600 元。当前双十一窗口期已经过去，短期飞天茅台、普五等头部单品批价回落主要系渠道出货诉求提升而接货情绪回落，例如前期五粮液执行普五渠道转码政策，经销商通过收货转码可计入当年销售合同，由于批价倒挂、转码政策激发渠道接货情绪，因此前期普五批价有明显承接。此外，近期飞天茅台月度回款执行、前期配货产品到货，致使短期飞天茅台批价回落。

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，动销反馈环比持续改善确定性强、当下正值自上而下政策窗口期，叠加年末资金端有配置再平衡的诉求，我们看好白酒板块的配置价值，短期批价回落等利空消息的影响已经相对较低，市场相对已从更中长期的视角来看待板块的底部价值。

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：受益于下游渠道扩张、推新节奏加快，板块延续高景气。近年来受渠道结构调整、原材料价格高企等影响，行业内部分化加剧，当前市场普遍关注个股 2-3 年成长确定性，比如健康化（低 GI、高蛋白）属性品类魔芋、燕麦仍具备人均食用量提升逻辑。另外各企业与新渠道合作程度不一，小企业具备灵活的拓渠道手段，如定制化、创新性品类切入高势能商超、零食量贩渠道。我们仍看好健康品类发展红利，持续推荐盐津铺子、卫龙美味。

软饮料：进入销售淡季，渠道低库存等待新财年，行业整体略有承压。行业内部仍旧呈现结构性分化态势，东鹏、农夫经营稳健，在各自赛道持续巩固龙头竞争优势，同时积极开发第二曲线，并强化内部渠道协同效果。但多数渠道能力偏弱的小企业依旧承压，一方面系替代品威胁，另一方面系自身市场竞争加剧。展望后续，我们仍看好龙头企业平台化能力，关注东鹏饮料、农夫山泉回调机会，及百润股份新品动销表现。

调味品：下游餐饮需求环比改善、居民端需求平稳、景气度底部企稳。本周我们发布安琪酵母公司深度，看好公司十五五计划期间产能扩张，海外市占率提升，以及原材料&折旧费用阶段性进入下降周期。本周糖蜜报价降幅超预期，回落至 1000 元/吨以内，我们看好公司 26 年成本改善叠加折旧阶段性过高峰带来的利润弹性。同时建议关注餐饮链边际改善，10 月以来龙头企业普遍反馈出货好于 Q3，我们认为主要系库存偏低叠加旺季催化，动销持续性仍等待 Q4 业绩验证，持续推荐股息率打底&餐饮修复弹性大的颐海国际。

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：白酒板块持续筑底，大众品关注景气&成本逻辑.....	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：白酒板块持续筑底，大众品关注景气&成本逻辑

● 酒类板块

本周贵州茅台召开临时股东大会，会上公司对经营策略表述如下：1) 公司抓牢发展机遇的信心仍在，未来会始终遵循“四个服从”（产量服从质量、成本服从质量、效益服从质量、速度服从质量），不会“唯指标论”，不会违背市场规律强压指标，更不会损害投资者、渠道商和消费者的权益，同时会不断提升市值管理能力，坚持稳定的现金分红政策。2) 在销售端，产品的投放量则主要取决于不同时期的市场承载量，维护好渠道的韧性和市场稳定是茅台的重中之重。在当前行业调整期，公司将根据市场承载量科学决策投放节奏。

近期飞天茅台渠道批价再度回落、原箱批价跌破 1600 元。当前双十一窗口期已经过去，短期飞天茅台、普五等头部单品批价回落主要系渠道出货诉求提升而接货情绪回落，例如前期五粮液执行普五渠道转码政策，经销商通过收货转码可计入当年销售合同，由于批价倒挂、转码政策激发渠道接货情绪，因此前期普五批价有明显承接。此外，近期飞天茅台月度回款执行、前期配货产品到货，致使短期飞天茅台批价回落。

我们维持此前的判断，即当下至 26 年春节前是行业价盘最为承压的时期，市场对白酒行业价盘的悲观预期有望环比修正，进一步夯实市场对白酒行业筑底的认知。核心考虑因素是目前渠道已经处于亏运营成本甚至亏毛利的状态，从产业经营范式的角度该状态持续性并不强。

我们持续看好白酒板块的配置价值，短期维持白酒行业景气度“下行趋缓”，但行业景气度最为承压的时期已经过去，外部因素对消费场景的约束将持续趋缓。从修复节奏来看，我们预计 26 年春节白酒动销同比跌幅或进一步收窄，主要考虑“禁酒令”等外部风险事件对白酒消费场景的影响有望持续改善，且春节礼赠、聚饮等需求相对会更刚性。

考虑到此轮周期的动销底逐步探明，表观业绩压力正加速释放，动销反馈环比持续改善确定性强、当下正值自上而下政策窗口期，叠加年末资金端有配置再平衡的诉求，我们看好白酒板块的配置价值，短期批价回落等利空消息的影响已经相对较低，市场相对已从更中长期的视角来看待板块的底部价值。

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、餐饮链后续修复的置信度较强，本身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，当下正值旺季、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：受益于下游渠道扩张、推新节奏加快，板块延续高景气。近年来受渠道结构调整、原材料价格高企等影响，行业内部分化加剧，当前市场普遍关注个股 2-3 年成长确定性，比如健康化（低 GI、高蛋白）属性品类魔芋、燕麦仍具备人均食用量提升逻辑。另外各企业与新渠道合作程度不一，小企业具备灵活的拓渠道手段，如定制化、创新性品类切入高势能商超、零食量贩渠道。我们仍看好健康品类发展红利，持续推荐盐津铺子、卫龙美味。

软饮料：进入销售淡季，渠道低库存等待新财年，行业整体略有承压。行业内部仍旧呈现结构性分化态势，东鹏、农夫经营稳健，在各自赛道持续巩固龙头竞争优势，同时积极开发第二曲线，并强化内部渠道协同效果。但多数渠道能力偏弱的小企业依旧承压，一方面系替代品威胁，另一方面系自身市场竞争加剧。展望后续，我们仍看好龙头企业平台化能力，关注东鹏饮料、农夫山泉回调机会，及百润股份新品动销表现。

调味品：下游餐饮需求环比改善、居民端需求平稳、景气度底部企稳。本周我们发布安琪酵母公司深度，看好公司十五五计划期间产能扩张，海外市占率提升，以及原材料&折旧



费用阶段性进入下降周期。本周糖蜜报价降幅超预期，回落至 1000 元/吨以内，我们看好公司 26 年成本改善叠加折旧阶段性过高峰带来的利润弹性。同时建议关注餐饮链边际改善，10 月以来龙头企业普遍反馈出货好于 Q3，我们认为主要系库存偏低叠加旺季催化，动销持续性仍等待 Q4 业绩验证，持续推荐股息率打底&餐饮修复弹性大的颐海国际。

二、行情回顾

本周（11.24~11.28）食品饮料（申万）指数收于 17110 点（+0.07%），沪深 300 指数收于 4527 点（+1.64%），上证综指收于 3889 点（+1.40%），深证综指收于 2454 点（+3.52%），创业板指收于 3053 点（+4.54%）。

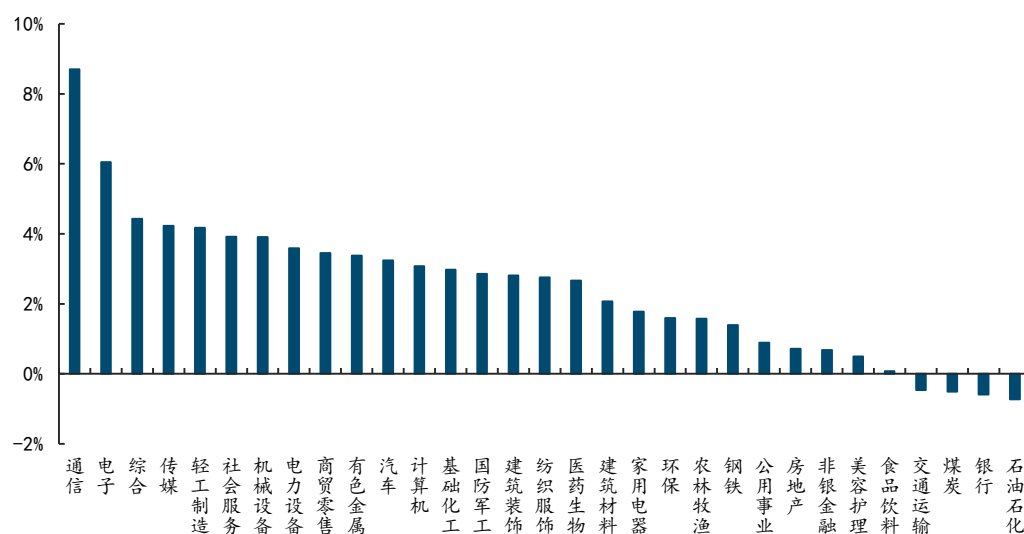
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
食品饮料	17110	0.07%	-4.72%
沪深 300	4527	1.64%	15.04%
上证指数	3889	1.40%	16.02%
深证综指	2454	3.52%	25.36%
创业板指	3053	4.54%	42.54%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为通信（+8.70%）、电子（+6.05%）、综合（+4.43%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

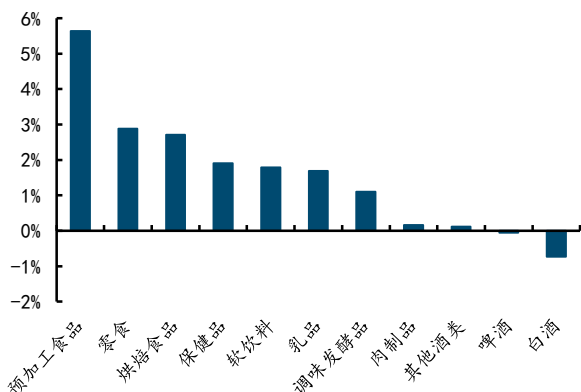


来源：Ifind，国金证券研究所

从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为预加工食品（+5.64%）、零食（+2.88%）、烘焙食品（+2.71%）。



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

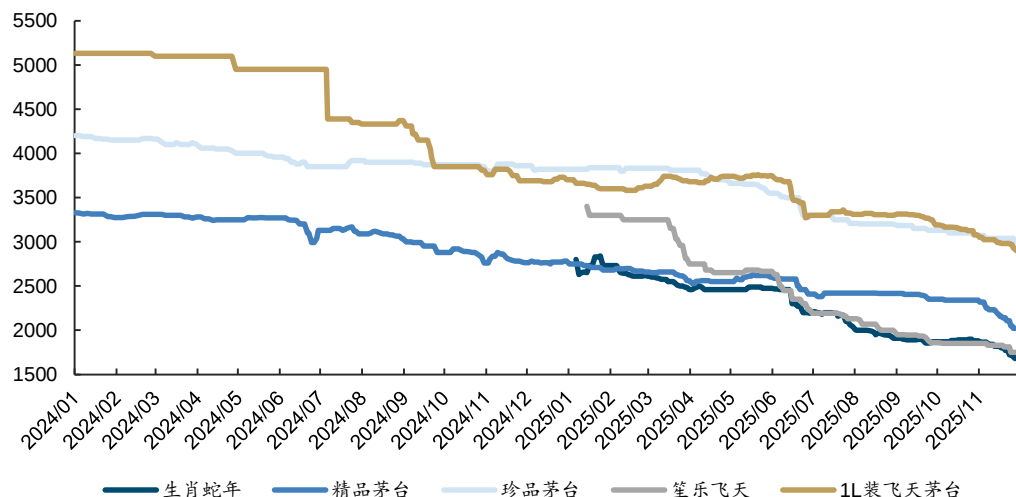
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：海欣食品（+45.38%）、佳隆股份（+16.29%）、燕塘乳业（+15.25%）、阳光乳业（+13.83%）、安记食品（+12.50%）等。涨跌幅靠后的为：*ST 岩石（-11.03%）、南侨食品（-7.35%）、华统股份（-5.36%）、百润股份（-2.45%）、盐津铺子（-2.21%）等。

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 (%)
海欣食品	45.38	*ST 岩石	-11.03
佳隆股份	16.29	南侨食品	-7.35
燕塘乳业	15.25	华统股份	-5.36
阳光乳业	13.83	百润股份	-2.45
安记食品	12.50	盐津铺子	-2.21
麦趣尔	11.25	五粮液	-1.53
皇氏集团	9.75	青岛啤酒	-1.46
熊猫乳品	9.33	洽洽食品	-1.41
味知香	8.72	口子窖	-1.38
有友食品	7.85	洋河股份	-1.12

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 11 月 29 日）



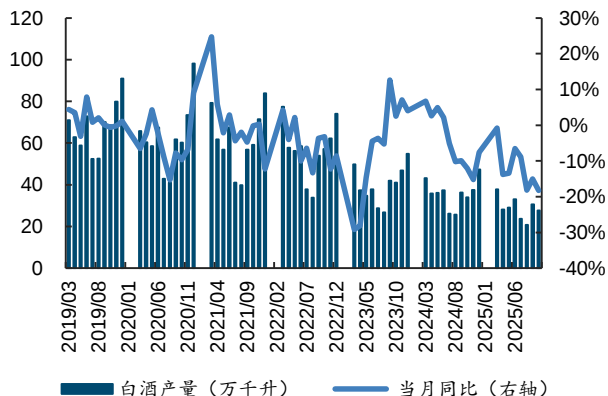
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

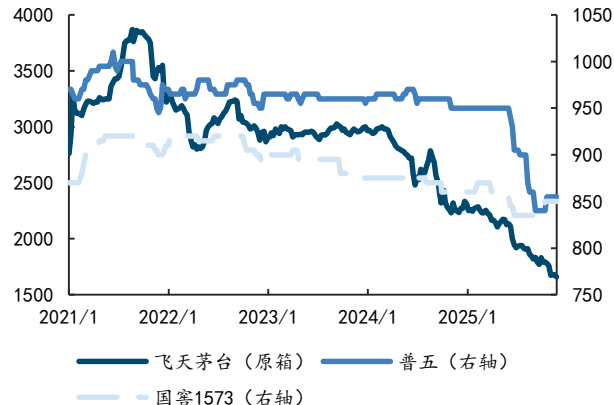
2025 年 10 月，全国白酒产量 27.6 万千升，同比-18.3%。

据今日酒价，11 月 29 日，飞天茅台整箱批价 1595 元（环周-65 元），散瓶批价 1580 元（环周-70 元），普五批价 850 元（环周-5 元），高度国窖 1573 批价 850 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 10 月）

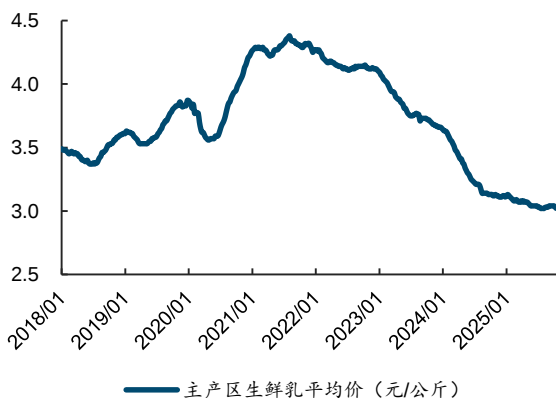
来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 11 月 29 日）

■ 乳制品板块

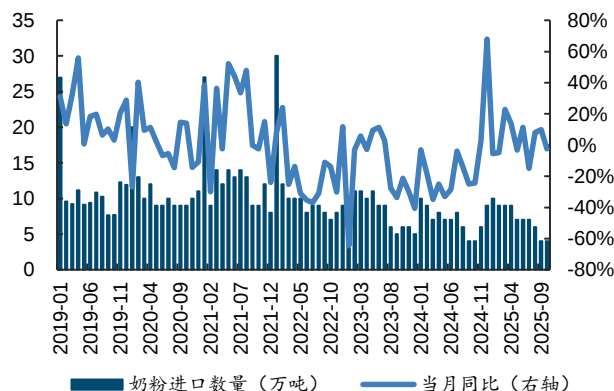
2025 年 11 月 21 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.03 元/公斤，同比-3.20%，环比持平。

2025 年 1~10 月，我国累计进口奶粉 71.0 万吨，累计同比+2.4%；累计进口金额为 59.50 亿美元，累计同比+14.3%。其中，单 10 月进口奶粉 4.0 万吨，同比-2.5%；进口金额 4.81 亿元，同比+1.6%。

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 11 月 21 日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 10 月）

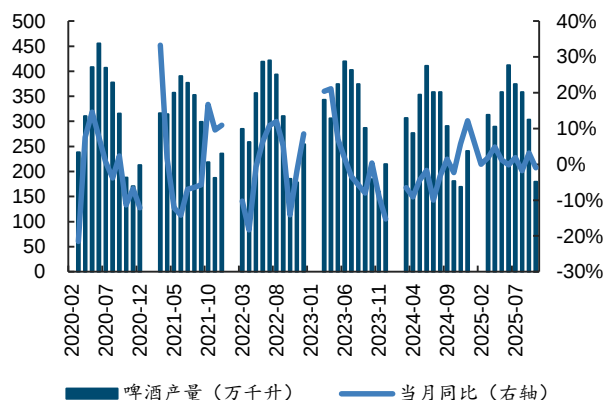
■ 啤酒板块

2025 年 10 月，我国啤酒产量为 179.4 万千升，同比-1.0%。

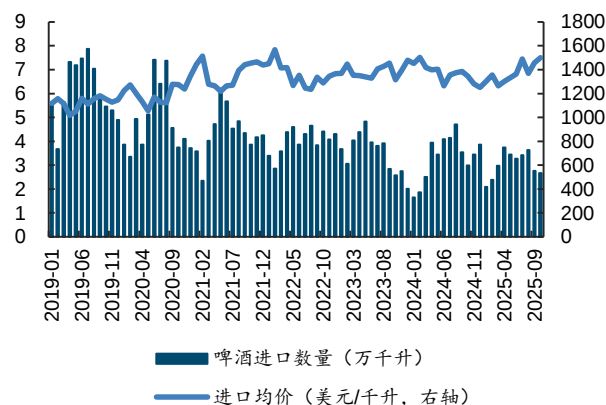
2025 年 1~10 月，我国累计进口啤酒数量为 30.36 万千升，同比-7.6%；进口金额 4.17 亿美元，同比-7.8%。其中，单 10 月进口数量 2.67 万千升，同比-10.7%；进口金额 0.40 亿美元，同比-0.4%。



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 10 月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至 25 年 10 月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

近日, 国家统计局网站发布了 9 月份规模以上工业企业生产数据, 数据显示, 当月酒、饮料和精制茶制造业工业增加值同比增长 0.8%, 1-9 月累计同比增长 3.0%。其中酒类 3 个主要产品(白酒、啤酒、葡萄酒)仅啤酒同比保持上涨。(微酒)

11 月 25 日, 工业和信息化部、国家发展改革委、商务部、文化和旅游部、中国人民银行、市场监管总局六大部门印发《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》《方案》部署了 5 方面 19 项重点任务。(微酒)

据郎酒股份微信公众号消息, 11 月 27 日, 第 23 届年度管理大会在北京举办。活动现场, 郎酒集团董事长汪俊林表示, 白酒是一个关于时间价值的产业, 品质是产业的底线: 坚持品质主义, 郎酒用 20 余年积累, 达成 7.2 万吨产能、30 万吨优质酱酒贮存量, 站上了行业内数一数二的高度; 坚持长期主义, 郎酒严格执行“存十卖一”产销原则, 根据 30 万吨贮存量, 次年销售投放计划不超过 3 万吨, 确保郎酒品质越来越好。(微酒)

11 月 22 日, 歪马送酒官方消息显示, 10 月, 歪马送酒在全国新开门店 60+家, 服务版图新增天津市、贵州省两大区域, 至此, 歪马送酒全国门店总数已突破 2100 家, 其中加盟店数量占超一半。(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
12 月 1 日	南侨食品	2025 年第一次临时股东大会
12 月 1 日	万辰集团	2025 年第七次临时股东大会
12 月 1 日	皇台酒业	2025 年第一次临时股东大会
12 月 2 日	张裕 A	2025 年第三次临时股东大会
12 月 2 日	会稽山	2025 年第一次临时股东大会
12 月 2 日	洽洽食品	2025 年第三次临时股东大会
12 月 4 日	重庆啤酒	2025 年第二次临时股东大会
12 月 5 日	熊猫乳品	2025 年第二次临时股东大会
12 月 9 日	莲花控股	2025 年第四次临时股东大会
12 月 10 日	水井坊	2025 年第二次临时股东大会
12 月 10 日	一鸣食品	2025 年第二次临时股东大会
12 月 15 日	双汇发展	2025 年第一次临时股东大会
12 月 15 日	光明乳业	2025 年第二次临时股东大会
12 月 15 日	骑士乳业	2025 年第二次临时股东大会



日期	公司	事项
12月15日	*ST 椰岛	2025 年第一次临时股东大会
12月16日	ST 加加	2025 年第四次临时股东大会

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