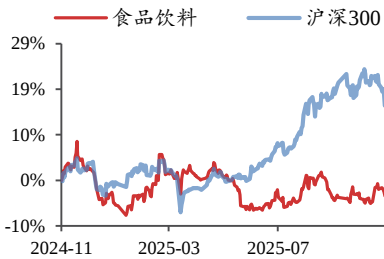


食品饮料

2025 年 11 月 23 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《10 月社零增速延续回落，部分消费结构性回暖——行业点评报告》-2025.11.17

《消费板块共振上涨，消费行业结构性回暖——行业周报》-2025.11.16

《底部布局，柳暗花明——行业投资策略》-2025.11.14

乳制品供需拐点可期，三大机会驱动行业成长

——行业周报

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张思敏（分析师）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790525080001

● 核心观点：乳制品已有改善信号，龙头标的具备配置价值

11 月 17 日-11 月 21 日，食品饮料指数跌幅为 1.4%，一级子行业排名第 3，跑赢沪深 300 约 2.3pct，子行业中乳品（+0.8%）、其他食品（+0.0%）、白酒（-0.6%）表现相对领先。个股方面，南侨食品、伊利股份、古井贡酒涨幅领先；三元股份、安记食品、欢乐家跌幅居前。我们认为 2026 年可能成乳制品行业供需拐点，当前处于左侧布局良机。行业基本面已接近底部，当前液奶需求跌幅收窄，牧场奶牛存栏量下降推动供需改善，奶价下跌节奏放缓，预计 2026 年奶价可能止跌回升，液奶量价有望同步回暖。成本端红利消退或将缓解价格战，乳企促销力度下降，毛销差改善逻辑明确。我们判断未来行业核心机会集中于功能营养产品、深加工产品及海外市场三大方向：（1）功能营养产品成消费升级核心载体，精准营养、特定功效需求爆发，益生菌乳、高蛋白乳等产品渗透率快速提升，头部品牌聚焦母婴、老年等细分人群实现差异化突破。（2）深加工产品延伸产业链价值，奶酪、乳清蛋白等品类快速增长，推动乳制品从“初级加工”向“高附加值加工”转型。（3）海外市场打开增长新空间，东南亚等新兴市场乳制品需求空间较广，国内龙头依托成本优势布局海外产能，通过并购当地品牌或代工模式切入市场。此外，低温液奶、婴配粉等传统优势品类可与三大核心机会协同，形成“国内深耕+海外拓展”的双线增长格局。竞争格局分化下，龙头与特色企业均具投资价值。伊利、蒙牛凭借全品类布局与渠道优势占领多数市场份额，通过产业链整合巩固优势；区域乳企聚焦低温奶等细分市场，依托本地化服务实现突围。渠道变革催生新增长点，社区团购、即时零售等新兴渠道成新品推广关键。建议关注牧场与乳制品加工龙头的投资机会，受益标的包括优然牧业、伊利股份、蒙牛乳业等。

● 推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、卫龙美味

（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）卫龙美味：随着新品铺市，面制品下滑情况将得到缓解，同时魔芋单品持续高速增长，基本盘稳定。豆制品可能打开第三增长曲线，以及海外市场具备较大空间。

● 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：乳制品已有改善信号，龙头标的具备配置价值.....	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落	4
4、酒业数据新闻：茅台酱香酒启动“年会季”营销.....	6
5、备忘录：关注 11 月 27 日舍得酒业召开股东大会	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1： 食品饮料跌幅 1.4%，排名 3/28	3
图 2： 乳品、其他食品、白酒表现相对领先.....	3
图 3： 南侨食品、伊利股份、古井贡酒涨幅领先.....	4
图 4： 三元股份、安记食品、欢乐家跌幅居前.....	4
图 5： 2025 年 11 月 18 日全脂奶粉中标价同比-9.8%	4
图 6： 2025 年 11 月 14 日生鲜乳价格同比-2.9%	4
图 7： 2025 年 11 月 22 日猪肉价格同比-24.3%	5
图 8： 2025 年 9 月生猪存栏数量同比+2.3%	5
图 9： 2025 年 9 月能繁母猪数量同比-0.7%	5
图 10： 2025 年 11 月 21 日白条鸡价格同比-1.9%	5
图 11： 2025 年 10 月进口大麦价格同比+3.2%	5
图 12： 2025 年 10 月进口大麦数量同比+22.3%	5
图 13： 2025 年 11 月 21 日大豆现货价同比+0.1%	6
图 14： 2025 年 11 月 13 日豆粕平均价同比-2.4%	6
图 15： 2025 年 11 月 21 日柳糖价格同比-9.5%	6
图 16： 2025 年 11 月 14 日白砂糖零售价同比+0.3%	6
表 1： 最近重大事件备忘录：关注 11 月 27 日舍得酒业召开股东大会	7
表 2： 关注 11 月 16 日发布的行业周报.....	7
表 3： 重点公司盈利预测及估值	8

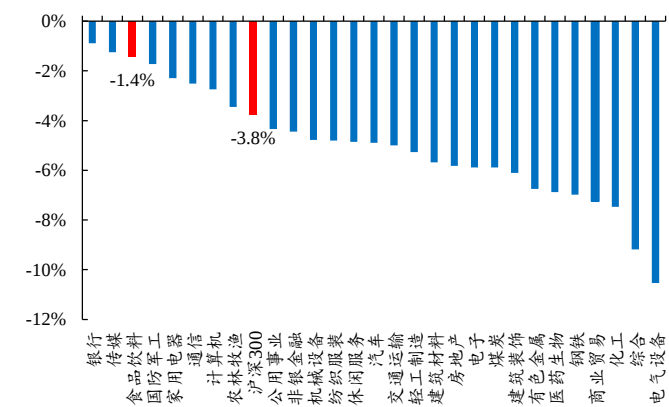
1、每周观点：乳制品已有改善信号，龙头标的具备配置价值

11月17日-11月21日，食品饮料指数跌幅为1.4%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约2.3pct，子行业中乳品(+0.8%)、其他食品(+0.0%)、白酒(-0.6%)表现相对领先。个股方面，南侨食品、伊利股份、古井贡酒涨幅领先；三元股份、安记食品、欢乐家跌幅居前。我们认为2026年可能成乳制品行业供需拐点，当前处于左侧布局良机。行业基本面已接近底部，当前液奶需求跌幅收窄，牧场奶牛存栏量下降推动供需改善，奶价下跌节奏放缓，预计2026年奶价可能止跌回升，液奶量价有望同步回暖。成本端红利消退或将缓解价格战，乳企促销力度下降，毛销差改善逻辑明确。我们判断未来行业核心机会集中于功能营养产品、深加工产品及海外市场三大方向：（1）功能营养产品成消费升级核心载体，精准营养、特定功效需求爆发，益生菌乳、高蛋白乳等产品渗透率快速提升，头部品牌聚焦母婴、老年等细分人群实现差异化突破。（2）深加工产品延伸产业链价值，奶酪、乳清蛋白等品类快速增长，推动乳制品从“初级加工”向“高附加值加工”转型。（3）海外市场打开增长新空间，东南亚等新兴市场乳制品需求空间较广，国内龙头依托成本优势布局海外产能，通过并购当地品牌或代工模式切入市场。此外，低温液奶、婴配粉等传统优势品类可与三大核心机会协同，形成“国内深耕+海外拓展”的双线增长格局。竞争格局分化下，龙头与特色企业均具投资价值。伊利、蒙牛凭借全品类布局与渠道优势占领多数市场份额，通过产业链整合巩固优势；区域乳企聚焦低温奶等细分市场，依托本地化服务实现突围。渠道变革催生新增长点，社区团购、即时零售等新兴渠道成新品推广关键。建议关注牧场与乳制品加工龙头的投资机会，受益标的包括优然牧业、伊利股份、蒙牛乳业等。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

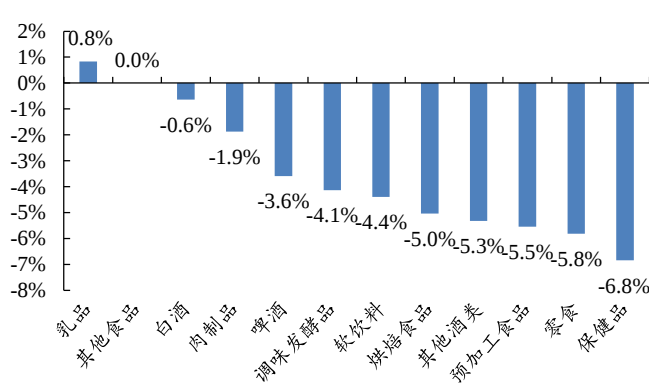
11月17日-11月21日，食品饮料指数跌幅为1.4%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约2.3pct，子行业中乳品(+0.8%)、其他食品(+0.0%)、白酒(-0.6%)表现相对领先。个股方面，南侨食品、伊利股份、古井贡酒涨幅领先；三元股份、安记食品、欢乐家跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅1.4%，排名3/28



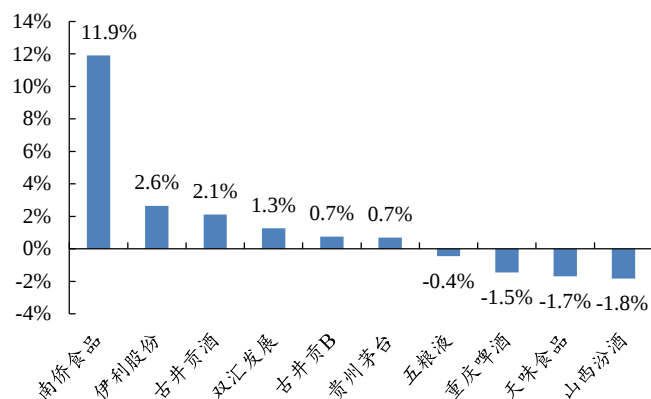
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：乳品、其他食品、白酒表现相对领先



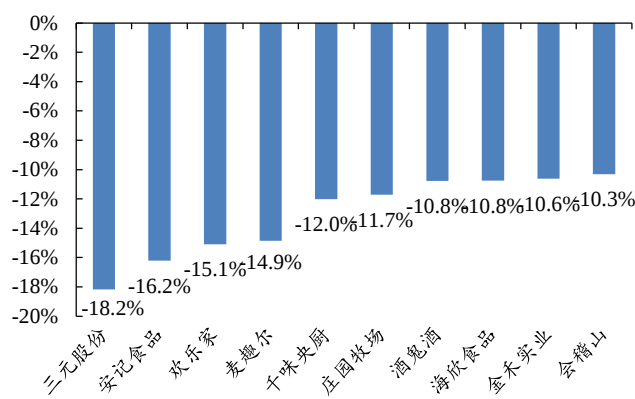
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：南侨食品、伊利股份、古井贡酒涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：三元股份、安记食品、欢乐家跌幅居前

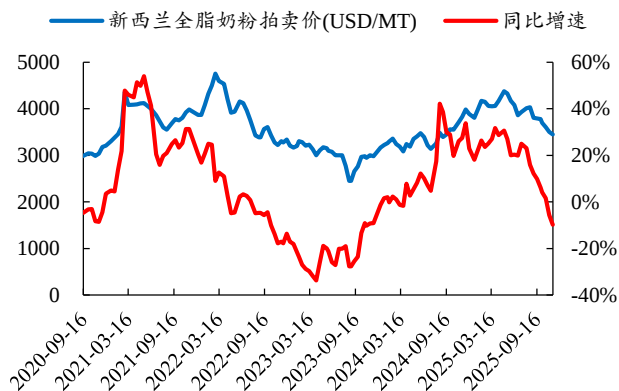


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

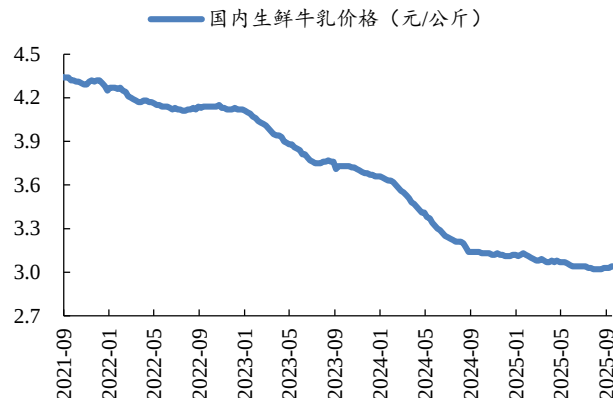
11月18日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3452 美元/吨，环比-1.5%，同比-9.8%，奶价同比下降。11月14日，国内生鲜乳价格 3.0 元/公斤，环比 0.3%，同比-2.9%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025 年 11 月 18 日全脂奶粉中标价同比-9.8%



数据来源：GDT、开源证券研究所

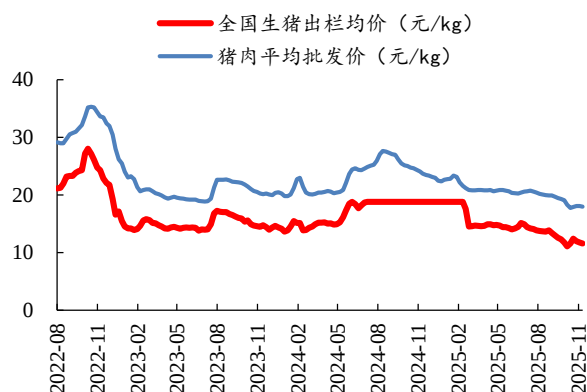
图6：2025 年 11 月 14 日生鲜乳价格同比-2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

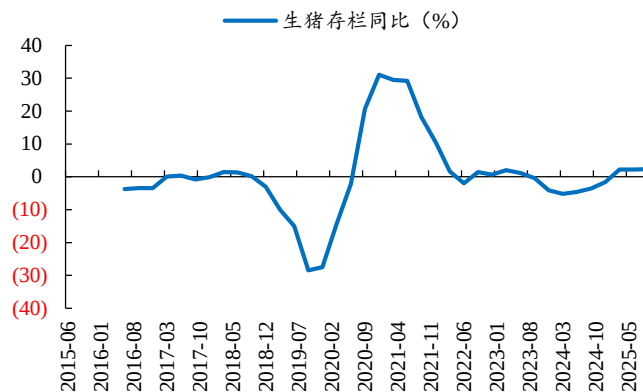
11月22日，生猪出栏价格 11.6 元/公斤，同比-38.3%，环比-1.5%；猪肉价格 17.9 元/公斤，同比-24.3%，环比-0.8%。2025 年 9 月，能繁母猪存栏 4035.0 万头，同比-0.7%，环比-0.2%。2025 年 9 月生猪存栏同比+2.3%。2025 年 11 月 21 日，白条鸡价格 17.4 元/公斤，同比-1.9%，环比-1.2%。

图7：2025 年 11 月 22 日猪肉价格同比-24.3%



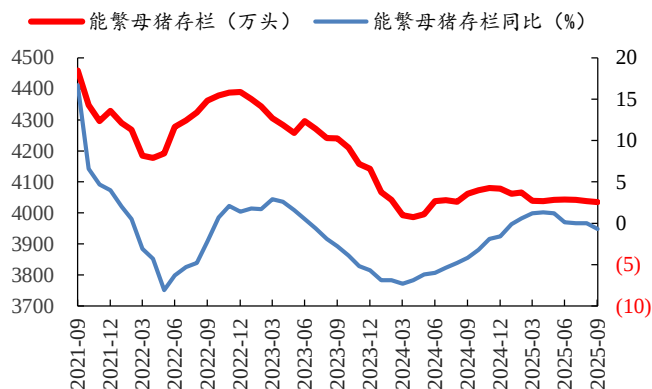
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025 年 9 月生猪存栏数量同比+2.3%



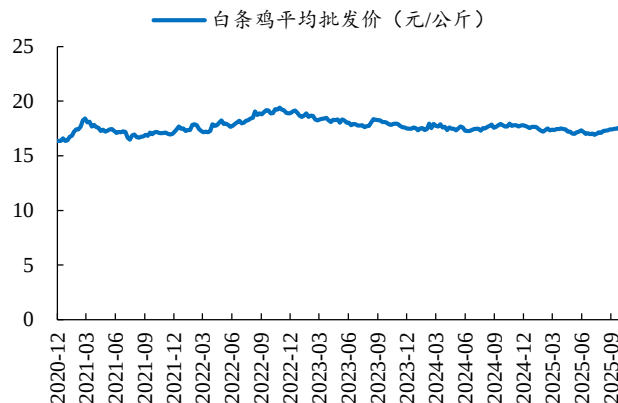
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025 年 9 月能繁母猪数量同比-0.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

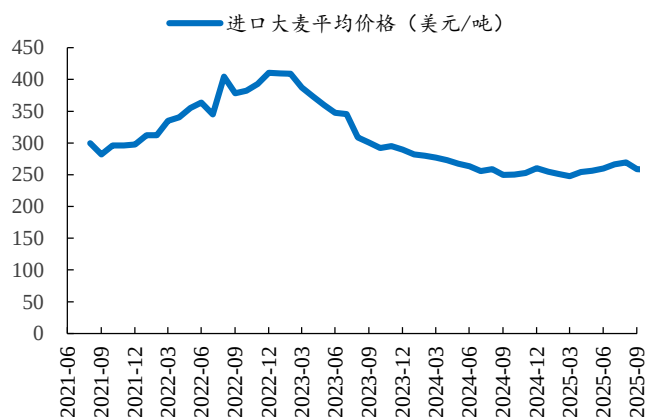
图10：2025 年 11 月 21 日白条鸡价格同比-1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

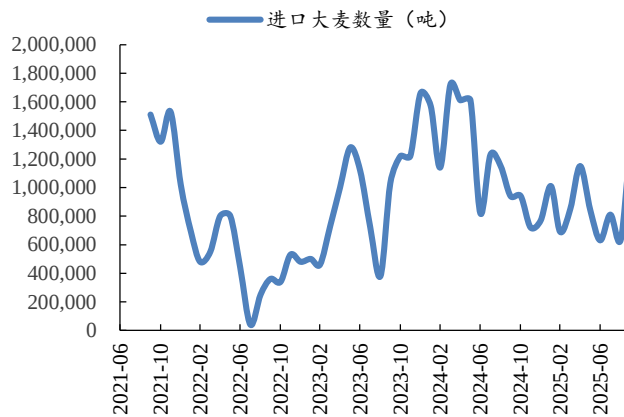
2025 年 10 月，进口大麦价格 257.9 美元/吨，同比+3.2%。2025 年 10 月进口大麦数量 115.0 万吨，同比+22.3%，进口大麦数量和平均价格有所上升。

图11：2025 年 10 月进口大麦价格同比+3.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

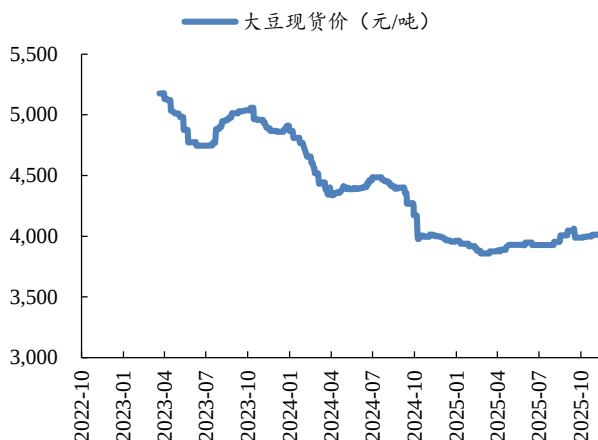
图12：2025 年 10 月进口大麦数量同比+22.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

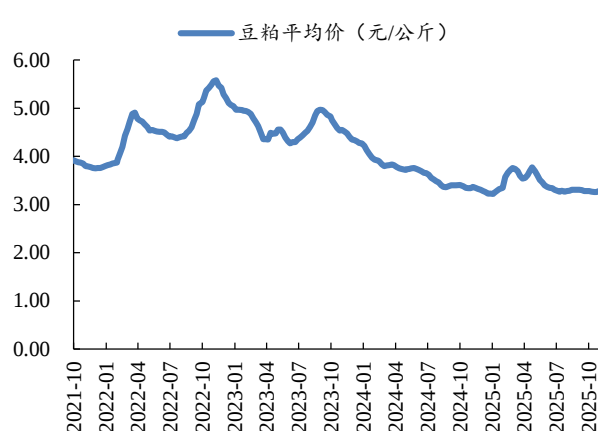
11月21日，大豆现货价4014.7元/吨，同比+0.1%。11月13日，豆粕平均价格3.3元/公斤，同比-2.4%。

图13: 2025年11月21日大豆现货价同比+0.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

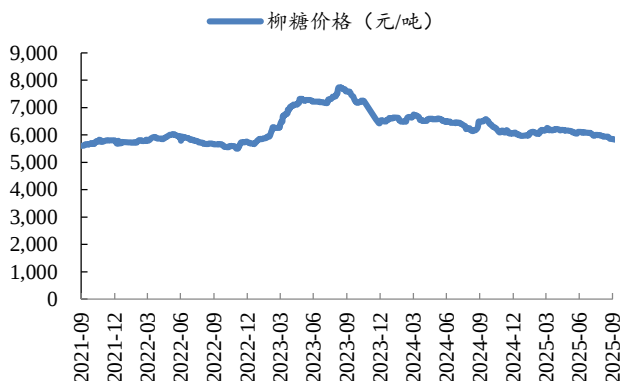
图14: 2025年11月13日豆粕平均价同比-2.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

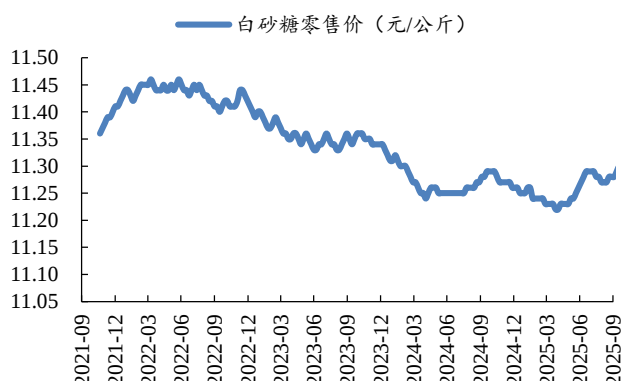
11月21日，柳糖价格5655.0元/吨，同比-9.5%；11月14日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比+0.3%。

图15: 2025年11月21日柳糖价格同比-9.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2025年11月14日白砂糖零售价同比+0.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：茅台酱香酒启动“年会季”营销

贵州茅台酱香酒营销有限公司正式启动2025-2026年度“年会季”拓客活动。活动以茅台1935为核心，联合茅台王子酒、汉酱酒、贵州大曲酒、茅台迎宾酒等全线核心产品，围绕“茅台酱香中国年，好礼相伴庆团圆”主题，通过多元互动与实在礼遇，将酱香暖意融入企业年会、家庭团聚及宴席场景，推动“卖酒向卖生活方式转变”战略落地（来源于酒说）。

11月17日下午，五粮液×京东品酒会在海南三亚举行。活动现场，五粮液公布将在京东平台首发五粮液马年生肖纪念酒与五粮液2026FIFA世界杯官方联名产品。双方还将积极开拓新场景，京东有效地整合电商和餐饮供应链，与五粮浓香酒深度合作，将“五粮小坛”产品引入京东外卖平台的合作餐饮门店，开创了“点外卖，

同步点小瓶装名酒”的即时消费新模式，精准满足当代消费者便捷化、场景化的饮酒需求（来源于酒业家）。

近日，国家统计局发布的数据显示，10月，白酒（折65度，商品量）产量27.6万千升，同比下降18.3%；1-10月，白酒（折65度，商品量）产量累计290.2万千升，累计下降11.5%。10月，啤酒产量179.4万千升，同比下降1.0%；1-10月，啤酒产量累计3163.1万千升，累计增长0.0%。10月，葡萄酒产量0.7万千升，同比下降12.5%；1-10月，葡萄酒产量累计7.2万千升，累计下降21.7%（来源于微酒）。

5、备忘录：关注11月27日舍得酒业召开股东大会

下周（11月24日-11月30日）将有12家公司召开股东大会，3家公司限售股解禁。

表1：最近重大事件备忘录：关注11月27日舍得酒业召开股东大会

日期	公司	股东会	限售解禁
2025/11/24	华统股份		解禁 1.67 亿股
2025/11/26	莲花控股		解禁 181 万股
2025/11/26	一致魔芋		解禁 114 万股
2025/11/26	洋河股份	江苏省宿迁市（15:00）	
2025/11/27	ST 加加	湖南省长沙市（14:30）	
2025/11/27	舍得酒业	四川省射洪市（10:00）	
2025/11/28	黑芝麻	广西省南宁市（14:30）	
2025/11/28	涪陵榨菜	重庆市涪陵区（14:30）	
2025/11/28	桂发祥	天津市河西区（14:00）	
2025/11/28	华宝股份	上海市嘉定区（15:00）	
2025/11/28	贵州茅台	贵州省仁怀市（14:30）	
2025/11/28	伊利股份	内蒙古呼和浩特市（14:00）	
2025/11/28	广州酒家	广东省广州市（14:30）	
2025/11/28	宝立食品	上海市松江区（14:30）	
2025/11/28	安井食品	福建省厦门市（14:30）	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注11月16日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	白酒底部布局，兼顾成长型标的	11月9日
投资策略	底部布局，柳暗花明	11月13日
行业周报	消费板块共振上涨，消费行业结构性回暖	11月16日
行业点评	10月社零增速延续回落，部分消费结构性回暖	11月17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	1466.6	73.02	77.75	82.18	20.1	18.9	17.8
五粮液	买入	119.7	8.46	8.99	9.62	14.1	13.3	12.4
泸州老窖	买入	134.2	9.47	9.84	10.35	14.2	13.6	13.0
山西汾酒	买入	193.0	11.03	12.03	13.04	17.5	16.0	14.8
口子窖	增持	31.1	1.64	1.84	2.02	18.9	16.9	15.4
古井贡酒	增持	165.0	11.14	12.49	13.97	14.8	13.2	11.8
金徽酒	增持	20.5	0.75	0.82	0.89	27.3	25.0	23.0
伊利股份	买入	29.1	1.71	1.84	1.96	17.0	15.8	14.8
新乳业	增持	17.3	0.83	0.99	1.09	20.8	17.5	15.9
双汇发展	增持	27.2	1.51	1.59	1.68	18.0	17.1	16.2
中炬高新	增持	17.8	0.90	1.03	1.13	19.8	17.3	15.7
涪陵榨菜	增持	13.1	0.72	0.78	0.84	18.2	16.8	15.6
海天味业	买入	37.3	1.20	1.35	1.49	31.1	27.6	25.0
西麦食品	增持	24.3	0.77	0.99	1.18	31.6	24.5	20.6
嘉必优	买入	22.4	1.05	1.25	1.50	21.4	17.9	14.9
ST 绝味	增持	13.4	1.04	1.11	1.19	12.9	12.1	11.2
煌上煌	增持	11.8	0.14	0.19	0.22	84.6	62.3	53.8
广州酒家	增持	16.6	0.90	0.95	1.00	18.5	17.5	16.6
甘源食品	买入	59.3	2.55	3.19	3.91	23.2	18.6	15.2
劲仔食品	增持	11.5	0.55	0.68	0.80	20.9	16.9	14.4
天味食品	增持	12.9	0.65	0.73	0.82	19.8	17.6	15.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 11 月 21 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