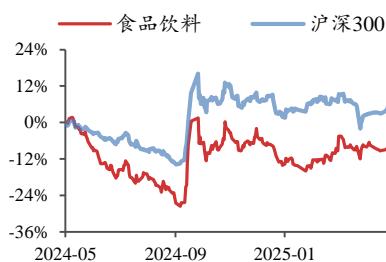


## 食品饮料

2025年05月11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

《内需提振预期强化，关注政策改善可期—行业投资策略》-2025.5.8

《一季报白酒稳健增长，零食新品红利表现突出—行业周报》-2025.5.5

《基金持仓更加集中，零食板块表现较好—行业周报》-2025.4.27

## 白酒底部建议加配，大众品三条思路选股

## ——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：承压基调下的边际改善

5月5日-5月9日，食品饮料指数涨幅为1.8%，一级子行业排名第19，跑输沪深300约0.2pct，子行业中保健品(+5.1%)、烘焙食品(+4.2%)、预加工食品(+2.5%)表现相对领先。上市公司财报披露结束后，市场进入业绩真空期，市场风险偏好提升，食品饮料跑输大盘。往2025年全年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。2025年我们更多期望经济活跃度提升带来商务消费提振，以及消费力提升带来消费升级表现。产业层面白酒企业已进入深度调整期，行业需求下行的结果已由终端经渠道传导至厂家，体现为酒企公司报表业绩增速放缓。目前看白酒动销分化更加明显，一方面以茅台为代表的高端白酒与以今世缘、古井贡酒为代表的大众白酒表现较好；另一方面渠道已经深度调整的酒企动销层面已有边际向好趋势。考虑到2025H2后酒企将面临低基数环境，婚宴市场的修复、商务需求的边际转暖，以及叠加可能出现的刺激消费政策的加持，预计年内白酒市场环境可能稳中有升。当前白酒市场预期普遍偏低，我们建议可以逢低加大配置。大众品可以选择交易策略三条主线：一是把握渠道改革与新品红利。商超渠道调改是重要契机，改革其中一项是更加注意商超选品。零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。而产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件，子行业龙头、品牌企业可能受益，推荐甘源食品、受益标的盐津铺子等。二是我们预判年内餐饮可能会有小幅度复苏，婚宴的修复以及类似消费券等外部刺激可能会为餐饮带来增量，餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可适当予以关注。三是仍然延续成本红利逻辑，可以寻找年内成本仍处下行区间，利润预期显著改善的品种，如糖蜜价格持续下行推动安琪酵母利润持续释放、燕麦价格走低带来西麦食品利润率提升等。

## ● 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：承压基调下的边际改善 .....	3
2、市场表现：食品饮料跑输大盘 .....	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落 .....	4
4、酒业数据新闻：元气森林推出首款气泡酒产品 .....	7
5、备忘录：关注 5 月 14 日甘源食品召开股东大会 .....	7
6、风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1：食品饮料涨幅 1.8%，排名 19/28.....	4
图 2：保健品、烘焙食品、预加工食品表现相对领先.....	4
图 3：ST 加加、*ST 春天、*ST 兰黄涨幅领先.....	4
图 4：安记食品、甘源食品、光明肉业跌幅居前.....	4
图 5：2025 年 5 月 6 日全脂奶粉中标价同比+30.6%.....	5
图 6：2025 年 4 月 30 日生鲜乳价格同比-9.7%.....	5
图 7：2025 年 5 月 10 日猪肉价格同比+2.2%.....	5
图 8：2025 年 3 月生猪存栏数量同比+2.2%.....	5
图 9：2025 年 3 月能繁母猪数量同比+1.2%.....	5
图 10：2025 年 5 月 3 日白条鸡价格同比-2.5%.....	5
图 11：2025 年 3 月进口大麦价格同比-10.6%.....	6
图 12：2025 年 3 月进口大麦数量同比-50.6%.....	6
图 13：2025 年 5 月 9 日大豆现货价同比-10.9%.....	6
图 14：2025 年 4 月 30 日豆粕平均价同比+1.3%.....	6
图 15：2025 年 5 月 9 日柳糖价格同比-5.8%.....	7
图 16：2025 年 5 月 2 日白砂糖零售价同比-0.3%.....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注 5 月 14 日甘源食品召开股东大会 .....	7
表 2：关注 5 月 5 日发布的行业周报 .....	8
表 3：重点公司盈利预测及估值 .....	8

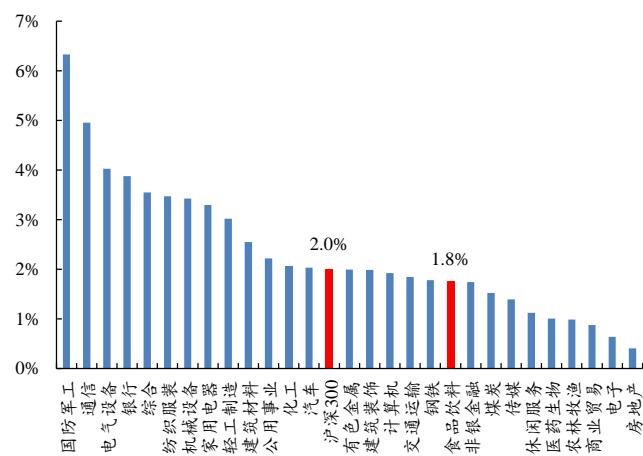
## 1、每周观点：承压基调下的边际改善

5月5日-5月9日，食品饮料指数涨幅为1.8%，一级子行业排名第19，跑输沪深300约0.2pct，子行业中保健品(+5.1%)、烘焙食品(+4.2%)、预加工食品(+2.5%)表现相对领先。个股方面，ST加加、\*ST春天、\*ST兰黄涨幅领先；安记食品、甘源食品、光明肉业跌幅居前。上市公司财报披露结束后，市场进入业绩真空期，市场风险偏好提升，食品饮料跑输大盘。往2025年全年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。2025年我们更多期望经济活跃度提升带来商务消费提振，以及消费力提升带来消费升级表现。产业层面白酒企业已进入深度调整期，行业需求下行的结果已由终端经渠道传导至厂家，体现为酒企公司报表业绩增速放缓。目前看白酒动销分化更加明显，一方面以茅台为代表的高端白酒与以今世缘、古井贡酒为代表的大众白酒表现较好；另一方面渠道已经深度调整的酒企动销层面已有边际向好趋势。考虑到2025H2后酒企将面临低基数环境，婚宴市场的修复、商务需求的边际转暖，以及叠加可能出现的刺激消费政策的加持，预计年内白酒市场环境可能稳中有升。当前白酒市场预期普遍偏低，我们建议可以逢低加大配置。大众品可以选择交易策略三条主线：一是把握渠道改革与新品红利。商超渠道调改是重要契机，改革其中一项是更加注意商超选品。零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。而产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件，子行业龙头、品牌企业可能受益，推荐甘源食品、受益标的盐津铺子等。二是我们预判年内餐饮可能会有小幅度复苏，婚宴的修复以及类似消费券等外部刺激可能会为餐饮带来增量，餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可适当予以关注。三是仍然延续成本红利逻辑，可以寻找年内成本仍处下行区间，利润预期显著改善的品种，如糖蜜价格持续下行推动安琪酵母利润持续释放、燕麦价格走低带来西麦食品利润率提升等。

## 2、市场表现：食品饮料跑输大盘

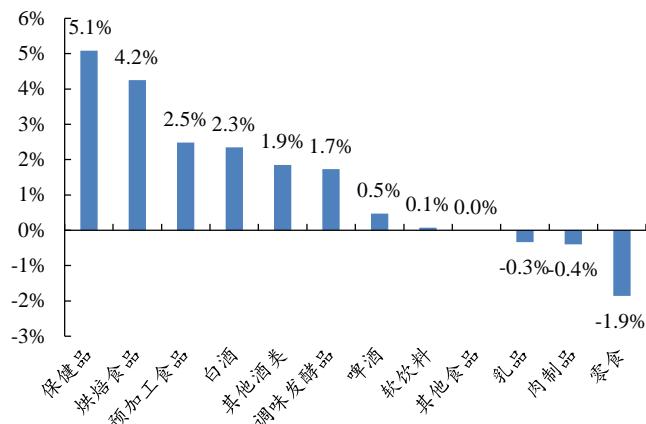
5月5日-5月9日，食品饮料指数涨幅为1.8%，一级子行业排名第19，跑输沪深300约0.2pct，子行业中保健品(+5.1%)、烘焙食品(+4.2%)、预加工食品(+2.5%)表现相对领先。个股方面，ST加加、\*ST春天、\*ST兰黄涨幅领先；安记食品、甘源食品、光明肉业跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅 1.8%，排名 19/28



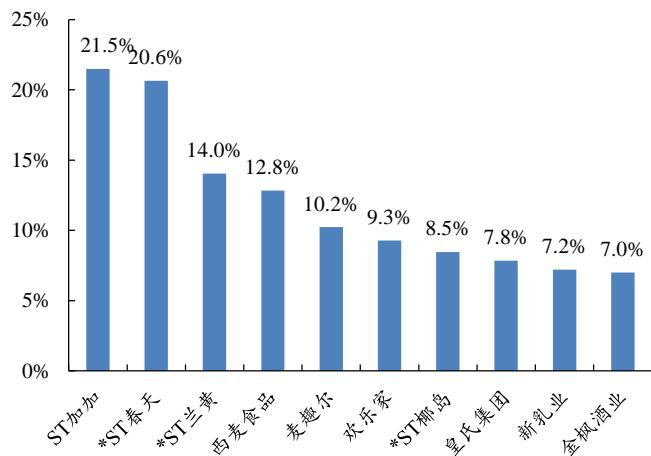
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：保健品、烘焙食品、预加工食品表现相对领先



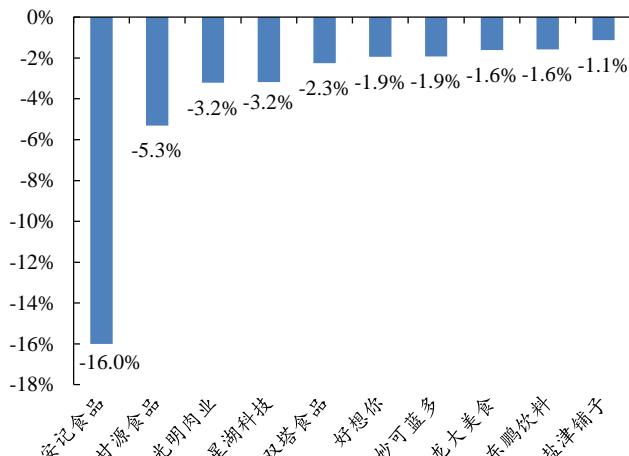
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：ST 加加、\*ST 春天、\*ST 兰黄涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：安记食品、甘源食品、光明肉业跌幅居前

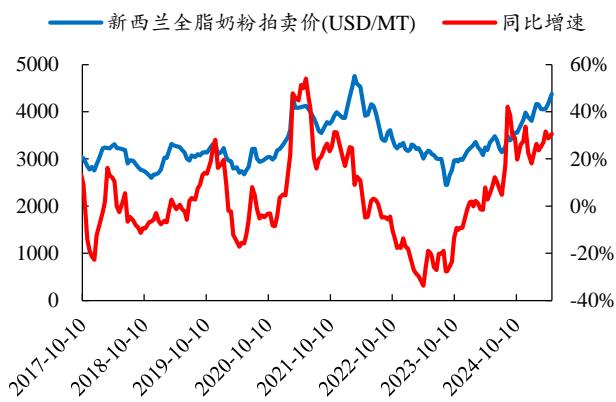


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、上游数据：部分上游原料价格回落

5月6日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价4374美元/吨，环比+4.9%，同比+30.6%，奶价同比上升。4月30日，国内生鲜乳价格3.1元/公斤，环比+0.3%，同比-9.7%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025年5月6日全脂奶粉中标价同比+30.6%



数据来源：GDT、开源证券研究所

图6：2025年4月30日生鲜乳价格同比-9.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

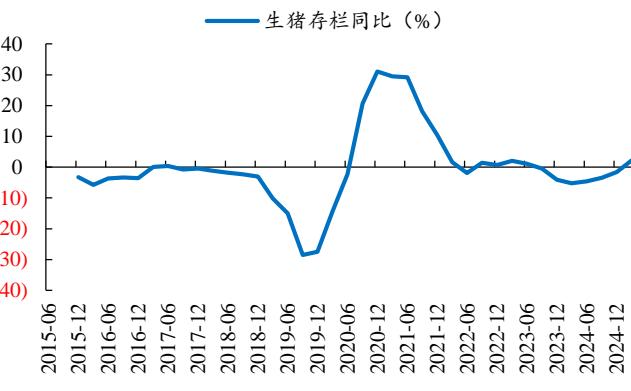
5月10日，生猪出栏价格14.8元/公斤，同比-0.9%，环比+0.5%；猪肉价格20.9元/公斤，同比+2.2%，环比+0.8%。2025年3月，能繁母猪存栏4039.0万头，同比+1.2%，环比-1.0%。2025年3月生猪存栏同比+2.2%。2025年5月3日，白条鸡价格17.2元/公斤，同比-2.5%，环比-0.6%。

图7：2025年5月10日猪肉价格同比+2.2%



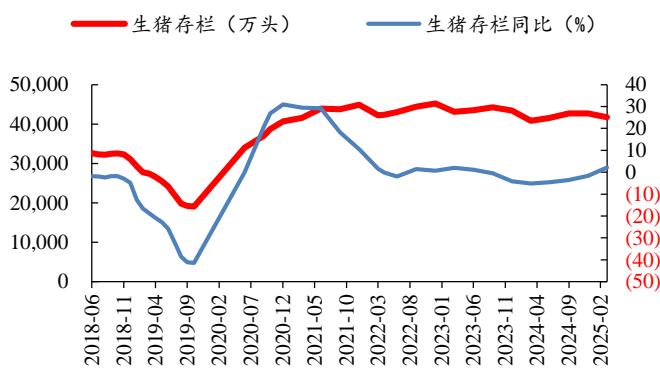
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025年3月生猪存栏数量同比+2.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025年3月能繁母猪数量同比+1.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

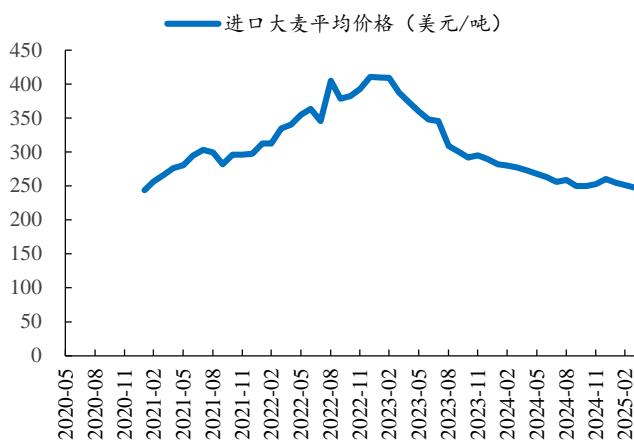
图10：2025年5月3日白条鸡价格同比-2.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

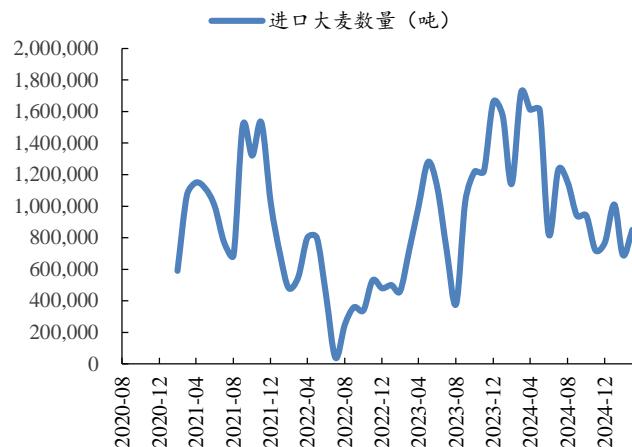
2025年3月，进口大麦价格247.7美元/吨，同比-10.6%。2025年3月进口大麦数量85.0万吨，同比-50.6%，进口大麦数量及平均价格持续下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

**图11：2025年3月进口大麦价格同比-10.6%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

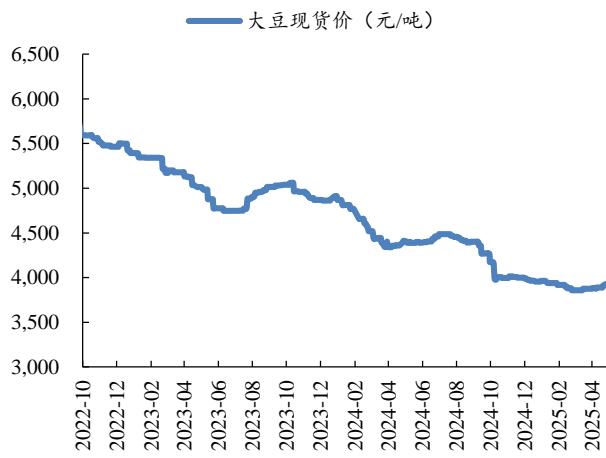
**图12：2025年3月进口大麦数量同比-50.6%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

5月9日，大豆现货价3927.9元/吨，同比-10.9%。4月30日，豆粕平均价格3.8元/公斤，同比+1.3%。

**图13：2025年5月9日大豆现货价同比-10.9%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：2025年4月30日豆粕平均价同比+1.3%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

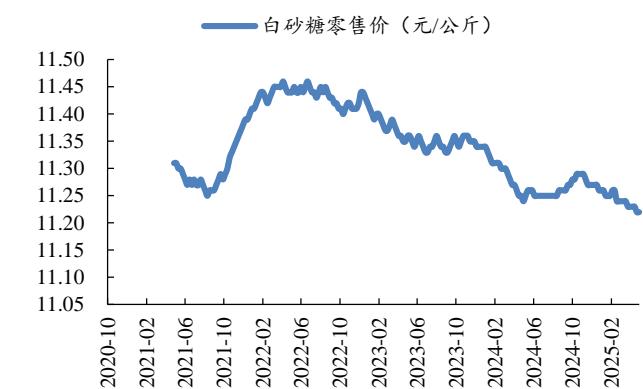
5月9日，柳糖价格6210.0元/吨，同比-5.8%；5月2日，白砂糖零售价格11.2元/公斤，同比-0.3%。

图15：2025年5月9日柳糖价格同比-5.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年5月2日白砂糖零售价同比-0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、酒业数据新闻：元气森林推出首款气泡酒产品

5月7日，茅台文旅发布消息称张艺兴将以茅台文旅代言人的身份出席并参与演出，共同助力贵州酒旅融合发展。经核实，5月17日至18日，中国贵州茅台酒厂（集团）文化旅游有限责任公司将携手央视总台旗下央视传媒联合举办“2025年贵州黄小西T2音乐与艺术节”（来源于微酒）。

近日，元气森林推出了名为“浪”的首款气泡酒产品，再次进入低度酒市场。这款产品选择伏特加作为基酒，共两个口味，分别是西柚和柠檬。“浪”的酒精度为9度，采用500ml罐装，6罐装售价为79元，12罐装售价为149元，每罐价格在12.4元-13.2元左右（来源于酒业家）。

据淮安发布5月4日消息，今世缘酒业技改办副主任周政旭介绍，目前，2栋清雅酱香车间土建工程收尾，设备已安装完成，于4月份开始逐跨调试，计划9月份全面投产运行；1-8号陶坛酒库建成开始储酒；剩余12栋双喜陶坛酒库进行图纸设计，计划年内开工建设；制曲中心土建收尾完成，设备安装正在调试，局部投入使用（来源于酒业家）。

#### 5、备忘录：关注5月14日甘源食品召开股东大会

下周（5月12日-5月18日）有24家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注5月14日甘源食品召开股东大会

公司	股东会
2025/5/12 恒顺醋业	江苏省镇江市(9:30)
2025/5/12 盖世食品	江苏省淮安市(13:00)
2025/5/13 三全食品	河南省郑州市(14:30)
2025/5/13 维维股份	江苏省徐州市(14:00)
2025/5/14 盐津铺子	湖南省长沙市(14:30)
2025/5/14 甘源食品	江西省萍乡市(14:30)
2025/5/15 好想你	河南省郑州市(14:30)

	公司	股东会
2025/5/15	金达威	福建省厦门市(14:30)
2025/5/15	华统股份	浙江省义乌市(14:30)
2025/5/15	劲仔食品	湖南省长沙市(15:00)
2025/5/15	海融科技	上海市奉贤区(14:30)
2025/5/15	万辰集团	福建省漳州市(14:30)
2025/5/15	安琪酵母	湖北省宜昌市(14:00)
2025/5/15	天润乳业	新疆乌鲁木齐市(15:30)
2025/5/15	朱老六	吉林省长春市(14:00)
2025/5/16	顺鑫农业	北京市顺义区(14:30)
2025/5/16	青岛食品	山东省青岛市(14:00)
2025/5/16	洽洽食品	安徽省合肥市(10:00)
2025/5/16	品渥食品	上海市普陀区(14:30)
2025/5/16	古越龙山	浙江省绍兴市(14:00)
2025/5/16	养元饮品	河北省衡水市(14:00)
2025/5/16	安记食品	福建省泉州市(14:30)
2025/5/16	香飘飘	浙江省湖州市(14:00)
2025/5/16	佳禾食品	江苏省苏州市(14:00)

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注5月5日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
公司点评	李子园：成本下降带来利润率提升，新品拓展可期	5月2日
行业周报	一季报白酒稳健增长，零食新品红利表现突出	5月5日
公司点评	伊利股份：减值落地轻装上阵，盈利能力稳步提升	5月5日
公司点评	双汇发展：一季度肉制品承压，屠宰规模及盈利均较快增长	5月5日
公司点评	贵州茅台：收入业绩略超预期，彰显龙头韧性	5月5日
公司点评	泸州老窖：主动调控，着眼长远	5月5日
公司点评	口子窖：业绩超预期，彰显渠道韧性	5月5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		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	买入	1591.2	76.10	84.27	91.07	20.9	18.9	17.5
五粮液	买入	131.6	8.46	8.99	9.62	15.6	14.6	13.7
泸州老窖	买入	126.4	9.47	9.84	10.35	13.3	12.8	12.2
山西汾酒	买入	203.3	11.03	12.03	13.04	18.4	16.9	15.6
口子窖	增持	36.4	2.78	2.89	3.01	13.1	12.6	12.1

古井贡酒	增持	164.7	11.14	12.49	13.97	14.8	13.2	11.8
金徽酒	增持	19.4	0.86	0.98	1.15	22.5	19.8	16.9
伊利股份	买入	29.5	1.70	1.83	1.95	17.4	16.1	15.1
新乳业	增持	17.9	0.78	0.92	1.04	22.9	19.4	17.2
双汇发展	增持	24.8	1.51	1.59	1.68	16.4	15.6	14.8
中炬高新	增持	19.2	1.18	1.26	1.43	16.3	15.2	13.4
涪陵榨菜	增持	13.1	0.77	0.83	0.90	17.1	15.8	14.6
海天味业	买入	42.4	1.28	1.44	1.60	33.1	29.4	26.5
西麦食品	增持	21.7	0.81	1.00	1.18	26.8	21.7	18.4
嘉必优	买入	25.2	0.96	1.13	1.32	26.3	22.3	19.1
绝味食品	增持	16.0	1.04	1.11	1.19	15.4	14.4	13.5
煌上煌	增持	10.3	0.14	0.19	0.22	73.6	54.2	46.8
广州酒家	增持	15.7	1.00	1.12	1.22	15.8	14.1	12.9
甘源食品	买入	66.2	4.80	5.78	7.28	13.8	11.5	9.1
劲仔食品	增持	13.6	0.75	0.92	1.17	18.1	14.8	11.6
天味食品	增持	11.5	0.65	0.73	0.82	17.7	15.8	14.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2025年5月9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形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