

行业及产业

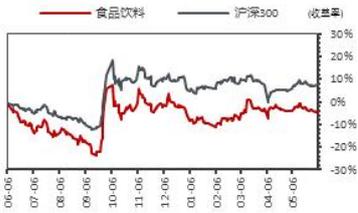
食品饮料

白酒持续筑底，聚焦高景气主线

——食品饮料行业跟踪报告

强于大市

一年内行业指数与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据，爱建证券研究所

投资要点：

- 周度跟踪：**本周（6.3-6.6）食品饮料板块有所调整，下跌 0.45%，在申万一级行业中排名第 29/31。在食品饮料子板块中，零食、保健品领涨，涨幅分别为 4.85%、2.20%，烘焙食品、其他酒类跌幅最多，分别下跌 1.50%、1.77%。食品饮料板块个股中，涨幅前五个股为均瑶健康（+24.43%）、乐惠国际（+23.83%）、ST 春天（+15.38%）、万辰集团（+14.58%）、源飞宠物（+11.73%）；跌幅前五个股为承德露露（-6.99%）、养元饮品（-7.57%）、ST 岩石（-7.71%）、ST 加加（-11.65%）、会稽山（-11.95%）。
- 白酒：**端午并非白酒的明显消费旺季，端午动销延续淡季趋势，聚饮等刚需场景受影响相对较小，在抓八项规定等政策压力下，商务、礼赠需求承压。龙头酒企通过稳价措施和渠道管控，当前烟酒渠道终端处于库存低位，需求修复将能快速传导至酒企，预计将在淡季后企稳。复盘 2018 年中美贸易摩擦和 2020 年疫情，白酒板块因其高端化构建的定价权与稀缺性、区域龙头的稳固基本盘、行业集中度提升，展现出较强的抗跌属性和市场韧性。尽管白酒产量下降，核心产品批价回落，短期内渠道接货较为谨慎，但行业的低估值和内需刺激政策为板块带来防御性投资机会。头部酒企分红率和股息率显著提升，白酒行业稳增长、强分红下配置吸引力增加，预计一旦业绩企稳就将迎来估值修复。
- 啤酒：**2025 年 1-4 月，中国规模以上企业累计啤酒产量 1144.0 万千升，同比-0.6%，其中 4 月中国规模以上企业啤酒产量 289.6 万千升，同比+4.8%，啤酒终端动销有所复苏。随着啤酒消费进入旺季，二、三季度低基数下旺季销量有望提速增长，叠加 6-10 元价格带结构升级仍在延续，成本端大麦采购价格仍有小幅回落贡献一定业绩弹性，推动盈利增长。啤酒行业处于资本开支末期，部分企业红利属性突出。
- 软饮料：**去年至今饮料行业表现较好，大单品增长亮眼，新品贡献增量。预计短期受益夏季旺季催化，全年业绩增长确定性强，长期来看，行业扩容打开天花板，功能饮料、电解质水等优质赛道将保持较快增长势头，细分龙头份额有望提升，养生水等健康品类不断涌现，为企业带来新的增长点。
- 乳制品：**虽然当前生鲜乳价格仍面临下降压力，但价格下降趋势已明显放缓，乳业复苏曙光已现，龙头企业 25Q1 报表业绩边际改善。去年至今上游牧场在不断去化供给，预计 2025 年下半年原奶价格逐步见底企稳，对乳企价格端的压制减弱，叠加各地生育补贴政策有望加速落地，以及头部企业今年费率有望下降，乳企盈利能力有望提升。
- 休闲食品：**伴随渠道变革、品类创新，行业保持高景气度，新产品和新渠道持续贡献增量，产品上魔芋品类热销预计贯穿全年，渠道上折扣店、零食量贩、会员商超等更为性价比、更高效和注重选品的渠道逐渐成为主流，下半年线下调改仍是主题，预计 2025 年行业仍维持较高景气度，品类和渠道看点仍足，成长性显著。
- 投资建议：**

 - 白酒：**行业调整期首选业绩确定性强的优质头部公司，目前板块估值较低，建议把握政策催化下低估值修复窗口，建议关注批价相对稳定、护城河稳固且股息率已具备吸引力的高端酒 **贵州茅台、五粮液**，以及品牌力、渠道力势能仍处上行期的 **山西汾酒**。
 - 大众品：**聚焦高景气的成长主线，部分赛道仍有新品和新渠道催化，市场对于“稀缺”成长标的将给予一定的估值溢价。建议关注主力产品市场份额提升、第二曲线高成长的 **东鹏饮料、农夫山泉**，继续受益于渠道增长和新品放量的 **卫龙美味、盐津铺子**，低基数下旺季动销改善、收入环比提速的 **青岛啤酒**。
- 风险提示：**政策出台和实施效果不及预期，居民消费需求不及预期，动销不及预期等。

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

目录

1. 行情回顾	4
1.1 本周食品饮料板块下跌 0.45%，零食表现亮眼	4
1.2 估值处于历史低位，白酒估值相对最低	5
2. 板块情况及观点更新	6
2.1 端午假期整体消费数据表现较平淡	6
2.2 白酒：仍处磨底阶段，静待企稳	7
2.3 啤酒：低基数下旺季有望提速增长	8
2.4 乳业：生鲜乳价格下降趋势明显放缓，下半年有望见底企稳	9
2.5 休闲食品：伴随渠道变革、品类创新，行业维持高景气度	10
3. 重要公司动态	11

图表目录

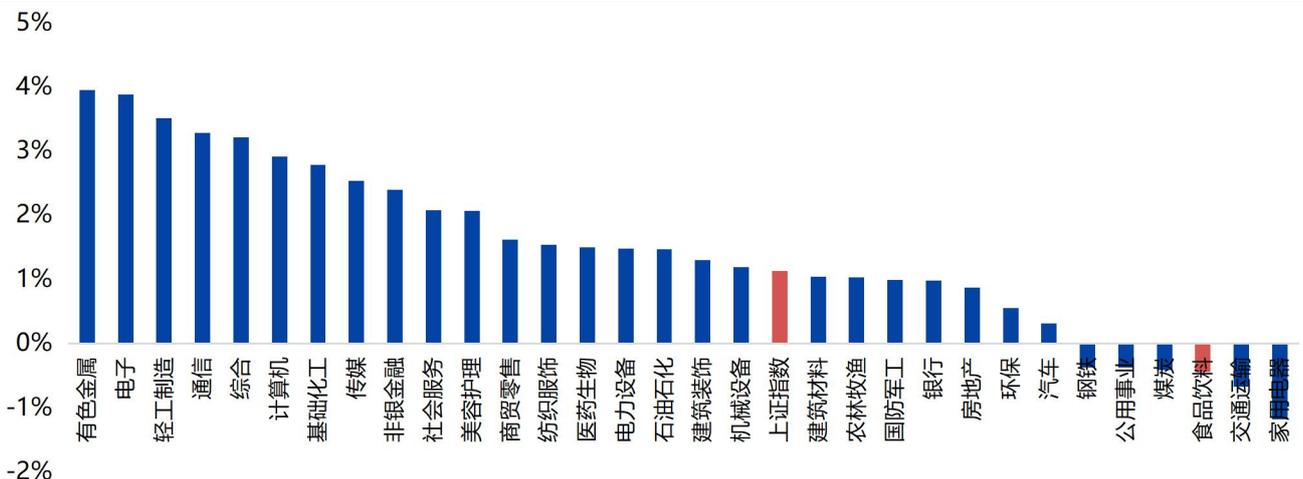
图表 1：本周上证指数+1.13%，食品饮料板块-0.45%.....	4
图表 2：本周零食领涨（+4.85%），黄酒等其他酒类有所调整.....	4
图表 3：本周食品饮料板块涨幅前五、跌幅前五公司.....	5
图表 4：食品饮料板块估值位于历史 19.4%分位数.....	5
图表 5：白酒估值相对最低.....	6
图表 6：主要白酒企业 PE-TTM 估值.....	6
图表 7：飞天茅台批价走势（元/瓶）.....	7
图表 8：普五（八代）批价走势（元/瓶）.....	7
图表 9：国窖 1573 批价走势（元/瓶）.....	8
图表 10：水晶剑批价走势（元/瓶）.....	8
图表 11：青花 20 批价走势（元/瓶）.....	8
图表 12：洋河 M6+批价走势（元/瓶）.....	8
图表 13：啤酒月度产量及同比增速.....	9
图表 14：主产区生鲜乳均价走势.....	10
图表 15：国内乳制品当月产量走势.....	10

1. 行情回顾

1.1 本周食品饮料板块下跌 0.45%，零食表现亮眼

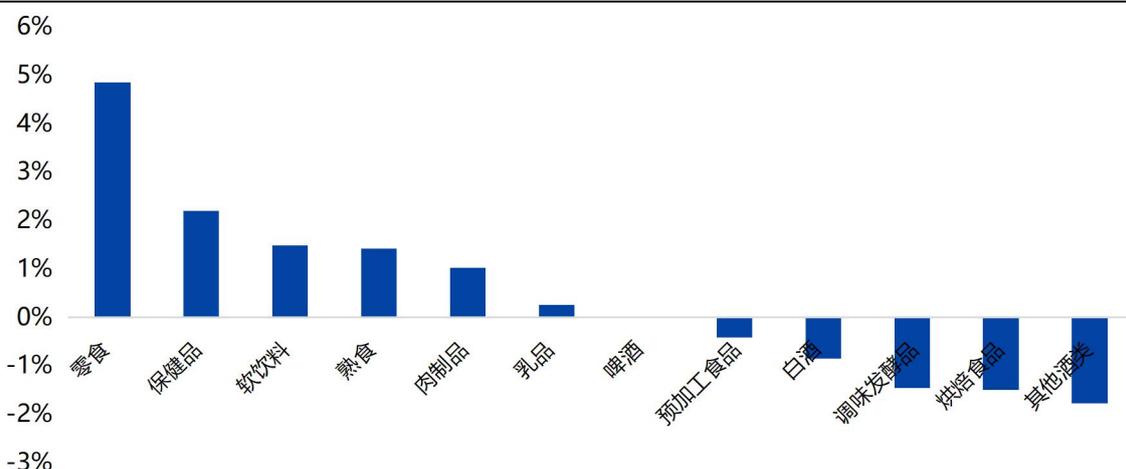
- 本周（6.3-6.6）食品饮料板块-0.45%，表现弱于上证指数（+1.13%），在31个申万子行业中排名第29。
- 食品饮料子板块中，涨跌幅由高到低分别为：零食（+4.85%），保健品（+2.20%），软饮料（+1.49%），熟食（+1.42%），肉制品（+1.03%），乳品（+0.27%），啤酒（-0.00%），预加工食品（-0.41%），白酒（-0.84%），调味发酵品（-1.46%），烘焙食品（-1.50%），其他酒类（-1.77%）。
- 食品饮料板块个股中，涨幅前五个股为均瑶健康（+24.43%）、乐惠国际（+23.83%）、ST 春天（+15.38%）、万辰集团（+14.58%）、源飞宠物（+11.73%）；跌幅前五个股为承德露露（-6.99%）、养元饮品（-7.57%）、ST 岩石（-7.71%）、ST 加加（-11.65%）、会稽山（-11.95%）。

图表 1：本周上证指数+1.13%，食品饮料板块-0.45%



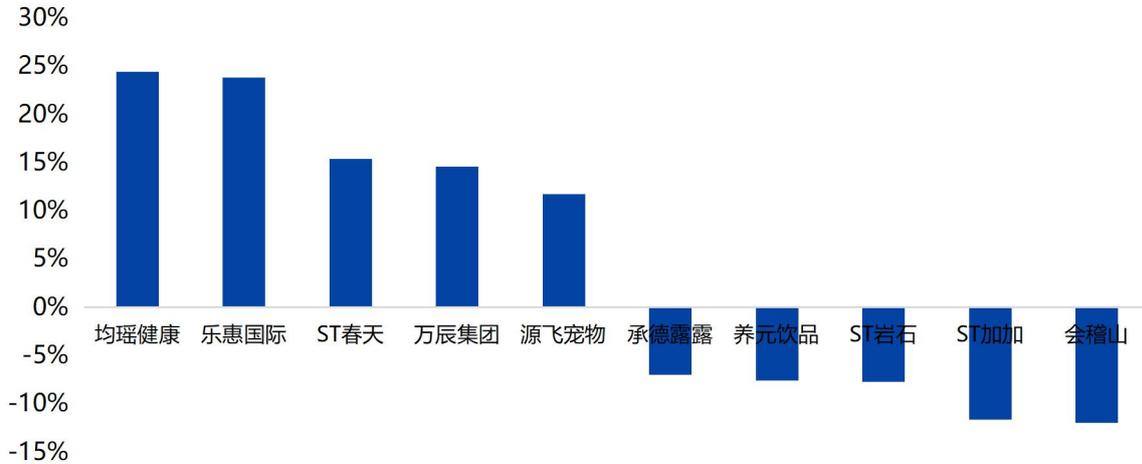
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：本周零食领涨（+4.85%），黄酒等其他酒类有所调整



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：本周食品饮料板块涨幅前五、跌幅前五公司

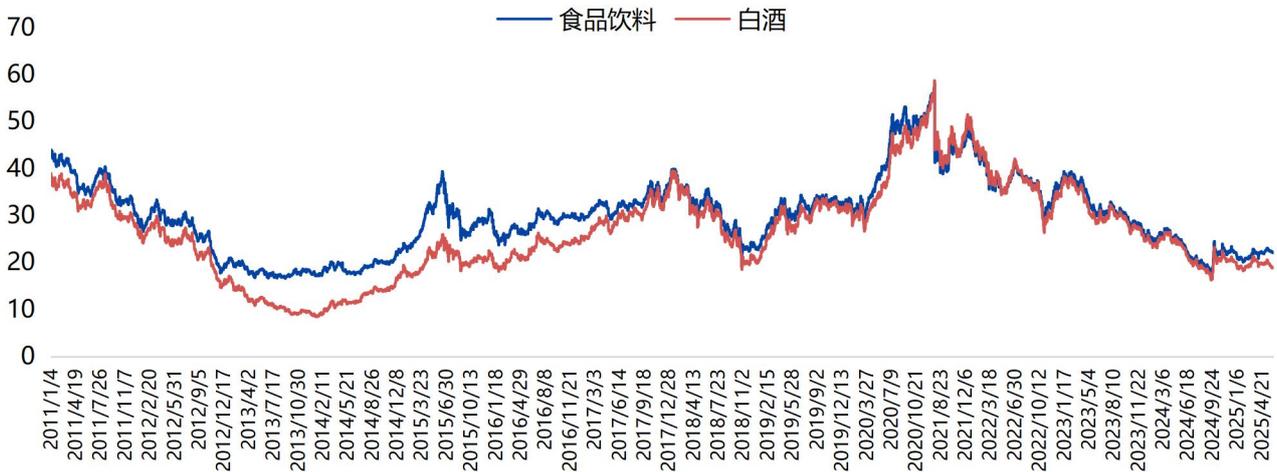


资料来源：Wind，爱建证券研究所

1.2 估值处于历史低位，白酒估值相对最低

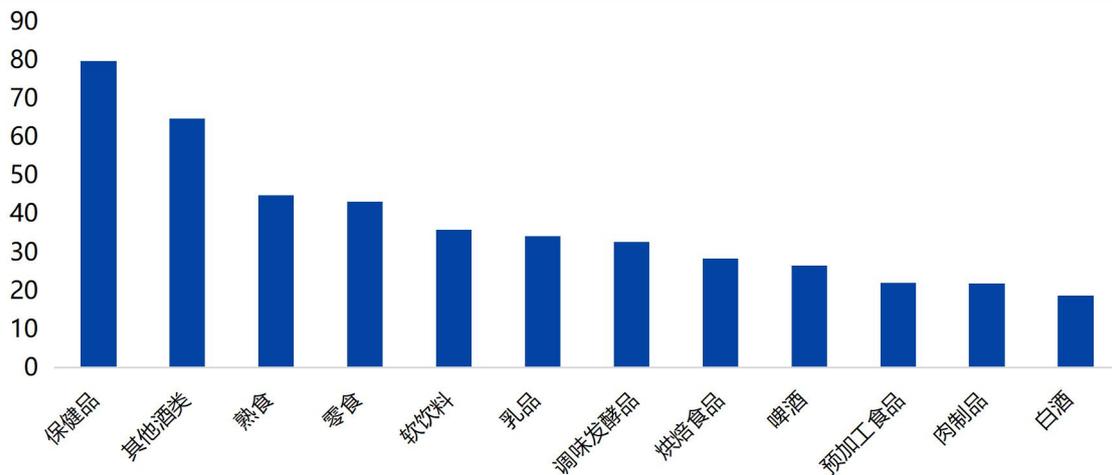
- 截至6月6日，食品饮料板块 PE-TTM 估值为 22.0x，对应历史分位数为 19.4%，其中，白酒板块估值最低，PE-TTM 为 18.9x，对应历史分位数为 19.0%，处于估值低位。

图表 4：食品饮料板块估值位于历史 19.4%分位数



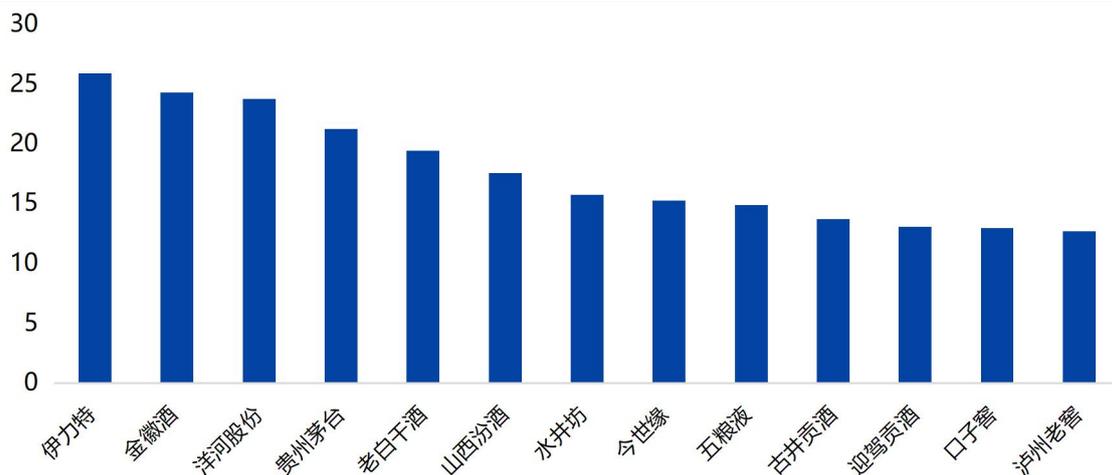
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 5：白酒估值相对最低



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6：主要白酒企业 PE-TTM 估值



资料来源：Wind，爱建证券研究所

2. 板块情况及观点更新

2.1 端午假期整体消费数据表现较平淡

端午假期出游人数增加，但人均消费下降

■ 文化和旅游部数据中心的数据显示，端午节假期 3 天，国内出游 1.19 亿人次，同比+5.7%；国内出游总花费 427.3 亿元，同比+5.9%。经计算，游客人均消费为 359 元，同比-2.2%。与同样为期 3 天的 4 月清明节假期相比，下降明显，清明节假期人均消费为 457 元。此次端午节假期国内节日消费气氛相对低迷，部分原因在于全国大范围出现阴雨天气，同时反映了消费力依旧承压。

传统民俗消费和新消费成为亮点

■ 今年端午假期的消费结构呈现两大亮点：一是传统民俗消费，龙舟赛事、民俗

表演带动地区旅游热；二是“新”消费，以宠物经济、演艺经济、运动户外、宠物经济、悦己消费维持高热度。

2.2 白酒：仍处磨底阶段，静待企稳

本周白酒主要大单品批价小幅下滑

■ 本周（截至6月6日），25年飞天茅台（原/散）批价分别为2115元/2030元，较上周（5月30日）变动-20元/-30元；普五（八代）批价940元，较上周下降10元；国窖1573批价845元，较上周下降10元。

动销淡季趋势延续，磨底阶段静待企稳

■ 端午并非白酒的明显消费旺季，端午动销延续淡季趋势，聚饮等刚需场景受影响相对较小，在抓八项规定等政策压力下，商务礼赠需求承压。龙头白酒企业通过稳价措施和渠道管控，当前烟酒渠道终端处于库存低位，需求修复将能快速传导至酒企，预计将在淡季后企稳。

茅台祭出稳价组合拳，渠道管控助力筑底回升

■ 茅台采取多项稳价措施：一是调整供给缓解渠道压力，控制团购渠道出货；二是加强窜货管控，加大乱价处罚力度；三是强化电商价格监管，核查低价交易。各地经销商协同控制供给，共同应对淡季挑战，预计情绪平稳后批价或筑底回升。

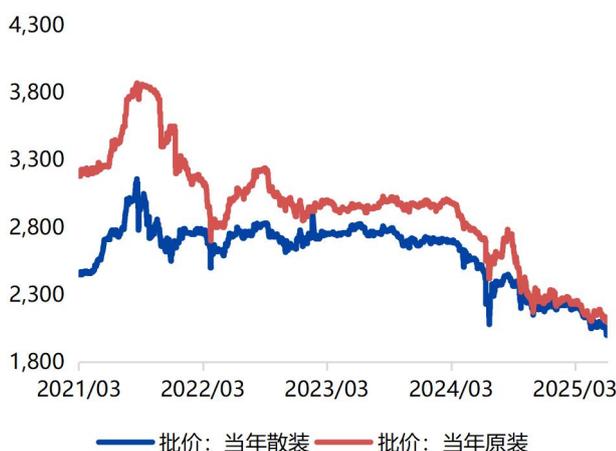
白酒具有较强的抗跌属性

■ 回看2018年中美贸易摩擦和2020年疫情，白酒板块因其高端化构建的定价权与稀缺性、区域龙头的稳固基本盘、行业集中度提升，展现出较强的抗跌属性和市场韧性。尽管白酒产量下降，头部酒企如茅台和五粮液核心产品批价回落，短期内渠道接货较为谨慎，但行业的低估值和内需刺激政策为板块带来防御性投资机会。

■ 头部酒企分红率和股息率显著提升，配置吸引力增加

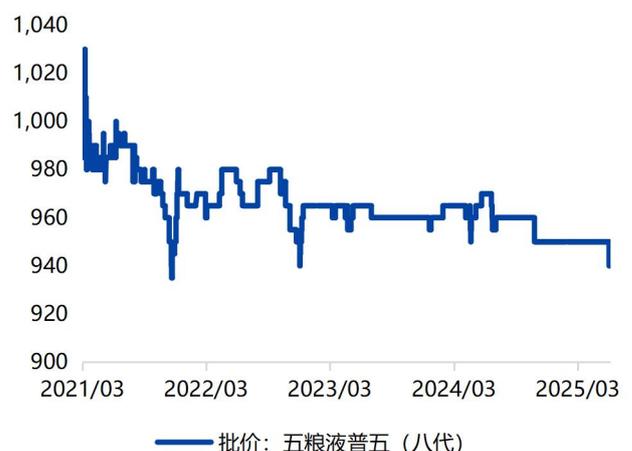
2024年，茅台、五粮液、洋河均披露了24-26年现金分红规划，每年现金分红率分别不低于75%/70%/70%，2025年老窖披露规划24-26年现金分红率不低于65%/70%/75%，白酒行业将走向稳增长、强分红的范式，配置吸引力增加。

图表 7：飞天茅台批价走势（元/瓶）



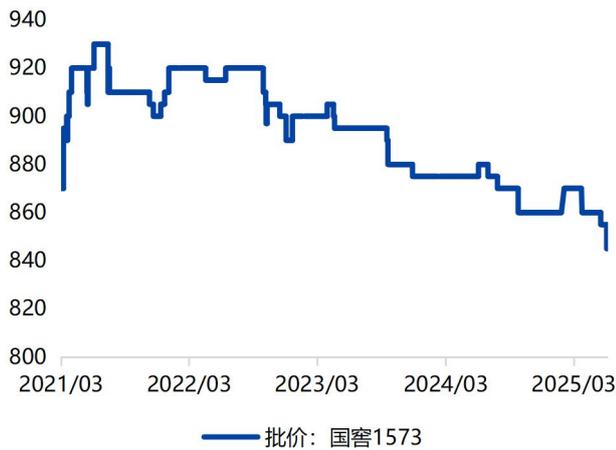
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：普五（八代）批价走势（元/瓶）



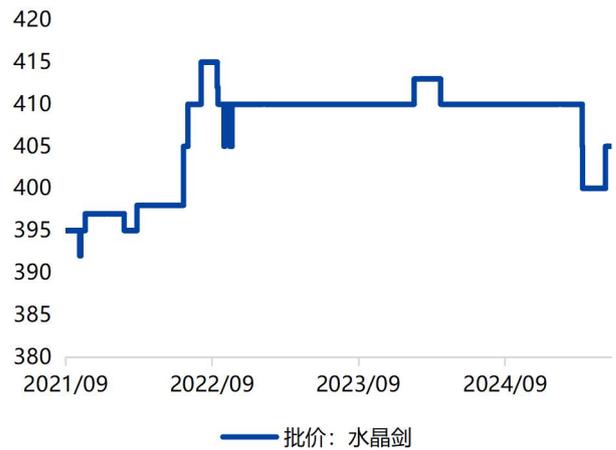
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 9: 国窖 1573 批价走势 (元/瓶)



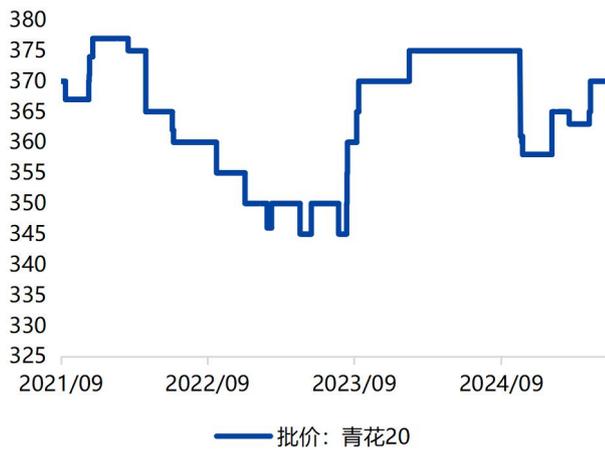
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 10: 水晶剑批价走势 (元/瓶)



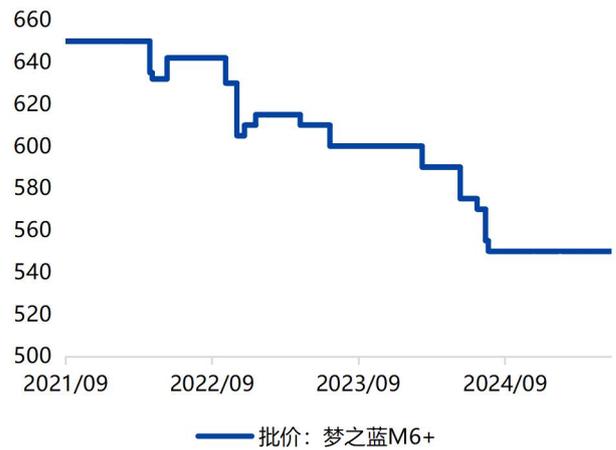
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 11: 青花 20 批价走势 (元/瓶)



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 12: 洋河 M6+批价走势 (元/瓶)

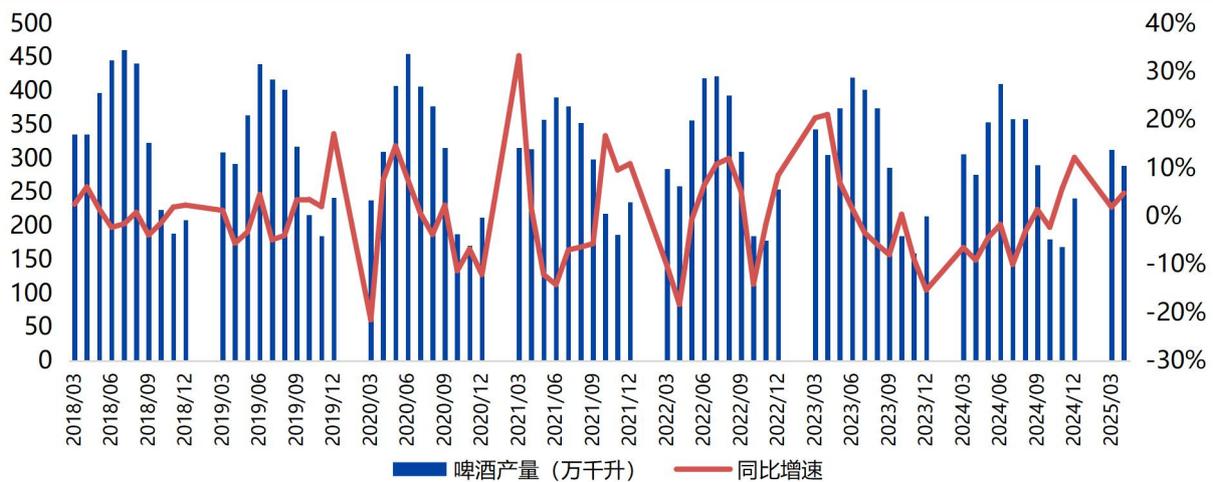


资料来源: Wind, 爱建证券研究所

2.3 啤酒: 低基数下旺季有望提速增长

- 2024 年啤酒行业整体消费疲软, 量价节奏逐季转弱, 啤酒龙头销量下滑, 收入承压, 但凭借大麦、包材成本下降红利, 利润稳健增长。2024 年 A 股啤酒板块营收 657 亿元, 同比下降 1.67%; 归母净利润 73 亿元, 同比增长 6.83%。
- 国家统计局数据显示, 2025 年 1-4 月, 中国规模以上企业累计啤酒产量 1144.0 万千升, 同比下降 0.6%, 其中 4 月中国规模以上企业啤酒产量 289.6 万千升, 同比增长 4.8%, 啤酒终端动销有所复苏。
- 25Q1 淡季平稳过渡, 随着啤酒消费进入旺季, 二、三季度低基数下旺季销量有望提速增长, 叠加 6-10 元价格带结构升级仍在延续, 大麦采购价格仍有小幅回落贡献一定业绩弹性, 推动盈利增长。

图表 13：啤酒月度产量及同比增速



资料来源：Wind，爱建证券研究所

2.4 乳业：生鲜乳价格下降趋势明显放缓，下半年有望见底企稳

生鲜乳价格下降趋势明显放缓，产能进一步去化

- 2025年5月29日，我国主产区生鲜乳平均价为3.06元/公斤，同比下降8.4%，仍面临下降压力，但下降趋势明显放缓。
- 2025年4月，我国乳制品当月产量229.5万吨，环比上月减少17.2万吨，产能进一步去化。

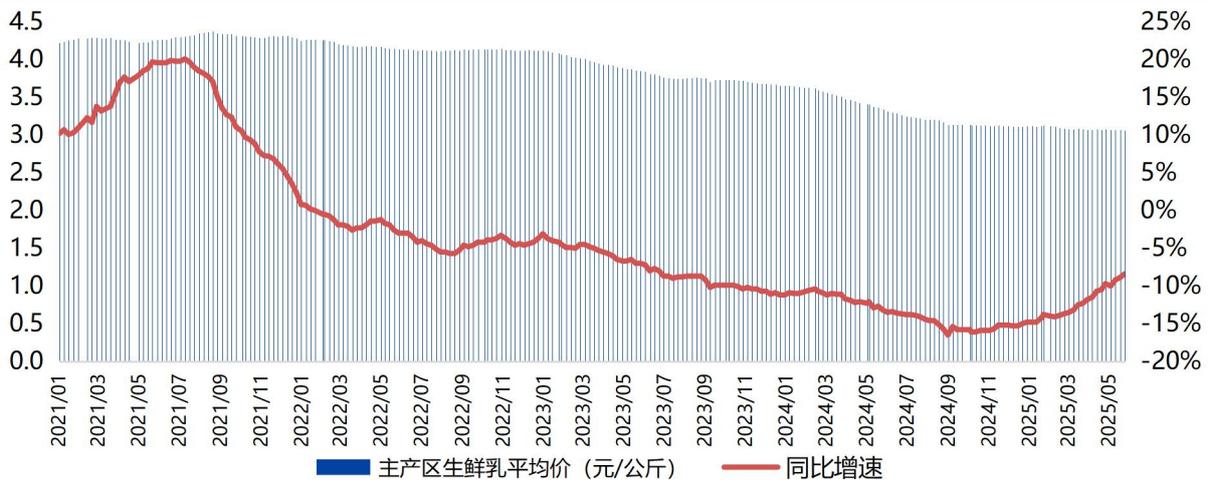
上游持续去化供给，预计下半年见底企稳

- 乳制品行业在供需关系改善的背景下展现出向上的弹性。受需求疲软、原奶供应过剩以及乳企库存调整等因素影响，2024年上半年乳制品板块的收入和盈利普遍承压。2024年下半年以来，龙头乳企通过加快去化库存，供应过剩压力缓解，供需最差时期已经过去，25Q1龙头企业报表业绩边际改善。预计2025年下半年原奶价格逐步见底企稳，对乳企价格端的压制减弱，叠加各地生育补贴政策有望加速落地，以及头部企业今年费率有望下降，乳企盈利能力有望提升。

多地出台促进生育政策，发放育儿补贴

- 随着我国人口形势发生变化，政府已相继出台了多项鼓励生育的政策，其中发放育儿补贴政策在多地已经落地。例如，云南对生育二孩、三孩的家庭分别发放2000元、5000元的一次性补贴，每年发放800元的育儿补贴到3周岁；宁夏对生育二孩、三孩的家庭发放2000元、4000元的一次性补贴，对三孩家庭每月给予不少于200元的补贴至孩子满3周岁；天门市生育二孩、三孩的家庭分别可享受9.63万元、16.51万元补助。

图表 14: 主产区生鲜乳平均价走势



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 15: 国内乳制品当月产量走势



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

2.5 休闲食品：伴随渠道变革、品类创新，行业维持高景气度

魔芋表现亮眼，预计 25 年仍维持较高景气度

- 根据盐津铺子公众号，2025 年 3 月，公司大魔王麻酱味素毛肚月销售额破亿，该产品上市仅 16 个月，打破了休闲食品单品（除饮料外）最快月销破亿纪录，在各大线上和线下平台上稳居销量榜单前列，显示了魔芋品类的强劲增长势头。随着“品类品牌”逐渐接替“渠道红利”，魔芋的快速增长成为公司业绩的新增长点，可能成为推动公司重获估值溢价的重要因素。
- 卫龙 2024 年蔬菜制品的销售收入已超越其传统的面制品，达到 33.71 亿元，同比增长 59.16%，表明魔芋市场整体的高增景气态势。

■ 一致魔芋 2024 年营收 6.17 亿元，同比+28.76%，净利润 0.87 亿元，同比+64.41%，增长主要来自魔芋粉及魔芋食品业务（下游魔芋休闲食品、魔芋茶饮小料放量）。魔芋素毛肚大单品爆发，魔芋具备的“低脂、低热、低糖、富含丰富膳食纤维”等健康属性，不仅切合当下流行的健康饮食概念，更具有良好的加工延展性，中长期看魔芋应用场景丰富，下游仍处高速增长阶段。公司是卫龙素毛肚、蜜雪冰城晶球的核心供应商，有望受益于魔芋产品热销，且魔芋食品业务毛利率较魔芋粉提升 4-5 个百分点，带动整体盈利质量提升，2025 年随着新产能落地，有望持续助力业绩增长。

3. 重要公司动态

上市公司	大事件	预计时间
佳禾食品	股东大会召开	2025/6/9
新乳业	股东大会召开	2025/6/10
光明肉业	股东大会召开	2025/6/11
安德利	股东大会召开	2025/6/12
洋河股份	股东大会召开	2025/6/12
ST 西发	股东大会召开	2025/6/13
ST 佳沃	股东大会召开	2025/6/16
莫高股份	股东大会召开	2025/6/18
水井坊	股东大会召开	2025/6/18
天佑德酒	股东大会召开	2025/6/19
五粮液	股东大会召开	2025/6/20

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。