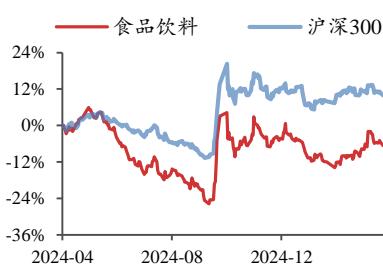


食品饮料

2025年04月06日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《板块进入业绩披露期，建议低点加配布局—行业周报》-2025.3.30

《糖酒会反馈：平淡中孕育新机—行业周报》-2025.3.23

《2月电商数据分析：白酒线上消费回暖，重视零食板块成长性—行业点评报告》-2025.3.17

酒企目标低调务实，零食多线发力值得关注

——行业周报

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张思敏（联系人）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790123070080

● 核心观点：白酒务实基调明确，零食国内外市场多点发力

3月31日-4月3日，食品饮料指数涨幅为0.1%，一级子行业排名第8，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中零食(+7.2%)、软饮料(+6.5%)、啤酒(+3.6%)表现相对领先。贵州茅台发布2024年年报，全年收入与利润增速分别为15.7%与15.4%，基本符合此前业绩预告。同时公布2025年总营收目标增长9%。我们认为该目标的制定具有战略意义，也为白酒行业2025年发展奠定基调。首先白酒行业需求近年来持续下滑，制定与需求匹配的供给量是当前行业形成的共识。飞天茅台酒2024年批价回落较多，本质上是供需错配的结果。2025年如果保持批价稳定，市场投放量不宜过多。同时贵州茅台又承担贵州经济建设重任，是贵州省经济的后盾。9%的目标即体现了市场收缩供给的战略，又可以满足对于省内经济的支持，是平衡市场供需与经济发展的综合结果。同时该保守目标的制定，也对其他酒企具有引导作用，预计2025年白酒产业发展基调是供需平衡，多数酒企应主动收缩市场投放，维持渠道秩序良性发展。从产业需求变化、供给收缩、酒企业绩节奏等角度分析，我们判断当前行业基本处于自身周期底部位置，行业自身的内生变化则来自于供给收缩后的渠道减负以及价格回暖，底部区间值得积极配置。

零食板块低点已过，多线发力重点关注。近期零食板块部分标的股价超额收益明显，卫龙、盐津、甘源表现亮眼。其中卫龙、盐津是受到魔芋品类趋势的正面影响，预计远期魔芋品类空间有望超过辣条，品类趋势打开板块估值。此外三家公司均已逐步拓展海外业务，其中卫龙抓住印尼禁售辣条机会布局当地产业整合，盐津在泰国布局魔芋产品、在印尼布局烘焙产品，而甘源在东南亚多国均有销售，零食出海产业趋势初具苗头。短期看，预计甘源食品一季度在高基数以及传统渠道改革调整背景下略有压力。但公司具备较强产品力，研发渠道定制差异化产品，近期逐步调整组织架构，增加基层人员，提升公司服务终端网点能力，改革动作预计持续上半年。除传统渠道外，会员超市和零食量贩保持稳健合作，后续仍有新品预期，助力公司持续增长。考虑到东南亚出海持续推进，海外市场可能贡献重要增量，我们仍建议积极关注零食板块的投资机会，重点关注甘源食品。

● 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：白酒务实基调明确，零食国内外市场多点发力	3
2、市场表现：食品饮料跑赢大盘	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落	4
4、酒业数据新闻：1-2月葡萄酒进口额飙升 54.23%	7
5、备忘录：关注安琪酵母 4月 10 日年度报告披露	7
6、风险提示	9

图表目录

图 1：食品饮料涨幅 0.1%，排名 8/28	4
图 2：零食、软饮料、啤酒表现相对领先	4
图 3：盐津铺子、会稽山、祖名股份涨幅领先	4
图 4：皇氏集团、佳禾食品、海南椰岛跌幅居前	4
图 5：2025 年 4 月 1 日全脂奶粉中标价同比+31.7%	4
图 6：2025 年 3 月 27 日生鲜乳价格同比-12.3%	4
图 7：2025 年 4 月 5 日猪肉价格同比+1.9%	5
图 8：2024 年 12 月生猪存栏数量同比-1.6%	5
图 9：2025 年 2 月能繁母猪数量同比+0.6%	5
图 10：2025 年 3 月 29 日白条鸡价格同比-1.6%	5
图 11：2025 年 2 月进口大麦价格同比-10.4%	6
图 12：2025 年 2 月进口大麦数量同比-39.5%	6
图 13：2025 年 4 月 3 日大豆现货价同比-11.5%	6
图 14：2025 年 3 月 27 日豆粕平均价同比-6.0%	6
图 15：2025 年 4 月 3 日柳糖价格同比-6.5%	6
图 16：2025 年 3 月 28 日白砂糖零售价同比-0.4%	6
表 1：最近重大事件备忘录：关注安琪酵母 4 月 10 日年度报告披露	7
表 2：关注 3 月 30 日发布的行业周报	8
表 3：重点公司盈利预测及估值	8

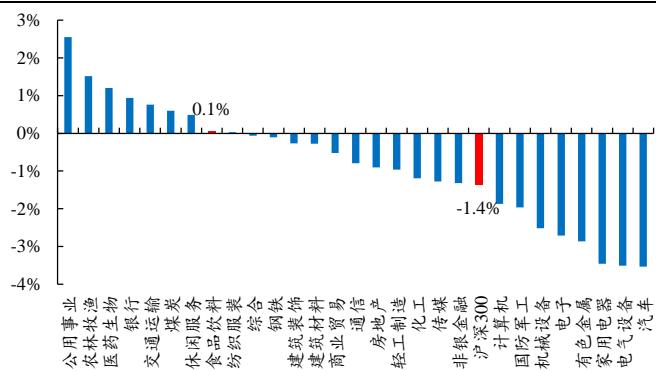
1、每周观点：白酒务实基调明确，零食国内外市场多点发力

3月31日-4月3日，食品饮料指数涨幅为0.1%，一级子行业排名第8，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中零食(+7.2%)、软饮料(+6.5%)、啤酒(+3.6%)表现相对领先。个股方面，盐津铺子、会稽山、祖名股份涨幅领先；皇氏集团、佳禾食品、海南椰岛跌幅居前。贵州茅台发布2024年年报，全年收入与利润增速分别为15.7%与15.4%，基本符合此前业绩预告。同时公布2025年总营收目标增长9%。我们认为该目标的制定具有战略意义，也为白酒行业2025年发展奠定基调。首先白酒行业需求近年来持续下滑，制定与需求匹配的供给量是当前行业形成的共识。飞天茅台酒2024年批价回落较多，本质上是供需错配的结果。2025年如果保持批价稳定，市场投放量不宜过多。同时贵州茅台又承担贵州经济建设重任，是贵州省经济的后盾。9%的目标即体现了市场收缩供给的战略，又可以满足对于省内经济的支持，是平衡市场供需与经济发展的综合结果。同时该保守目标的制定，也对其他酒企具有引导作用，预计2025年白酒产业发展基调是供需平衡，多数酒企应主动收缩市场投放，维持渠道秩序良性发展。从产业需求变化、供给收缩、酒企业绩节奏等角度分析，我们判断当前行业基本处于自身周期底部位置，行业自身的内生变化则来自于供给收缩后的渠道减负以及价格回暖，底部区间值得积极配置。

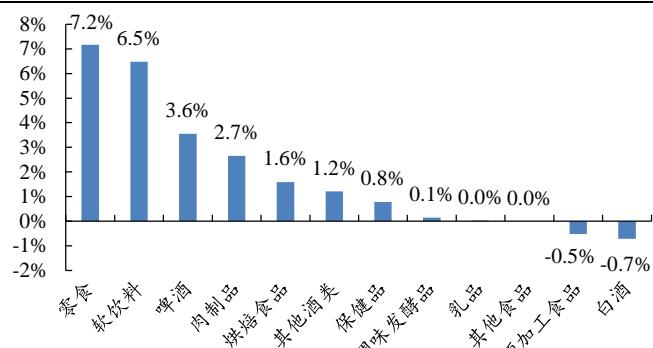
零食板块低点已过，多线发力重点关注。近期零食板块部分标的股价超额收益明显，卫龙、盐津、甘源表现亮眼。其中卫龙、盐津是受到魔芋品类趋势的正面影响，预计远期魔芋品类空间有望超过辣条，品类趋势打开板块估值。此外三家公司均已逐步拓展海外业务，其中卫龙抓住印尼禁售辣条机会布局当地产业整合，盐津在泰国布局魔芋产品、在印尼布局烘焙产品，而甘源在东南亚多国均有销售，零食出海产业趋势初具苗头。短期看，预计甘源食品一季度在高基数以及传统渠道改革调整背景下略有压力。但公司具备较强产品力，研发渠道定制差异化产品，近期逐步调整组织架构，增加基层人员，提升公司服务终端网点能力，改革动作预计持续上半年。除传统渠道外，会员超市和零食堂保持稳健合作，后续仍有新品预期，助力公司持续增长。考虑到东南亚出海持续推进，海外市场可能贡献重要增量，我们仍建议积极关注零食板块的投资机会，重点关注甘源食品。

2、市场表现：食品饮料跑赢大盘

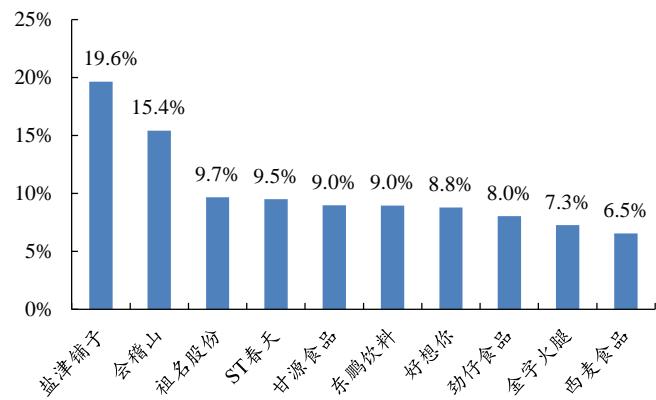
3月31日-4月3日，食品饮料指数涨幅为0.1%，一级子行业排名第8，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中零食(+7.2%)、软饮料(+6.5%)、啤酒(+3.6%)表现相对领先。个股方面，盐津铺子、会稽山、祖名股份涨幅领先；皇氏集团、佳禾食品、海南椰岛跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅 0.1%，排名 8/28


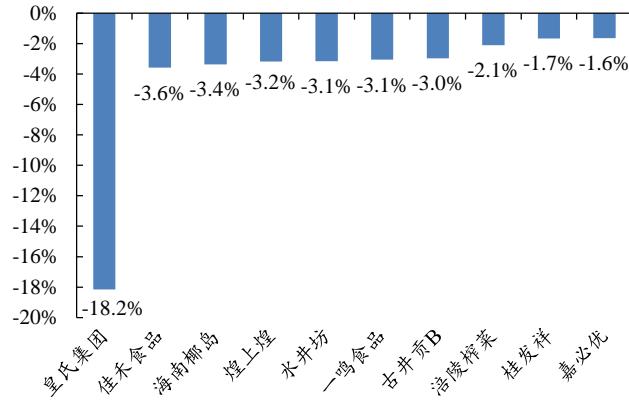
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：零食、软饮料、啤酒表现相对领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：盐津铺子、会稽山、祖名股份涨幅领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：皇氏集团、佳禾食品、海南椰岛跌幅居前


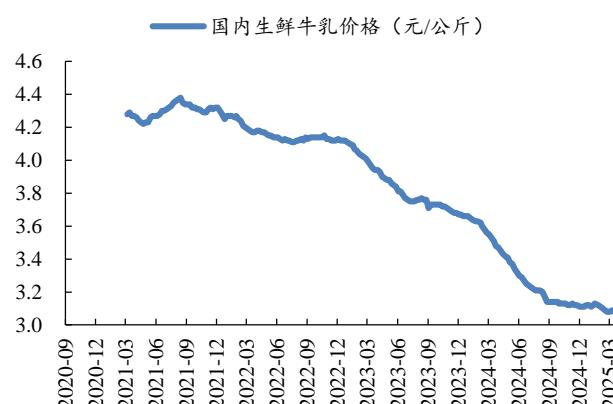
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

4月1日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价4062 美元/吨，环比-0.1%，同比+31.7%，奶价同比上升。3月27日，国内生鲜乳价格3.1 元/公斤，环比-0.3%，同比-12.3%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025年4月1日全脂奶粉中标价同比+31.7%

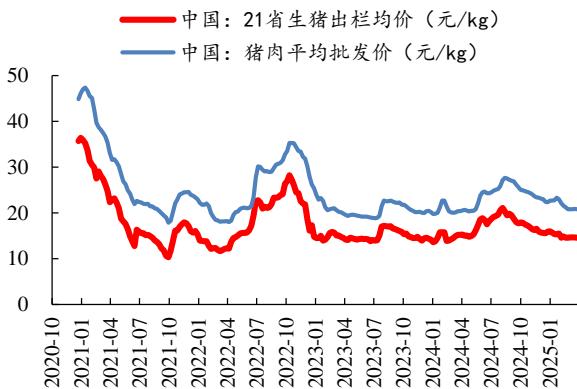

数据来源：GDT、开源证券研究所

图6：2025年3月27日生鲜乳价格同比-12.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

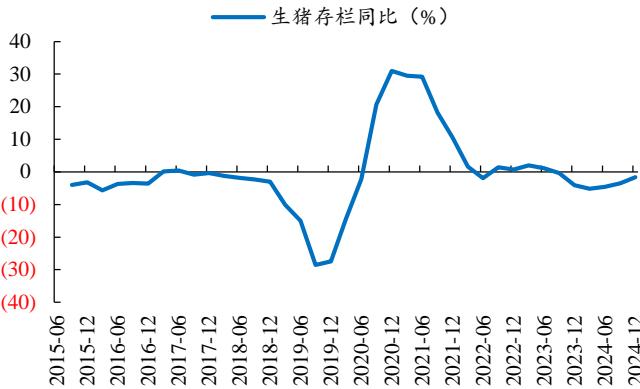
4月5日，生猪出栏价格14.6元/公斤，同比-3.9%，环比-0.2%；猪肉价格20.8元/公斤，同比+1.9%，环比-0.3%。2025年2月，能繁母猪存栏4066.0万头，同比+0.6%，环比+0.1%。2024年12月生猪存栏同比-1.6%。2025年3月29日，白条鸡价格17.5元/公斤，同比-1.6%，环比+0.4%。

图7：2025年4月5日猪肉价格同比+1.9%



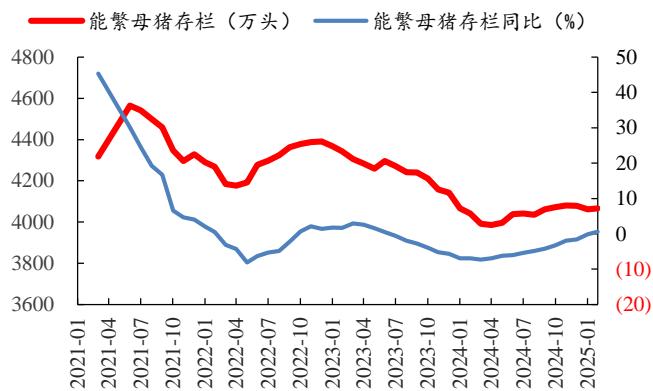
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年12月生猪存栏数量同比-1.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025年2月能繁母猪数量同比+0.6%



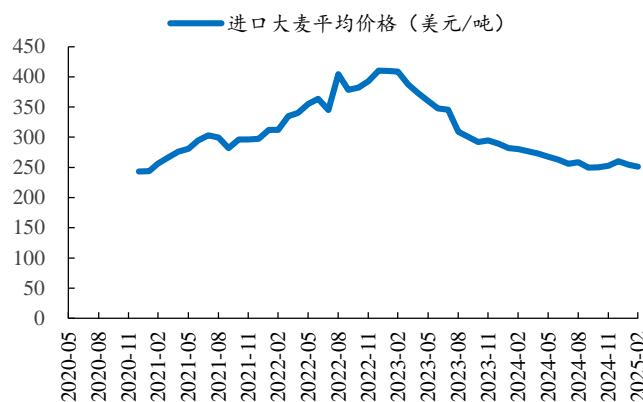
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025年3月29日白条鸡价格同比-1.6%

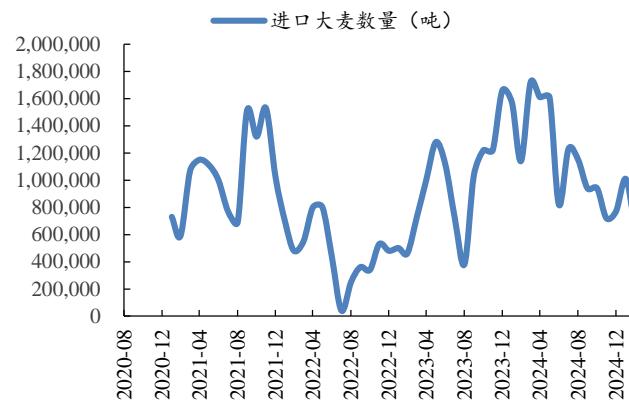


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年2月，进口大麦价格251.1美元/吨，同比-10.4%。2025年2月进口大麦数量69.0万吨，同比-39.5%，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11：2025年2月进口大麦价格同比-10.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025年2月进口大麦数量同比-39.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2025年4月3日大豆现货价同比-11.5%

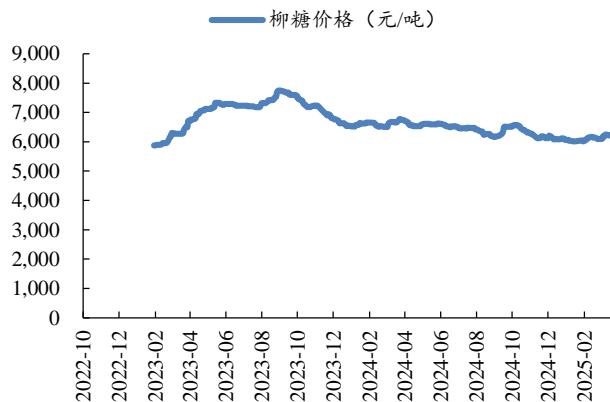

数据来源：Wind、开源证券研究所

4月3日，大豆现货价3873.6元/吨，同比-11.5%。3月27日，豆粕平均价格3.6元/公斤，同比-6.0%。

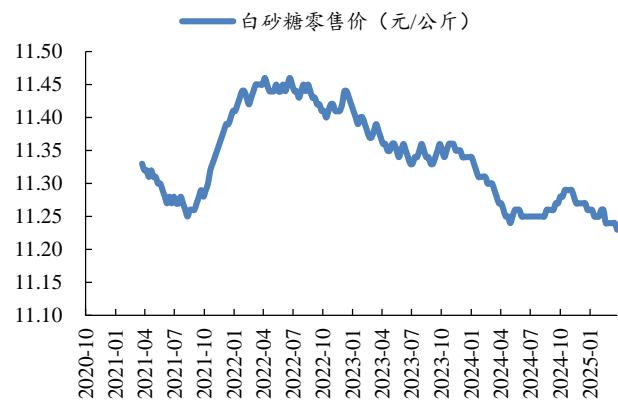
图14：2025年3月27日豆粕平均价同比-6.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4月3日，柳糖价格6300.0元/吨，同比-6.5%；3月28日，白砂糖零售价11.2元/公斤，同比-0.4%。

图15：2025年4月3日柳糖价格同比-6.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年3月28日白砂糖零售价同比-0.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：1-2月葡萄酒进口额飙升 54.23%

i茅台“老友小酒 真情相伴”活动上线。3月31日-4月6日，i茅台开启“老友小酒 真情相伴”线上活动。活动期间，在i茅台APP购买53%vol 100ml贵州茅台酒(i茅台)及53%vol 100ml×6贵州茅台酒(i茅台)礼盒套装(2025)达指定数量并在4月13日18:00前确认收货，可参与抽奖活动(来源于微酒)。

1-2月葡萄酒进口额飙升54.23%。海关总署公布了2025年1-2月葡萄酒进口数据，其中，进口量约为4100.99万升，同比增长11.11%；进口额约为2.58亿美元(按当前汇率约合人民币18.7亿元)，同比增长54.23%，延续了2024年以来的回暖趋势(来源于糖酒快讯)。

四川雅安赋比兴25万吨项目公示。近日，雅安赋比兴酒业有限公司年产20万吨精酿啤酒和5万吨果酒项目环境影响评价第一次公示发布。资料显示，该项目为投资年产20万吨精酿啤酒和5万吨果酒项目，占地约140亩，主要建设生产厂房及相关配套设施，建筑面积约21500平方米，采购全自动灌装机、全自动打包机、压滤机、压盖机、设备清洗机、粉碎机、制冷系统等设备，生产果酒、梅酒、米酒、米露、气泡米酒、利口酒、西打、精酿啤酒等多矩阵系列酒类(来源于酒业家)。

5、备忘录：关注安琪酵母4月10日年度报告披露

下周(4月7日-4月13日)有6家公司披露年度报告，6家公司召开股东大会，1家公司限售解禁。

表1：最近重大事件备忘录：关注安琪酵母4月10日年度报告披露

公司	业绩披露	股东会	限售解禁
2025/4/7	盖世食品	辽宁省大连市(13:00)	
2025/4/8	佳隆股份	广东省普宁市(14:30)	
2025/4/9	中炬高新	年度报告	
2025/4/9	有友食品	重庆市璧山区(14:00)	
2025/4/9	煌上煌		解禁4464.29万股
2025/4/10	金达威	年度报告	
2025/4/10	安琪酵母	年度报告	
2025/4/10	绝味食品	年度报告	
2025/4/10	桃李面包	辽宁省沈阳市(14:00)	
2025/4/11	汤臣倍健	广东省珠海市(14:00)	
2025/4/11	南侨食品	上海市金山区(14:00)	
2025/4/12	煌上煌	年度报告	
2025/4/12	盖世食品	年度报告	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2: 关注3月30日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	政策积极乐观，底部重视消费	3月9日
公司点评	东鹏饮料：2024年收入高增，2025年稳中求进	3月11日
行业周报	底部区间板块回暖，生育补贴政策催化显著	3月16日
行业点评	2月电商数据分析：白酒线上消费回暖，重视零食板块成长性	3月17日
行业周报	糖酒会反馈：平淡中孕育新机——行业周报	3月23日
公司点评	有友食品：业绩表现好于预期，新业务打造成长驱动力	3月23日
公司点评	金徽酒：2024年增速靓丽，2025年稳中求进	3月25日
公司点评	舍得酒业：2024年主动降速，2025年蓄势增质	3月23日
公司点评	双汇发展：2024Q4盈利明显改善，分红率维持较高水平	3月27日
公司点评	劲仔食品：2024年顺利收官，收入利润稳健增长	3月27日
公司点评	广州酒家：2024Q4公司业绩承压，激励计划彰显未来信心	3月29日
行业周报	板块进入业绩披露期，建议低点加配布局	3月30日
公司点评	嘉必优：逐步兑现，重组受理、发展可期	3月30日
公司点评	天味食品：2024年目标顺利达成，盈利能力显著改善	3月30日
公司点评	青岛啤酒：轻装上阵，2025年有望修复	3月31日
公司点评	涪陵榨菜：2024年利润短期承压，2025年稳健增长可期	4月1日
公司点评	中国飞鹤：分红提升股东回报，超高端系列持续带动增长	4月2日
公司点评	海天味业：收入稳健增长，盈利能力同比改善	4月3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	1568.9	68.21	76.98	87.78	23.0	20.4	17.9
五粮液	买入	132.0	8.72	9.70	10.65	15.1	13.6	12.4
泸州老窖	买入	132.6	11.18	13.60	16.28	11.9	9.7	8.1
洋河股份	增持	76.8	6.79	6.99	7.36	11.3	11.0	10.4
山西汾酒	买入	218.2	10.52	12.35	14.69	20.7	17.7	14.9
口子窖	增持	36.7	3.18	3.47	3.79	11.5	10.6	9.7
古井贡酒	增持	174.5	11.16	13.94	17.51	15.6	12.5	10.0
金徽酒	增持	19.3	0.77	0.86	0.99	25.3	22.4	19.6
伊利股份	买入	28.3	1.83	1.82	1.98	15.5	15.5	14.3
新乳业	增持	15.1	0.64	0.75	0.89	23.6	20.1	17.0
双汇发展	增持	27.4	1.44	1.51	1.59	19.0	18.1	17.2
中炬高新	增持	21.0	0.90	1.10	1.41	23.3	19.1	14.9
涪陵榨菜	增持	13.5	0.69	0.77	0.83	19.6	17.6	16.3
海天味业	买入	40.7	1.14	1.28	1.44	35.7	31.8	28.2
恒顺醋业	增持	7.6	0.13	0.15	0.19	58.5	50.7	40.0
西麦食品	增持	17.1	0.59	0.81	0.99	29.0	21.1	17.3
嘉必优	买入	24.7	0.74	0.92	1.08	33.4	26.9	22.9
绝味食品	增持	16.1	1.01	1.17	1.30	16.0	13.8	12.4

煌上煌	增持	10.4	0.18	0.23	0.31	57.7	45.2	33.5
广州酒家	增持	16.0	0.87	1.00	1.12	18.4	16.1	14.3
甘源食品	买入	76.3	4.54	5.60	6.87	16.8	13.6	11.1
劲仔食品	增持	12.9	0.65	0.76	0.93	20.0	17.0	13.9
天味食品	增持	14.5	0.59	0.68	0.77	24.6	21.3	18.8

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2025 年 4 月 3 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