

## 食品饮料

2025年01月12日

## 渠道的变革，时代的红利

——行业周报

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

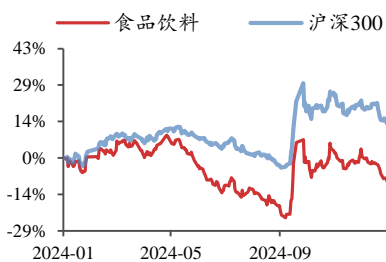
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《看好零食板块成长性，重视西麦食品红利期—行业周报》-2025.1.5

《贵州茅台明确战略方向，青岛啤酒有望再续新篇—行业周报》-2024.12.29

《11月社零增速环比回落，政策支持性品类增速较好—行业点评报告》-2024.12.23

### ● 核心观点：把握零售渠道改革机会，子行业龙头可能受益

1月6日-1月10日，食品饮料指数跌幅为3.5%，一级子行业排名第26，跑输沪深300约2.3pct，子行业中软饮料(+6.0%)、其他食品(+0.0%)、乳品(-2.6%)表现相对领先。本周市场持续回调，食品饮料跑输大盘。展望全年，我们认为应该从产业的变化层面入手，寻找确定性的投资机会。2025年大众品一条重要主线在于渠道变革。复盘历史每次零售渠道改革时总会带来成长红利，当前部分线下零售渠道面临流量流失、利润率下滑等问题，传统线下零售渠道在运营模式、服务方式等方面的不足日益显现，导致其竞争力下降，市场份额被不断挤压，部分线下渠道开始积极求变，其思路的变化给上游品牌供应方带来机会。一是部分商超企业效仿山姆会员店模式，对于进店品类严格要求，更注重产品品质，力求为消费者提供高品质体验，具有较强产品力与品牌力的上游供应企业将会受益；二是部分定位于中端消费的商超企业为了获得持续的客流量，开始进行差异化选品，同时综合考虑产品性价比，这就要求上游供应商同时具备品牌力、产品创新能力以及成本管控能力；三是以低价模式为主的连锁折扣业态，也在重新思考价格之外的核心竞争力，品类的丰富度及低成本的微创新或是突破之道。而无论哪种变革，均是零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，这就要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。不单单是口味的创新，产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件。其中子行业龙头企业更可能受益，如零食中的甘源食品、盐津铺子；麦片行业中的西麦食品等。

### ● 推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 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。(2) 贵州茅台：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。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 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。

● 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：把握零售渠道改革机会，子行业龙头可能受益.....	3
2、市场表现：食品饮料跑输大盘.....	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落.....	4
4、酒业数据新闻：多地第八代五粮液暂停供货.....	6
5、备忘录：关注古井贡酒1月15日股东会召开.....	7
6、风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：食品饮料跌幅 3.5%，排名 26/28.....	3
图 2：软饮料、其他食品、乳品表现相对领先.....	3
图 3：ST 春天、东鹏饮料、庄园牧场涨幅领先.....	4
图 4：佳隆股份、莲花控股、好想你跌幅居前.....	4
图 5：2025 年 1 月 7 日全脂奶粉中标价同比+18.1%.....	4
图 6：2025 年 1 月 2 日生鲜乳价格同比-14.8%.....	4
图 7：2025 年 1 月 11 日猪肉价格同比+14.9%.....	5
图 8：2024 年 9 月生猪存栏数量同比-3.5%.....	5
图 9：2024 年 11 月能繁母猪数量同比-1.9%.....	5
图 10：2025 年 1 月 4 日白条鸡价格同比+1.3%.....	5
图 11：2024 年 11 月进口大麦价格同比-14.3%.....	5
图 12：2024 年 11 月进口大麦数量同比-41.0%.....	5
图 13：2025 年 1 月 10 日大豆现货价同比-18.6%.....	6
图 14：2025 年 1 月 2 日豆粕均价同比-24.4%.....	6
图 15：2025 年 1 月 10 日柳糖价格同比-7.6%.....	6
图 16：2025 年 1 月 3 日白砂糖零售价同比-0.7%.....	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注古井贡酒 1 月 15 日股东会召开.....	7
表 2：关注 1 月 6 日发布的万辰集团公司报告.....	7
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	7

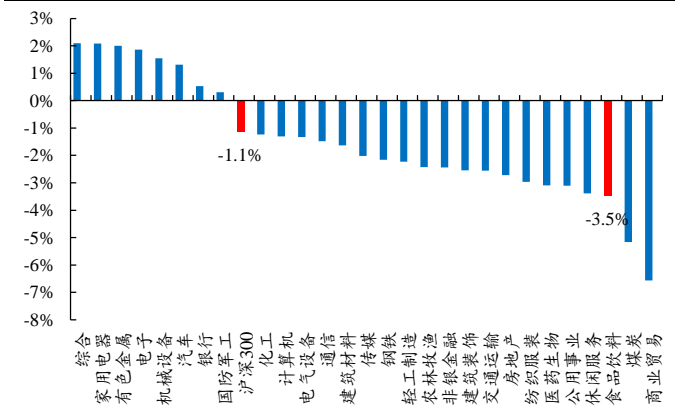
## 1、每周观点：把握零售渠道改革机会，子行业龙头可能受益

1月6日-1月10日，食品饮料指数跌幅为3.5%，一级子行业排名第26，跑输沪深300约2.3pct，子行业中软饮料(+6.0%)、其他食品(+0.0%)、乳品(-2.6%)表现相对领先。本周市场持续回调，食品饮料跑输大盘。展望全年，我们认为应该从产业的变化层面入手，寻找确定性的投资机会。2025年大众品一条重要主线在于渠道变革。复盘历史每次零售渠道改革时总会带来成长红利，当前部分线下零售渠道面临流量流失、利润率下滑等问题，传统线下零售渠道在运营模式、服务方式等方面的不足日益显现，导致其竞争力下降，市场份额被不断挤压，部分线下渠道开始积极求变，其思路的变化给上游品牌供应方带来机会。一是部分商超企业效仿山姆会员店模式，对于进店品类严格要求，更注重产品品质，力求为消费者提供高品质体验，具有较强产品力与品牌力的上游供应企业将会受益；二是部分定位于中端消费的商超企业为了获得持续的客流量，开始进行差异化选品，同时综合考虑产品性价比，这就要求上游供应商同时具备品牌力、产品创新能力以及成本管控能力；三是以低价模式为主的连锁折扣业态，也在重新思考价格之外的核心竞争力，品类的丰富度及低成本的微创新或是突破之道。而无论哪种变革，均是零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，这就要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。不单单是口味的创新，产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件。其中子行业龙头企业更可能受益，如零食中的甘源食品、盐津铺子；麦片行业中的西麦食品等。

## 2、市场表现：食品饮料跑输大盘

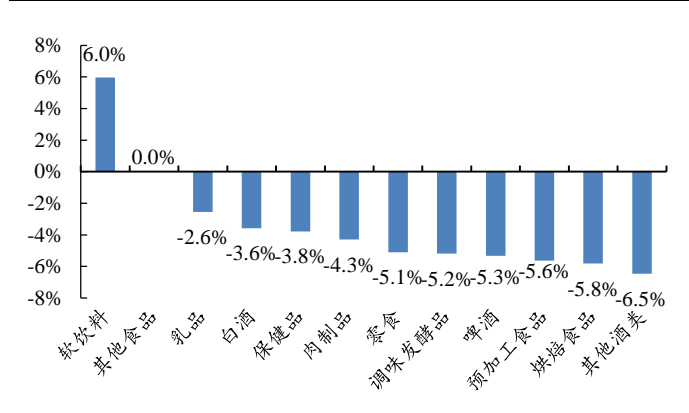
1月6日-1月10日，食品饮料指数跌幅为3.5%，一级子行业排名第26，跑输沪深300约2.3pct，子行业中软饮料(+6.0%)、其他食品(+0.0%)、乳品(-2.6%)表现相对领先。个股方面，ST春天、东鹏饮料、庄园牧场涨幅领先；佳隆股份、莲花控股、好想你跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅3.5%，排名26/28

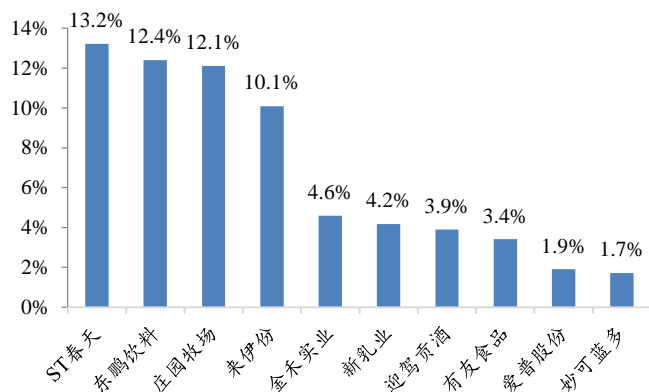


数据来源：Wind、开源证券研究所

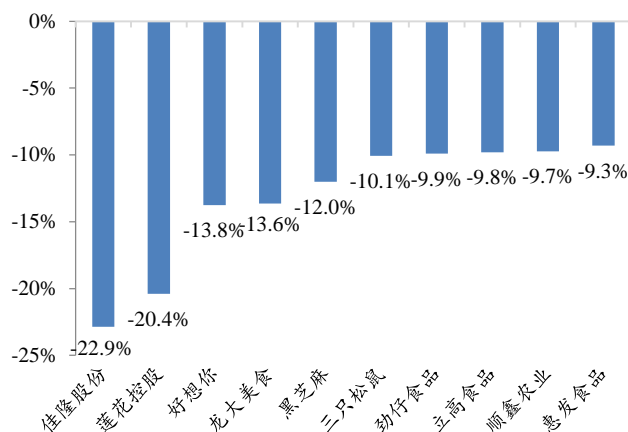
图2：软饮料、其他食品、乳品表现相对领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：ST 春天、东鹏饮料、庄园牧场涨幅领先**


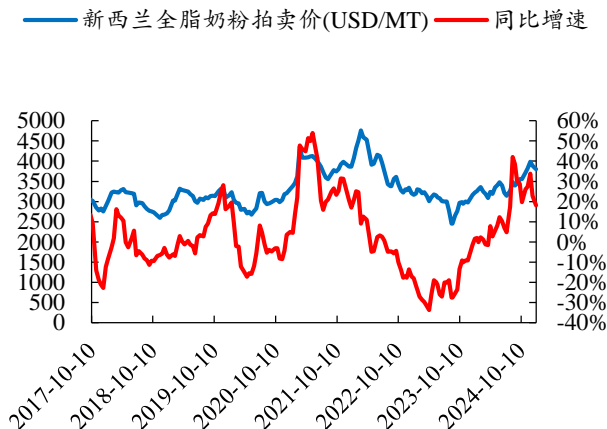
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：佳隆股份、莲花控股、好想你跌幅居前**


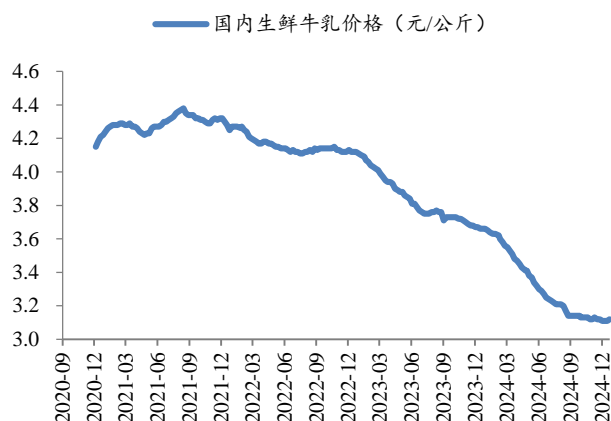
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、上游数据：部分上游原料价格回落

1月7日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3804 美元/吨，环比-2.2%，同比+18.1%，奶价同比上升。1月2日，国内生鲜乳价格 3.1 元/公斤，环比+0.3%，同比-14.8%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

**图5：2025 年 1 月 7 日全脂奶粉中标价同比+18.1%**


数据来源：GDT、开源证券研究所

**图6：2025 年 1 月 2 日生鲜乳价格同比-14.8%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

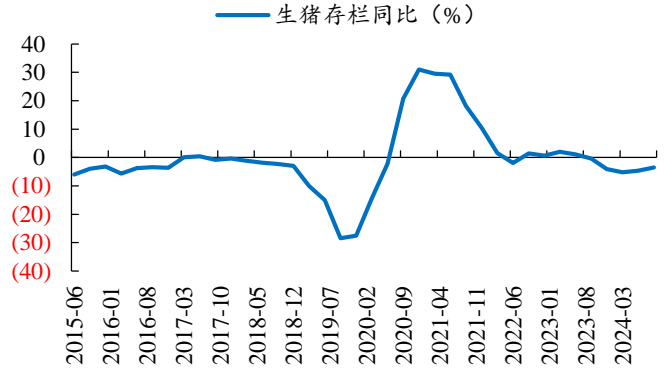
1月11日，生猪出栏价格 16.0 元/公斤，同比+17.8%，环比+0.5%；猪肉价格 22.7 元/公斤，同比+14.9%，环比+1.5%。2024 年 11 月，能繁母猪存栏 4080.0 万头，同比-1.9%，环比+0.2%。2024 年 9 月生猪存栏同比-3.5%。2025 年 1 月 4 日，白条鸡价格 17.8 元/公斤，同比+1.3%，环比-0.3%。

图7：2025年1月11日猪肉价格同比+14.9%



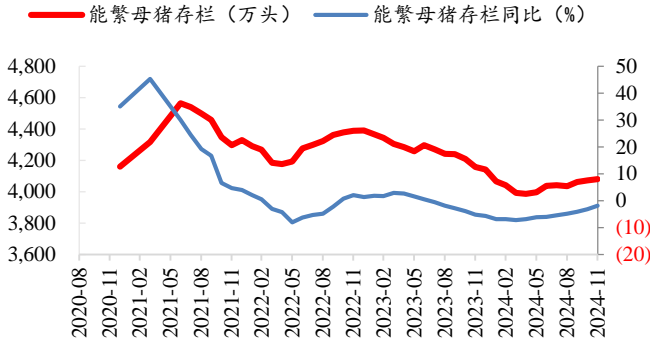
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年9月生猪存栏数量同比-3.5%



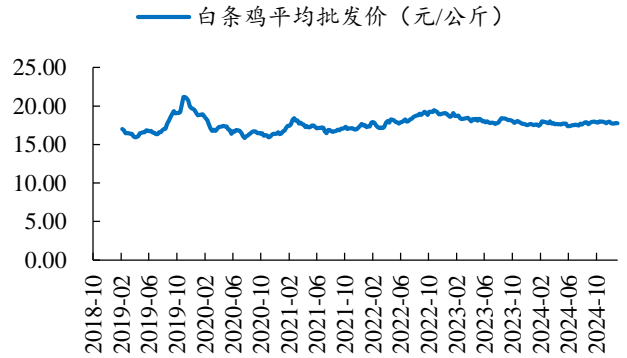
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年11月能繁母猪数量同比-1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

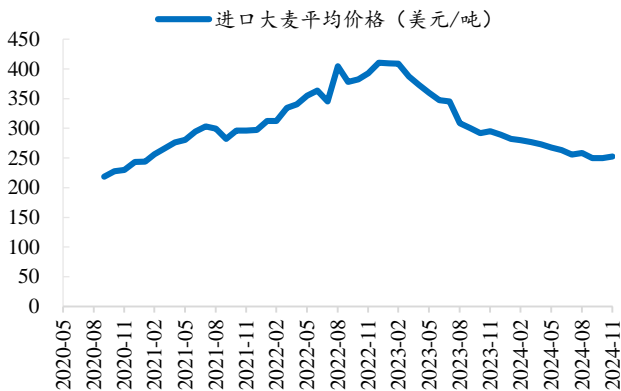
图10：2025年1月4日白条鸡价格同比+1.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2024年11月，进口大麦价格252.7美元/吨，同比-14.3%。2024年11月进口大麦数量72.0万吨，同比-41.0%，进口大麦数量及平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11：2024年11月进口大麦价格同比-14.3%



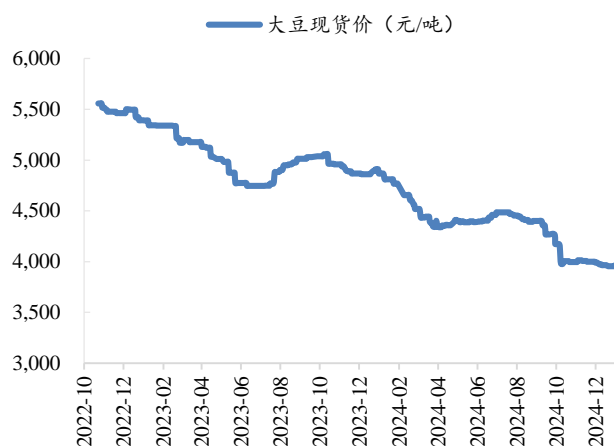
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024年11月进口大麦数量同比-41.0%

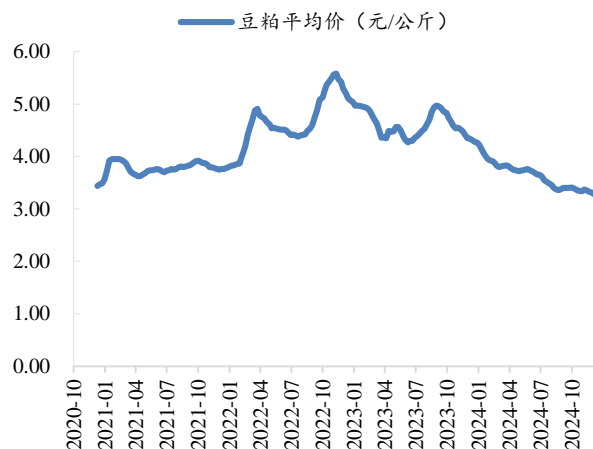


数据来源：Wind、开源证券研究所

1月10日，大豆现货价3962.1元/吨，同比-18.6%。1月2日，豆粕平均价格3.2元/公斤，同比-24.4%。

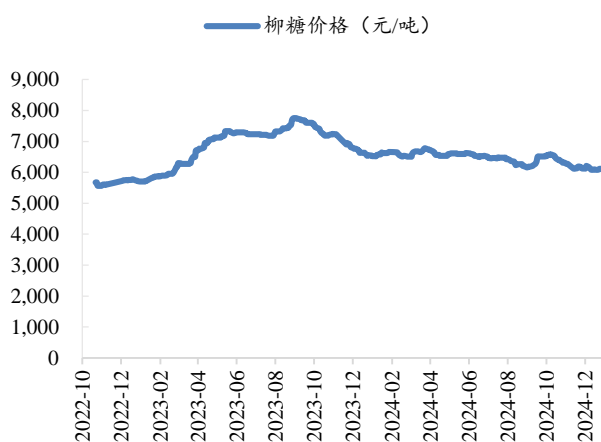
**图13：2025年1月10日大豆现货价同比-18.6%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

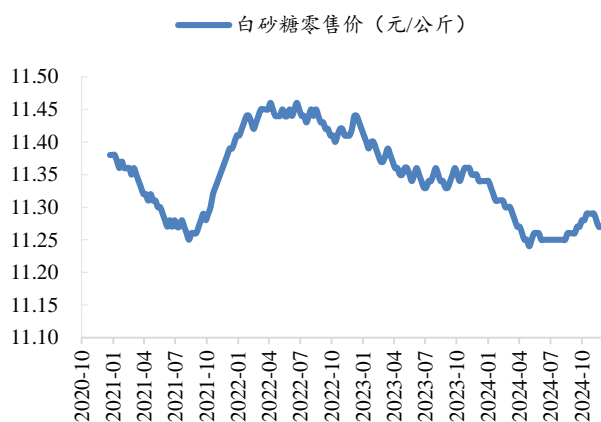
**图14：2025年1月2日豆粕平均价同比-24.4%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

1月10日，柳糖价格6060.0元/吨，同比-7.6%；1月3日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比-0.7%。

**图15：2025年1月10日柳糖价格同比-7.6%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：2025年1月3日白砂糖零售价同比-0.7%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、酒业数据新闻：多地第八代五粮液暂停供货

1月5日，茅台酱香酒公司正式推出生肖酒新作——500ml 茅台王子酒（乙巳蛇年）和2.5L 贵州大曲酒（乙巳蛇年）。茅台王子酒（乙巳蛇年），酒瓶以“国色天香”为主题，原创手绘插画展现了蛇萦绕在云山之巅的生动画面，茅台Logo与主题字巧妙融入右侧，形似灵蛇之珠，寓意事业蒸蒸日上；配以牡丹、珍珠、蝴蝶等元素，寓意国色天香。贵州大曲酒（乙巳蛇年），瓶身采用模具浮雕凸起的方式表现蟠虺纹，立体形象，极具收藏价值和纪念意义；瓶盖设计独特，以“灵蛇之珠”的寓意将蛇的形象立体蜿蜒盘旋在花瓣外面，构成一幅生动的画面（来源于酒说）。

酒业家从市场多个信息源获悉：多地第八代五粮液（普五）已停止供货。停货消息获得华东、华南、华中多地经销商证实，同时此次停货的具体截止时间待定（来源于酒业家）。

1月7日，梦之蓝社区公众号发布消息，年度盛“惠”，洋河有礼——亿元购酒消费券在“洋河会员中心”小程序上线，将发放共计6万张、总价值3亿元的洋河春节专属消费券（来源于微酒）。

## 5、备忘录：关注古井贡酒1月15日股东会召开

下周（1月13日-1月19日），将有9家公司召开股东大会，1家公司限售股解禁。

**表1：最近重大事件备忘录：关注古井贡酒1月15日股东会召开**

日期	公司	股东会	限售解禁
1月13日	千味央厨		解禁 72.78 万股
1月15日	古井贡酒	安徽省亳州市 (09:30)	
1月15日	洋河股份	江苏省宿迁市 (15:30)	
1月15日	李子园	浙江省金华市 (14:30)	
1月16日	莲花控股	河南省项城市 (15:00)	
1月16日	元祖股份	上海市青浦区 (10:30)	
1月17日	承德露露	河北省承德市 (15:30)	
1月17日	安记食品	福建省泉州市 (14:30)	
1月17日	立高食品	广州市增城区 (14:30)	
1月17日	春雪食品	山东省莱阳市 (14:00)	

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表2：关注1月6日发布的万辰集团公司报告**

报告类型	报告名称	时间
行业周报	贵州茅台明确战略方向，青岛啤酒有望再续新篇	12月29日
行业周报	看好零食板块成长性，重视西麦食品红利期	1月5日
公司报告	万辰集团：切入零食量贩赛道，迈向高增长新篇章	1月6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			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1436.0	68.21	76.98	87.78	21.1	18.7	16.4
五粮液	买入	128.6	8.72	9.70	10.65	14.7	13.3	12.1
泸州老窖	买入	113.3	11.18	13.60	16.28	10.1	8.3	7.0
洋河股份	增持	78.3	6.79	6.99	7.36	11.5	11.2	10.6
山西汾酒	买入	171.4	10.52	12.35	14.69	16.3	13.9	11.7
口子窖	增持	35.9	3.18	3.47	3.79	11.3	10.3	9.5
古井贡酒	增持	168.0	11.16	13.94	17.51	15.1	12.1	9.6

金徽酒	增持	17.8	0.78	0.97	1.19	22.8	18.3	14.9
伊利股份	买入	28.5	1.83	1.82	1.98	15.6	15.7	14.4
新乳业	增持	15.7	0.64	0.75	0.89	24.6	21.0	17.7
双汇发展	增持	25.3	1.41	1.51	1.59	17.9	16.8	15.9
中炬高新	增持	21.4	0.90	1.10	1.41	23.8	19.4	15.2
涪陵榨菜	增持	13.2	0.76	0.83	0.92	17.4	15.9	14.3
海天味业	买入	42.0	1.12	1.27	1.44	37.5	33.1	29.2
恒顺醋业	增持	7.3	0.13	0.15	0.19	55.9	48.5	38.3
西麦食品	增持	15.2	0.59	0.82	1.01	25.8	18.5	15.1
嘉必优	买入	17.3	0.74	0.92	1.15	23.4	18.8	15.1
绝味食品	增持	14.3	1.01	1.17	1.30	14.2	12.2	11.0
煌上煌	增持	7.8	0.18	0.23	0.31	43.2	33.8	25.1
广州酒家	增持	15.0	0.90	1.06	1.23	16.7	14.2	12.2
甘源食品	买入	84.3	4.54	5.60	6.87	18.6	15.1	12.3
劲仔食品	增持	12.4	0.68	0.86	1.06	18.2	14.4	11.7
天味食品	增持	12.8	0.53	0.60	0.71	24.2	21.3	18.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 1 月 10 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。

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