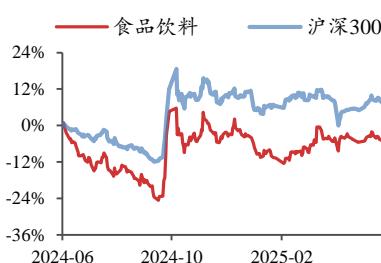


食品饮料

2025年06月02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

《茅台引领行业新周期，4月社零数据略有回落—行业周报》-2025.5.25

《白酒配置价值更强，大众品拥抱新消费—行业周报》-2025.5.18

《暖意渐起，焕启新程—行业投资策略》-2025.5.14

白酒弱复苏中筑底，黄酒契合新消费趋势

——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：白酒探底静待良机，黄酒品类复兴加速

5月26日-5月30日，食品饮料指数跌幅为1.1%，一级子行业排名第24，与沪深300基本持平，子行业中软饮料(+9.3%)、其他酒类(+7.1%)、啤酒(+3.2%)表现相对领先。白酒行业延续弱复苏态势，终端需求仍显疲软。端午节终端动销同比走弱，主因消费力恢复缓慢及商务宴请场景收缩。近期《党政机关厉行节约反对浪费条例》重申公务禁酒，引发市场担忧情绪，但政务消费近年来已被压缩较低水平，实质影响有限。我们认为当前白酒行业正处于磨底阶段，名酒批价淡季稳健，库存也没有继续积累。目前头部酒企正通过模式创新来应对周期压力，通过场景转型、客群转型、拓展白酒文化体验等寻找新增长点，积极破局。白酒行业短期受需求疲软及情绪扰动承压，但基本面筑底迹象渐显，加估值低位与分红提升，配置价值依然稳固。建议聚焦高端白酒区域龙头，静待下半年需求复苏与估值修复共振。

重视黄酒突破性机会。酒类消费中商务场景占比下降，大众消费成为主流，而消费者对健康化、轻量化饮酒需求显著上升。黄酒作为中国传统低度酒，天然契合“悦己消费”趋势。其工艺升级与健康属性，正逐步打破“传统中老年饮品”刻板印象，向年轻聚饮等场景渗透。此外，黄酒“药食同源”的养生属性与传统文化复兴形成共振，为品类长期扩容奠定基础。行业龙头会稽山一方面以兰亭系列锚定白酒替代场景，另一方面创新赛道试探：以“一日一熏‘气泡黄酒’的潮饮酒打开年轻入口，产品矩阵清晰，战略动作精准。虽然品类教育与消费者心智转化仍需要时间，但已经逐步打开黄酒发展空间。当前黄酒正处于传统品类复兴与消费结构升级的双重拐点，龙头企业通过高端化破局、年轻化引流的方式在全国化铺路，有望在低度酒赛道中开辟新增长极，其差异化竞争优势与品类渗透率提升逻辑清晰，具备一定配置价值。

● 推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、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) 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：白酒探底静待良机，黄酒品类复兴加速.....	3
2、市场表现：食品饮料与大盘基本持平	3
3、上游数据：部分上游原料价格回落	4
4、酒业数据新闻：贵州茅台酒（走进系列）即将上市	7
5、备忘录：关注 6 月 6 日百合股份召开股东大会	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1：食品饮料跌幅 1.1%，排名 24/28.....	4
图 2：软饮料、其他酒类、啤酒表现相对领先.....	4
图 3：均瑶健康、会稽山、李子园涨幅领先.....	4
图 4：古井贡 B、泸州老窖、山西汾酒跌幅居前.....	4
图 5：2025 年 5 月 20 日全脂奶粉中标价同比+27.1%.....	5
图 6：2025 年 5 月 22 日生鲜乳价格同比-8.9%.....	5
图 7：2025 年 5 月 31 日猪肉价格同比-6.2%.....	5
图 8：2025 年 3 月生猪存栏数量同比+2.2%.....	5
图 9：2025 年 4 月能繁母猪数量同比+1.3%.....	5
图 10：2025 年 5 月 24 日白条鸡价格同比-1.8%.....	5
图 11：2025 年 4 月进口大麦价格同比-6.9%.....	6
图 12：2025 年 4 月进口大麦数量同比-28.6%.....	6
图 13：2025 年 5 月 30 日大豆现货价同比-10.5%.....	6
图 14：2025 年 5 月 22 日豆粕平均价同比-6.4%.....	6
图 15：2025 年 5 月 30 日柳糖价格同比-5.9%.....	7
图 16：2025 年 5 月 23 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 6 月 6 日百合股份召开股东大会	7
表 2：关注 5 月 25 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：白酒探底静待良机，黄酒品类复兴加速

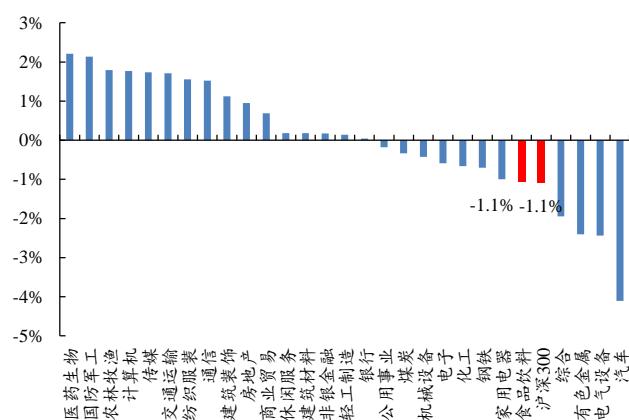
5月26日-5月30日，食品饮料指数跌幅为1.1%，一级子行业排名第24，跑赢沪深300约0.0pct，子行业中软饮料(+9.3%)、其他酒类(+7.1%)、啤酒(+3.2%)表现相对领先。白酒行业延续弱复苏态势，终端需求仍显疲软。端午节终端动销同比走弱，主因消费力恢复缓慢及商务宴请场景收缩。近期《党政机关厉行节约反对浪费条例》重申公务禁酒，引发市场担忧情绪，但政务消费近年来已被压缩较低水平，实质影响有限。我们认为当前白酒行业正处于磨底阶段，名酒批价淡季稳健，库存也没有继续积累。目前头部酒企正通过模式创新来应对周期压力，通过场景转型、客群转型、拓展白酒文化体验等寻找新增长点，积极破局。白酒行业短期受需求疲软及情绪扰动承压，但基本面筑底迹象渐显，加估值低位与分红提升，配置价值依然稳固。建议聚焦高端白酒区域龙头，静待下半年需求复苏与估值修复共振。

重视黄酒突破性机会。酒类消费中商务场景占比下降，大众消费成为主流，而消费者对健康化、轻量化饮酒需求显著上升。黄酒作为中国传统低度酒，天然契合“悦己消费”趋势。其工艺升级与健康属性，正逐步打破“传统中老年饮品”刻板印象，向年轻聚饮等场景渗透。此外，黄酒“药食同源”的养生属性与传统文化复兴形成共振，为品类长期扩容奠定基础。行业龙头会稽山一方面以兰亭系列锚定白酒替代场景，另一方面创新赛道试探：以“一日一熏‘气泡黄酒’的潮饮酒打开年轻入口，产品矩阵清晰，战略动作精准。虽然品类教育与消费者心智转化仍需要时间，但已经逐步打开黄酒发展空间。当前黄酒正处于传统品类复兴与消费结构升级的双重拐点，龙头企业通过高端化破局、年轻化引流的方式在全国化铺路，有望在低度酒赛道中开辟新增长极，其差异化竞争优势与品类渗透率提升逻辑清晰，具备一定配置价值。

2、市场表现：食品饮料与大盘基本持平

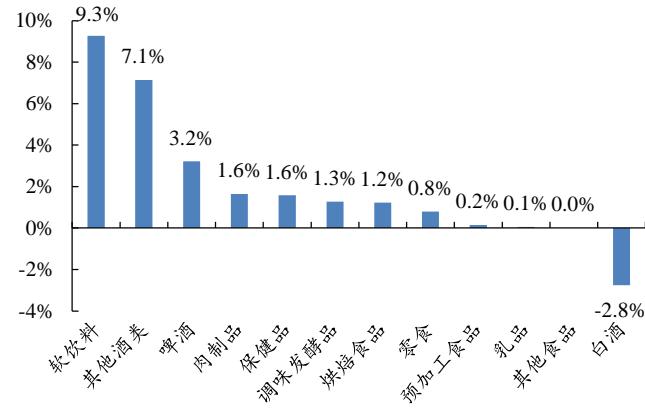
5月26日-5月30日，食品饮料指数跌幅为1.1%，一级子行业排名第24，与沪深300基本持平，子行业中软饮料(+9.3%)、其他酒类(+7.1%)、啤酒(+3.2%)表现相对领先。个股方面，均瑶健康、会稽山、李子园涨幅领先；古井贡B、泸州老窖、山西汾酒跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅 1.1%，排名 24/28



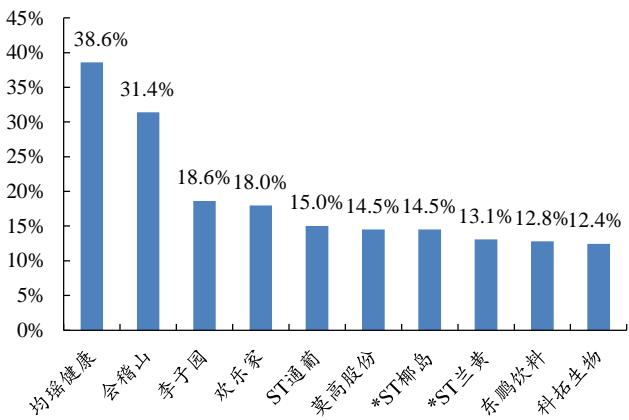
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：软饮料、其他酒类、啤酒表现相对领先



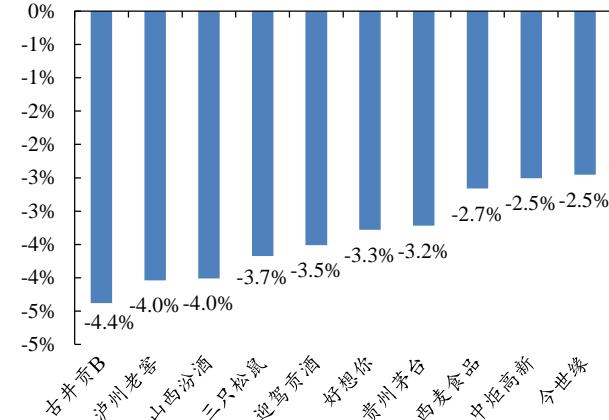
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：均瑶健康、会稽山、李子园涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：古井贡B、泸州老窖、山西汾酒跌幅居前



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

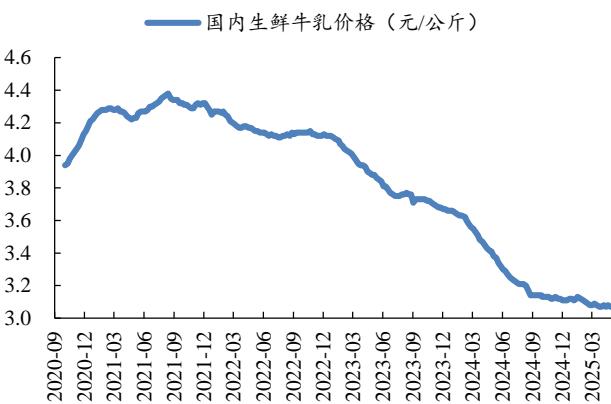
5月20日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价4332美元/吨，环比-1.0%，同比+27.1%，奶价同比上升。5月22日，国内生鲜乳价格3.1元/公斤，环比0.0%，同比-8.9%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025年5月20日全脂奶粉中标价同比+27.1%



数据来源：GDT、开源证券研究所

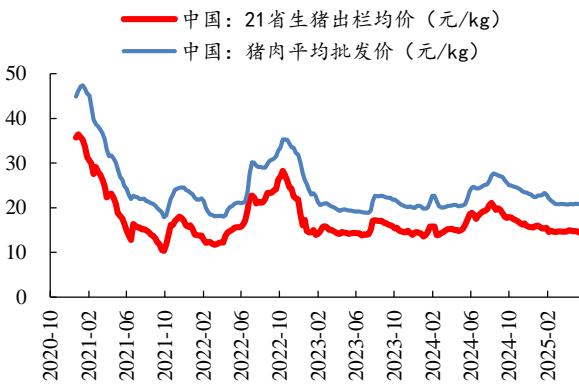
图6：2025年5月22日生鲜乳价格同比-8.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

5月31日，生猪出栏价格14.5元/公斤，同比-16.6%，环比+0.3%；猪肉价格20.7元/公斤，同比-6.2%，环比-0.3%。2025年4月，能繁母猪存栏4038.0万头，同比+1.3%，环比+0.0%。2025年3月生猪存栏同比+2.2%。2025年5月24日，白条鸡价格17.4元/公斤，同比-1.8%，环比+0.5%。

图7：2025年5月31日猪肉价格同比-6.2%



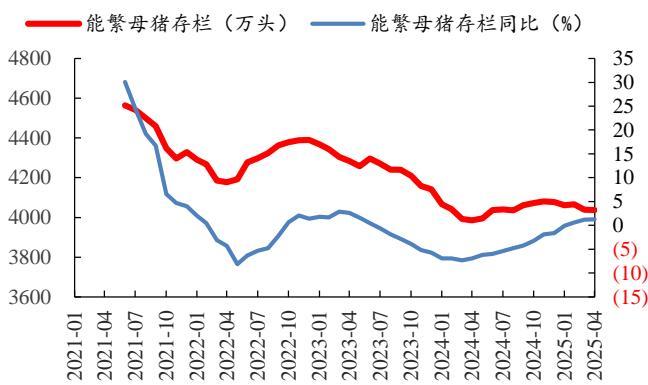
数据来源：Wind、开源证券研究所

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4月能繁母猪数量同比+1.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

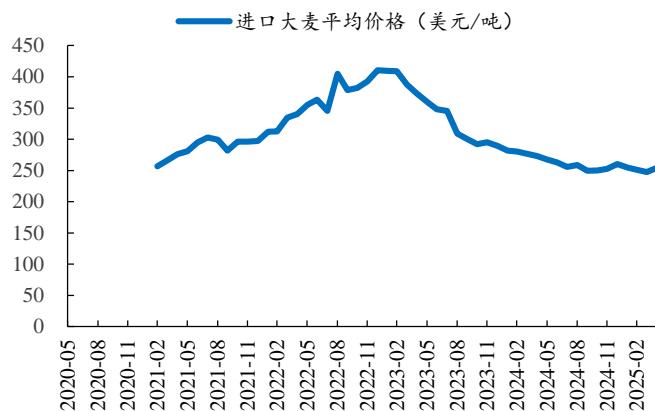
图10：2025年5月24日白条鸡价格同比-1.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

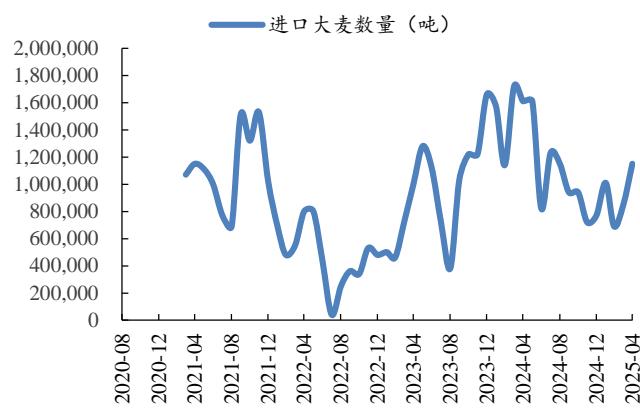
2025年4月，进口大麦价格254.3美元/吨，同比-6.9%。2025年4月进口大麦数量115.0万吨，同比-28.6%，进口大麦数量及平均价格下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11：2025年4月进口大麦价格同比-6.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

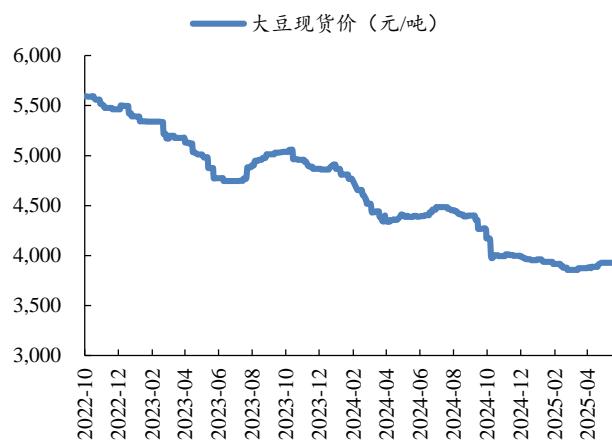
图12：2025年4月进口大麦数量同比-28.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

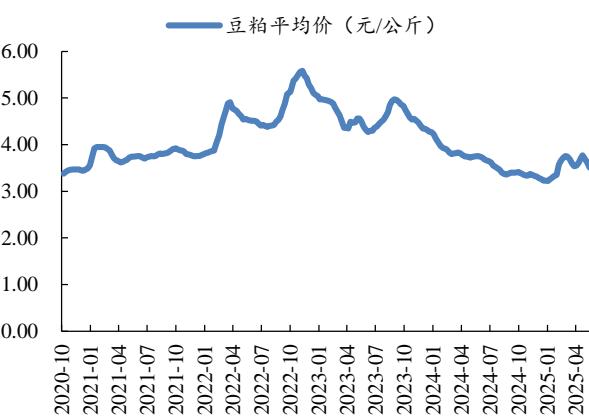
5月30日，大豆现货价3927.9元/吨，同比-10.5%。5月22日，豆粕平均价格3.5元/公斤，同比-6.4%。

图13：2025年5月30日大豆现货价同比-10.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025年5月22日豆粕平均价同比-6.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

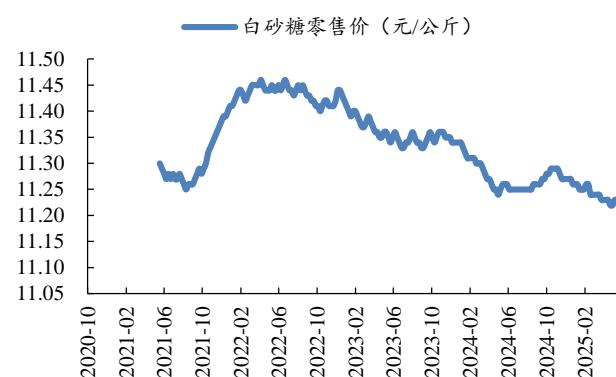
5月30日，柳糖价格6200.0元/吨，同比-5.9%；5月23日，白砂糖零售价格11.2元/公斤，同比-0.3%。

图15：2025年5月30日柳糖价格同比-5.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年5月23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：贵州茅台酒（走进系列）即将上市

美团闪购 618 白酒半日成交额破 3 亿。5 月 28 日凌晨，美团闪购 618 大促正式拉开帷幕，闪购酒品类公布首轮战报：大促开启 12 小时内，白酒整体成交额破三亿，同比去年实现超 200 倍增长，1499 飞天茅台半日内已有超 23 万人预约。茅台、五粮液、剑南春等名酒成交额均破千万元。最新信息显示，美团闪购 618 开启 16 小时内，白酒成交额已超去年端午节三天总额，是去年端午节加总的 10.8 倍(来源于酒业家)。

酒鬼酒·妙品邢台首发上市。5 月 24 日，“寻香馥郁，妙品河北”酒鬼酒·妙品上市发布会在河北邢台隆重举行，这是酒鬼酒·妙品全国布局的第一站。在招商策略上，“酒鬼酒·妙品”未来将着力布局全国 30 座城市、30 名经销商，成为酒鬼酒公司销量担当和渠道担当，以差异化的产品策略与营销模式，拓展全国市场(来源于糖酒快讯)。

贵州茅台酒（走进系列）即将上市。作为大阪世博会中国馆唯一战略合作伙伴，茅台“东方之韵”品牌活动将于 6 月 4 日亮相大阪世博会。活动当天，贵州茅台酒（走进系列）5 款新品将上市发布(来源于微酒)。

5、备忘录：关注 6 月 6 日百合股份召开股东大会

下周（6 月 2 日-6 月 8 日）将有 3 家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注 6 月 6 日百合股份召开股东大会

公司	股东会	限售解禁
2025/6/5 *ST 兰黄	甘肃省兰州市 (14: 30)	
2025/6/3 *ST 春天	青海省西宁市 (14: 30)	
2025/6/6 百合股份	山东省威海市 (14: 00)	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注5月25日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	白酒底部建议加配，大众品三条思路选股	5月11日
投资策略	暖意渐起，焕启新程	5月15日
行业周报	白酒配置价值更强，大众品拥抱新消费	5月18日
行业周报	茅台引领行业新周期，4月社零数据略有回落	5月25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	1522.0	76.10	84.27	91.07	20.0	18.1	16.7
五粮液	买入	126.4	8.46	8.99	9.62	14.9	14.1	13.1
泸州老窖	买入	116.9	9.47	9.84	10.35	12.3	11.9	11.3
山西汾酒	买入	184.3	11.03	12.03	13.04	16.7	15.3	14.1
口子窖	增持	36.1	2.78	2.89	3.01	13.0	12.5	12.0
古井贡酒	增持	150.6	11.14	12.49	13.97	13.5	12.1	10.8
金徽酒	增持	18.1	0.86	0.98	1.15	20.9	18.4	15.7
伊利股份	买入	30.3	1.70	1.83	1.95	17.8	16.6	15.5
新乳业	增持	19.3	0.78	0.92	1.04	24.7	21.0	18.5
双汇发展	增持	24.4	1.51	1.59	1.68	16.1	15.3	14.5
中炬高新	增持	18.7	1.18	1.26	1.43	15.8	14.8	13.1
涪陵榨菜	增持	13.6	0.77	0.83	0.90	17.7	16.4	15.1
海天味业	买入	44.4	1.28	1.44	1.60	34.7	30.8	27.8
西麦食品	增持	21.6	0.81	1.00	1.18	26.6	21.6	18.3
嘉必优	买入	26.0	0.96	1.13	1.32	27.1	23.0	19.7
绝味食品	增持	16.5	1.04	1.11	1.19	15.9	14.9	13.9
煌上煌	增持	10.0	0.14	0.19	0.22	71.4	52.6	45.4
广州酒家	增持	16.1	1.00	1.12	1.22	16.2	14.4	13.2
甘源食品	买入	64.0	4.80	5.78	7.28	13.3	11.1	8.8
劲仔食品	增持	14.2	0.75	0.92	1.17	19.0	15.5	12.1
天味食品	增持	11.5	0.65	0.73	0.82	17.7	15.7	14.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2025年5月30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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，开源证券不对其实内容负责。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