



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）
liuchenqian@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

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

白酒淡季动销平稳，软饮景气红利仍上行

投资建议

白酒板块：本周两会开幕，后半周白酒板块有所反弹，我们认为系泛消费交易情绪回暖驱动，近期尤其港股泛消费交易热度较高。贯穿全年，我们建议着重关注可选消费或服务性消费的价格表现以及边际消费倾向，其中也包含白酒类产品。目前白酒行业景气度仍处于下行趋缓阶段，预期先行、右侧催化在于实际消费表现能印证近期系列政策落地性。从白酒产业而言，节后名酒单品价盘、渠道情绪均处于平稳状态，尤其飞天茅台批价周内小幅回升，飞天茅台作为白酒行业目前贡献渠道主要盈利的单品，节后超预期价稳对于渠道稳固利润、丰厚资产的预期有正向提振作用。我们预计临近的春糖渠道&酒企反馈环比仍有改善，持续夯实行业底部逐步企稳的预期。

此外，逐步临近业绩期，我们预计 2024Q4 行业特征仍以出清为主，酒企在上一财年后期普遍未有催回款、再压货动作；2025Q1 预计行业层面报表出清幅度也会收窄，行业规模化龙头、以及春节受益大众消费释放相对不错的区域酒或有望实现正增长，建议观察 3 月下旬酒厂催回款情况。

目前白酒板块 PE-TTM 约 20X，位于近 3 年 13%分位、近 5 年 8%分位，仍处于周期底部区间。近期板块交易情绪回暖，基本面与报表基数逐步走低、环比改善可期。我们仍看好白酒板块整体配置价值，行业压力至深点已过，配置方向建议：1) 顺周期潜在催化的弹性标的（包括泛全国化名酒泸州老窖、山西汾酒以及弹性次高端）、赔率仍可观。2) 价稳&护城河夯实的高端酒贵州茅台、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（如徽酒古井贡酒、迎驾贡酒，苏酒洋河股份、今世缘等），业绩兑现预期较优、基本面禀赋可期。

软饮料：包装水龙头率先修复，景气度逐步企稳向上。分品类来看，无糖茶、能量饮料、蛋白饮料等具备品类红利，细分行业仍有较强的增速。传统茶饮、果汁、水等品类具备小幅压力，但竞争格局有望得到改善，建议关注龙头旺季动销改善。本周东鹏披露年报，24 年实现营收 158.39 亿元，同比增长+40.6%；实现归母净利润 33.27 亿元，同比增长+63.1%，业绩贴近此前预告区间上限。同时 24 年末合同负债为 47.6 亿元，同比增长 82.62%，Q1 出货端具备较强支撑，我们认为公司基本面长期向好，国内市场大单品&第二曲线尚未触达天花板，且海外市场和第三曲线等品类正处于开拓阶段，有望蓄力未来 3~5 年高增长。持续推荐东鹏饮料、农夫山泉。

零食：随着省钱超市等新渠道、魔芋等新品类红利凸显，行业整体依旧维持高景气。目前市场对 Q1 降速预期比较充分，我们认为渠道红利尚存、无需过分担忧降速。全年零食量贩业态仍具备 30-40%开店空间，且电商抖音 / 小红书等平台仍有流量红利加持，全年有望维持高增，叠加商超调改&会员商超扩张等变化，新渠道红利仍在逐步释放。看好 25 年通过品类挖掘、渠道扩张仍能维持高增长的企业，推荐卫龙美味（魔芋品类势能强，辣条市占率逐步修复）、盐津铺子（供应链优秀存在提升净利率的可能性），关注甘源食品。

餐饮链：行业景气度处于底部企稳阶段，细分来看调味品板块表现相对稳健，且复合调味品受益于餐饮连锁化、菜品标准化趋势，近年来渗透率持续提升，相关企业维持稳健增长。传统调味品、啤酒等方面，随着行业销量趋于饱和，近年来机会体现在供给端优化，即龙头通过拓展新渠道、加强终端网点管控、减轻经销商库存包袱实现挤压式增长。预计后续随着餐饮消费政策加码，相关度高的板块有望释放较大的业绩弹性，估值亦有望同步提升。建议关注估值低位&具备内部改善的个股，推荐安琪酵母、青岛啤酒、中炬高新。

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、周观点：白酒淡季动销平稳，软饮景气红利仍上行.....	3
二、行情回顾.....	3
三、食品饮料行业数据更新.....	5
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总.....	7
五、风险提示.....	7

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	4
图表 4：申万食品饮料指数行情	4
图表 5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10	5
图表 6：非标茅台及茅台 1935 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、周观点：白酒淡季动销平稳，软饮景气红利仍上行

● 白酒板块

本周两会开幕，后半周白酒板块有所反弹，我们认为主要系泛消费交易情绪回暖驱动，近期尤其港股泛消费交易热度较高。贯穿全年，我们建议着重关注可选消费或服务性消费的价格表现以及边际消费倾向，其中也包含白酒类产品。目前白酒行业景气度仍处于下行趋缓阶段，预期先行、右侧催化在于实际消费表现能印证近期系列政策落地性。

从白酒产业而言，节后名酒单品价盘、渠道情绪均处于平稳状态，尤其飞天茅台批价周内小幅回升，飞天茅台作为白酒行业目前贡献渠道主要盈利的单品，节后超预期价稳对于渠道稳固利润、丰厚资产的预期有正向提振作用。近期泸州老窖召开年度经销商会议，会上公司提及2024年仍保持良性增长趋势、国窖1573品牌稳居两百亿阵营、泸州老窖品牌体量突破100亿元。整体而言，我们预计临近的春糖渠道&酒企反馈环比仍有望改善，持续夯实行业底部逐步企稳的预期。

此外，逐步临近业绩期，我们预计2024Q4行业特征仍以出清为主，酒企在上一财年后期普遍未有催回款、再压货动作；2025Q1预计行业层面报表出清幅度也会收窄，行业规模化龙头、以及春节受益大众消费释放相对不错的区域酒或有望实现正增长，建议观察3月下旬酒厂催回款情况。

目前白酒板块PE-TTM约20X，位于近3年13%分位、近5年8%分位，仍处于周期底部区间。近期板块交易情绪回暖，基本面与报表基数逐步走低、环比改善可期。我们仍看好白酒板块整体配置价值，行业压力至深点已过，配置方向建议：1)顺周期潜在催化的弹性标的（包括泛全国化名酒泸州老窖、山西汾酒以及弹性次高端）、赔率仍可观。2)价稳&护城河夯实的高端酒贵州茅台、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（如徽酒古井贡酒、迎驾贡酒，苏酒洋河股份、今世缘等），业绩兑现预期较优、基本面禀赋可期。

● 大众品板块

软饮料：包装水龙头率先修复，景气度逐步企稳向上。分品类来看，无糖茶、能量饮料、蛋白饮料等具备品类红利，细分行业仍有较强的增速。传统茶饮、果汁、水等品类具备小幅压力，但竞争格局有望得到改善，建议关注龙头旺季动销改善。本周东鹏披露年报，24年实现营收158.39亿元，同比增长+40.6%；实现归母净利润33.27亿元，同比增长+63.1%，业绩贴近此前预告区间上限。同时24年末合同负债为47.6亿元，同比增长82.62%，Q1出货端具备较强支撑，我们认为公司基本面长期向好，国内市场大单品&第二曲线尚未触达天花板，且海外市场和第三曲线等品类正处于开拓阶段，有望蓄力未来3~5年高增长。持续推荐东鹏饮料、农夫山泉。

零食：随着省钱超市等新渠道、魔芋等新品类红利凸显，行业整体依旧维持高景气。目前市场对于Q1降速预期比较充分，我们认为渠道红利尚存、无需过分担忧降速。全年零销量贩业态仍具备30-40%开店空间（鸣鸣很忙/万辰集团有望向2万家门店扩张），且电商抖音/小红书等平台仍有流量红利加持，预计全年有望维持高增，叠加商超调改&会员商超扩张等变化，新渠道红利仍在逐步释放。看好25年通过品类挖掘、渠道扩张仍能维持高增长的企业，推荐卫龙美味（魔芋品类势能强，辣条市占率逐步修复）、盐津铺子（供应链优秀存在提升净利率的可能性），建议关注甘源食品。

餐饮链：行业景气度处于底部企稳阶段，细分来看调味品板块表现相对稳健，且复合调味品受益于餐饮连锁化、菜品标准化趋势，近年来渗透率持续提升，相关企业维持稳健增长。传统调味品、啤酒等方面，随着行业销量趋于饱和，近年来机会体现在供给端优化，即龙头通过拓展新渠道、加强终端网点管控、减轻经销商库存包袱实现挤压式增长。预计后续随着餐饮消费政策加码，相关度高的板块有望释放较大的业绩弹性，估值亦有望同步提升。建议关注估值低位&具备内部改善的个股，推荐安琪酵母、青岛啤酒、中炬高新。

二、行情回顾

本周(3.3-3.7)食品饮料(申万)指数收于17551点(+0.74%)，沪深300指数收于3944点(1.39%)，上证综指收于3373点(+1.56%)，深证综指收于2080点(+2.72%)，创业板指收于2205点(+1.61%)。



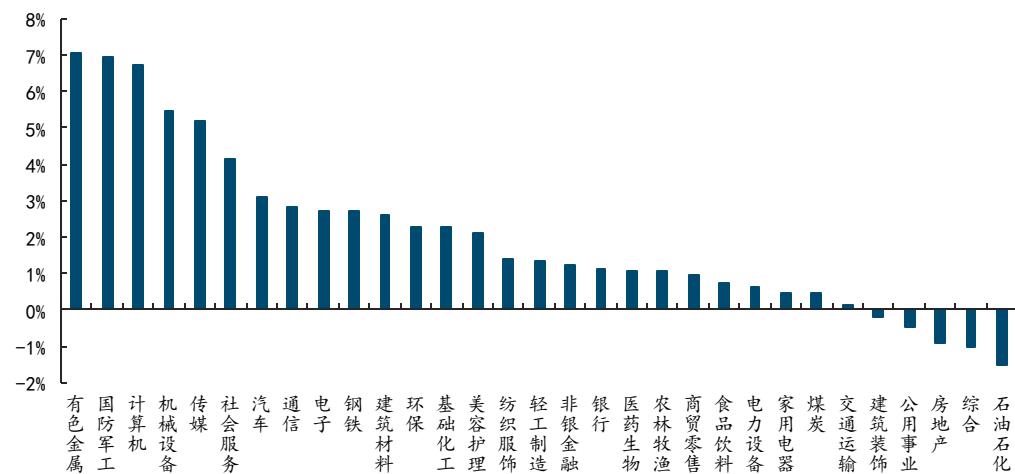
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25年至今涨跌幅
申万食品饮料指数	17551	0.74%	-2.27%
沪深300	3944	1.39%	0.23%
上证综指	3373	1.56%	0.62%
深证综指	2080	2.72%	6.28%
创业板指	2205	1.61%	2.97%

来源：I find，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三的行业为有色金属(+7.08%)、国防军工(+6.96%)、计算机(+6.74%)。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

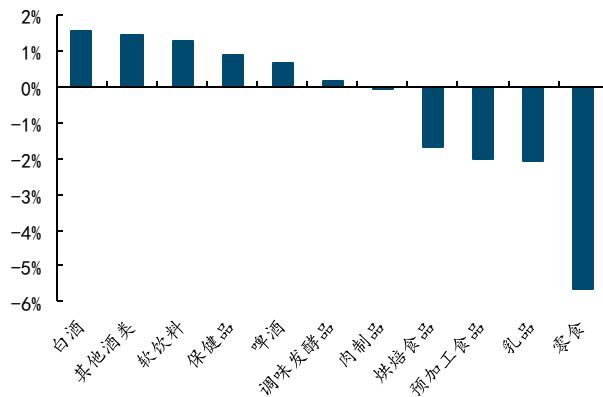


来源：I find，国金证券研究所

从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为白酒(+1.53%)、其他酒类(+1.44%)、软饮料(+1.25%)。

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：I find，国金证券研究所

来源：I find，国金证券研究所

从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：ST春天(+10.84%)、金字火腿(+10.02%)、莲花控股(+6.58%)、威龙股份(+5.99%)、安记食品(+5.40%)等。涨跌幅靠后的为：庄园牧场(-22.51%)、佳禾食品(-21.32%)、好想你(-13.56%)、海融科技(-12.14%)、甘源食品(-11.63%)等。

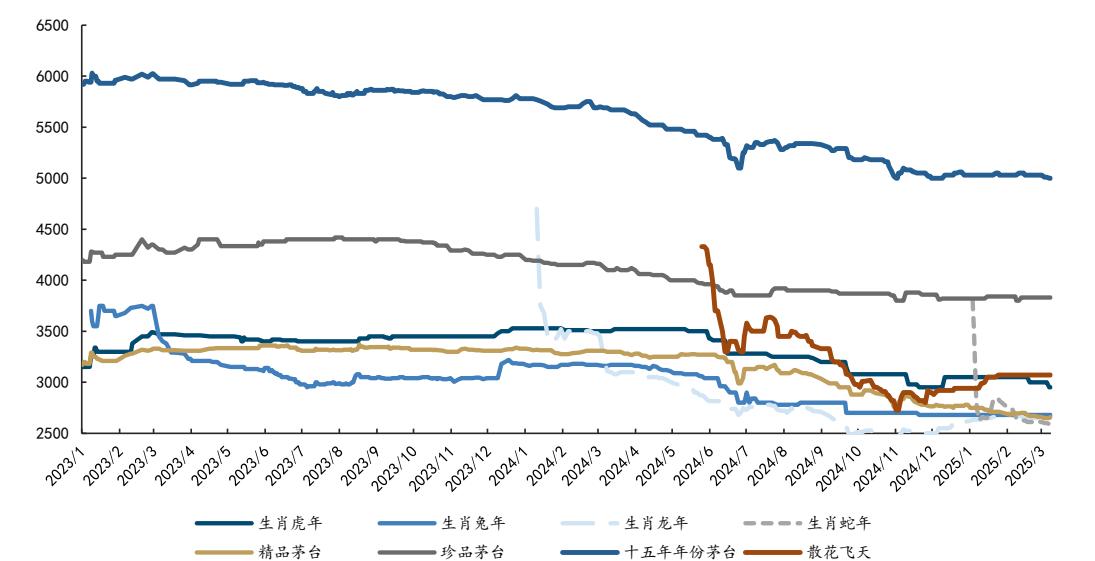


图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅TOP10

涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
ST春天	10.84	庄园牧场	-22.51
金字火腿	10.02	佳禾食品	-21.32
莲花控股	6.58	好想你	-13.56
威龙股份	5.99	海融科技	-12.14
安记食品	5.40	甘源食品	-11.63
古井贡酒	4.97	一鸣食品	-10.36
妙可蓝多	4.52	品渥食品	-8.82
交大昂立	4.38	惠发食品	-8.53
泸州老窖	3.91	桂发祥	-7.43
龙大美食	3.80	万辰集团	-6.94

来源：I find，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：非标茅台及茅台1935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 3 月 8 日）

三、食品饮料行业数据更新

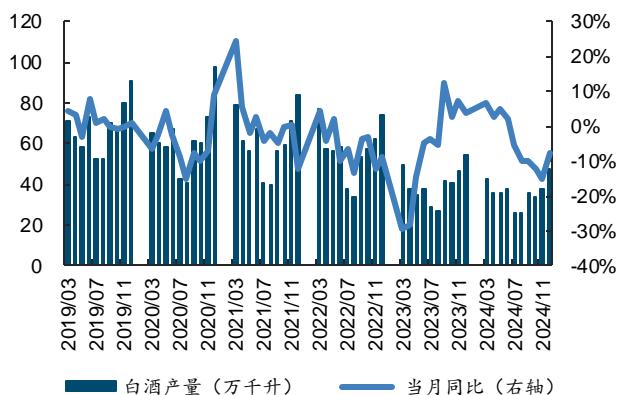
■ 白酒板块

2024 年 12 月，全国白酒产量 47.40 万千升，同比 -7.60%。

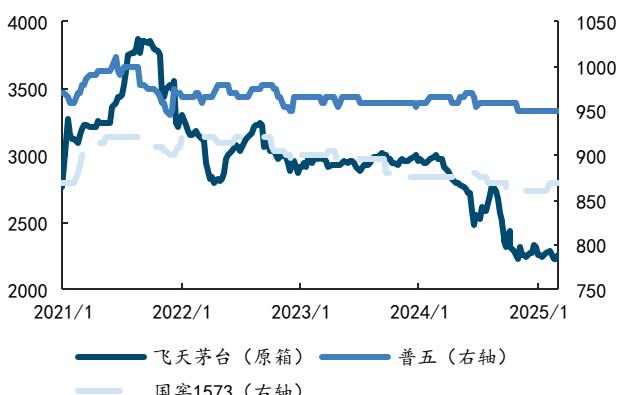
据今日酒价，3 月 8 日，飞天茅台整箱批价 2255 元（环周+25 元），散瓶批价 2210 元（环周+10 元），普五批价 950 元（环周持平），高度国窖 1573 批价 870 元（环周持平）。



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：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至24年12月）

来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至25年3月8日）

■ 乳制品板块

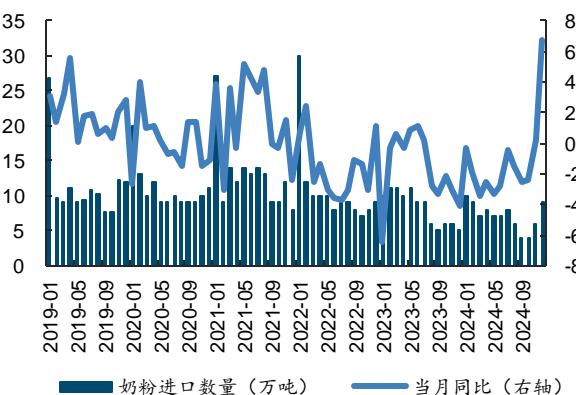
2025年2月28日，我国生鲜乳主产区平均价为3.09元/公斤，同比-13.7%，环比-0.3%。

2024年1~12月，我国累计进口奶粉85.0万吨，累计同比-15.0%；累计进口金额为63.6亿美元，累计同比-10.8%。其中，单12月进口奶粉9.0万吨，同比+68.0%；进口金额6.39亿元，同比+46.8%。

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：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至25年2月28日）

来源：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至24年12月）

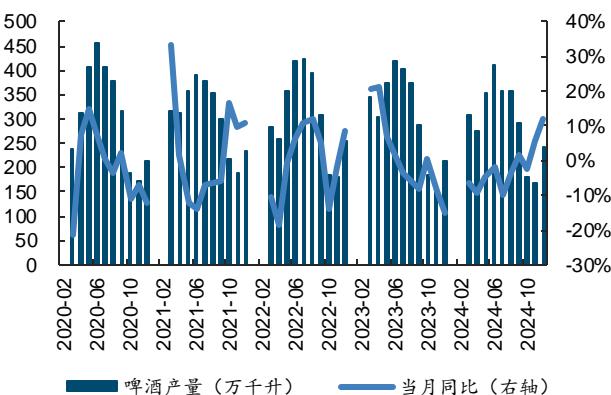
■ 啤酒板块

2024年12月，我国啤酒产量为241.10万千升，同比+12.2%。

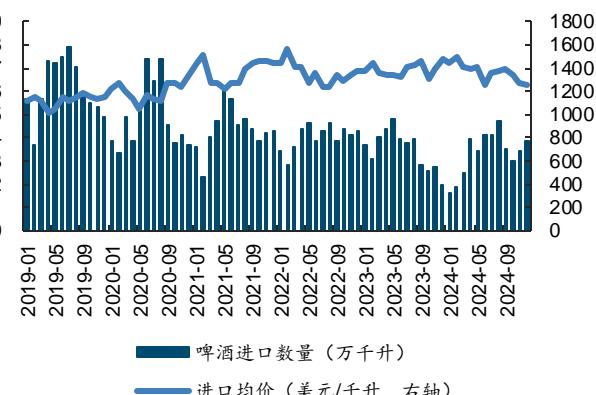
2024年1~12月，我国累计进口啤酒数量为40.18万千升，同比-4.0%；进口金额5.45亿美元，同比-5.7%。其中，单11月进口数量3.86万千升，同比+92.2%；进口金额0.48亿美元，同比+62.5%。



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：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至 24 年 12 月）

来源：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至 24 年 12 月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

2024 年，山东省规模以上企业白酒产量 20.5 万千升，同比下降 11.6%。广东省规模以上企业啤酒产量 474.72 万千升，同比增长 1.7%。多年以来，山东省啤酒产量一直排名第一，2024 年产量被广东省超越。（微酒）

2025 年，习水县将力争全年白酒产能突破 21 万千升、产量突破 17.5 万千升，产值达 362 亿元，实现白酒销售收入 425 亿元。习水县正全力支持启动寨头、鸡啄嘴 1.8 万吨建设项目，建设习水酱酒综合体、习部酒业 4150 吨酱香型白酒项目、二郎酒业 5000 吨酱香型白酒项目，加快安酒 3 万吨技改、中赤酒业 1 万吨技改等项目建设进度，2025 年力争白酒产能新增 1.5 万千升；全力推动闲置窖坑恢复生产，计划盘活窖坑 242 口，盘活后新增产量约 2500 千升。（酒说）

■ 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
3 月 12 日	绝味食品	2025 年第一次临时股东大会
3 月 12 日	盐津铺子	2025 年第一次临时股东大会
3 月 13 日	克明食品	2025 年第二次临时股东大会
3 月 14 日	黑芝麻	2025 年第二次临时股东大会
3 月 17 日	煌上煌	2025 年第一次临时股东大会
3 月 20 日	西部牧业	2025 年第一次临时股东大会
3 月 20 日	光明肉业	2025 年第一次临时股东大会
3 月 20 日	天味食品	2025 年第一次临时股东大会
3 月 21 日	兰州黄河	2025 年第二次临时股东大会
3 月 21 日	妙可蓝多	2025 年第一次临时股东大会
3 月 25 日	得利斯	2025 年第一次临时股东大会

来源：I find, 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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**