



# 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）

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

## 白酒板块攻守兼备，关注软饮等子板块旺季催化

### 投资建议

**白酒板块：**从白酒产业层面来看，淡季动销反馈平稳，周内飞天茅台等茅台酒批价已有所企稳，飞天茅台原箱批价约 2180 元、龙茅/精品批价约 2490/2560 元。我们维持对于白酒行业景气度仍处于下行趋缓阶段的判断，类似上一轮周期中的 14 年下半年至 15 年，该时期行业景气度不再断崖式回落，但需求侧仍缺乏足够强的拉力。

近期为业绩集中披露窗口期，叠加外部对等关税等事件扰动，市场整体风偏有所回落。我们持续推荐白酒板块的配置价值，主要系：1）结合春节及春糖的渠道与酒企反馈，我们预计行业层面 25 年一季度兑现度仍会比较平稳，多数酒企或仍能实现小幅正增长。2）白酒消费以国内为主，商业模式稳定且壁垒较高，受关税等外部风险扰动较小。3）虽然产业层面仍处于磨底阶段，但渠道体感已经逐步平稳，叠加相对较低的机构持仓等特征，白酒板块整体防御性我们仍然看好。

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：**行业逐步进入旺季，景气度拐点向上。随着 3 月开始逐步进入备货旺季，且受雨水天气影响，去年同期呈现明显的低基数红利，我们预计多数企业有望在 4 月展现出较强的修复态势。持续推荐包装水市占率回补+东方树叶高成长的农夫山泉。另外临近业绩密集披露期，推荐大单品拓展人群+第二曲线快速铺货的东鹏饮料，叠加果汁茶新品上市反馈较好，Q1 业绩高增长具备确定性。

**零食：**魔芋等新品加速成长，行业依旧维持高景气。本周零食板块涨幅居前，我们认为主要系 1）魔芋表现超预期，盐津本周公布麻酱味大魔王单品月销破亿，展现出较为强劲的品类势能。2）Q1 年货节错位影响已 price-in，板块后续仍有拓展新渠道&补充新 sku 的逻辑，低基数下有望恢复高增长。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：**景气度处于底部企稳阶段，龙头展现出较强的韧性。本周海天味业公布 24 年业绩，经历了 2 年调整后，在行业需求承压背景下，公司重新迎来双位数增长。公司迎合渠道碎片化机会，抓住用户多元化需求，不断推陈出新、强化供应链优势，展现出较强的经营韧性。餐饮链需求仍处于底部企稳阶段，龙头仍可凭借较强的规模优势和品牌红利实现挤压式增长。建议关注估值低位&具备内部改善的个股，推荐海天味业、安琪酵母、颐海国际。

### 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：白酒板块攻守兼备，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：白酒板块攻守兼备，关注软饮等子板块旺季催化

### ● 白酒板块

从白酒产业层面来看，淡季动销反馈平稳，周内飞天茅台等茅台酒批价已有所企稳，飞天茅台原箱批价约 2180 元、龙茅/精品批价约 2490/2560 元。我们维持对于白酒行业景气度仍处于下行趋缓阶段的判断，类似上一轮周期中的 14 年下半年至 15 年，该时期行业景气度不再断崖式回落，但需求侧仍缺乏足够强的拉力。

周内贵州茅台披露 24 年年报，期内实现营业总收入 1741.4 亿元，同比+15.7%；归母净利润 862.3 亿元，同比+15.4%；实际披露略高于此前预告的 1738/857 亿元。其中，24 年茅台酒/系列酒分别实现营收 1459/247 亿元，同比+15.3%/+19.7%。24 年茅台酒/系列酒基酒产量分别 5.6/4.8 万吨，同比-1.6%/+12.1%；24 年茅台酒销量/20 年基酒产量为 92%，21 年茅台酒基酒产量+12%、25 年供给增量有支撑。公司 25 年目标营业总收入增长 9%左右、符合市场预期，考虑中期分红后合计分红比例 75%、对应 25E 股息率约 3.6%。

近期为业绩集中披露窗口期，叠加外部对等关税等事件扰动，市场整体风偏有所回落。我们持续推荐白酒板块的配置价值，主要系：1) 结合春节及春糖的渠道与酒企反馈，我们预计行业层面 25 年一季度兑现度仍会比较平稳，多数酒企或仍能实现小幅正增长。2) 白酒消费以国内为主，商业模式稳定且壁垒较高，受关税等外部风险扰动较小。3) 虽然产业层面仍处于磨底阶段，但渠道体感已经逐步平稳，叠加相对较低的机构持仓等特征，白酒板块整体防御性我们仍然看好。

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：**行业逐步进入旺季，景气度拐点向上。随着 3 月开始逐步进入备货旺季，且受雨水天气影响，去年同期呈现明显的低基数红利，我们预计多数企业有望在 4 月展现出较强的修复态势。持续推荐包装水市占率回补+东方树叶高成长的农夫山泉。另外临近业绩密集披露期，推荐大单品拓展人群+第二曲线快速铺货的东鹏饮料，叠加果汁茶新品上市反馈较好，Q1 业绩高增长具备确定性。

**零食：**魔芋等新品加速成长，行业依旧维持高景气。本周零食板块涨幅居前，我们认为主要系 1) 魔芋表现超预期，盐津本周公布麻酱味大魔王单品月销破亿，展现出较为强劲的品类势能。2) Q1 年货节错位影响已 price-in，板块后续仍有拓展新渠道&补充新 sku 的逻辑，低基数下有望恢复高增长。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：**景气度处于底部企稳阶段，龙头展现出较强的韧性。本周海天味业公布 24 年业绩，经历了 2 年调整后，在行业需求承压背景下，公司重新迎来双位数增长。公司迎合渠道碎片化机会，抓住用户多元化需求，不断推陈出新、强化供应链优势，展现出较强的经营韧性。餐饮链需求仍处于底部企稳阶段，龙头仍可凭借较强的规模优势和品牌红利实现挤压式增长。建议关注估值低位&具备内部改善的个股，推荐海天味业、安琪酵母、颐海国际。

## 二、行情回顾

本周（3.31-4.3）食品饮料（申万）指数收于 17970 点（+0.07%），沪深 300 指数收于 3862 点（-1.37%），上证综指收于 3342 点（-0.28%），深证综指收于 1992 点（-1.67%），创业板指收于 2065 点（-2.95%）。

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	17970	0.07%	0.07%
沪深 300	3862	-1.37%	-1.87%
上证综指	3342	-0.28%	-0.29%

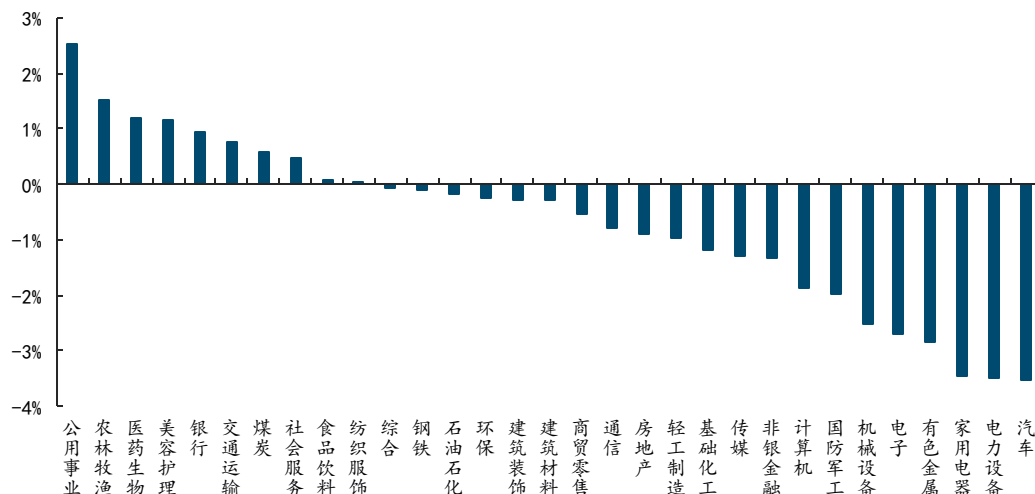


指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
深证综指	1992	-1.67%	1.79%
创业板指	2065	-2.95%	-3.56%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三的行业为公用事业(+2.55%)、农林牧渔(+1.51%)、医药生物(+1.20%)。

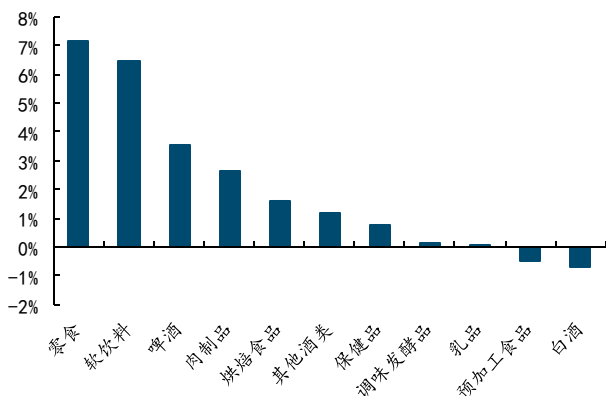
图表2：周度申万一级行业涨跌幅



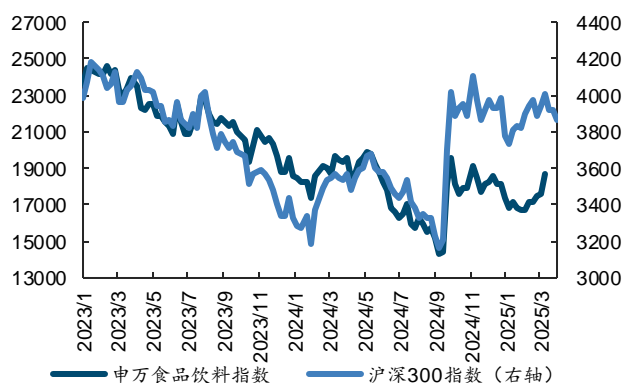
来源：Ifind，国金证券研究所

从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为零食(+7.17%)、软饮料(+6.48%)、啤酒(+3.56%)。

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：Ifind，国金证券研究所

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：盐津铺子(+19.64%)、会稽山(+15.42%)、万辰集团(+11.68%)、ST 春天(+9.49%)、甘源食品(+8.96%)等。涨跌幅靠后的为：皇氏集团(-18.16%)、佳禾食品(-3.58%)、海南椰岛(-3.37%)、煌上煌(-3.17%)、水井坊(-3.15%)等。

图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

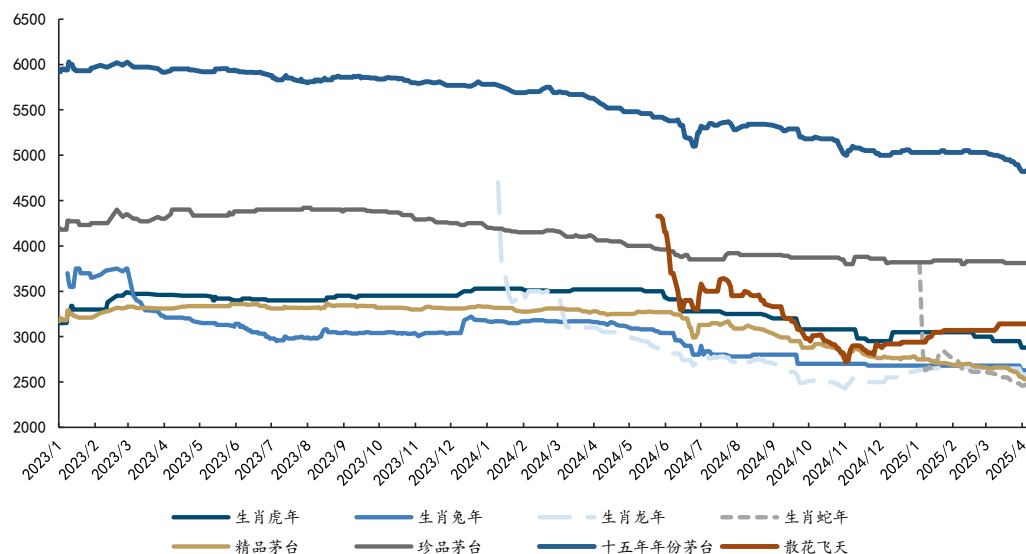
涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
盐津铺子	19.64	皇氏集团	-18.16
会稽山	15.42	佳禾食品	-3.58
万辰集团	11.68	海南椰岛	-3.37



涨跌幅前十名	涨幅(%)	涨跌幅后十名	跌幅(%)
ST 春天	9.49	煌上煌	-3.17
甘源食品	8.96	水井坊	-3.15
东鹏饮料	8.96	一鸣食品	-3.06
好想你	8.79	涪陵榨菜	-2.10
劲仔食品	8.03	桂发祥	-1.66
金字火腿	7.25	安井食品	-1.56
西麦食品	6.54	黑芝麻	-1.53

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 4 月 5 日)

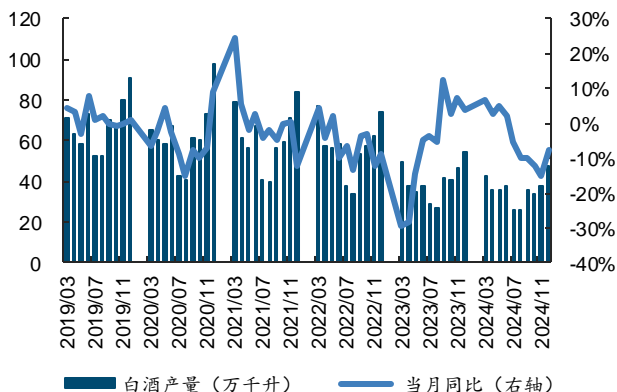
### 三、食品饮料行业数据更新

#### ■ 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, 4 月 5 日, 飞天茅台整箱批价 2165 元 (环周持平), 散瓶批价 2150 元 (环周+10 元), 普五批价 950 元 (环周持平), 高度国窖 1573 批价 860 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 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 4 月 5 日)

#### ■ 乳制品板块

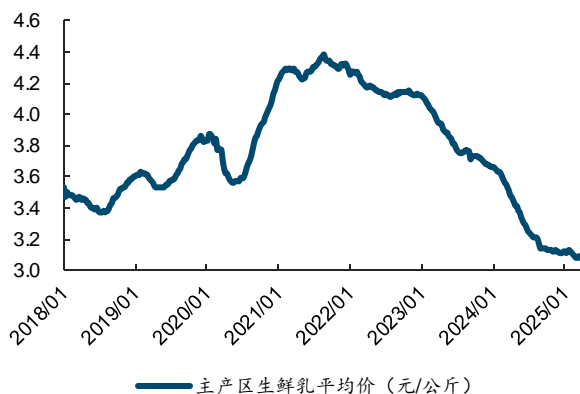




2025 年 3 月 28 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.08 元/公斤，同比-12.3%，环比-0.3%。

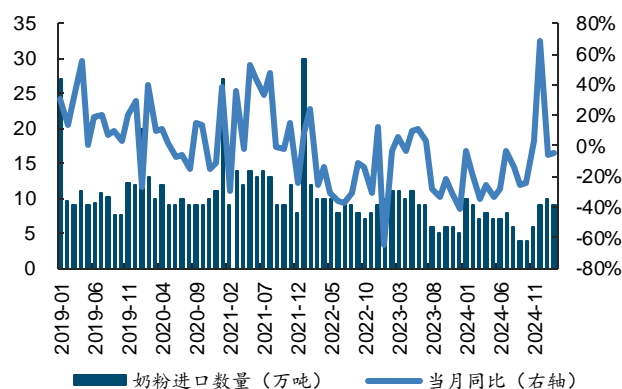
2025 年 1~2 月，我国累计进口奶粉 18.0 万吨，累计同比-5.1%；累计进口金额为 11.6 亿美元，累计同比+6.7%。其中，单 2 月进口奶粉 9.0 万吨，同比-4.8%；进口金额 5.6 亿元，同比-1.0%。

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 28 日）

图表10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）



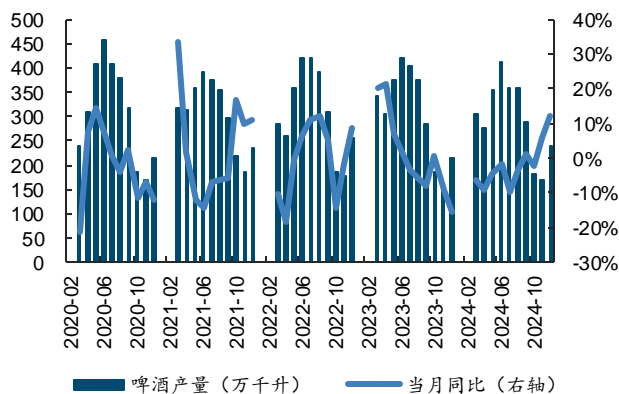
来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 2 月）

## ■ 啤酒板块

2024 年 12 月，我国啤酒产量为 241.10 万千升，同比+12.2%。

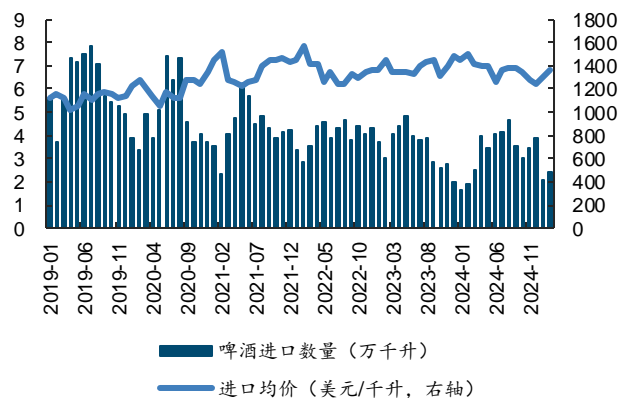
2025 年 1~2 月，我国累计进口啤酒数量为 4.47 万千升，同比+27.1%；进口金额 0.59 亿美元，同比+14.3%。其中，单 2 月进口数量 2.38 万千升，同比+27.4%；进口金额 0.32 亿美元，同比+14.7%。

图表11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）



来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至 24 年 12 月）

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 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

4 月 1 日，贵州省投资促进局发布贞丰县酒产业链配套项目，该项目总投资额 1.6 亿元，投资利润率 25.03%，占地 50 亩，总建筑面积 2.45 万平方米，将建设产品生产车间、仓储物流、设计研发、办公住宿、交易展示等功能版块。（微酒）

据酱香仁怀消息，2024 年，仁怀酱酒外贸出口达 52.36 亿元，茅台酒独占鳌头，出口营收突破 50 亿元，出口销量超 2100 吨，创历史新高。（微酒）

近日，GB12456-2021《食品安全国家标准食品中总酸的测定》批准发布，自 2025 年 9 月 16 日起实施。此次修改与原 GB/T10345-2007《白酒分析方法》国家标准规定的方法基本保持一致，即白酒样品无需再进行过滤后测定，提升了检测效率和便捷性，减少检测误差。同时增加了“当计算结果以 mL/100mL 表示时”的计算方法，与 GB/T4928-2008《啤酒分



析方法》国家标准规定的方法基本保持一致，即啤酒样品无需系数换算，推荐性国家标准和食品安全国家标准有效衔接和协调，保障行业有序发展和监管有效实施。（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
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22日	泉阳泉	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
4月25日	会稽山	2024年年度股东大会
4月29日	舍得酒业	2024年年度股东大会
5月9日	海天味业	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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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