



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

白酒稳健配置首选，关注软饮&零食等景气赛道

投资建议

白酒板块：本周市场风偏持续回落，白酒受益于相对低估值具备防御性+潜在内需刺激预期，周内板块也有一定超额收益。从产业层面来看，目前淡季商务动销反馈仍较为平淡，从飞天茅台批价伴随回款/发货有所波动可见一斑，例如3月末月度配额到货下飞天茅台批价有所回落，近期对4月配额回款时批价又有所波动。

目前原箱飞天茅台批价约2150元，我们预计淡季飞天茅台批价会伴随回款/发货节奏在2100~2200元区间震荡，虽动销仍偏左侧，但渠道情绪已较平稳。我们维持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。考虑产业层面已处于磨底阶段，叠加相对较低的机构持仓、25Q1业绩兑现预计平稳等特征，我们仍看好白酒板块现阶段的防御性，根源也在于中期复苏的叙事逻辑仍成立。

近期头部酒企增持等动作频出，例如：1) 贵州茅台披露回购进展，目前回购金额约19.5亿元，公司将按照60亿上限尽快完成剩余40.5亿元回购及注销程序；同时公司已着手起草新一轮回购股份方案、茅台集团已着手起草增持方案。2) 五粮液披露集团拟增持5~10亿元，时间为公告日起6个月、不设定价格区间。

整体而言，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内需复苏的预期，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，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。我们认为魔芋品类仍处于成长初期，主要系其健康属性下消费人群受众更为广泛，且消费频次更高，未来市场规模有望向辣条等大单品看齐。尤其是近年来，随着零食品类、新媒体电商、会员商超等新渠道快速发展，魔芋品类终端覆盖度持续提升，且直营合作体系下铺货效率更高，本质上是受益于新渠道率先开路，随着后续传统渠道改革逐步兑现，魔芋品类景气度有望延续。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，龙头展现出较强的经营韧性。本周中炬高新、安琪酵母公布24年业绩，受餐饮需求承压、行业竞争加剧扰动，收入端表现相对平淡。但两家分别通过内部效率提升/海外市场扩张，实现较为稳健的业绩增长。目前餐饮链需求仍处于底部企稳阶段，参考北京、上海等地开始发放餐饮消费券，在政策刺激下需求改善有待逐步兑现，餐饮链相关板块有望率先迎来估值改善。此外，龙头仍可凭借较强的规模和渠道优势实现挤压式增长，建议关注中炬高新、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：白酒稳健配置首选，关注软饮&零食等景气赛道.....	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.....	8

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：白酒稳健配置首选，关注软饮&零食等景气赛道

● 白酒板块

本周市场风格持续回落，白酒受益于相对低估值具备防御性+潜在内需刺激预期，周内板块也有一定超额收益。从产业层面来看，目前淡季商务动销反馈仍较为平淡，从飞天茅台批价伴随回款/发货有所波动可见一斑，例如3月末月度配额到货下飞天茅台批价有所回落，近期对4月配额回款时批价又有所波动。

目前原箱飞天茅台批价约2150元，我们预计淡季飞天茅台批价会伴随回款/发货节奏在2100~2200元区间震荡，虽动销仍偏左侧，但渠道情绪已较平稳。我们维持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。考虑产业层面已处于磨底阶段，叠加相对较低的机构持仓、25Q1业绩兑现预计平稳等特征，我们仍看好白酒板块现阶段的防御性，根源也在于中期复苏的叙事逻辑仍成立。

近期头部酒企增持等动作频出，例如：1)贵州茅台披露回购进展，目前回购金额约19.5亿元，公司将按照60亿上限尽快完成剩余40.5亿元回购及注销程序；同时公司已着手起草新一轮回购股份方案、茅台集团已着手起草增持方案。2)五粮液披露集团拟增持5~10亿元，时间为公告日起6个月、不设定价格区间。头部酒企此前也已披露中期分红规划，从股息率层面看板块也具备一定防御性。

此外，周内古井贡酒披露24年业绩预告，整体符合预期。24年公司实现营收235.8亿元，同比+16.4%；实现归母净利55.1亿元，同比+20.2%。考虑到24年中秋国庆时行业景气持续回落、渠道谨慎情绪较强，酒企普遍对前一财年回款、压货动作不多，因此24Q4预计酒企报表普遍仍会延续此前出清的趋势，也是予渠道纾压。

整体而言，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内需复苏的预期，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，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。我们认为魔芋品类仍处于成长初期，主要系其健康属性下消费人群受众更为广泛，且消费频次更高，未来市场规模有望向辣条等大单品看齐。尤其是近年来，随着零食量贩、新媒体电商、会员商超等新渠道快速发展，魔芋品类终端覆盖度持续提升，且直营合作体系下铺货效率更高，本质上是受益于新渠道率先开路，随着后续传统渠道改革逐步兑现，魔芋品类景气度有望延续。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，龙头展现出较强的经营韧性。本周中炬高新、安琪酵母公布24年业绩，受餐饮需求承压、行业竞争加剧扰动，收入端表现相对平淡。但两家分别通过内部效率提升/海外市场扩张，实现较为稳健的业绩增长。目前餐饮链需求仍处于底部企稳阶段，参考北京、上海等地开始发放餐饮消费券，在政策刺激下需求改善有待逐步兑现，餐饮链相关板块有望率先迎来估值改善。此外，龙头仍可凭借较强的规模和渠道优势实现挤压式增长，建议关注中炬高新、安琪酵母、颐海国际。

二、行情回顾

本周(4.7-4.11)食品饮料(申万)指数收于18005点(+0.20%)，沪深300指数收于3751点(-2.87%)，上证综指收于3238点(-3.11%)，深证综指收于1882点(-5.55%)，创业板指收于1926点(-6.73%)。



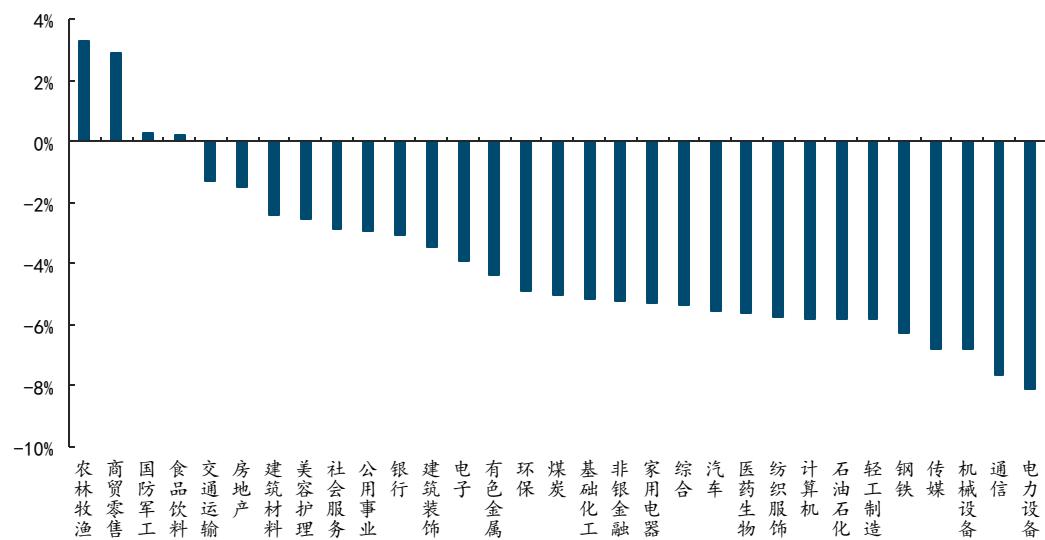
图表1：周度行情

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	18005	0.20%	0.26%
沪深300	3751	-2.87%	-4.69%
上证综指	3238	-3.11%	-3.39%
深证综指	1882	-5.55%	-3.86%
创业板指	1926	-6.73%	-10.05%

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农林牧渔(+3.28%)、商贸零售(+2.88%)、国防军工(+0.28%)。

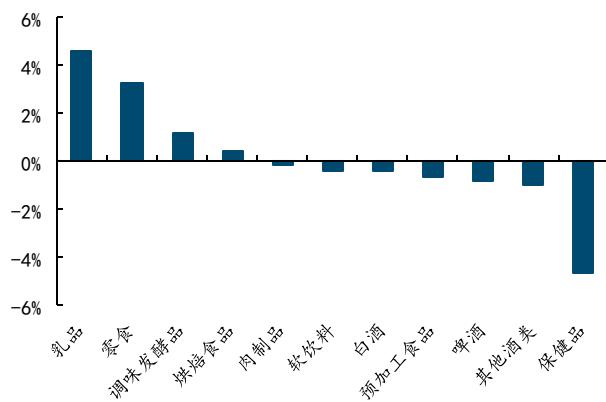
图表2：周度申万一级行业涨跌幅



来源：I find，国金证券研究所

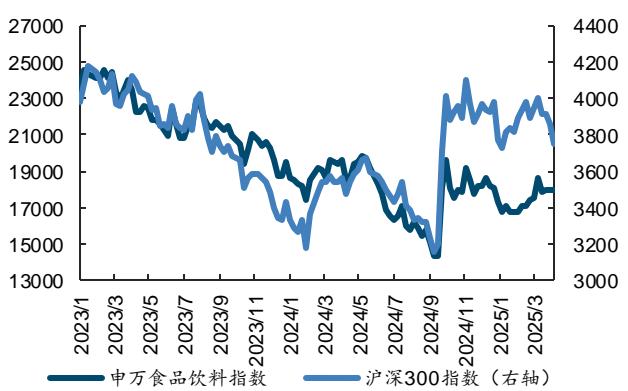
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为乳品(+4.65%)、零食(+3.30%)、调味发酵品(+1.24%)。

图表3：周度食品饮料子板块涨跌幅



来源：I find，国金证券研究所

图表4：申万食品饮料指数行情



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：贝因美(+41.43%)、西部牧业(+39.50%)、品渥食品(+35.23%)、熊猫乳品(+17.25%)、新乳业(+12.66%)等。涨跌幅靠后的为：仙乐健康(-10.15%)、ST春天(-8.88%)、交大昂立(-7.74%)、威龙股份(-7.41%)、金种子酒(-7.38%)等。

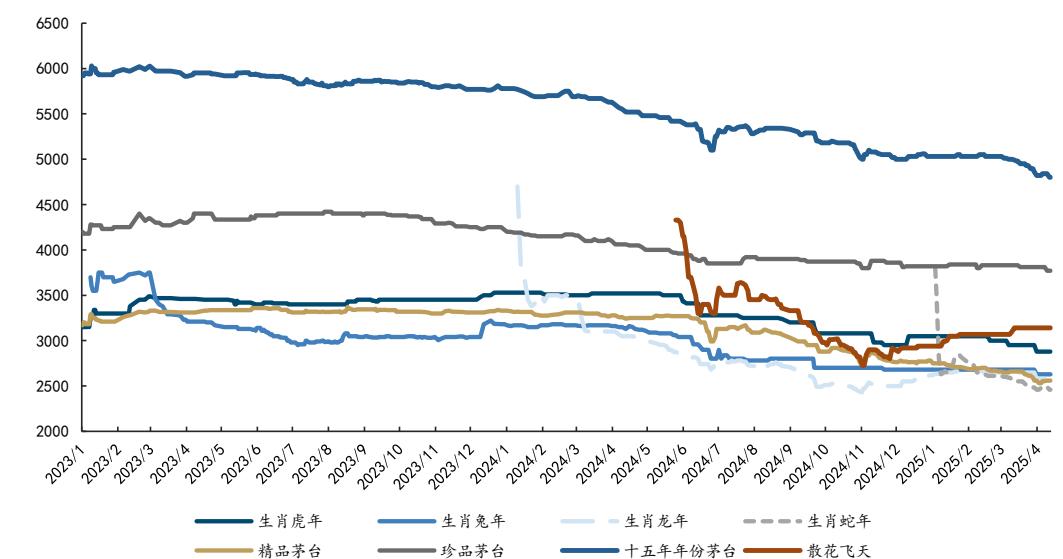


图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅TOP10

涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
贝因美	41.43	仙乐健康	-10.15
西部牧业	39.50	ST 春天	-8.88
品渥食品	35.23	交大昂立	-7.74
熊猫乳品	17.25	威龙股份	-7.41
新乳业	12.66	金种子酒	-7.38
紫燕食品	10.49	煌上煌	-6.83
燕塘乳业	10.20	兰州黄河	-6.51
莲花控股	9.76	ST 加加	-5.65
天润乳业	9.13	龙大美食	-5.11
维维股份	8.65	酒鬼酒	-5.03

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 4 月 12 日）

三、食品饮料行业数据更新

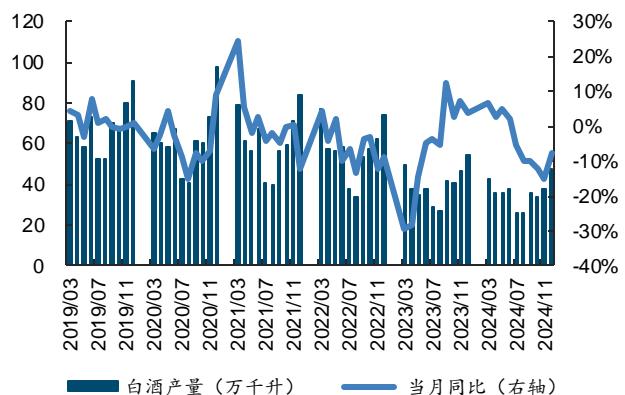
■ 白酒板块

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 12 日，飞天茅台整箱批价 2145 元（环周 -20 元），散瓶批价 2135 元（环周 -15 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（%）



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4月12日）

■ 乳制品板块

2025年4月4日，我国生鲜乳主产区平均价为3.07元/公斤，同比-11.8%，环比-0.3%。

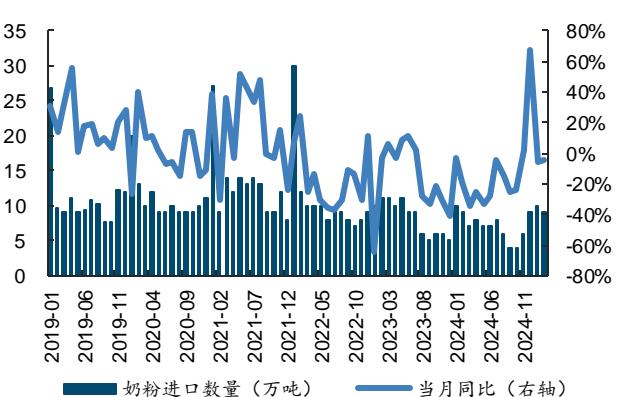
2025年1~2月，我国累计进口奶粉18.0万吨，累计同比-5.1%；累计进口金额为11.6亿美元，累计同比+6.7%。其中，单2月进口奶粉9.0万吨，同比-4.8%；进口金额5.6亿元，同比-1.0%。

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4月4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）

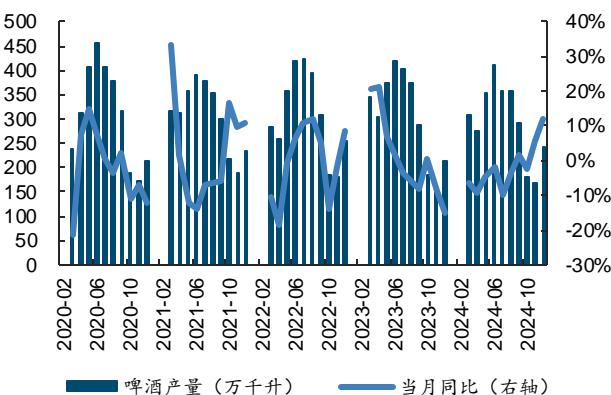
■ 啤酒板块

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%。

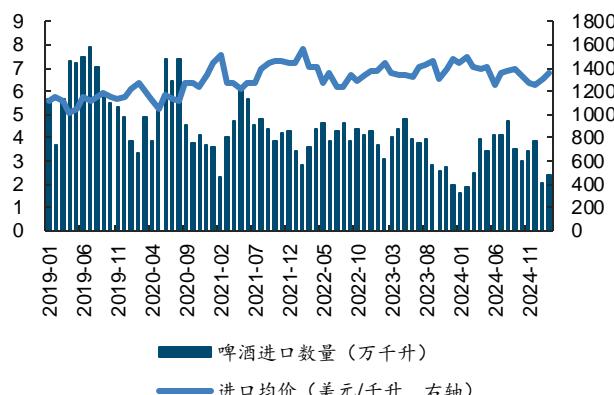


图表11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）



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6日，香港特区政府财政司司长陈茂波透露，“中国香港会继续保持自由港地位，实行自由贸易政策，保障货物、资金和信息等的自由便捷流动。”这意味着港府将不会跟随内地实行对美国加征34%关税的政策。但该行政命令表示，从中国香港出口至美国的产品仍需要加征关税。（微酒）

今年1-3月我国规模以上啤酒企业累计收入469亿元，同比增长0.4%；其中3月国内啤酒行业收入为141亿元，同比增长0.7%。此外，1-2月规模以上啤酒企业累计产量达526.1万千升，同比降幅4.9%。（微酒）

4月11日，从江苏省酒类行业协会三届五次会员代表大会获悉，2024年1-12月，江苏全省酿酒工业规模以上企业60家，累计完成产量234.28万千升，同比下降9.83%；累计完成销售收入755.96亿元，同比增长0.69%；累计完成利润总额212.45亿元，同比下降16.69%。（酒说）

4月10日，国家统计局发布3月份居民消费价格主要数据。3月食品烟酒类价格同比下降0.6%，影响CPI（居民消费价格指数）下降约0.17个百分点；食品烟酒类价格环比下降0.9%，影响CPI下降约0.24个百分点。其中，3月酒类价格同比下降1.8%，环比上升0.6%；1-3月，酒类价格同比下降2.1%。（糖酒快讯）

■ 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



日期	公司	事项
4月29日	舍得酒业	2024年年度股东大会
4月30日	安琪酵母	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9日	绝味食品	2024年年度股东大会
5月12日	盖世食品	2024年年度股东大会
5月16日	古越龙山	2024年年度股东大会
5月20日	青岛啤酒	2024年年度股东大会

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。

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**