

强于大市

食品饮料行业点评

内需政策提振及宏观数据持续修复下，食品饮料相关子行业有望回暖

提高居民消费力被列为“十五五”规划目标之一，提振消费成为未来政策重点。内需政策导向下，叠加宏观数据持续修复，我们认为食品饮料相关子行业有望回暖。从已公布的三季度业绩来看，白酒板块加速出清，大众品细分领域龙头业绩表现彰显韧性，经营修复明显。政策催化下，建议关注受益餐饮消费场景修复的大众品相关子行业。

支撑评级的要点

- 宏观数据持续修复，内需政策导向下食品饮料行业有望回暖。**（1）**宏观数据方面**，3月以来核心CPI持续回暖，9月、10月核心CPI分别为1.0%、1.2%，时隔一年半后再次回到1.0%及以上，价格向好趋势持续。10月，CPI同比转正至0.2%（前值-0.3%），拆分具体结构来看，服务消费、食品当月同比分别为+0.8%（前值+0.6%）、-2.9%（前值-4.4%），食品价格环比有所修复。1-9月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长4.5%，分结构来看，商品消费好于餐饮消费。我们认为，餐饮数据有望受益内需政策提振，表现环比较好，在宏观数据持续修复的背景下，食品饮料相关子行业有望回暖。（2）**政策方面**，提高居民消费率被列为“十五五”规划目标之一，内需拉动经济增长主力作用持续增强。从最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三个部分对GDP增长的拉动和贡献来看，近两年最终消费支出及货物和服务净出口的贡献率高于资本形成总额。相比欧美及日韩国家，我国消费率目前仍处于相对较低水平，因此消费对我国经济增长的贡献仍有较大提升空间。我们判断，提振消费将成为未来政策重点。
- 白酒3季报加速出清，行业底部特征显现，但基本面拐点仍需等待批价及库存企稳。**1-3Q25白酒行业营收及归母净利增速分别为-5.8%、-6.9%，其中3Q25营收、归母净利同比增速分别为-18.5%、-22.1%，板块业绩于3Q24明显放缓，随后逐季降速并进入负值区间。从不同上市公司业绩表现来看，3季度上市酒企业绩出清幅度较大，主动为渠道纾压。3Q25上市酒企销售费用同比-19.5%，酒企克制渠道费用投放，普遍达成维稳价格的共识，行业从“过渡内卷”向“有序竞争”过渡。从价格表现来看，在行业库存周期下，叠加“双十一”电商冲击，近日茅台批价跌至1700元左右，为年内新低，渠道护城河厚度减少，经销商信心不足。我们认为，虽然行业当前在业绩、批价、基金持仓等方面均处于相对底部位置，但是行业基本面仍处于磨底期，商务宴请场景仍未完全恢复，后续仍需观察批价及库存等动态指标，从而判断行业整体估值性价比。
- 大众品龙头业绩彰显韧性，建议关注受益餐饮消费场景修复的相关子行业及连锁业态下仍可享受拓店红利的龙头企业。**（1）**速冻食品**：速冻行业与餐饮行业相关性较高，近两年上市公司业绩受餐饮消费场景受损及价格内卷影响较大。2025年以来，龙头企业顺应市场环境变化，以定制化产品为切入点，加强与头部商超及新零售渠道合作，业绩修复显著，逐渐走出底部周期。4季度在旺季催化下，速冻食品龙头业绩有望持续改善。（2）**啤酒**：从啤酒行业前三季度业绩表现来看，2025年以来龙头啤酒企业的量价表现仍然偏弱，但是受益大单品放量的燕京、珠江啤酒业绩增速相对较快。近两年，啤酒受夜场及餐饮消费场景受损的影响较大，行业整体量价表现仍然偏弱，但龙头企业持续优化渠道、创新消费场景。考虑到4季度为啤酒消费淡季，我们预计行业短期基本面环比3季度变化不大，但展望2026年，啤酒行业板块景气度有望受益餐饮消费修复而提升。（3）**餐饮连锁业态**：受疫情影响，餐饮连锁业态相关上市公司近两年受闭店率及消费者消费习惯变化影响业绩波动较大。从前三季度业绩表现来看，泛餐饮连锁上市公司企业业绩分化较大，卤味连锁类公司仍处于主业调整期，但是巴比、锅圈等企业受益单店模型改善及下沉市场红利，叠加自身的供应链优势，仍可享受门店扩张红利，2025年以来业绩持续修复，表现出较强韧性。（4）**休闲零食**：零售行业近两年受渠道变革影响较大，建议关注仍可享受渠道红利及品类红利的龙头企业。

投资建议

- 考虑到不同子行业所处周期阶段，我们建议优先关注政策催化下受益餐饮消费场景修复的速冻食品、调味品，以及泛餐饮供应链等大众品行业细分领域龙头企业，如安井食品、颐海国际、巴比食品、锅圈等。同时关注品类红利下的休闲食品企业，西麦食品、卫龙美味、盐津铺子等。

评级面临的主要风险

- 原材料价格涨幅超预期，导致毛利率明显下降。宏观经济增长不及市场预期，影响公司产品需求，导致企业业绩不达预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
食品饮料

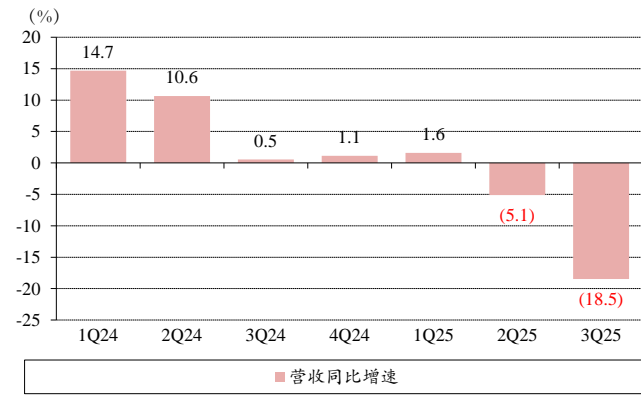
证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

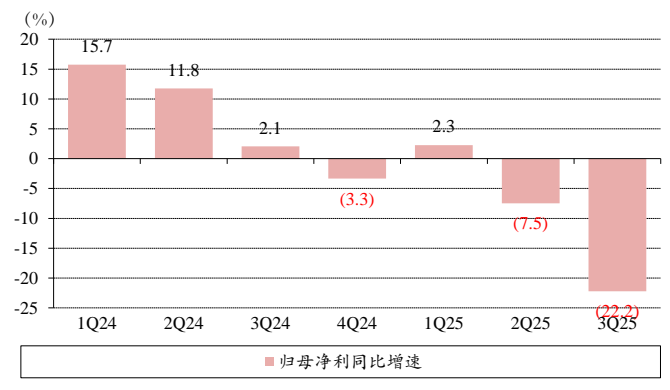
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

图表 1. 白酒板块分季度营收增速



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 2. 白酒板块分季度归母净利增速



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 3. 2024 年至今, 茅台、五粮液批价表现



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 4. 不同价格带白酒企业业绩概况

高端白酒	1-3Q25 营收 (亿元)	Yoy (%)	1-3Q25 归母净利 (亿元)	Yoy (%)	3Q25 营收 (亿元)	Yoy (%)	3Q25 归母 净利 (亿元)	Yoy (%)
贵州茅台	1284.5	6.4	646.3	6.2	390.6	0.6	192.2	0.5
五粮液	609.5	(10.3)	215.1	(13.7)	81.7	(52.7)	20.2	(65.6)
泸州老窖	231.3	(4.8)	107.6	(7.2)	66.7	(9.8)	31.0	(13.1)
合计	2125.3	(0.2)	969.0	(0.5)	539.1	(15.1)	243.4	(14.8)
全国化次高端白酒	1-3Q25 营收 (亿元)	Yoy (%)	1-3Q25 归母净利 (亿元)	Yoy (%)	3Q25 营收 (亿元)	Yoy (%)	3Q25 归母 净利 (亿元)	Yoy (%)
山西汾酒	329.2	5.0	114.0	0.5	89.6	4.1	29.0	(1.4)
舍得酒业	37.0	(17.0)	4.7	(29.4)	10.0	(15.9)	0.3	(63.2)
酒鬼酒	7.6	(36.2)	(0.1)	(117.4)	2.0	0.8	(0.2)	(70.9)
水井坊	23.5	(38.0)	3.3	(71.0)	8.5	(58.9)	2.2	(75.0)
合计	397.3	(2.6)	121.9	(7.6)	110.1	(8.8)	31.3	(18.4)
区域白酒	1-3Q25 营收 (亿元)	Yoy (%)	1-3Q25 归母净利 (亿元)	Yoy (%)	3Q25 营收 (亿元)	Yoy (%)	3Q25 归母 净利 (亿元)	Yoy (%)
洋河股份	180.9	(34.3)	39.8	(53.7)	32.9	(29.0)	(3.7)	(158.4)
古井贡酒	164.2	(13.9)	39.6	(16.6)	25.4	(51.6)	3.0	(74.6)
今世缘	88.8	(10.7)	25.5	(17.4)	19.3	(26.8)	3.2	(48.7)
顺鑫农业	58.7	(19.8)	0.8	(79.8)	12.8	(21.7)	(1.0)	136.7
迎驾贡酒	45.2	(18.1)	15.1	(24.7)	13.6	(21.6)	3.8	(39.3)
口子窖	31.7	(27.2)	7.4	(43.4)	6.4	(46.2)	0.3	(92.5)
老白干酒	33.3	(18.5)	4.0	(28.0)	8.5	(47.5)	0.8	(68.5)
金徽酒	23.1	(1.0)	3.2	(2.8)	5.5	(4.9)	0.3	(33.0)
伊力特	13.0	(21.5)	1.4	(43.1)	2.3	(29.4)	(0.3)	(158.5)
天佑德酒	8.8	(10.8)	0.2	(62.0)	2.1	(9.3)	(0.3)	33.7
金种子酒	6.3	(22.1)	(1.0)	1.0	1.4	3.7	(0.3)	(74.4)
合计	654.0	(21.8)	136.0	(35.9)	130.2	(34.8)	5.8	(83.7)

资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 5. 大众品行业业绩概览

行业名称	营收增速 (%)			归母净利增速 (%)		
	1Q25	2Q25	3Q25	1Q25	2Q25	3Q25
零食	31.0	43.0	22.4	(15.4)	9.8	8.6
烘焙食品	(0.5)	0.1	(1.4)	(18.5)	(18.6)	(16.6)
熟食	(11.8)	(14.0)	(6.9)	(28.6)	(41.5)	(29.8)
调味发酵品	3.4	6.1	2.3	7.2	9.1	2.4
软饮料	2.4	17.8	14.4	(3.8)	18.8	36.6
乳品	0.2	3.3	(0.8)	(17.3)	40.6	0.4
啤酒	3.7	1.8	0.6	10.9	12.8	11.3
其他酒类	(4.3)	(3.9)	(2.7)	(1.6)	(28.2)	9.5
食品加工	(2.1)	2.0	(0.9)	(5.0)	(0.3)	(8.3)
肉制品	1.9	3.7	(4.1)	7.3	1.4	(23.9)
预加工食品	(4.5)	0.7	1.6	(3.1)	(19.5)	5.4
保健品	(14.7)	(2.9)	11.9	(22.9)	36.5	83.1

资料来源: 同花顺, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371