



食品饮料行业研究

买入（维持评级）
行业周报
 证券研究报告

食品饮料组

 分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
 liuchengqian@gjzq.com.cn yetao@gjzq.com.cn

 分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）
 chenyujun@gjzq.com.cn

板块低位配置情绪回升，关注餐饮链等改善催化

投资建议

白酒：近期市场对酒类板块在内泛消费板块配置情绪环比明显回升，一方面自上而下有 CPI、PPI 等宏观指标环比改善的催化，另一方面资金端也有配置再平衡的诉求。我们持续看好白酒板块的配置价值，行业景气度最为承压的时期已经过去，外部因素对消费场景的约束将持续趋缓。同时，我们预计当下市场对白酒行业价盘的悲观预期也有望环比修正，进一步夯实市场对白酒行业筑底的认知。

近期酒鬼酒等诸多酒厂陆续披露线上授权店铺清单、提示非授权店铺购酒风险，电商等线上平台也有强化授权店铺管理等动作，本身电商平台税收监管在逐步完善，整体行业销售秩序有望持续改善。同时，近期飞天茅台在内主要白酒单品批价保持平稳，我们预计当下至 26 年春节前便是行业价盘最为承压的时期，主要考虑目前渠道已经处于亏运营成本甚至亏毛利的状态，从产业经营范式的角度该状态持续性并不强。

配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企（如珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等）。

啤酒：啤酒的需求场景偏大众化、目前餐饮等现饮需求仍在稳步修复中，啤酒酒企也在加码非即饮渠道布局、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注。

黄酒：行业前期有提价催化，头部品牌的趋同性提价也意味着酒企拉力有望形成合力、竞争格局趋缓，当前逐步临近旺季、边际催化仍可期；中期产业趋势变化、以及新品年轻化培育等值得关注。

休闲零食：受益于下游渠道扩张、推新节奏加快，板块延续高景气。从三季报可见，渠道红利逐步见顶、品类红利接替，高基数下个股收入端普遍降速。业绩端，受低价竞争加剧、渠道挤压、成本上涨等因素，板块利润率仍逐步下行。展望后续，我们认为需重点关注具备品类红利以及供应链提效的个股，一方面渠道红利减弱背景下收入仍有支撑，另一方面内部提效对冲外部竞争压力，持续推荐具备魔芋大单品优势的盐津铺子、卫龙美味，建议关注洽洽食品、甘源食品渠道调整&成本压力减缓带来的业绩改善。

软饮料：旺季逐步收尾，终端动销放缓，行业整体略有承压。10 月社零限额以上饮料类单月同比+7.1%，1-10 月累计同比+0.8%，受双节催化板块整体动销和出货和均有好转。从个股反馈来看，东鹏、农夫等高景气细分赛道龙头延续稳健增势，Q3 特饮降速系终端库存消化叠加华南雨水天气扰动，内部新财年于 11 月开启，有望进行新一轮备货。同时结合历史经验来看，大多数龙头选择在 Q4 前置冰柜铺设动作，尽管为淡季预计竞争不减。展望后续，我们认为需持续关注企业平台化能力，持续推荐大单品提供基本盘支撑、第二曲线铺货上量高增长，其余品类仍有借助平台化优势出圈的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份新品动销表现。

调味品：下游餐饮需求环比改善、居民端需求平稳、景气度底部企稳。10 月社零餐饮同比+3.8%，1-10 月累计同比+3.3%，餐饮终端动销环比改善。同时上游餐饮链企业具备低库存+旺季备货催化，出货情况普遍反馈好于 Q3。基于必选消费米面粮油类目来看，10 月限额以上粮油、食品类单月同比+9.1%，1-10 月累计同比+10.3%，仍维持较强经营韧性。推荐股息率打底&餐饮修复弹性较大的颐海国际，海外持续提升市占率&成本端稳步下行的安琪酵母，

风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题风险。



内容目录

一、周专题：板块低位配置情绪回升，关注餐饮链等改善催化.....	3
二、行情回顾.....	4
三、食品饮料行业数据更新.....	5
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总.....	7
五、风险提示.....	8

图表目录

图表 1：周度行情.....	4
图表 2：周度申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3：周度食品饮料子板块涨跌幅.....	4
图表 4：申万食品饮料指数行情.....	4
图表 5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10.....	5
图表 6：非标茅台批价走势（元/瓶）.....	5
图表 7：白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	6
图表 8：高端酒批价走势（元/瓶）.....	6
图表 9：国内主产区生鲜乳平均价（元/公斤）.....	6
图表 10：中国奶粉月度进口量及同比（万吨，%）.....	6
图表 11：啤酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	7
图表 12：啤酒进口数量（万千升）与均价（美元/千升）.....	7
图表 13：近期上市公司重要事项.....	7



一、周专题：板块低位配置情绪回升，关注餐饮链等改善催化

● 酒类板块

近期市场对酒类板块在内泛消费板块配置情绪环比明显回升，一方面自上而下有CPI、PPI等宏观指标环比改善的催化，另一方面资金端也有配置再平衡的诉求。我们持续看好白酒板块的配置价值，行业景气度最为承压的时期已经过去，外部因素对消费场景的约束将持续趋缓。同时，我们预计当下市场对白酒行业价盘的悲观预期也有望环比修正，进一步夯实市场对白酒行业筑底的认知。

近期酒鬼酒等诸多酒厂陆续披露线上授权店铺清单、提示非授权店铺购酒风险，电商等线上平台也有强化授权店铺管理等动作，本身电商平台税收监管在逐步完善，整体行业销售秩序有望持续改善。同时，近期飞天茅台在内主要白酒单品批价保持平稳，我们预计当下至26年春节前便是行业价盘最为承压的时期，主要考虑目前渠道已经处于亏运营成本甚至亏毛利的状态，从产业经营范式的角度该状态持续性并不强。

短期行业逐步筑底，中期维度伴随“反内卷”政策出台、企业ROE有望改善，并传导至企业端招待等支出提升、居民收入预期改善；叠加中期提振消费、扩大内需政策逐步落地，居民端消费情绪亦有望修复。从修复节奏来看，我们预计26年春节白酒动销同比跌幅或进一步收窄，主要考虑“禁酒令”等外部风险事件对白酒消费场景的影响有望持续改善，且春节礼赠、聚饮等需求相对会更刚性。

短期我们维持白酒行业景气度“下行趋缓”，考虑到此轮周期的动销底逐步探明，表现业绩压力正加速释放，动销反馈环比持续改善确定性强、当下正值自上而下政策窗口期，我们看好白酒板块的配置价值。

配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企（如珍酒李渡、舍得酒业、酒鬼酒等）。

此外，亦建议关注啤酒&黄酒赛道的配置契机：

1) 我们维持啤酒行业景气度底部企稳的判断，啤酒的需求场景偏大众化、餐饮链后续修复的置信度较强，本身啤酒酒企也在加码非即饮渠道布局、发展软饮等多元化发展。考虑到啤酒酒企不错的业绩置信度与股息水平，建议持续关注，餐饮端景气度改善有望抬升板块整体估值水平。

2) 黄酒行业前期有提价催化，头部品牌的趋同性提价也意味着酒企拉力有望形成合力、竞争格局趋缓，当下正值旺季、边际催化仍可期。目前行业大单品化趋势逐步成型、高端化培育也已经成为头部品牌的品牌力塑造共识，黄酒头部酒企普遍加大对于营销能力的关注，对黄酒品类进行市场化推广，中期产业趋势变化，以及新品年轻化培育等值得关注。

● 大众品

休闲零食：受益于下游渠道扩张、推新节奏加快，板块延续高景气。从三季报可见，渠道红利逐步见顶、品类红利接替，高基数下个股收入端普遍降速。业绩端，受低价竞争加剧、渠道挤压、成本上涨等因素，板块利润率仍逐步下行。展望后续，我们认为需重点关注具备品类红利以及供应链提效的个股，一方面渠道红利减弱背景下收入仍有支撑，另一方面内部提效对冲外部竞争压力，持续推荐具备魔芋大单品优势的盐津铺子、卫龙美味，建议关注洽洽食品、甘源食品渠道调整&成本压力减缓带来的业绩改善。

软饮料：旺季逐步收尾，终端动销放缓，行业整体略有承压。10月社零限额以上饮料类单月同比+7.1%，1-10月累计同比+0.8%，受双节催化板块整体动销和出货和均有好转。从个股反馈来看，东鹏、农夫等高景气细分赛道龙头延续稳健增势，Q3特饮降速系终端库存消化叠加华南雨水天气扰动，内部新财年于11月开启，有望进行新一轮备货。同时结合历史经验来看，大多数龙头选择在Q4前置冰柜铺设动作，尽管为淡季预计竞争不减。展望后续，我们认为需持续关注企业平台化能力，持续推荐大单品提供基本盘支撑、第二曲线铺货上量高增长，其余品类仍有借助平台化优势出圈的东鹏饮料、农夫山泉，建议关注百润股份新品动销表现。

调味品：下游餐饮需求环比改善、居民端需求平稳、景气度底部企稳。10月社零餐饮同比+3.8%，1-10月累计同比+3.3%，餐饮终端动销环比改善。同时上游餐饮链企业具备低库存+旺季备货催化，出货情况普遍反馈好于Q3。基于必选消费米面粮油类目来看，10月限额以上粮油、食品类单月同比+9.1%，1-10月累计同比+10.3%，仍维持较强经营韧性。推荐股息率打底&餐饮修复弹性较大的颐海国际，海外持续提升市占率&成本端稳步下行的安琪



酵母，建议关注千禾味业、天味食品个股边际改善。

二、行情回顾

本周（11.10~11.14）食品饮料（申万）指数收于 17347 点（+2.82%），沪深 300 指数收于 4628 点（-1.08%），上证综指收于 3990 点（-0.18%），深证综指收于 2512 点（-0.31%），创业板指收于 3112 点（-3.01%）。

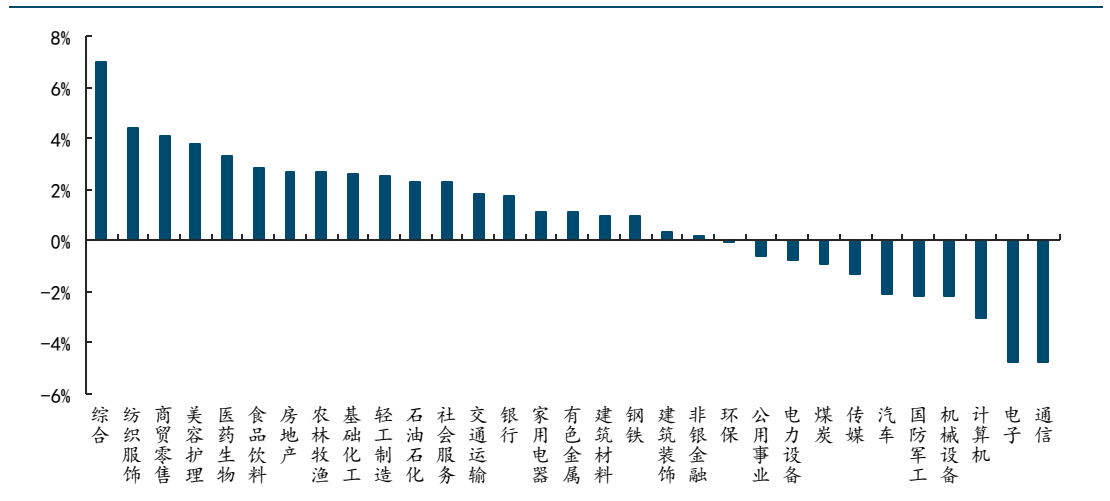
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	25 年至今涨跌幅
食品饮料	17347	2.82%	-3.40%
沪深 300	4628	-1.08%	17.62%
上证指数	3990	-0.18%	19.06%
深证综指	2512	-0.31%	28.31%
创业板指	3112	-3.01%	45.29%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为综合（+6.99%）、纺织服饰（+4.41%）、商贸零售（+4.06%）。

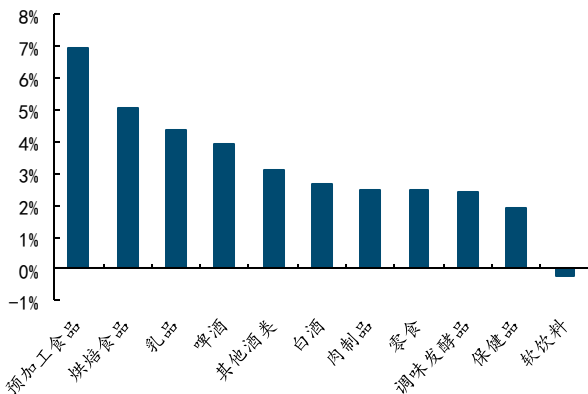
图表2：周度申万一行业涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

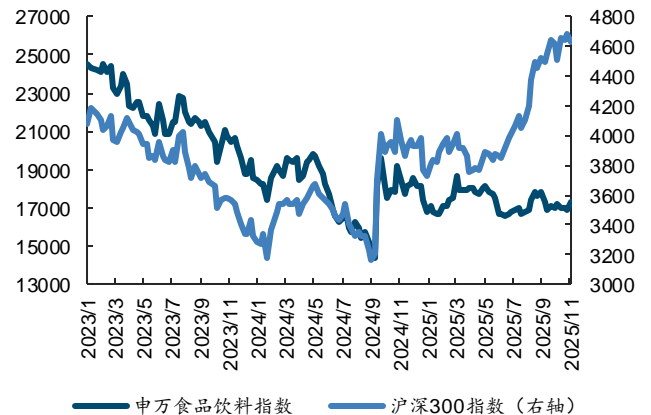
从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为预加工食品（+6.93%）、烘焙食品（+5.07%）、乳品（+4.33%）。

图表3：周度食品饮料子板块涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所

图表4：申万食品饮料指数行情



来源：Ifind，国金证券研究所



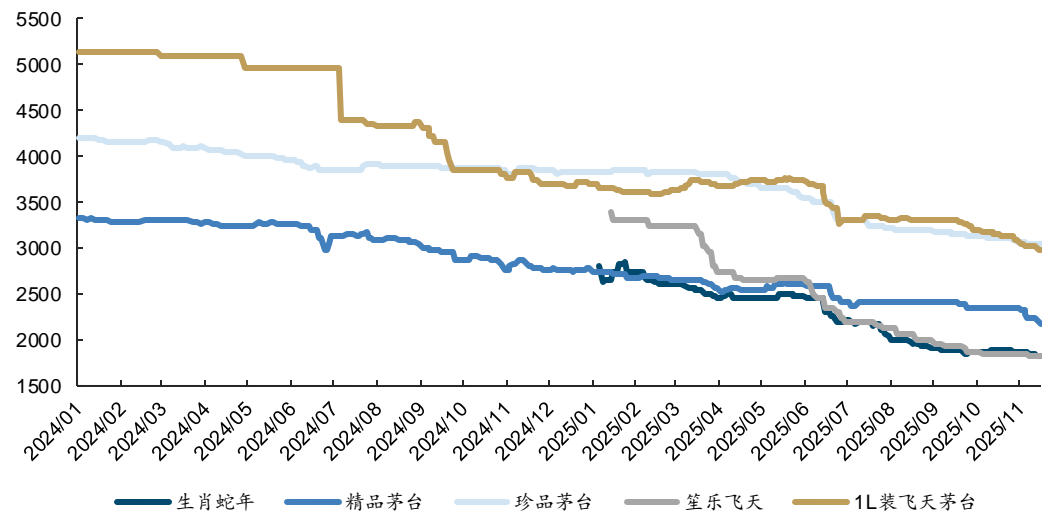
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：欢乐家（+43.19%）、三元股份（+31.79%）、西麦食品（+12.23%）、海欣食品（+11.60%）、南侨食品（+10.44%）等。涨跌幅靠后的为：交大昂立（-2.75%）、东鹏饮料（-2.72%）、千味央厨（-2.63%）、万辰集团（-1.43%）、*ST 椰岛（-1.31%）等。

图表5：周度食品饮料板块个股涨跌幅 TOP10

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
欢乐家	43.19	交大昂立	-2.75
三元股份	31.79	东鹏饮料	-2.72
西麦食品	12.23	千味央厨	-2.63
海欣食品	11.60	万辰集团	-1.43
南侨食品	10.44	*ST 椰岛	-1.31
安井食品	9.91	*ST 春天	-1.26
舍得酒业	9.74	皇台酒业	0.07
酒鬼酒	9.31	华统股份	0.18
品渥食品	9.02	承德露露	0.23
会稽山	8.96	洋河股份	0.60

来源：Ifind，国金证券研究所（注：周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅）

图表6：非标茅台批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 25 年 11 月 15 日）

三、食品饮料行业数据更新

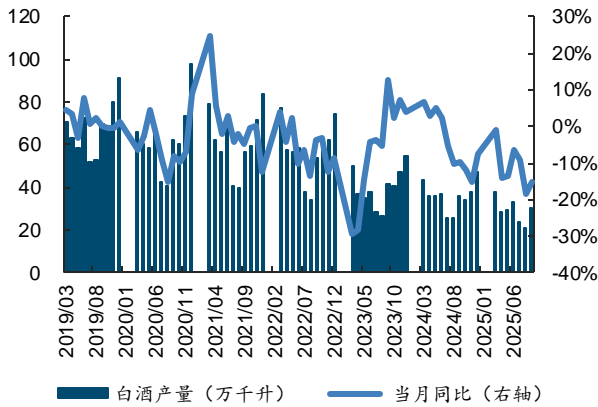
■ 白酒板块

2025 年 9 月，全国白酒产量 30.6 万千升，同比-15.0%。

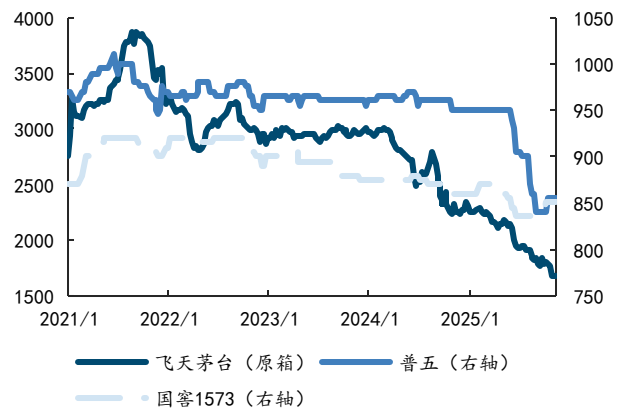
据今日酒价，11 月 15 日，飞天茅台整箱批价 1680 元（环周持平），散瓶批价 1655 元（环周+15 元），普五批价 855 元（环周持平），高度国窖 1573 批价 850 元（环周持平）。



图表7: 白酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表8: 高端酒批价走势(元/瓶)



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 9 月)

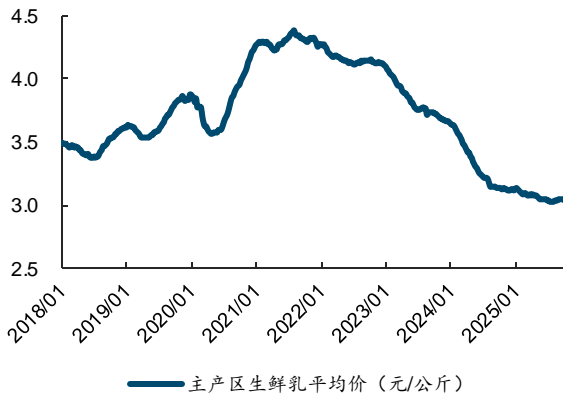
来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 11 月 15 日)

■ 乳制品板块

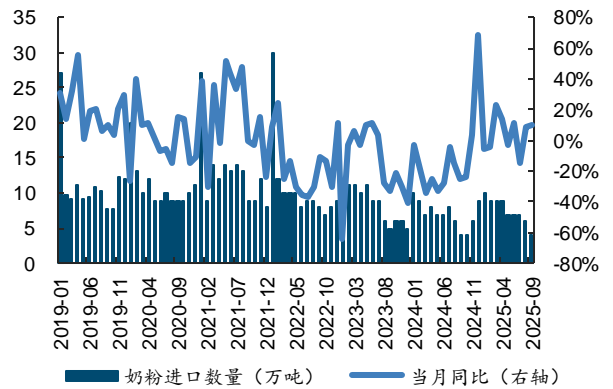
2025 年 11 月 7 日, 我国生鲜乳主产区平均价为 3.02 元/公斤, 同比-3.20%, 环比-0.30%。

2025 年 1~9 月, 我国累计进口奶粉 67.0 万吨, 累计同比+2.7%; 累计进口金额为 54.69 亿美元, 累计同比+15.6%。其中, 单 9 月进口奶粉 4.0 万吨, 同比+10.0%; 进口金额 5.10 亿元, 同比+14.5%。

图表9: 国内主产区生鲜乳平均价(元/公斤)



图表10: 中国奶粉月度进口量及同比(万吨, %)



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 11 月 7 日)

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据更新至 25 年 9 月)

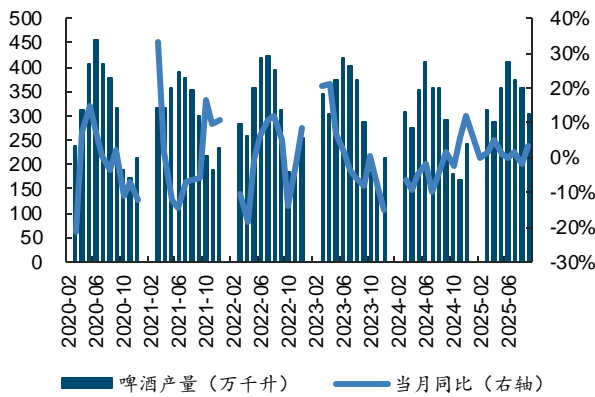
■ 啤酒板块

2025 年 9 月, 我国啤酒产量为 303.7 万千升, 同比+3.1%。

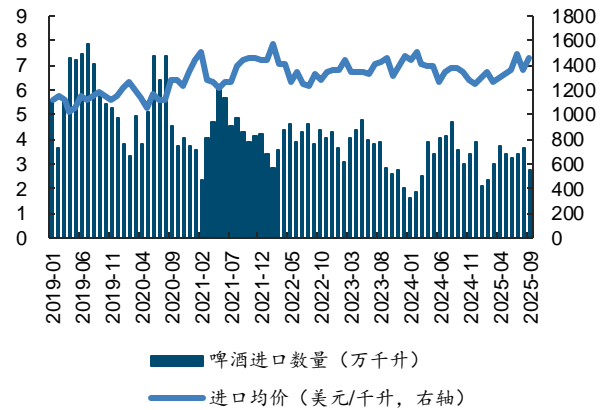
2025 年 1~9 月, 我国累计进口啤酒数量为 27.69 万千升, 同比-7.3%; 进口金额 3.77 亿美元, 同比-8.5%。其中, 单 7 月进口数量 2.76 万千升, 同比-22.2%; 进口金额 0.40 亿美元, 同比-18.2%。



图表11: 啤酒月度产量(万千升)及同比(%)



图表12: 啤酒进口数量(万千升)与均价(美元/千升)



来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至 25 年 9 月)

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 数据更新至 25 年 9 月)

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

■ 公司及行业要闻

11月9日, 国家统计局发布全国居民消费价格数据显示, 今年1-10月, 酒类价格同比去年下降1.9%, 其中10月酒类价格同比下降2%, 环比下降0.1%。(酒业家)

据京东超市名酒11·11全周期战报显示, 京东酒类商品成交破新高, 酒类销售同比增长18%, 自营销售同比增长32%。其中, 茅台同比增长24%, 五粮液同比增长15%, 汾酒同比增长26%, 古井贡酒同比增长38%, 口子窖同比增长40%, 奔富同比增长62%, 科罗娜同比增长89%, 人头马同比增长45%, 泸州老窖陈年酒同比增长138%, 劲牌同比增长60%, 赖氏父子同比增长370%。(微酒)

11月14日, 酒类进出口商分会发布了2025年前三季度酒类进出口情况。其中, 白酒出口均价几乎持平, 量额增幅回落至个位数。白酒出口总额为7.04亿美元(约合人民币49.97亿元), 同比增长5.3%, 出口量为1215万升, 同比增长4.9%。前五位的出口目的地为中国香港、中国澳门、新加坡、美国、日本。(微酒)

2025年1-9月, 中国酒业指数(ZJZS/CADI)静态指数JS: 123.40点, 环比下降5.27点; 动态指数DD: 106.62点, 环比提高2.85点。2025年1-9月, 白酒指数ZJZS-B/CADI-BJ静态指数JS: 115.46点, 环比下降6.73点; 动态指数DD: 103.58点, 环比下降4.50点。(微酒)

■ 近期上市公司重要事项

图表13: 近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
11月17日	海欣食品	2025年第一次临时股东大会
11月17日	迎驾贡酒	2025年第一次临时股东大会
11月17日	有友食品	2025年第一次临时股东大会
11月17日	龙大美食	2025年第三次临时股东大会
11月18日	百润股份	2025年第一次临时股东大会
11月18日	西麦食品	2025年第二次临时股东大会
11月18日	酒鬼酒	2025年第一次临时股东大会
11月18日	广州酒家	2025年第二次临时股东大会
11月20日	万辰集团	2025年第六次临时股东大会
11月21日	克明食品	2025年第四次临时股东大会
11月26日	洋河股份	2025年第三次临时股东大会
11月27日	舍得酒业	2025年第二次临时股东大会
11月27日	ST加加	2025年第三次临时股东大会
11月28日	宝立食品	2025年第一次临时股东大会



日期	公司	事项
11月28日	伊利股份	2025年第一次临时股东大会
11月28日	广州酒家	2025年第三次临时股东大会
11月28日	贵州茅台	2025年第一次临时股东大会
11月28日	涪陵榨菜	2025年第二次临时股东大会
11月28日	安井食品	2025年第一次临时股东大会
11月28日	黑芝麻	2025年第五次临时股东大会
11月28日	桂发祥	2025年第一次临时股东大会
12月1日	南侨食品	2025年第一次临时股东大会
12月1日	万辰集团	2025年第七次临时股东大会
12月1日	皇台酒业	2025年第一次临时股东大会
12月2日	张裕A	2025年第三次临时股东大会
12月2日	会稽山	2025年第一次临时股东大会
12月2日	洽洽食品	2025年第三次临时股东大会
12月4日	重庆啤酒	2025年第二次临时股东大会

来源：Ifind，国金证券研究所

五、风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；
- 食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究