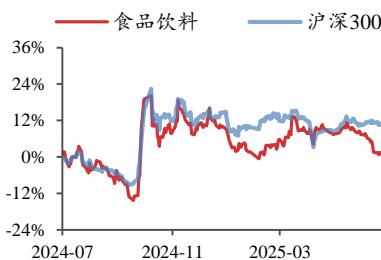


投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《“禁酒令”纠偏催化反弹，重视板块底部机会——行业周报》-2025.6.22

《5月社零增速稳步上行，内需动力进一步修复——行业点评报告》-2025.6.17

《威士忌新品上市，看好魔芋品类发展——行业周报》-2025.6.15

白酒持续探底，新消费标的值得重视

——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：白酒关注底部机会，大众品追求成长性

6月23日-6月27日，食品饮料指数跌幅为0.9%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约2.8pct，子行业中保健品(+3.6%)、烘焙食品(+2.7%)、调味发酵品(+1.2%)表现相对领先。白酒仍在底部徘徊，虽有新华社发文纠偏各地加码执行禁酒令的现象，但禁酒令的影响仍在持续，中高端白酒消费场景的缺失使得行业需求进一步下移。叠加618电商补贴影响，近期白酒市场价格持续回落。终端出货放缓，渠道库存维持在高位。预计白酒二季度业绩压力加大。基本面角度看行业还在持续探底，短期在于消费场景受限导致的需求萎缩；中长期来看是中国产业转型时期白酒消费需求的转移，无论是精神消费时代消费者对于情绪价值的追求，还是消费场景重构带来渠道的加速更迭，都需要白酒产业做出相应的调整与变革。而龙头酒企的品牌与渠道仍有较强竞争力，应可率先完成产业转型。从交易层面看，当前白酒估值持续处于低位，且龙头酒企分红率较高，已具备长期投资价值。建议逐步加大对白酒的低位布局，优先考虑山西汾酒、贵州茅台等。当前传统消费板块普遍承压，部分与新渠道、新品类、新市场相关的细分赛道具有结构性机会。消费分级是近两年快消品行业呈现的明显特征，一方面消费者会持续追求高品质商品；另一方面又不会盲目追求品牌溢价，而是选择高性价比产品。因此以高品质为卖点的山姆会员超市，以及以质价比为核心的零销量贩渠道，成为近年来增速较快的两个领域，能够抓住这两个渠道红利的企业会获得结构性增长的机会。从品类发展的角度，我们看好魔芋及威士忌新品：魔芋品类高景气，市场需求旺盛，产品形态丰富度高，调味多样，品类有充足发展空间，且行业竞争格局较好，龙头彼此竞争尚不激烈；威士忌品类仍处于发展初期，供需两端扩容潜力较大，国产威士忌本土优势较强，具备丰富的品牌运作经验、较强的线下渠道网络和大量年轻消费者基础，发展前景可乐观展望。我们看好具备新消费特征的大众品，建议关注西麦食品、有友食品、万辰集团、百润股份等。

● 推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、百润股份

(1) 贵州茅台：短期白酒需求下移，但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。

(2) 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。(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。(4) 万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。(5) 百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

● 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：白酒关注底部机会，大众品追求成长性.....	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：华润啤酒董事会主席侯孝海辞任.....	7
5、备忘录：关注 6 月 30 日千禾味业召开股东大会.....	7
6、风险提示	8

图表目录

图 1：食品饮料跌幅 0.9%，排名 28/28.....	4
图 2：保健品、烘焙食品、调味发酵品表现相对领先.....	4
图 3：欢乐家、桂发祥、莫高股份涨幅领先.....	4
图 4：惠发食品、有友食品、百润股份跌幅居前.....	4
图 5：2025 年 6 月 17 日全脂奶粉中标价同比+20.3%.....	5
图 6：2025 年 6 月 19 日生鲜乳价格同比-7.6%.....	5
图 7：2025 年 6 月 28 日猪肉价格同比-16.8%.....	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 6 月 21 日白条鸡价格同比-2.4%.....	5
图 11：2025 年 5 月进口大麦价格同比-4.3%.....	6
图 12：2025 年 5 月进口大麦数量同比-47.8%.....	6
图 13：2025 年 6 月 27 日大豆现货价同比-10.8%.....	6
图 14：2025 年 6 月 19 日豆粕平均价同比-9.2%.....	6
图 15：2025 年 6 月 27 日柳糖价格同比-5.2%.....	7
图 16：2025 年 6 月 20 日白砂糖零售价同比持平.....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注 6 月 30 日千禾味业召开股东大会	7
表 2：关注 6 月 22 日发布的行业周报.....	8
表 3：重点公司盈利预测及估值.....	8

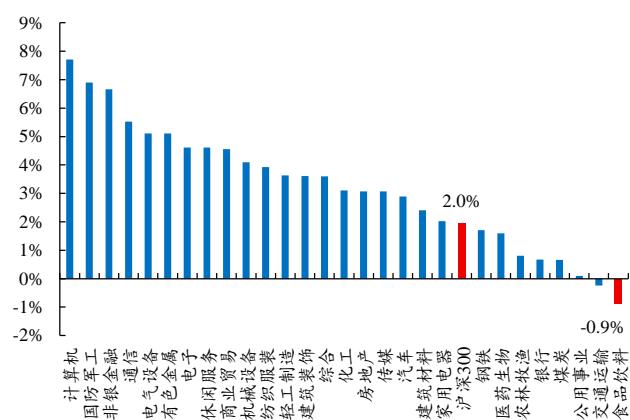
1、每周观点：白酒关注底部机会，大众品追求成长性

6月23日-6月27日，食品饮料指数跌幅为0.9%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约2.8pct，子行业中保健品(+3.6%)、烘焙食品(+2.7%)、调味发酵品(+1.2%)表现相对领先。白酒仍在底部徘徊，虽有新华社发文纠偏各地加码执行禁酒令的现象，但禁酒令的影响仍在持续，中高端白酒消费场景的缺失使得行业需求进一步下移。叠加618电商补贴影响，近期白酒市场价格持续回落。终端出货放缓，渠道库存维持在高位。预计白酒二季度业绩压力加大。从基本面角度来看，行业还在持续探底，短期影响在于消费场景受限导致的需求萎缩；中长期来看是中国产业转型时期白酒消费需求的转移，无论是精神消费时代消费者对于情绪价值的追求，还是消费场景重构带来渠道的加速更迭，都需要白酒产业做出相应的调整与变革。而龙头酒企的品牌与渠道仍有较强竞争力，应可率先完成产业转型。从交易层面角度来看，当前白酒估值持续处于低位，且龙头酒企分红率较高，已具备长期投资价值。我们建议可以逐步加大对白酒的低位布局，优先考虑山西汾酒、贵州茅台等。

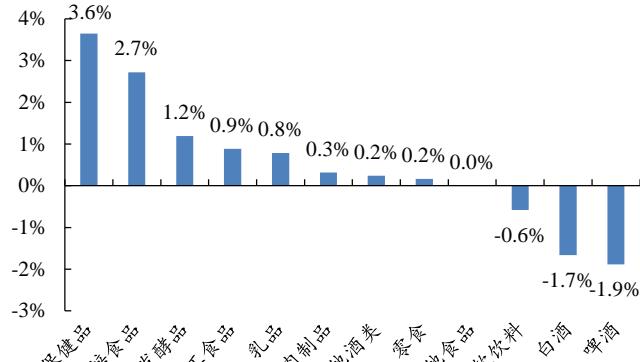
当前传统消费板块普遍承压，部分与新渠道、新品类、新市场相关的细分赛道具有结构性机会。消费分级是近两年快消品行业呈现的明显特征，一方面消费者会持续追求高品质商品；另一方面又不会盲目追求品牌溢价，而是选择高性价比产品。因此以高品质为卖点的山姆会员超市，以及以质价比为核心的零食量贩渠道，成为近年来增速较快的两个领域。能够抓住这两个渠道红利的企业会获得结构性增长的机会。从品类发展的角度，我们看好魔芋及威士忌新品：魔芋品类高景气，市场需求旺盛，产品形态丰富度高，调味多样，品类有充足发展空间，且行业竞争格局较好，龙头彼此竞争尚不激烈；威士忌品类仍处于发展初期，供需两端扩容潜力较大，国产威士忌本土优势较强，具备丰富的品牌运作经验、较强的线下渠道网络和大量年轻消费者基础，发展前景可乐观展望。我们看好具备新消费特征的大众品，建议关注西麦食品、有友食品、万辰集团、百润股份等。

2、市场表现：食品饮料跑输大盘

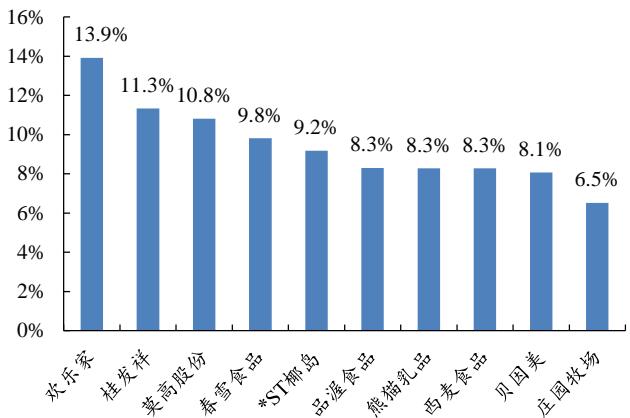
6月23日-6月27日，食品饮料指数跌幅为0.9%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约2.8pct，子行业中保健品(+3.6%)、烘焙食品(+2.7%)、调味发酵品(+1.2%)表现相对领先。个股方面，欢乐家、桂发祥、莫高股份涨幅领先；惠发食品、有友食品、百润股份跌幅居前。

图1：食品饮料跌幅 0.9%，排名 28/28


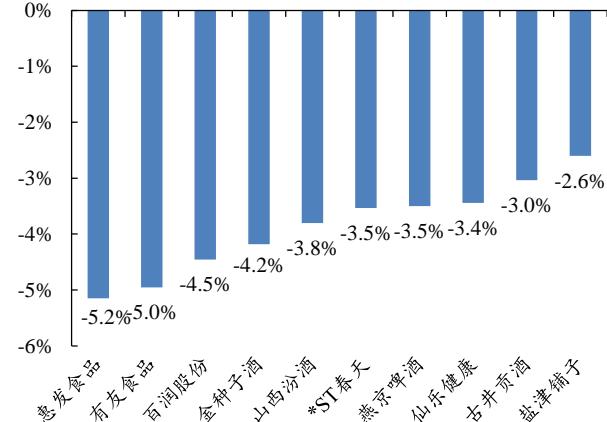
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：保健品、烘焙食品、调味发酵品表现相对领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：欢乐家、桂发祥、莫高股份涨幅领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：惠发食品、有友食品、百润股份跌幅居前


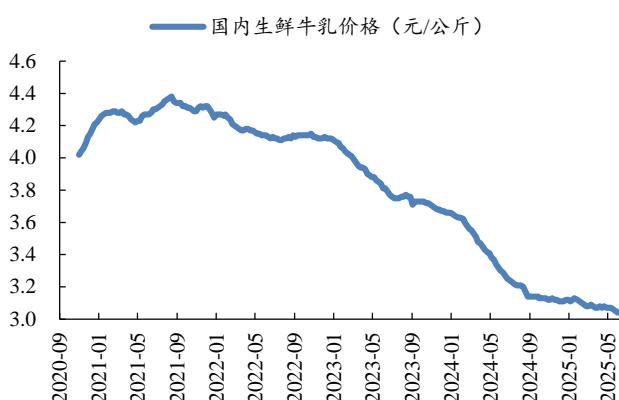
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：部分上游原料价格回落

6月17日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价4084 美元/吨，环比-2.1%，同比+20.3%，奶价同比上升。6月19日，国内生鲜乳价格3.0 元/公斤，环比持平，同比-7.6%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

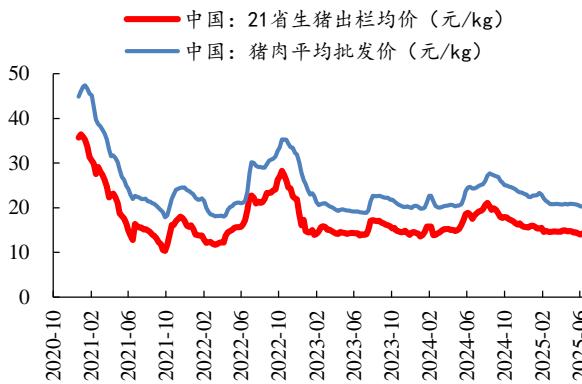
图5：2025年6月17日全脂奶粉中标价同比+20.3%


数据来源：GDT、开源证券研究所

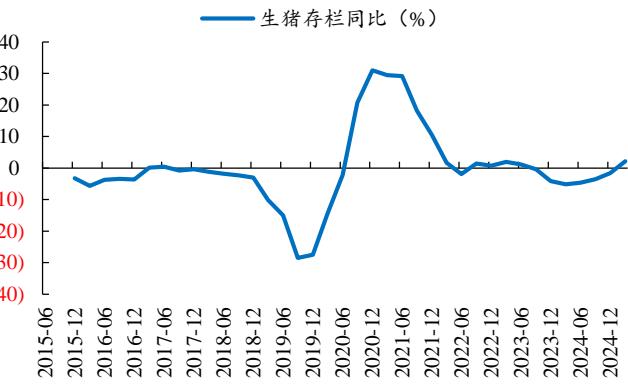
图6：2025年6月19日生鲜乳价格同比-7.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

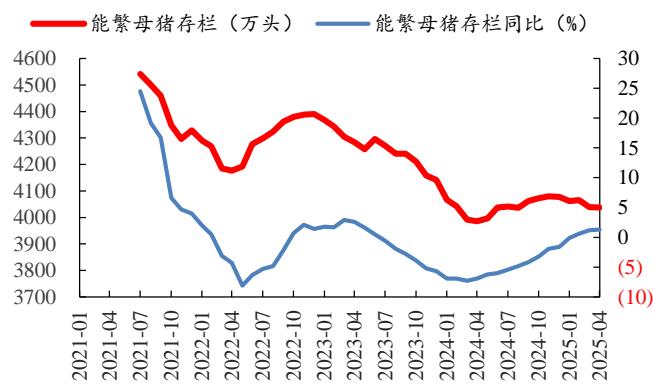
6月28日，生猪出栏价格14.5元/公斤，同比-17.3%，环比+2.2%；猪肉价格20.2元/公斤，同比-16.8%，环比-0.3%。2025年4月，能繁母猪存栏4038.0万头，同比+1.3%，环比持平。2025年3月生猪存栏同比+2.2%。2025年6月21日，白条鸡价格17.1元/公斤，同比-2.4%，环比+0.5%。

图7：2025年6月28日猪肉价格同比-16.8%


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%


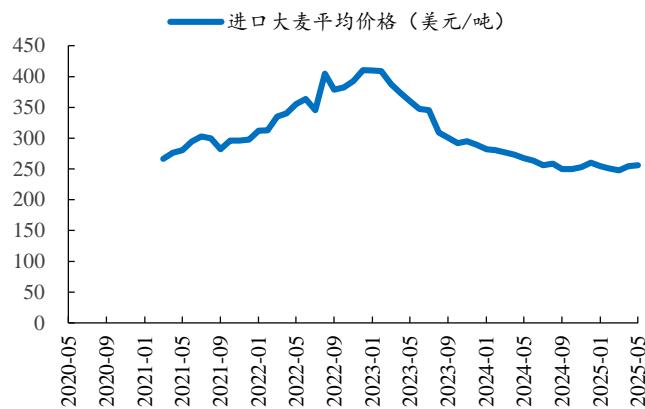
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025年6月21日白条鸡价格同比-2.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

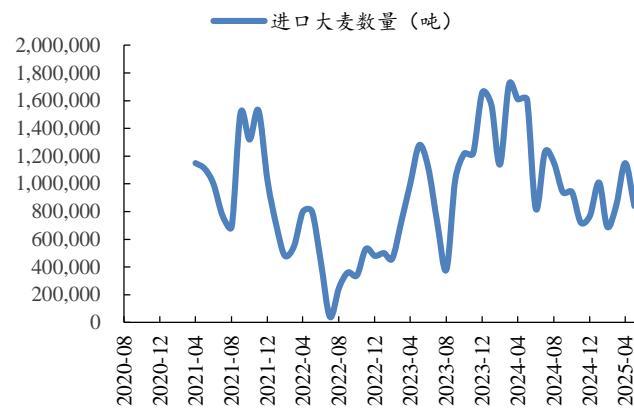
2025年5月，进口大麦价格256.1美元/吨，同比-4.3%。2025年5月进口大麦数量84.0万吨，同比-47.8%，进口大麦数量及平均价格下降，啤酒企业原料成本有望得到缓解。

图11：2025年5月进口大麦价格同比-4.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

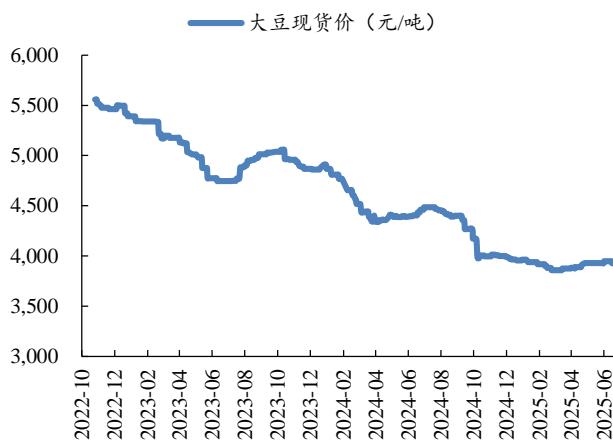
图12：2025年5月进口大麦数量同比-47.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

6月27日，大豆现货价3926.3元/吨，同比-10.8%。6月19日，豆粕平均价格3.4元/公斤，同比-9.2%。

图13：2025年6月27日大豆现货价同比-10.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025年6月19日豆粕平均价同比-9.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

6月27日，柳糖价格6150.0元/吨，同比-5.2%；6月20日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比持平。

图15：2025年6月27日柳糖价格同比-5.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年6月20日白砂糖零售价同比持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：华润啤酒董事会主席侯孝海辞任

6月19日，崃州蒸馏厂于线上正式发布了全新5款崃州单麦系列产品，涵盖了5种不同的桶陈类型和工艺。5款新品分别为：崃州甄选单一麦芽威士忌、崃州STR红葡萄酒桶单一麦芽威士忌、崃州菲诺雪莉桶单一麦芽威士忌、崃州波本桶单一麦芽威士忌（泥煤）、崃州阿蒙蒂亚雪莉桶单一麦芽威士忌（来源于微酒）。

6月22日，“兄弟携手 共创未来”洋河大曲高线光瓶酒战略发布会在内蒙古包头举行。洋河大曲高线光瓶酒以“高品质、高颜值、高性价比”掀起热议。这款酒外形上以“简约而不简单”的现代美学重塑光瓶美学；品质上延续洋河经典绵柔配方，优选核心产区基酒，100%三年陈，成就了“入口绵甜、落口爽净”的国民口感；体验上以数字防伪科技与消费者互动，真正实现“去掉包装喝好酒”，59元就能让消费者喝到“真年份、真老酒”（来源于糖酒快讯）。

6月27日，华润啤酒发布公告称，侯孝海因有意投入更多时间于个人安排而决定辞任执行董事及董事会主席，且不再担任董事会辖下财务委员会主席、执行委员会以及购股权总务委员会各自之成员。华润啤酒方面表示，侯孝海辞任后，董事会主席职位将暂时悬空，直至公司委任合适继任人。公司执行董事及总裁赵春武将暂时承担过渡期间董事会主席的工作及责任（来源于酒说）。

5、备忘录：关注6月30日千禾味业召开股东大会

下周（6月30日-7月6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30日千禾味业召开股东大会

公司	股东会	限售解禁
2025/7/3 *ST春天	青海省西宁市 (14: 30)	
2025/7/3 中炬高新	广东省中山市 (14: 30)	
2025/6/30 千禾味业	四川省眉山市 (10: 00)	
2025/6/30 盐津铺子		解禁 99.23 万股
2025/7/1 盖世食品		解禁 30.22 万股

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注6月22日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	白酒弱复苏中筑底，黄酒契合新消费趋势	6月2日
行业周报	新消费驱动板块上行，关注业绩可持续兑现品种	6月8日
行业周报	威士忌新品上市，看好魔芋品类发展	6月15日
行业点评	5月社零增速稳步上行，内需动力进一步修复	6月18日
行业周报	“禁酒令”纠偏催化反弹，重视板块底部机会	6月22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(元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
贵州茅台	买入	1403.1	76.10	84.27	91.07	18.4	16.6	15.4
五粮液	买入	119.2	8.46	8.99	9.62	14.1	13.3	12.4
泸州老窖	买入	112.8	9.47	9.84	10.35	11.9	11.5	10.9
山西汾酒	买入	176.5	11.03	12.03	13.04	16.0	14.7	13.5
口子窖	增持	34.4	2.78	2.89	3.01	12.4	11.9	11.4
古井贡酒	增持	131.9	11.14	12.49	13.97	11.8	10.6	9.4
金徽酒	增持	18.0	0.86	0.98	1.15	20.8	18.3	15.6
伊利股份	买入	27.9	1.70	1.83	1.95	16.4	15.3	14.3
新乳业	增持	18.9	0.78	0.92	1.04	24.2	20.5	18.2
双汇发展	增持	24.5	1.51	1.59	1.68	16.2	15.4	14.6
中炬高新	增持	18.9	1.18	1.26	1.43	16.0	15.0	13.2
涪陵榨菜	增持	12.8	0.77	0.83	0.90	16.6	15.4	14.2
海天味业	买入	38.8	1.28	1.44	1.60	30.3	26.9	24.2
西麦食品	增持	22.9	0.81	1.00	1.18	28.3	22.9	19.4
嘉必优	买入	25.0	0.96	1.13	1.32	26.1	22.1	19.0
绝味食品	增持	15.3	1.04	1.11	1.19	14.7	13.8	12.8
煌上煌	增持	9.4	0.14	0.19	0.22	67.1	49.4	42.7
广州酒家	增持	15.6	1.00	1.12	1.22	15.7	13.9	12.8
甘源食品	买入	60.2	4.80	5.78	7.28	12.5	10.4	8.3
劲仔食品	增持	13.1	0.75	0.92	1.17	17.5	14.3	11.2
天味食品	增持	11.2	0.65	0.73	0.82	17.2	15.3	13.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2025年6月27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