



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）
 liuchengqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
 yetao@gjzq.com.cn

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

窗口期优选稳健龙头，关注有新品&政策催化等子板块

投资建议

白酒板块：自 4 月以来，白酒动销淡季叠加酒企常规回款&发货，贵州茅台、五粮液等头部酒企核心品批价有一定回落。参考今日酒价，飞天茅台原箱/散瓶批价目前分别为 2105/2050 元，散瓶批价回落至近几年新低水平，短期持续回落加剧二批等接货情绪相对更谨慎，建议着重观察近期酒企的量价管控动作，重点是让渠道修复批价预期。

从产业层面来看，目前淡季商务动销反馈仍较为平淡，渠道相对更谨慎的接货情绪一定程度上也能反映其下游客群对实际需求的预期变动。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、尤其淡季动销绝对量占比相对较低，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，白酒能受益于相对低估值具备防御性+潜在内需刺激预期，我们仍看好板块的配置意义、尤其是在市场风偏波动的时期。后期迎来业绩集中披露，我们预计板块整体 25Q1 业绩兑现会相对不错，但考虑到 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。若 24Q4+25Q1 结合来看，预计除头部酒企外业绩同比仍会有所回落，业绩底仍待观察 25Q2 需求情况。

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。3 月限额以上饮料类累计同比增速-0.5%，降幅持续收窄。去年同期受雨水天气影响，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。以及大单品拓展人群+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 业绩持续超预期（25Q1 实现营收 48.48 亿元，同比+39.23%；实现归母净利润 9.80 亿元，同比+47.62%）。

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。3 月餐饮社零同比增长 5.6%，环比明显加速；限额以上粮油食品类累计同比+12.2%，增速创近年新高。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：业绩窗口期优选稳健龙头，关注有新品&政策催化等子板块.....	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：业绩窗口期优选稳健龙头，关注有新品&政策催化等子板块

● 白酒板块

自4月以来，白酒动销淡季叠加酒企常规回款&发货，贵州茅台、五粮液等头部酒企核心品批价有一定回落。参考今日酒价，飞天茅台原箱/散瓶批价目前分别为2105/2050元，散瓶批价回落至近几年新低水平，短期持续回落加剧二批等接货情绪相对更谨慎，建议着重观察近期酒企的量价管控动作，重点是让渠道修复批价预期。

从产业层面来看，目前淡季商务动销反馈仍较为平淡，渠道相对更谨慎的接货情绪一定程度上也能反映其下游客群对实际需求的预期变动。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、尤其淡季动销绝对量占比相对较低，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，白酒能受益于相对低估值具备防御性+潜在内需刺激预期，我们仍看好板块的配置意义、尤其是在市场风偏波动的时期。

后期迎来业绩集中披露，我们预计板块整体25Q1业绩兑现会相对不错，但考虑到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，也是予渠道抒压。若24Q4+25Q1结合来看，预计除头部酒企外业绩同比仍会有所回落，业绩底仍待观察25Q2需求情况。

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。3月限额以上饮料类累计同比增速-0.5%，降幅持续收窄。去年同期受雨水天气影响，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。以及大单品拓展人群+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业绩持续超预期（25Q1实现营收48.48亿元，同比+39.23%；实现归母净利润9.80亿元，同比+47.62%）。

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。3月餐饮社零同比增长5.6%，环比明显加速；限额以上粮油食品类累计同比+12.2%，增速创近年新高。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（4.14-4.18）食品饮料（申万）指数收于18049点（+0.24%），沪深300指数收于3773点（+0.59%），上证综指收于3277点（+1.19%），深证综指收于1881点（-0.04%），创业板指收于1914点（-0.64%）。

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	18049	0.24%	0.50%
沪深300	3773	0.59%	-4.13%
上证综指	3277	1.19%	-2.24%

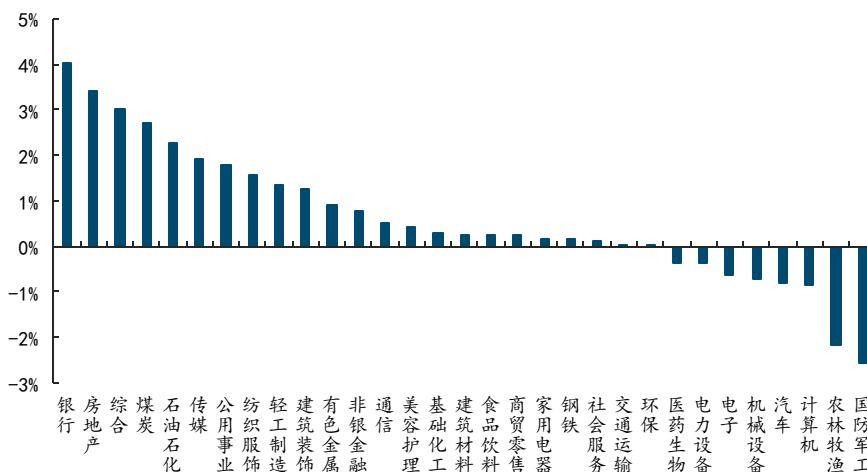


指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
深证综指	1881	-0.04%	-3.90%
创业板指	1914	-0.64%	-10.63%

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银行（+4.04%）、房地产（+3.40%）、综合（+3.01%）。

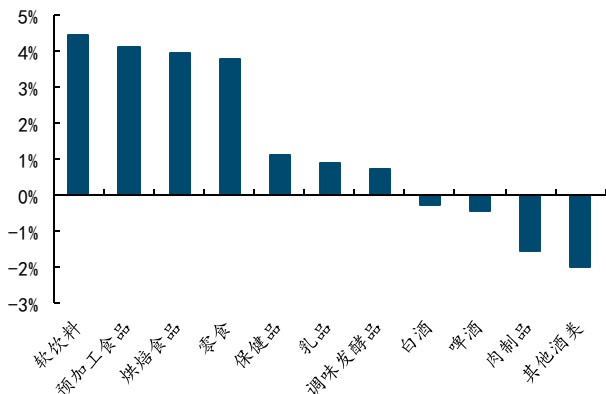
图表2：周度申万一级行业涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

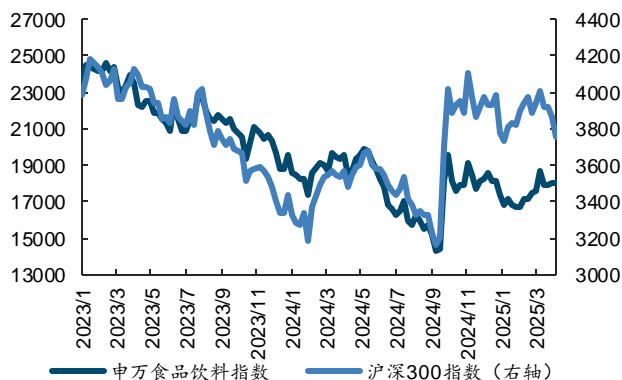
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为软饮料（+4.42%）、预加工食品（+4.11%）、烘焙食品（+3.95%）。

图表3：周度食品饮料子板块涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

图表4：申万食品饮料指数行情



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：安记食品（+50.00%）、麦趣尔（+24.09%）、一鸣食品（+15.46%）、桂发祥（+14.58%）、惠发食品（+11.39%）等。涨跌幅靠后的为：西部牧业（-17.36%）、岩石股份（-9.63%）、熊猫乳品（-9.06%）、ST 春天（-8.35%）、百润股份（-6.87%）等。

图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

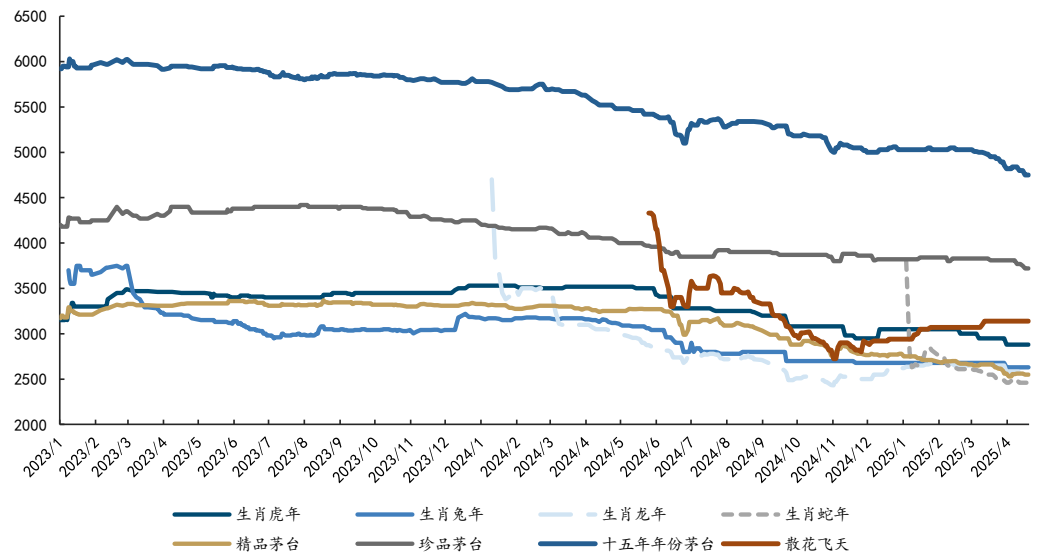
涨跌幅前十名	涨幅 (%)	涨跌幅后十名	跌幅 (%)
安记食品	50.00	西部牧业	-17.36
麦趣尔	24.09	岩石股份	-9.63
一鸣食品	15.46	熊猫乳品	-9.06



涨跌幅前十名	涨幅(%)	涨跌幅后十名	跌幅(%)
桂发祥	14.58	ST 春天	-8.35
惠发食品	11.39	百润股份	-6.87
盐津铺子	10.58	百合股份	-6.86
春雪食品	9.81	莲花控股	-6.56
皇氏集团	9.55	燕塘乳业	-5.60
佳隆股份	9.40	新乳业	-5.53
五芳斋	8.64	甘源食品	-5.52

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 19 日)

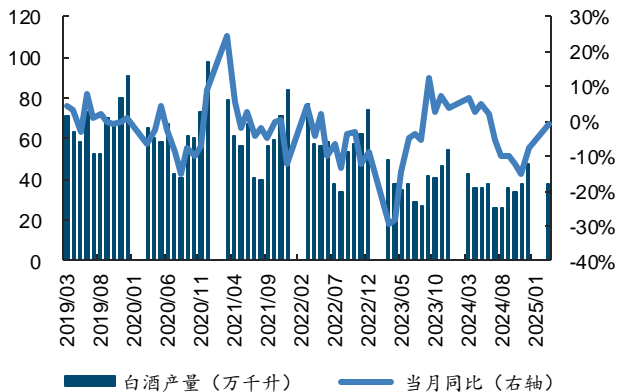
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

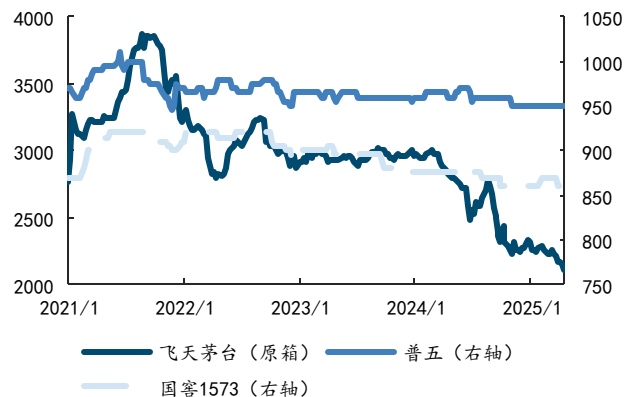
2025 年 3 月, 全国白酒产量 37.80 万千升, 同比-0.80%。

据今日酒价, 4 月 19 日, 飞天茅台整箱批价 2105 元 (环周-40 元), 散瓶批价 2050 元 (环周-85 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 25 年 3 月)

来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 4 月 19 日)

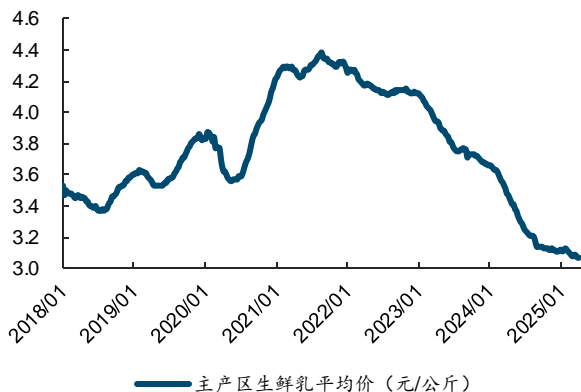
■ 乳制品板块



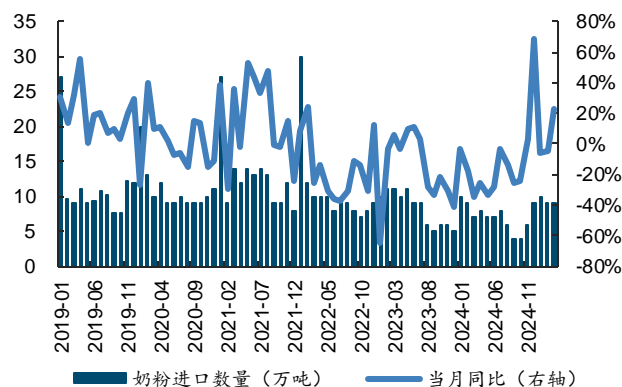
2025 年 4 月 11 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.07 元/公斤，同比-11.5%，环比-0.0%。

2025 年 1~3 月，我国累计进口奶粉 27.0 万吨，累计同比+2.4%；累计进口金额为 18.1 亿美元，累计同比+17.4%。其中，单 3 月进口奶粉 9.0 万吨，同比+22.9%；进口金额 6.6 亿元，同比+42.5%。

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 4 月 11 日）

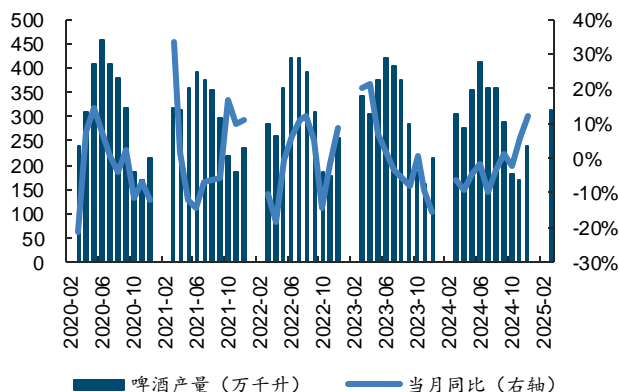
来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 3 月）

■ 啤酒板块

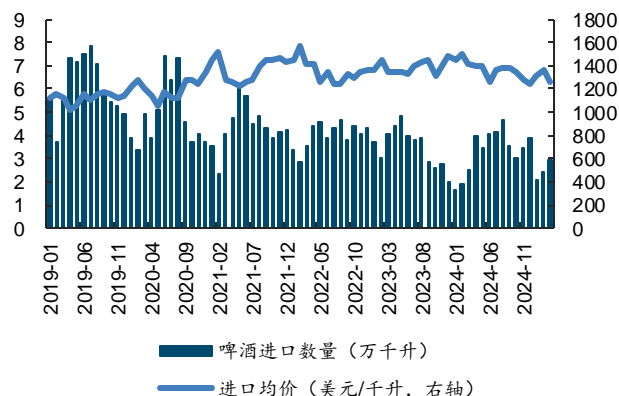
2025 年 3 月，我国啤酒产量为 312.80 万千升，同比+1.9%。

2025 年 1~3 月，我国累计进口啤酒数量为 7.44 万千升，同比+23.6%；进口金额 0.97 亿美元，同比+10.9%。其中，单 3 月进口数量 2.97 万千升，同比+18.8%；进口金额 0.38 亿美元，同比+6.0%。

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 25 年 3 月）

来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至 25 年 3 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 17 日，四川省统计局发布数据显示，3 月，四川省规模以上企业白酒产量 11.6 万千升，同比下降 8.7%；1-3 月，四川省规模以上企业累计白酒产量 33.1 万千升，同比下降 5.4%；3 月，四川省规模以上企业啤酒产量 26.4 万千升，同比增长 5.2%；1-3 月，四川省规模以上企业累计啤酒产量 73.8 万千升，同比下降 3.1%。（微酒）

4 月 16 日，国家统计局发布 3 月份社会消费品零售总额主要数据，其中，3 月，烟酒类消费品零售总额 515 亿元，同比增长 8.5%；1-3 月，烟酒类消费品零售总额 1879 亿元，同比增长 6.3%。（微酒）

4 月 13 日消息，2025 年 1-2 月，山东省规模以上企业累计白酒产量 3.5 万千升，同比下降 10.3%。（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
4月30日	安琪酵母	2024年年度股东大会
5月7日	中炬高新	2024年年度股东大会
5月8日	五芳斋	2024年年度股东大会
5月8日	仙乐健康	2024年年度股东大会
5月8日	紫燕食品	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9日	熊猫乳品	2024年年度股东大会
5月9日	康比特	2024年年度股东大会
5月9日	维维股份	2024年年度股东大会
5月9日	万辰集团	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15日	天润乳业	2024年年度股东大会
5月16日	品渥食品	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
6月6日	百合股份	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

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：北京市东城区建国门内大街 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