



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

业绩期优选稳健配置，关注软饮等子板块旺季催化

投资建议

白酒板块：本周春糖落幕，结合春糖期间渠道及酒企反馈，市场对短期基本面及中期行业趋势进行再定价。首先，短期视角看，目前行业景气度仍处于下行趋缓阶段，类似上一轮周期的14年下半年至15年期间，该期间行业景气度不再断崖式回落，但需求侧缺乏足够强的拉力致使行业整体动销仍有小幅回落。周内飞天茅台批价环周回落约50元、原箱批价跌破2200元，生肖蛇年、精品茅台批价也有不同幅度回落，其中生肖蛇年批价跌破2499元指导价，除有月末配额陆续到货的影响外，我们预计也与需求侧淡季仍显疲软相关。我们预计后一中秋&国庆旺季前的淡季区间，飞天茅台批价或在2100~2200元区间震荡，并在淡季观察商务需求恢复情况，以及M1作为白酒价盘前瞻指标的表现。虽飞天茅台批价周内回落，但市场对白酒板块的配置情绪整体趋稳，上周密集的春糖反馈下情绪已有回落，叠加白酒产业仍具备中期维度的复苏叙事、25Q1业绩兑现预计多数酒企均会较为平稳。我们仍推荐目前白酒板块的配置价值，短期市场风偏在临近业绩窗口期、叠加外部风险事件具备不确定性的环境下有所回落，白酒产业虽处于磨底阶段，但短期业绩的置信度、渠道平稳的体感、相对低位的持仓等特征能赋予板块相对不错的防御性。

此外，中期维度伴随自上而下政策持续落地，预计能进一步夯实市场对于经济复苏的预期，白酒板块也具备潜在进攻性。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。配置方向建议：1) 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。2) 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。

软饮料：逐步进入旺季，景气度拐点向上。本周农夫山泉公布24年业绩，因绿水上市占比提升影响，下半年公司利润率受小幅拖累。且从茶饮业务增速来看，低于市场预期。我们认为二者均有望在25年得到改善，无需过度担忧。一是今年公司对于绿水收回补贴，且随着终端消费者回归理性，天然水仍符合当下健康化消费趋势，利润率或将受益于产品结构变化而改善。二是东方树叶相较于包装水仍有网点铺货空间，且1.5L大包装上市拓展餐饮渠道，有望在旺季加大消费人群触达、提升消费频次，我们仍旧坚定看好公司在25年实现量和价的同步修复。另外临近业绩密集披露期，推荐品类势能强劲，Q1仍有望超预期的东鹏饮料。

零食：随着新渠道&新品类红利持续释放，行业依旧维持高景气。本周卫龙美味公布24年业绩，下半年魔芋加速放量，跻身公司第一大单品，这表明新品类挖掘空间巨大，我们仍看好其凭借口感好、健康低负担等特征，实现更高的铺市率和复购率，未来品类空间有望向辣条看齐。结合目前零食量贩、抖音电商等渠道仍在持续开店&引流，渠道红利依旧可期，持续推荐卫龙美味、盐津铺子。

餐饮链：复调细分品类表现亮眼，整体景气度处于底部企稳阶段。本周天味食品、颐海国际公布24年业绩，其中定制餐调类业务受益于餐饮连锁化、菜品标准化趋势，展现出较强的成长性，如天味食品旗下食萃业务、颐海国际的其他B端业务在24年实现高双位数增长。而传统调味品、啤酒等板块近年来的投资机会，主要体现在供给端优化，即龙头通过拓展新渠道、开发新品类、加强终端建设实现挤压式增长。建议关注估值低位&具备内部改善的个股，推荐安琪酵母、颐海国际、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：业绩期优选稳健配置，关注软饮等子板块旺季催化.....	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.....	6
五、风险提示.....	7

图表目录

图表 1：周度行情	3
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	4
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（%）	5
图表 8：高端酒批价走势（元/瓶）	5
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（%）	6
图表 12：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）	6
图表 13：近期上市公司重要事项	7



一、周观点：业绩期优选稳健配置，关注软饮等子板块旺季催化

● 白酒板块

本周春糖落幕，结合春糖期间渠道及酒企反馈，市场对短期基本面及中期行业趋势进行再定价。首先，短期视角看，目前行业景气度仍处于下行趋缓阶段，类似上一轮周期的 14 年下半年至 15 年期间，该期间行业景气度不再断崖式回落，但需求侧缺乏足够强的拉力致使行业整体动销仍有小幅回落。

周内飞天茅台批价环周回落约 50 元、原箱批价跌破 2200 元，生肖蛇年、精品茅台批价也有不同幅度回落，其中生肖蛇年批价跌破 2499 元指导价，除有月末配额陆续到货的影响外，我们预计也与需求侧淡季仍显疲软相关。我们预计后一中秋&国庆旺季前的淡季区间，飞天茅台批价或在 2100~2200 元区间震荡，并在淡季观察商务需求恢复情况，以及 M1 作为白酒价盘前瞻指标的表现。

虽飞天茅台批价周内回落，但市场对白酒板块的配置情绪整体趋稳，上周密集的春糖反馈下情绪已有回落，叠加白酒产业仍具备中期维度的复苏叙事、25Q1 业绩兑现预计多数酒企均会较为平稳。我们仍推荐目前白酒板块的配置价值，短期市场风偏在临近业绩窗口期、叠加外部风险事件具备不确定性的环境下有所回落，白酒产业虽处于磨底阶段，但短期业绩的置信度、渠道平稳的体感、相对低位的持仓等特征能赋予板块相对不错的防御性。

此外，中期维度伴随自上而下政策持续落地，预计能进一步夯实市场对于经济复苏的预期，白酒板块也具备潜在进攻性。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。配置方向建议：1) 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。2) 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。

● 大众品板块

软饮料：逐步进入旺季，景气度拐点向上。本周农夫山泉公布 24 年业绩，因绿水上市占比提升影响，下半年公司利润率受小幅拖累。且从茶饮业务增速来看，低于市场预期。我们认为二者均有望在 25 年得到改善，无需过度担忧。一是今年公司对于绿水收回补贴，且随着终端消费者回归理性，天然水仍符合当下健康化消费趋势，利润率或将受益于产品结构变化而改善。二是东方树叶相较于包装水仍有网点铺货空间，且 1.5L 大包装上市拓展餐饮渠道，有望在旺季加大消费人群触达、提升消费频次，我们仍旧坚定看好公司在 25 年实现量和价的同步修复。另外临近业绩密集披露期，推荐品类势能强劲，Q1 仍有超预期的东鹏饮料。

零食：随着新渠道&新品类红利持续释放，行业依旧维持高景气。本周卫龙美味公布 24 年业绩，下半年魔芋加速放量，跻身公司第一大单品，这表明新品类挖掘空间巨大，我们仍看好其凭借口感好、健康低负担等特征，实现更高的铺市率和复购率，未来品类空间有望向辣条看齐。结合目前零食量贩、抖音电商等渠道仍在持续开店&引流，渠道红利依旧可期，持续推荐卫龙美味（魔芋品类势能强，辣条市占率逐步修复）、盐津铺子（新渠道抓取能力强，供应链具备较强优势）。

餐饮链：复调细分品类表现亮眼，整体景气度处于底部企稳阶段。本周天味食品、颐海国际公布 24 年业绩，其中定制餐调类业务受益于餐饮连锁化、菜品标准化趋势，展现出较强的成长性，如天味食品旗下食萃业务、颐海国际的其他 B 端业务在 24 年实现高双位数增长。而传统调味品、啤酒等板块近年来的投资机会，主要体现在供给端优化，即龙头通过拓展新渠道、开发新品类、加强终端建设实现挤压式增长。建议关注估值低位&具备内部改善的个股，推荐安琪酵母、颐海国际、中炬高新。

二、行情回顾

本周（3.24-3.28）食品饮料（申万）指数收于 17958 点（+0.40%），沪深 300 指数收于 3915 点（+0.01%），上证综指收于 3351 点（-0.40%），深证综指收于 2026 点（-1.18%），创业板指收于 2128 点（-1.12%）。

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	17958	0.40%	0.00%
沪深 300	3915	0.01%	-0.50%

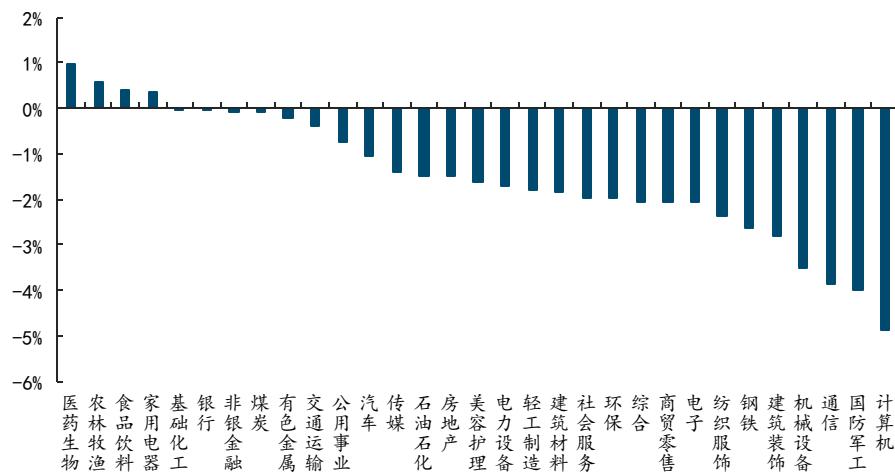


指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25年至今涨跌幅
上证综指	3351	-0.40%	-0.01%
深证综指	2026	-1.81%	3.51%
创业板指	2128	-1.12%	-0.63%

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医药生物(+0.98%)、农林牧渔(+0.56%)、食品饮料(+0.40%)。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

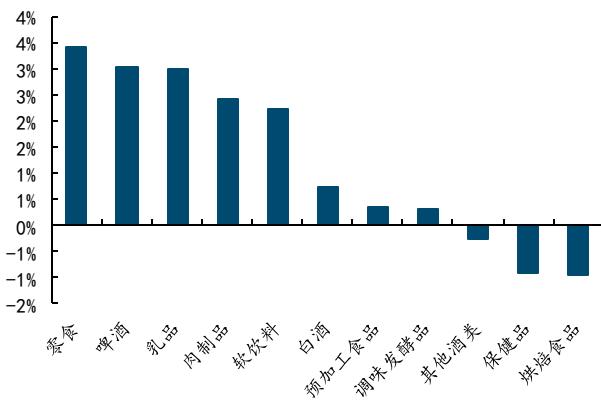


来源：I find, 国金证券研究所

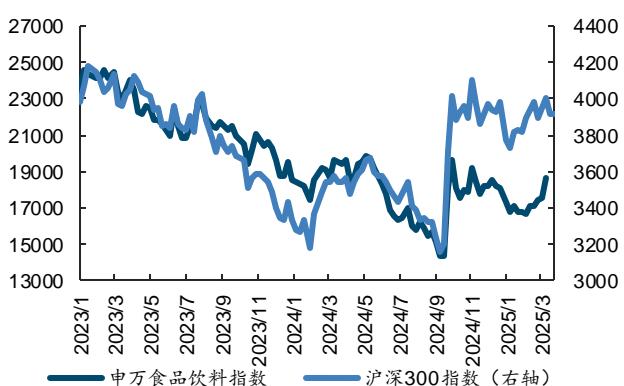
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为零食(+3.40%)、啤酒(+3.03%)、乳品(+2.99%)。

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：妙可蓝多(+28.66%)、万辰集团(+14.08%)、光明肉业(+13.02%)、佳禾食品(+6.44%)、盐津铺子(+5.33%)等。涨跌幅靠后的为：岩石股份(-31.24%)、阳光乳业(-15.37%)、麦趣尔(-12.47%)、莲花控股(-9.29%)、西王食品(-7.24%)等。

图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅TOP10

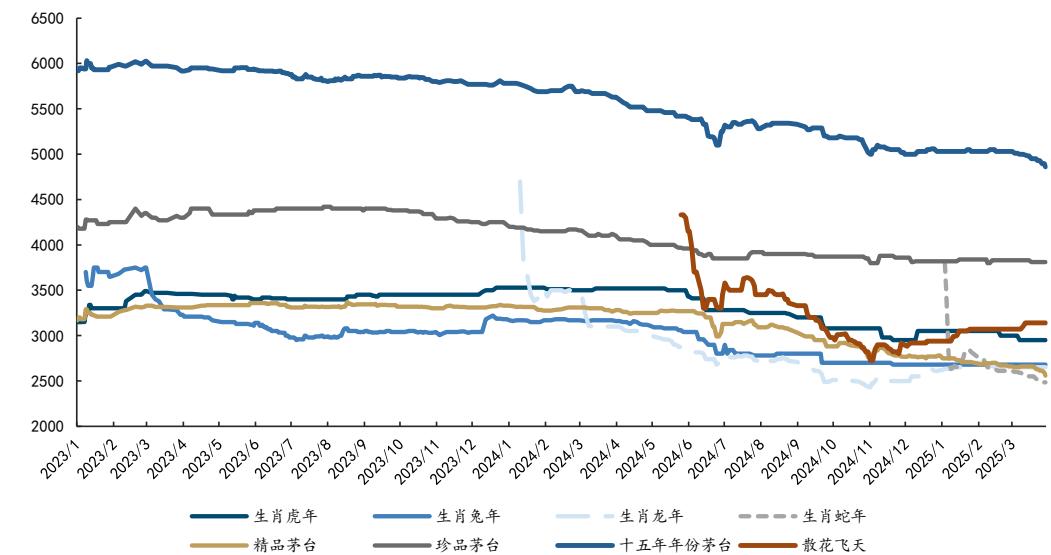
涨跌幅前十名	涨幅(%)	涨跌幅后十名	跌幅(%)
妙可蓝多	28.66	岩石股份	-31.24
万辰集团	14.08	阳光乳业	-15.37
光明肉业	13.02	麦趣尔	-12.47



涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
佳禾食品	6.44	莲花控股	-9.29
盐津铺子	5.33	西王食品	-7.24
青岛啤酒	5.31	品渥食品	-7.04
百合股份	4.74	惠发食品	-6.79
皇氏集团	4.11	来伊份	-6.45
养元饮品	3.90	千味央厨	-5.52
双汇发展	3.23	海欣食品	-5.48

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 29 日）

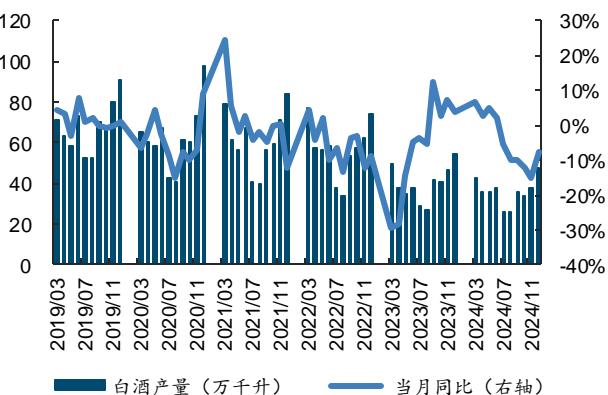
三、食品饮料行业数据更新

■ 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 29 日，飞天茅台整箱批价 2165 元（环周 -50 元），散瓶批价 2140 元（环周 -40 元），普五批价 950 元（环周持平），高度国窖 1573 批价 860 元（环周 -10 元）。

图表7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）



来源：I find, 国金证券研究所（注：数据更新至 24 年 12 月）

图表8：高端酒批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 3 月 29 日）

■ 乳制品板块



2025年3月21日，我国生鲜乳主产区平均价为3.09元/公斤，同比-12.5%，环比0.3%。

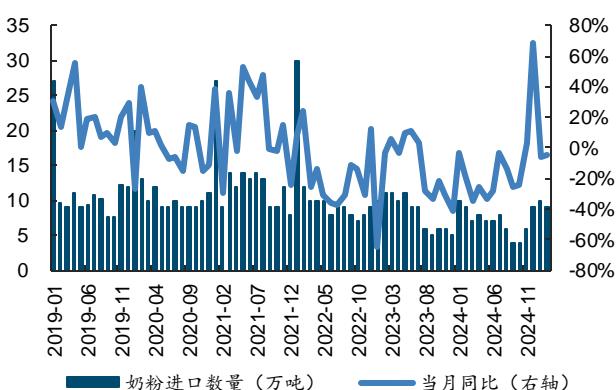
2025年1~2月，我国累计进口奶粉18.0万吨，累计同比-5.1%；累计进口金额为11.6亿美元，累计同比+6.7%。其中，单2月进口奶粉9.0万吨，同比-4.8%；进口金额5.6亿元，同比-1.0%。

图表9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）



来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至25年3月21日）

图表10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



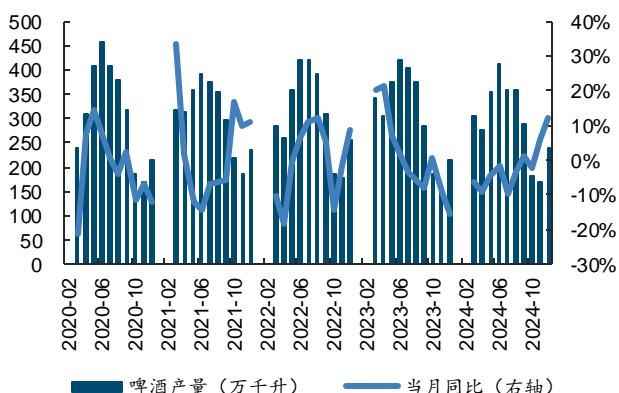
来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至25年2月）

■ 啤酒板块

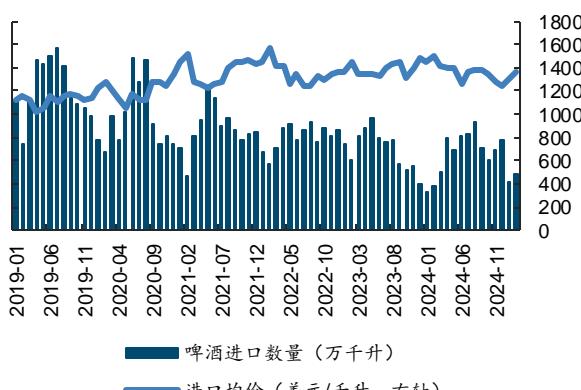
2024年12月，我国啤酒产量为241.10万千升，同比+12.2%。

2025年1~2月，我国累计进口啤酒数量为4.47万千升，同比+27.1%；进口金额0.59亿美元，同比+14.3%。其中，单2月进口数量2.38万千升，同比+27.4%；进口金额0.32亿美元，同比+14.7%。

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25年2月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

世界名庄意大利品牌西施佳雅（Sassicaia）在成都春糖会上宣布，由其中国市场官方代表上海歌逸与酒公司玖嘉酒庄，达成1.5亿元的战略合作协议，成为本届糖酒会葡萄酒行业首个亿元级订单。（微酒）

3月24日，金台资讯发布消息称，2025年习水酒用高粱订单总面积达15.58万亩，其中茅台订单8.02万亩，习酒订单5.62万亩，习酒本地糯高粱订单1.93万亩。综合计算，2025年习水预计收购高粱3.74万吨，按照高粱农保价11.2元/公斤计算，总产值将达4亿元。（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
3月31日	安琪酵母	2025年第一次临时股东大会
3月31日	佳禾食品	2025年第一次临时股东大会
4月7日	盖世食品	2025年第二次临时股东大会
4月8日	佳隆股份	2025年第一次临时股东大会
4月9日	有友食品	2024年年度股东大会
4月11日	南侨食品	2024年年度股东大会
4月11日	汤臣倍健	2024年年度股东大会
4月15日	中信尼雅	2024年年度股东大会
4月16日	仲景食品	2024年年度股东大会
4月18日	巴比食品	2024年年度股东大会
4月18日	欢乐家	2024年年度股东大会
4月21日	三只松鼠	2024年年度股东大会
4月22日	惠发食品	2024年年度股东大会
4月22日	广州酒家	2024年年度股东大会
4月22日	天味食品	2024年年度股东大会
4月23日	元祖股份	2024年年度股东大会
4月25日	金徽酒	2024年年度股东大会
5月16日	古越龙山	2024年年度股东大会

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。

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认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