



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）
liuchenchuan@gjzq.com.cn

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

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

白酒旺季分化延续，关注配置板块龙头

投资逻辑

白酒：临近中秋&国庆旺销窗口，目前总结来看：

1) β 层面相对平稳，区域及场景延续分化。其中，区域分化主要源于各地产业结构差异，以及相较于去年同期消费场景的恢复程度；共性的是居民端及企业端日趋谨慎的消费情绪，即相对可选的招待等需求持续收缩，对应次高端及以上价位表现弱于偏大众价位。

2) 结构层面，大众聚饮需求虽未全然释放、但各区域预期会相对不错；飞天茅台动销延续年初至今不错的态势，从近期稳中有升的批价表现中可见一斑。

综上，我们认为白酒行业无论动销、价盘亦或是表现压力均自至深点逐步向好过渡，我们看好板块基本面环比持续改善态势。当前市场交易风格持续再均衡，同时市场风偏波动时红利资产吸引力相对提升，此外叠加顺周期 β 下估值修复期权。个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。

啤酒：当前已处于行业旺季，但由于餐饮弱复苏的现状&多地多雨天气影响，旺季景气度兑现度相对较低。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。

黄酒：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，头部品牌全国化进度逐步加速，借力渠道杠杆进行区域与品类外拓；中期产业趋势变化，以及新品年轻化培育等值得关注。

调味品：餐饮需求仍在修复途中，居民需求相对稳健，行业仍处于底部企稳阶段。从社零数据可见，Q2 以来餐饮呈现需求疲软态势，终端动销放缓。但居民端需求相对稳健，且持续具备健康化、复合化、功能化升级趋势，尤其复合调味品两强中报业绩表现强劲，展现出行业竞争改善、企业经营优化。当前我们持续推荐竞争格局清晰、具备价格传导能力的海天味业；及出海扩张先锋&酵母蛋白引领收入扩张的安琪酵母，建议关注高股息天味食品、颐海国际。

休闲零食：零食量贩保持高速扩张态势，但传统渠道大盘受挤压持续收缩，电商等平台内卷加剧难以盈利，板块整体略有承压。零食量贩两强上半年开店加速，且同店亦有改善，体现供应链、货盘、会员体系等精细化运营成效。但与此同时，零食量贩持续对线下其他渠道进行分流，上游品牌制造型企业收入增速放缓，且利润率有所下降。在此情况下，我们仍建议关注积极拥抱各类新渠道、努力寻求增量空间，并加快健康化新品开发的盐津铺子、卫龙美味。

软饮料：旺季逐步收尾，PET 随行就市采购成本抬升，行业整体持续承压。8 月行业动销仍旧平淡，华南、华东等主销市场受雨水天气影响依旧承压。当前低价 PET 库存在 H1 基本消化完毕，采购成本随行就市上涨，我们预计饮料企业下半年利润率压力较上半年有所加大。当前核心推荐具备供应链、产品矩阵、渠道优势的农夫山泉，关注东鹏饮料股息率、百润股份乐调系列新品表现。

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：白酒旺季分化延续，关注配置板块龙头.....	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
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：白酒旺季分化延续，关注配置板块龙头

● 酒类板块

临近中秋&国庆旺销窗口，目前总结来看：

1) β 层面相对平稳，区域及场景延续分化。其中，区域分化主要源于各地产业结构差异，以及相较于去年同期消费场景的恢复程度；共性的是居民端及企业端日趋谨慎的消费情绪，即相对可选的招待等需求持续收缩，对应次高端及以上价位表现弱于偏大众价位。

2) 结构层面，大众聚饮需求虽未全然释放、但各区域均预期会相对不错；除此外，飞天茅台动销延续年初至今不错的态势，从近期稳中有升的批价表现中可见一斑。近期次新飞天茅台批价有所回落，我们预计主要系 i 茅台调整投放政策后，短期供给提升使得此前市场批价与自营零售价价差被挤出，本身次新茅台酒流动性会相对较弱。目前次新飞天茅台与当年飞天茅台的价差仍在合理范围内，并未出现过度折价情况。

整体而言，我们维持白酒行业景气度“下行趋缓”阶段判断，预计中秋&国庆行业动销表现同比跌幅进一步收窄至微下滑甚至持平企稳。目前产业特征可归纳为：

1) 行业“量价利”已处于逐步筑底阶段，行业头部单品价盘在淡季时有超预期表现，近期飞天茅台批价表现依旧可圈可点。我们预计多数品牌渠道去库已步入尾声，价在量先、价稳意味着历史社会库存去化已相对不错，以及渠道情绪进一步企稳。

2) 26Q2 板块出清幅度超此前预期，市场对多数酒企全年 EPS 预期仍有不同幅度下修；考虑到进一步走低的营收基数以及逐步企稳的基本面，我们预计 26H2 板块营收/业绩跌幅环比有所收窄，表现企稳酒企数量环比或进一步提升。

换言之，白酒 EPS 已经度过出清斜率最陡峭阶段，板块红利属性进一步强化。目前市场对白酒基本面预期仍相对谨慎，短期市场风格高频轮动，我们认为具备 α 禀赋的白酒酒企在当前具备不错的交易容错率：一方面市场风偏波动时红利资产吸引力相对提升，另一方面叠加顺周期 β 下估值修复期权。

当前估值锚贵州茅台 PE 约 20X，其余头部酒企约 15X，市场已定价当前行业景气度态势以及相对谨慎的恢复预期，中期维度 EPS、行业盈利能力修复赋予收益来源。个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。

具体配置方向建议：1) 着重推荐品牌力突出、护城河深厚的高端酒（如贵州茅台、五粮液），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（如金徽酒、今世缘、迎驾贡酒）。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企。

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，内部细分赛道伴随消费端多元化趋势呈现结构景气态势。当前步入旺季后期，今年旺季窗口由于餐饮弱复苏的现状&多地多雨天气影响，整体景气度兑现度相对较低。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。

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，头部品牌全国化进度逐步加速，借力渠道杠杆进行区域与品类外拓；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

调味品：餐饮需求仍在修复途中，居民需求相对稳健，行业仍处于底部企稳阶段。从社零数据可见，Q2 以来餐饮呈现需求疲软态势，终端动销放缓。但居民端需求相对稳健，且持续具备健康化、复合化、功能化升级趋势，尤其复合调味品两强中报业绩表现强劲，展现出行业竞争改善、企业经营优化。当前我们持续推荐竞争格局清晰、具备价格传导能力的海天味业；及出海扩张先锋&酵母蛋白引领收入扩张的安琪酵母，建议关注高股息天味食品、颐海国际。

休闲零食：零食量贩保持高速扩张态势，但传统渠道大盘受挤压持续收缩，电商等平台内卷加剧难以盈利，板块整体略有承压。零食量贩两强上半年开店加速，且同店亦有改善，



体现供应链、货盘、会员体系等精细化运营成效。但与此同时，零食量贩持续对线下其他渠道进行分流，上游品牌制造型企业收入增速放缓，且利润率有所下降。在此情况下，我们仍建议关注积极拥抱各类新渠道、努力寻求增量空间，并加快健康化新品开发的盐津铺子、卫龙美味。

软饮料：旺季逐步收尾，PET 随行就市采购成本抬升，行业整体持续承压。8 月行业动销仍旧平淡，华南、华东等主销市场受雨水天气影响依旧承压。当前低价 PET 库存在 H1 基本消化完毕，采购成本随行就市上涨，我们预计饮料企业下半年利润率压力较上半年有所加大。当前核心推荐具备供应链、产品矩阵、渠道优势的农夫山泉，关注东鹏饮料股息率（目前 A 股超 5%）、百润股份乐调系列新品表现。

二、行情回顾

本周（9.14~9.18）食品饮料（申万）指数收于 13547 点（-0.51%），沪深 300 指数收于 4507 点（-0.06%），上证综指收于 3912 点（+0.06%），深证综指收于 2513 点（+1.90%），创业板指收于 3373 点（+1.52%）。

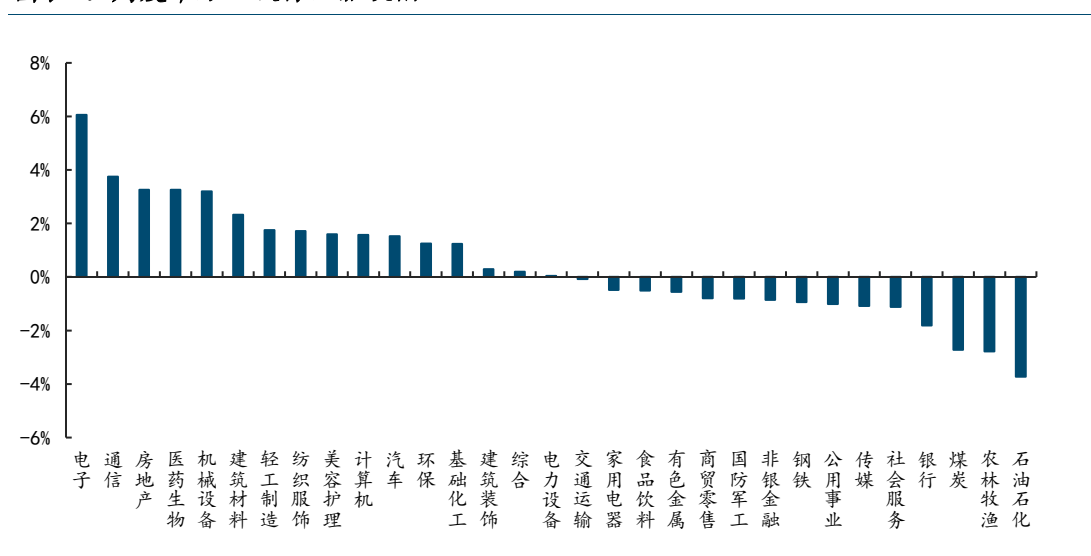
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
食品饮料	13547	-0.51%	-16.47%
沪深 300	4507	-0.06%	-2.65%
上证指数	3912	0.61%	-1.44%
深证综指	2513	1.90%	-0.72%
创业板指	3373	1.52%	5.29%

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（+6.06%）、通信（+3.75%）、房地产（+3.26%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

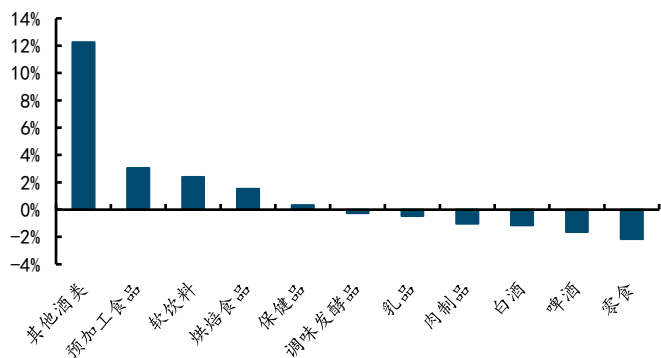


来源：Ifind，国金证券研究所

从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为其他酒类（+12.25%）、预加工食品（+3.06%）、软饮料（+2.38%）。



图表3：周度食品饮料子板块涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

图表4：申万食品饮料指数行情



来源：Ifind，国金证券研究所

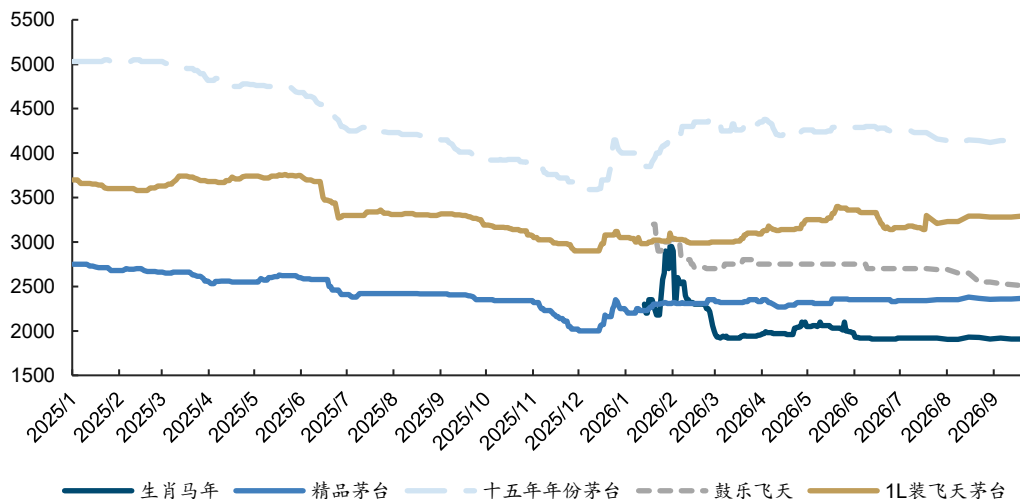
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：会稽山（+39.15%）、古越龙山（+23.84%）、西麦食品（+15.43%）等。涨跌幅靠后的为：克明食品（-13.19%）、ST 龙大（-8.46%）、黑芝麻（-6.11%）等。

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 (%)
会稽山	39.15	克明食品	-13.19
古越龙山	23.84	ST 龙大	-8.46
西麦食品	15.43	黑芝麻	-6.11
海融科技	12.64	ST 西王	-5.81
ST 加加	10.23	华统股份	-5.06
金枫酒业	9.38	兰州黄河	-4.55
养元饮品	9.10	有友食品	-4.33
技源集团	8.72	紫燕食品	-4.09
安井食品	6.33	皇氏集团	-3.99
莲花控股	5.26	ST 麦趣	-3.75

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：茅粉鲁智深，国金证券研究所（注：数据截至26年9月19日）



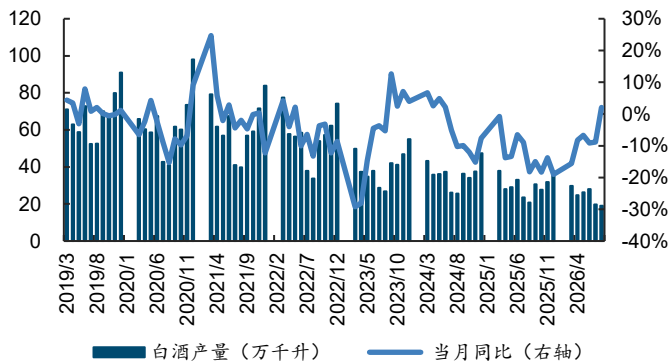
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

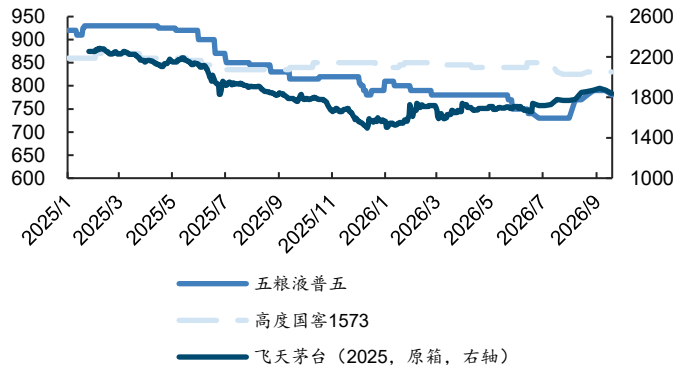
2026 年 8 月，规模以上白酒产量为 19 万千升，同比+2.1%。

2026 年 9 月 19 日，飞天茅台（2025，原箱）批价 1840 元（环周-30 元），普五批价 780 元（环周-10 元），高度国窖 1573 批价 830 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 26 年 8 月）

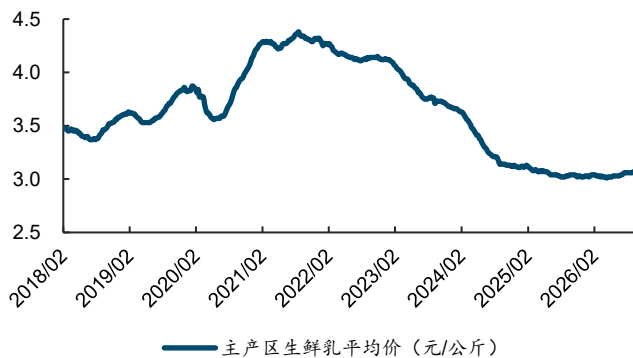
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 26 年 9 月 19 日）

■ 乳制品板块

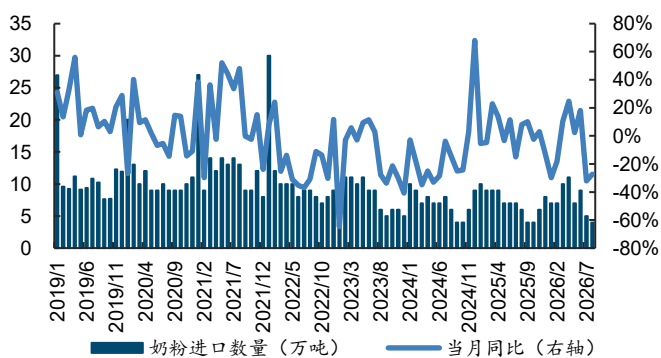
2026 年 9 月 11 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.07 元/公斤，同比+1.3%，环比+0.3%。

2026 年 1~8 月，我国累计进口奶粉 59 万吨，累计同比-6.2%；累计进口金额为 47.3 亿美元，累计同比-4.7%。其中，单 8 月进口奶粉 4 万吨，同比-27.3%；进口金额 5.1 亿元，同比-18.5%。

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 26 年 9 月 11 日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 26 年 8 月）

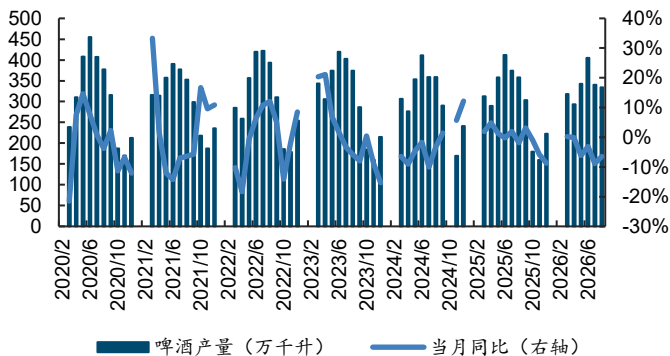
■ 啤酒板块

2026 年 1~8 月，我国累计啤酒产量为 2612.8 万千升，同比-2.1%。其中，单 8 月啤酒产量为 334.2 万千升，同比-6.5%。

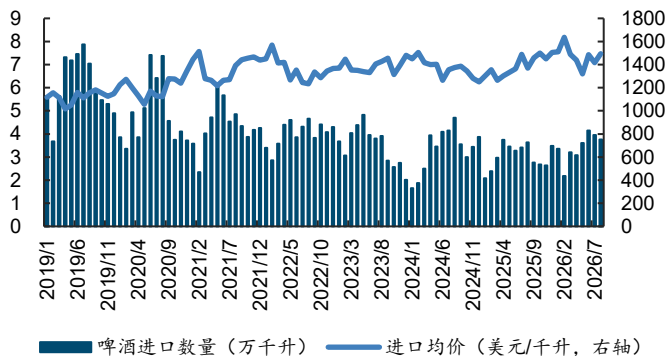
2026 年 1~8 月，我国累计进口啤酒数量为 27.3 万千升，同比+9.5%；进口金额 4.0 亿美元，同比+18.6%。其中，单 8 月进口数量 3.8 万千升，同比+3.7%；进口金额 0.6 亿美元，同比+13.0%。



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26年8月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至26年8月）

四、公司及行业要闻及近期重要事项汇总

9月13日，杭州、宁波、义乌、衢州、诸暨、余姚等地十余位头部白酒商、品藏馆负责人，走进绍兴会稽山参加“越酒和鸣，共鉴兰亭”交流活动。会上，会稽山团队介绍了企业发展历程、兰亭高端品牌战略、产品矩阵与全国化布局规划。浙江酒商嘉宾结合实战经验围绕高端酒水运营、圈层维护、商务宴席与礼赠市场等话题展开分享。与会各方就高端消费趋势、渠道共建、品牌传播等议题展开深度研讨。（微酒）

9月15日，由兰州同利糖酒副食有限责任公司、甘肃和美浓香酒业有限责任公司主办的五粮液2026年中秋核心终端客户答谢会隆重举行。近200位五粮液核心终端合作伙伴齐聚金城。会议现场，五粮液甘肃省经销商联谊会会长、甘肃和美浓香酒业有限责任公司董事长、兰州同利糖酒副食有限责任公司董事长高云龙介绍，今年以来，五粮液持续推进终端建设、消费者培育和圈层文化活动，整体市场发展态势稳健向好，连续两年实现五粮液品牌氛围指数全国排名第一，市场认可度、终端开瓶率、健康动销率持续保持高位增长。（微酒）

9月19日，2026年威士忌文化交流大会暨第三届千岛湖威士忌嘉年华在杭州千岛湖举行。酒业家现场获悉，中国威士忌酒厂项目（含已投产/在建）已增至64家，同比去年增加9家，实现产能产值规模约158.5亿元；行业远期规划产能30万千升，已实现设计产能13万千升，实际蒸馏产能7万千升。市场方面，主销价格带集中在300-500元，市场份额占比55%，是品牌竞争的核心战场。（微酒）

图表13：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
9月23日	ST龙大	2026年第五次临时股东大会
9月24日	春雪食品	2026年第二次临时股东大会
9月28日	恒顺醋业	2026年第一次临时股东大会
9月28日	克明食品	2026年第二次临时股东大会
9月28日	金种子酒	2026年第一次临时股东大会
9月29日	舍得酒业	2026年第二次临时股东大会
9月29日	安井食品	2026年第一次临时股东大会
9月29日	百合股份	2026年第二次临时股东大会
9月30日	妙可蓝多	2026年第二次临时股东大会
9月30日	*ST尼雅	2026年第六次临时股东大会
10月9日	青岛食品	2026年第二次临时股东大会
10月9日	天润乳业	2026年第二次临时股东大会
10月14日	ST西王	2026年第三次临时股东大会

来源：Ifind，国金证券研究所



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。

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