

## 食品饮料

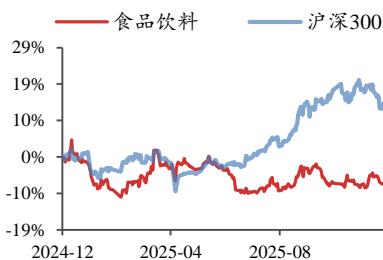
2025年11月30日

## 茅台韧性凸显，建议长期配置布局

——行业周报

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

《乳制品供需拐点可期，三大机会驱动行业成长—行业周报》-2025.11.23

《10月社零增速延续回落，部分消费结构性回暖—行业点评报告》  
-2025.11.17

《消费板块共振上涨，消费行业结构性回暖—行业周报》-2025.11.16

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张思敏（分析师）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790525080001

## ● 核心观点：行业下行期茅台积极求变，抗周期能力适配长期投资

11月24日-11月28日，食品饮料指数涨幅为0.1%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约1.6pct，子行业中预加工食品(+5.6%)、零食(+2.9%)、烘焙食品(+2.7%)表现相对领先。当前白酒行业处于深度调整期，酒企普遍面临渠道库存高企、产品价格倒挂、指标增速放缓等问题，但茅台仍具成长性。我国高品质白酒市场空间广阔，酱香型白酒及茅台销量占比仍有潜力；茅台作为历史经典产业，文化是核心竞争力，且过去发展中多次穿越周期，本轮调整期三季度后茅台酒动销环比向好，茅台1935表现亮眼，印证其抗风险能力。茅台酒产能投放有明确时间周期约束，每年产能投资节奏不会太大。产能释放取决于生态承载(新车间微生物需3年培养成熟，基酒使用有比例限制)与工匠培养(优秀酒师需10年培育)，二者是产能投放的基本原则；行业调整期，茅台会在保障基酒质量前提下多投料生产、多存基酒，提升存销比，以基酒储备熨平行业周期波动。贵州茅台“十五五”规划制定遵循积极、科学、理性原则，目标合理。积极即奋发有为、全力以赴创造价值；科学即尊重经济规律与行业特点，结合茅台实际；理性即不唯指标，服从企业健康发展。主业方面，茅台酒巩固核心产品优势，系列酒强化渠道生态与竞争力；创新方面，推动数字化、绿色化转型。规划强调以消费者需求为导向，通过产品创新、场景拓展应对消费趋势变化。我们认为白酒行业仍处于调整周期，但贵州茅台投资价值突出，是优质配置标的。其品牌与品质壁垒深厚，产能稀缺性有生态、工匠双保障；营销转型带动动销复苏，数字化、绿色化转型，增强长期动能。虽短期批价有波动，但公司积极维护市场价格，着眼长期发展。短期关注批价变化以及春节动销情况，长期看其抗周期能力与可持续价值创造能力显著，适合投资者长期配置。

## ● 推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、卫龙美味、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) 卫龙美味：随着新品铺市，面制品下滑情况将得到缓解，同时魔芋单品持续高速增长，基本盘稳定。豆制品可能打开第三增长曲线，以及海外市场具备较大空间。(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：行业下行期茅台积极求变，抗周期能力适配长期投资 .....	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：五粮液丙午马年生肖酒开启预售 .....	7
5、备忘录：关注 12 月 1 日万辰集团召开股东大会 .....	7
6、风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1：食品饮料涨幅 0.1%，排名 25/28.....	4
图 2：预加工食品、零食、烘焙食品表现相对领先.....	4
图 3：海欣食品、佳隆股份、燕塘乳业涨幅领先.....	4
图 4：南侨食品、华统股份、百润股份跌幅居前.....	4
图 5：2025 年 11 月 18 日全脂奶粉中标价同比-9.8% .....	5
图 6：2025 年 11 月 20 日生鲜乳价格同比-3.2%.....	5
图 7：2025 年 11 月 29 日猪肉价格同比-23.7%.....	5
图 8：2025 年 9 月生猪存栏数量同比+2.3%.....	5
图 9：2025 年 10 月能繁母猪数量同比 2.1% .....	5
图 10：2025 年 11 月 22 日白条鸡价格同比-1.4% .....	5
图 11：2025 年 10 月进口大麦价格同比+3.2% .....	6
图 12：2025 年 10 月进口大麦数量同比+22.3% .....	6
图 13：2025 年 11 月 28 日大豆现货价同比+0.6% .....	6
图 14：2025 年 11 月 20 日豆粕平均价同比-1.8% .....	6
图 15：2025 年 11 月 28 日柳糖价格同比-8.4% .....	7
图 16：2025 年 11 月 21 日白砂糖零售价同比+0.2% .....	7
表 1：最近重大事件备忘录：关注 12 月 1 日万辰集团召开股东大会 .....	7
表 2：关注 11 月 23 日发布的行业周报.....	8
表 3：重点公司盈利预测及估值 .....	8

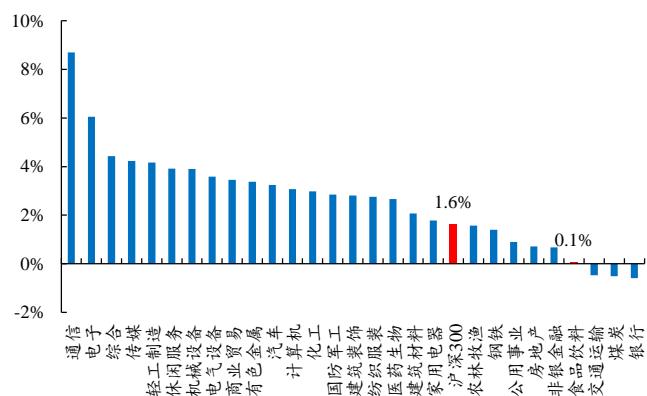
## 1、每周观点：行业下行期茅台积极求变，抗周期能力适配长期投资

11月24日-11月28日，食品饮料指数涨幅为0.1%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约1.6pct，子行业中预加工食品(+5.6%)、零食(+2.9%)、烘焙食品(+2.7%)表现相对领先。个股方面，海欣食品、佳隆股份、燕塘乳业涨幅领先；南侨食品、华统股份、百润股份跌幅居前。当前白酒行业处于深度调整期，酒企普遍面临渠道库存高企、产品价格倒挂、指标增速放缓等问题，但茅台仍具成长性。我国高品质白酒市场空间广阔，酱香型白酒及茅台销量占比仍有潜力；茅台作为历史经典产业，文化是核心竞争力，且过去发展中多次穿越周期，本轮调整期三季度后茅台酒动销环比向好，茅台1935表现亮眼，印证其抗风险能力。茅台酒产能投放有明确时间周期约束，每年产能投资节奏不会太大。产能释放取决于生态承载（新车间微生物需3年培养成熟，基酒使用有比例限制）与工匠培养（优秀酒师需10年培育），二者是产能投放的基本原则；行业调整期，茅台会在保障基酒质量前提下多投料生产、多存基酒，提升存销比，以基酒储备熨平行业周期波动。贵州茅台“十五五”规划制定遵循积极、科学、理性原则，目标合理。积极即奋发有为、全力以赴创造价值；科学即尊重经济规律与行业特点，结合茅台实际；理性即不唯指标，服从企业健康发展。主业方面，茅台酒巩固核心产品优势，系列酒强化渠道生态与竞争力；创新方面，推动数字化、绿色化转型。规划强调以消费者需求为导向，通过产品创新、场景拓展应对消费趋势变化。我们认为白酒行业仍处于调整周期，但贵州茅台投资价值突出，是优质配置标的。其品牌与品质壁垒深厚，产能稀缺性有生态、工匠双保障；营销转型带动动销复苏，数字化、绿色化转型，增强长期动能。虽短期批价有波动，但公司积极维护市场价格，着眼长期发展。短期关注批价变化以及春节动销情况，长期看其抗周期能力与可持续价值创造能力显著，适合投资者长期配置。

## 2、市场表现：食品饮料跑输大盘

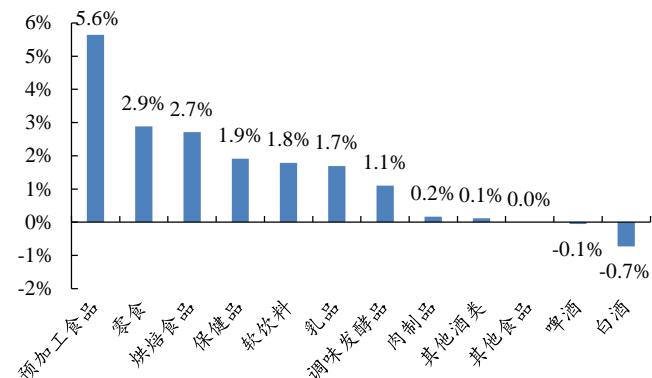
11月24日-11月28日，食品饮料指数涨幅为0.1%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约1.6pct，子行业中预加工食品(+5.6%)、零食(+2.9%)、烘焙食品(+2.7%)表现相对领先。个股方面，海欣食品、佳隆股份、燕塘乳业涨幅领先；南侨食品、华统股份、百润股份跌幅居前。

图1：食品饮料涨幅 0.1%，排名 25/28



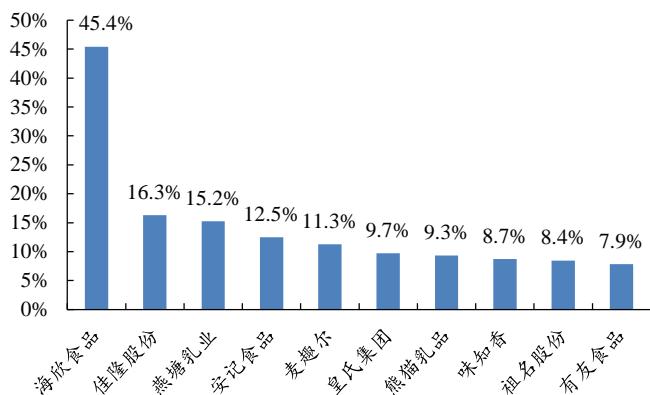
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：预加工食品、零食、烘焙食品表现相对领先



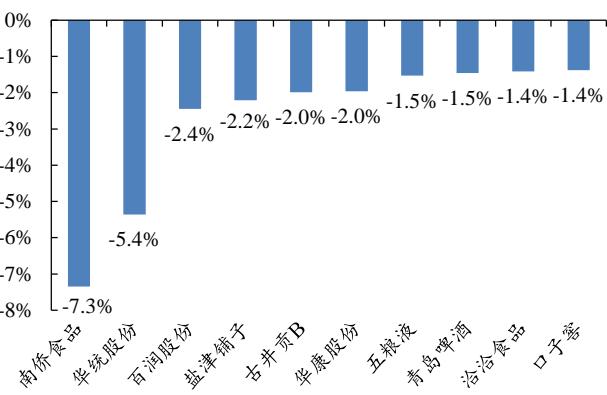
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：海欣食品、佳隆股份、燕塘乳业涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：南侨食品、华统股份、百润股份跌幅居前

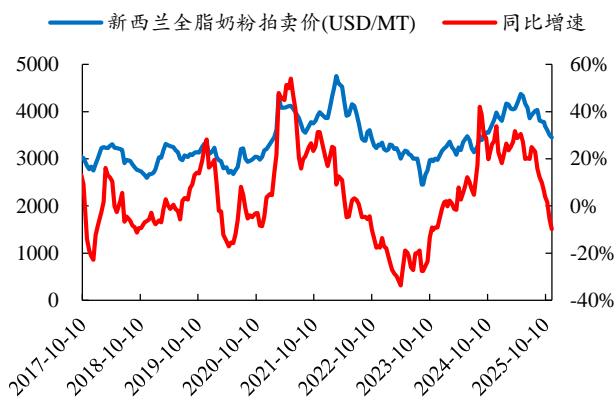


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、上游数据：部分上游原料价格回落

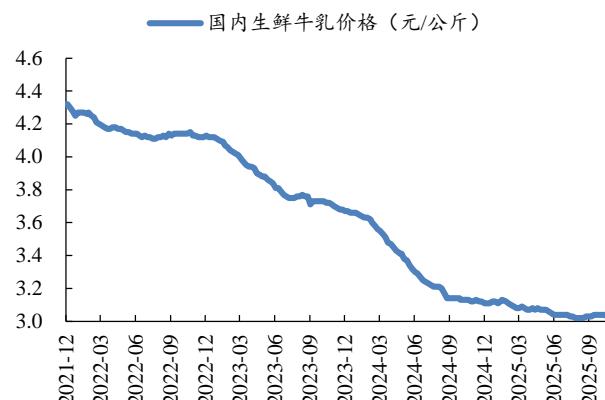
11月18日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价3452美元/吨，环比-1.5%，同比-9.8%，奶价同比下降。11月20日，国内生鲜乳价格3.03元/公斤，环比持平，同比-3.2%。中短期看国内奶价仍处于回落趋势中。

图5：2025年11月18日全脂奶粉中标价同比-9.8%



数据来源：GDT、开源证券研究所

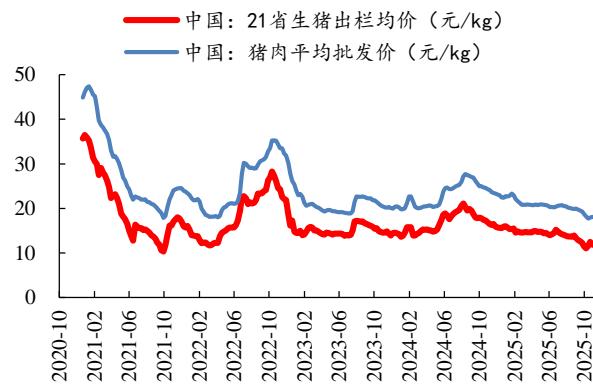
图6：2025年11月20日生鲜乳价格同比-3.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

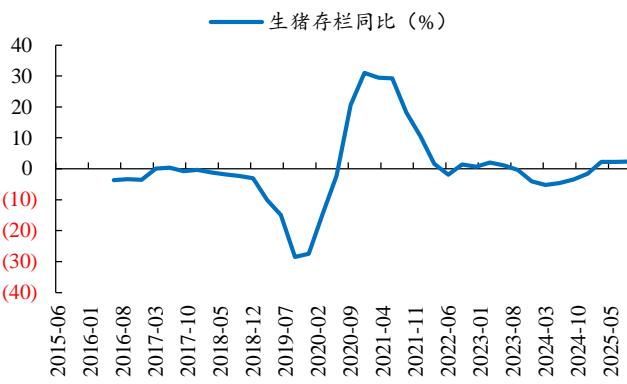
11月29日，生猪出栏价格11.3元/公斤，同比-31.3%，环比-1.9%；猪肉价格17.9元/公斤，同比-23.7%，环比-0.3%。2025年10月，能繁母猪存栏3990.0万头，同比-2.1%，环比-1.1%。2025年9月生猪存栏同比+2.3%。2025年11月22日，白条鸡价格17.6元/公斤，同比-1.9%，环比-1.4%。

图7：2025年11月29日猪肉价格同比-23.7%



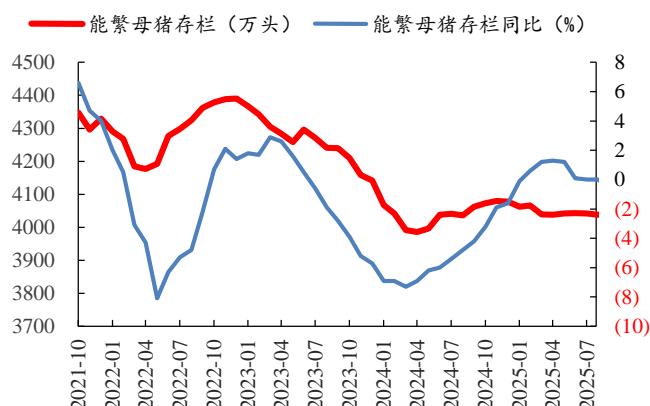
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025年9月生猪存栏数量同比+2.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025年10月能繁母猪数量同比2.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

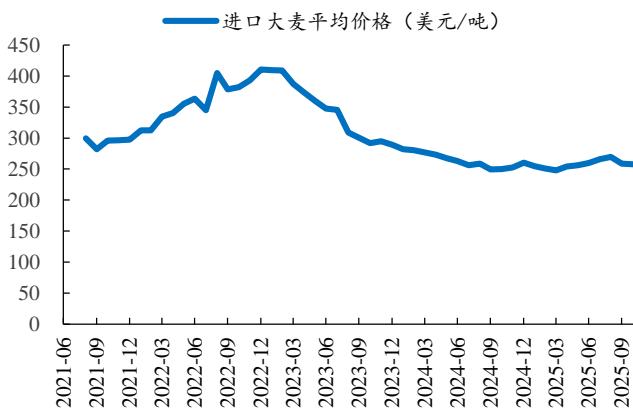
图10：2025年11月22日白条鸡价格同比-1.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

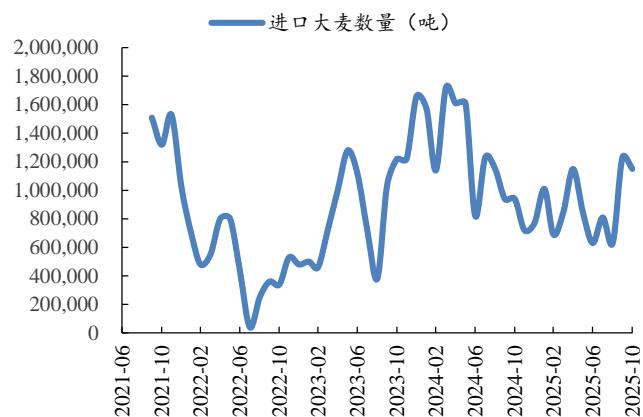
2025年10月，进口大麦价格257.9美元/吨，同比+3.2%。2025年10月进口大麦数量115.0万吨，同比+22.3%，进口大麦数量和平均价格有所上升。

图11：2025年10月进口大麦价格同比+3.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2025年10月进口大麦数量同比+22.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

11月28日，大豆现货价4014.7元/吨，同比+0.2%。11月20日，豆粕平均价格3.3元/公斤，同比-1.8%。

图13：2025年11月28日大豆现货价同比+0.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025年11月20日豆粕平均价同比-1.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

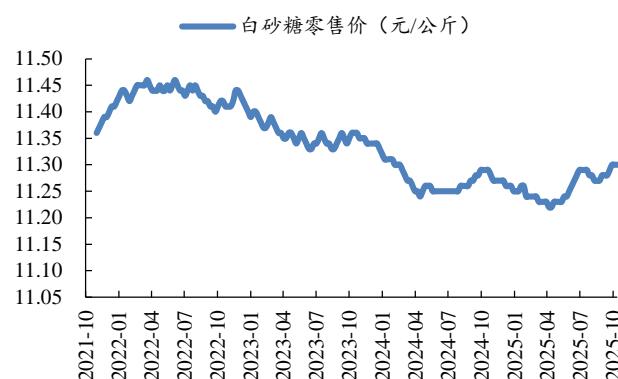
11月28日，柳糖价格5615.0元/吨，同比-8.4%；11月21日，白砂糖零售价格11.3元/公斤，同比+0.2%。

图15：2025年11月28日柳糖价格同比-8.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2025年11月21日白砂糖零售价同比+0.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、酒业数据新闻：五粮液丙午马年生肖酒开启预售

据吕梁统计消息，1-10月全市规上工业增加值同比增长3.2%，增速较前三季度加快0.1个百分点。从主要产品看，全市规上工业主要产品产量中，白酒25.9万千升，增长2.6%。1-10月全市限额以上社会消费品零售额103.6亿元，同比增长6.8%，增速较前三季度回落2.4个百分点，其中，烟酒类下降0.8%；1-10月全市居民消费价格下降0.5%，降幅较前三季度扩大0.1个百分点，其中，食品烟酒类下降1.8%（来源于酒业家）。

11月25日10:00，单瓶礼盒装五粮液丙午马年生肖酒(500ml)在京东超市开启预售，售价为2999元/瓶（来源于微酒）。

据泸州白酒价格指数办公室消息，全国白酒价格调查资料显示，11月中旬全国白酒环比价格总指数为100.03，上涨0.03%。从分类指数看，名酒环比价格指数为100.02，上涨0.02%；地方酒环比价格指数为100.08，上涨0.08%；基酒环比价格指数为100.00，保持稳定。从定基价格指数看，11月中旬全国白酒商品批发价格定基总指数为107.41，上涨7.41%（来源于酒说）。

#### 5、备忘录：关注12月1日万辰集团召开股东大会

下周（12月1日-12月7日）将有9家公司召开股东大会。

表1：最近重大事件备忘录：关注12月1日万辰集团召开股东大会

日期	公司	股东会	限售解禁
2025/12/1	皇台酒业	甘肃省武威市 (14:30)	
2025/12/1	万辰集团	福建省漳州市 (14:30)	
2025/12/1	南侨食品	上海市金山区 (14:00)	
2025/12/2	张裕A	山东省烟台市 (14:00)	
2025/12/2	洽洽食品	安徽省合肥市 (14:00)	
2025/12/2	会稽山	浙江省绍兴市 (14:00)	
2025/12/3	光明肉业	上海市杨浦区 (13:00)	
2025/12/4	重庆啤酒	广东省广州市 (16:00)	
2025/12/5	熊猫乳品	浙江省温州市 (15:00)	

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 11 月 23 日发布的行业周报

报告类型	报告名称	时间
行业周报	白酒底部布局，兼顾成长型标的	11月9日
投资策略	底部布局，柳暗花明	11月13日
行业周报	消费板块共振上涨，消费行业结构性回暖	11月16日
行业点评	10月社零增速延续回落，部分消费结构性回暖	11月17日
行业周报	乳制品供需拐点可期，三大机会驱动行业成长	11月23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	1450.5	73.02	77.75	82.18	19.9	18.7	17.7
五粮液	买入	117.9	8.46	8.99	9.62	13.9	13.1	12.3
泸州老窖	买入	135.9	9.47	9.84	10.35	14.3	13.8	13.1
山西汾酒	买入	194.3	11.03	12.03	13.04	17.6	16.2	14.9
口子窖	增持	30.6	1.64	1.84	2.02	18.7	16.7	15.2
古井贡酒	增持	166.3	11.14	12.49	13.97	14.9	13.3	11.9
金徽酒	增持	20.7	0.75	0.82	0.89	27.5	25.2	23.2
伊利股份	买入	29.4	1.71	1.84	1.96	17.2	16.0	15.0
新乳业	增持	17.4	0.83	0.99	1.09	20.9	17.5	15.9
双汇发展	增持	27.0	1.51	1.59	1.68	17.8	17.0	16.1
中炬高新	增持	17.7	0.90	1.03	1.13	19.6	17.1	15.6
涪陵榨菜	增持	13.0	0.72	0.78	0.84	18.1	16.7	15.5
海天味业	买入	37.0	1.20	1.35	1.49	30.8	27.4	24.8
西麦食品	增持	25.8	0.77	0.99	1.18	33.5	26.1	21.9
嘉必优	买入	23.0	1.05	1.25	1.50	21.9	18.4	15.3
绝味食品	增持	13.4	1.04	1.11	1.19	12.8	12.0	11.2
煌上煌	增持	12.2	0.14	0.19	0.22	86.9	64.0	55.3
广州酒家	增持	17.5	0.90	0.95	1.00	19.4	18.4	17.5
甘源食品	买入	60.1	2.55	3.19	3.91	23.6	18.8	15.4
劲仔食品	增持	11.7	0.55	0.68	0.80	21.2	17.1	14.6
天味食品	增持	12.9	0.65	0.73	0.82	19.8	17.7	15.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 11 月 28 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