



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业点评
证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）
liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬（执业 S1130524040003）
yetao@gjzq.com.cn

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

春节反馈总结：白酒动销符合预期，餐饮链超预期改善

投资逻辑

白酒板块：春节动销符合预期，飞天茅台量价均占优。

基于节后渠道调研反馈，春节白酒动销整体符合节前市场预期，预计全渠道动销量同比下滑约 10%-15%。其中，略超预期的反馈在于：1. 节前&节内飞天茅台批价表现相对不错、未有显性回落，当前原箱批价仍在 1700 元以上；2. 部分区域节内大众价位产品有零星终端补货行为，当然这也与近年来终端小批量、高频次进货习惯相关，目的是规避资金占用和存货跌价风险，但仍反映一定的动销韧性。

分消费场景拆解来看：今年春节行业动销仍有所回落主要系泛政商务需求疲软所致，其背后反映消费场景修复仍存在缺口，且商务招待支出意愿趋于审慎；相较之下，泛大众消费需求表现相对稳健，亲朋聚饮、节日礼赠及小规模宴会等场景需求有所增长，此特征与 2014 年春节具有相似性——彼时大众消费已初现承接政务消费缺口的迹象。

因此，消费场景反馈分化也与分价位动销反馈差异相对应：今年春节行业两端价位反馈明显优于中间档。其中：以飞天茅台为代表的超高端价位白酒需求呈现显著改善，核心驱动因素包括财富效应、产品价格性价比优势凸显刺激居民需求，以及节前价格触底回升后诱发社会面加库存/库存回补；另一方面，100~200 元大众价位反馈亦可圈可点，主要受益于前述泛大众需求的韧性支撑。

我们认为行业景气度最承压阶段已经过去、外部因素对消费场景的约束将持续趋缓。春节飞天茅台超预期的动销表现进一步维稳了渠道对行业景气度的预期、修复了渠道库存容忍阈值，间接舒缓了行业秩序压力，酒企亦从供给端发力抓动销、去库存。低预期下看好白酒板块的配置价值、胜率可观，短期虽步入淡季，但仍可期待自上而下配置风格催化&节后低基数下动销、价盘向好催化。

大众品板块：餐饮链超预期改善，零食维持高景气。

春节假期延长+政策持续发力，刺激餐饮出行等数据向好，带动大众品需求增长。此次春节较迟以及增加 2 天假期，从预热阶段可见热度较高。同时政策端持续发力“乐购新春”消费补贴、以旧换新置换补贴，刺激居民外出消费。从大众品表现来看，春节期间预计显著改善的为餐饮链（调味品、速冻等）板块，春节聚餐、外出旅行等场景均显著拉动需求增长，节前经销商备货仍较为谨慎，库存处于合理水平，2 月末-3 月有望在高动销背景下开启补库存行情，叠加去年 Q1 基数偏低，此前板块需求受各项外部因素扰动承压，26 年有望逐步触底改善。

同时零食板块依旧维持高景气度，节后预计开启补库存动作。节前零食销售如火如荼，1 月出货同比表现亮眼，春节期间礼盒装产品动销表现更优，其中零食量贩渠道大幅上新礼包、礼盒产品占比，且该渠道仍在快速开店扩张阶段。基于零食销售春节占比偏高，我们仍看好板块后续通过渠道扩张、新品推广实现业绩高增。

除此之外，乳品饮料类礼盒产品亦表现较好，但结构分化较为显著，主要体现在功能化、健康化饮品动销旺盛，且龙头具备显著阿尔法，东鹏、农夫等产品出货较快，新品贡献较为显著。相比之下，乳制品仍在温和复苏途中，由于近年来礼品供给愈发丰富，且常温奶价盘下滑较为明显，送礼需求略有减少。但后续预计随着供给端出清，价盘逐步企稳修复，叠加大众健康意识持续提升，乳制品有望迎来结构升级（功能奶、低温奶）等机会。

投资建议：考虑到春节期间餐饮、零食需求表现较好，有望拉动节后补库存动作，多数个股一季报有望实现触底改善。结合业绩确定性和弹性，持续推荐餐饮链细分赛道龙头，海天味业、颐海国际、安琪酵母；及零食礼盒、魔芋龙头，洽洽食品、卫龙美味。建议关注东鹏饮料、农夫山泉后续新品推广节奏，以及短期回调机会。

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。



春节反馈总结：白酒动销符合预期，餐饮链超预期改善

一、白酒板块：春节动销符合预期，飞天茅台量价均占优

基于节后渠道调研反馈，春节白酒动销整体符合节前市场预期，预计全渠道动销量同比下滑约 10%-15%。其中，略超预期的反馈在于：1. 节前&节内飞天茅台批价表现相对不错、未有显性回落，当前原箱批价仍在 1700 元以上；2. 部分区域节内大众价位产品有零星终端补货行为，当然这也与近年来终端小批量、高频次进货习惯相关，目的是规避资金占用和存货跌价风险，但仍反映一定的动销韧性。

分消费场景拆解来看：今年春节行业动销仍有所回落主要系泛政商务需求疲软所致，其背后反映消费场景修复仍存在缺口，且商务招待支出意愿趋于审慎；相较之下，泛大众消费需求表现相对稳健，亲朋聚饮、节日礼赠及小规模宴会等场景需求有所增长，此特征与 2014 年春节具有相似性——彼时大众消费已初现承接政务消费缺口的迹象。此外，婚宴等宴席需求呈现显著区域分化，主要体现于宴席举办场次差异，而单席桌数及桌均饮酒量反馈在各区域间相对一致、较往年仍有所回落。

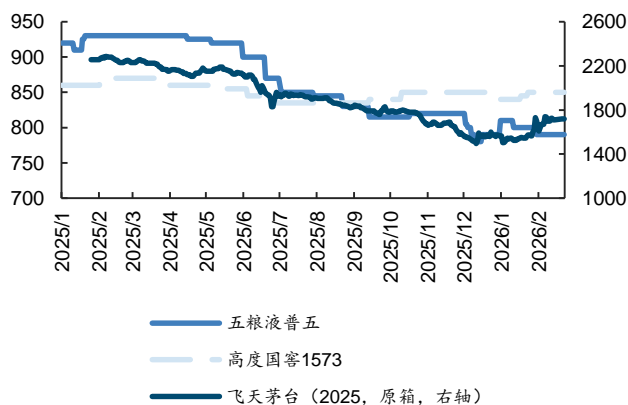
因此，消费场景反馈分化也与分价位动销反馈差异相对应：今年春节行业两端价位反馈明显优于中间档。其中：以飞天茅台为代表的超高端价位白酒需求呈现显著改善，核心驱动因素包括财富效应、产品价格性价比优势凸显刺激居民需求，以及节前价格触底回升后诱发社会面加库存/库存回补；另一方面，100~200 元大众价位反馈亦可圈可点，主要受益于前述泛大众需求的韧性支撑。

其次，600 元高线次高端及 800 元高端价位区域反馈分化显著，我们判断属于部分区域的结构景气而非行业性改善。此外，当前相对承压最显著的仍为入门级次高端价位（300~400 元），主要源于泛政商务需求疲软、消费场景修复仍有缺口，部分区域叠加消费降级影响，预计该价位动销下滑幅度达 20% 以上。

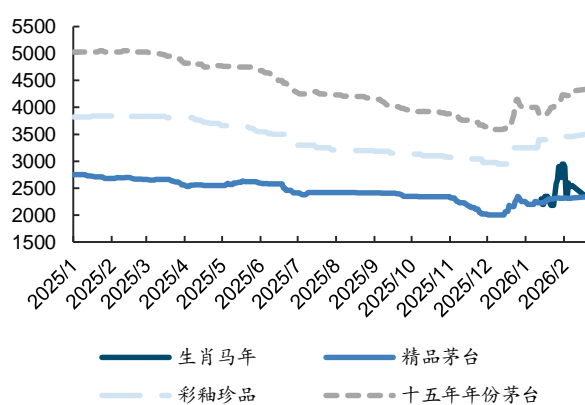
从品牌维度来看亦分化较强，我们认为差异性主要源于：价格带 β 、所处价位带竞争格局、产品性价比认知。具体而言：

- 1) 第一层级：动销 > 行业 β 。飞天茅台动销反馈独档占优，预计同比增幅达双位数以上，主要来源于财富效应+价盘回落后激发边际需求+前期批价及其预期触底回升后激发社会面加库存/补库行为。
- 2) 第二层级：动销 > 细分赛道 β 。非标茅台、茅台 1935、普五、低度国窖、大众价位头部品牌等产品我们归位第二档，该层级产品动销反馈优于所处价位 β ，例如普五受益于价格性价比认知提升、市场份额有所扩张；五粮春、红花郎等产品受益于大众价位 β 不错且品牌认知突出。
- 3) 第三层级：动销 \approx 细分赛道 β 。其余名优白酒品牌普遍反馈与所处细分赛道 β 相似，行业集中度提升趋势仍在持续兑现。

图表1：2025 年至今高端酒批价走势（元/瓶）



图表2：2025 年至今非标茅台批价走势（元/瓶）



来源：I find，国金证券研究所（注：数据更新至 26 年 2 月 23 日）

来源：茅粉鲁智深，国金证券研究所（注：数据截至 26 年 2 月 23 日）



整体而言，春节白酒动销反馈印证了我们对于行业景气度“下行趋缓”的判断、行业动销下滑幅度环比收窄，我们认为行业景气度最承压阶段已经过去、外部因素对消费场景的约束将持续趋缓。此外，春节飞天茅台超预期的动销表现进一步维稳了渠道对行业景气度的预期、修复了渠道库存容忍阈值，间接舒缓了行业秩序压力，酒企亦从供给端发力抓动销、去库存。

我们认为当前行业价盘已基本触底，伴随后续基数回落&消费场景修复、行业动销量亦能逐步触底，本身市场对白酒产业景气度预期已处于相对低位。低预期下看好白酒板块的配置价值、胜率可观，短期虽步入淡季，但仍可期待自上而下配置风格催化&节后低基数下动销、价盘向好催化。中期维度伴随“反内卷”政策持续落地、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。

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）。

二、大众品板块：餐饮链超预期改善，零食维持高景气

春节假期延长+政策持续发力，刺激餐饮出行等数据向好，带动大众品需求增长。此次春节较迟以及增加 2 天假期，从预热阶段可见热度较高。同时政策端持续发力“乐购新春”消费补贴、以旧换新置换补贴，刺激居民外出消费。据商务部数据，春节假期前四天主要零售和餐饮企业平均日销售额比去年同期增长 8.6%；假期前四天，海南岛免税销售额同比增长 15.8%。美团数据显示，全国春节期间年夜饭预订订单同比增长 105%。2) 交通出行方面。飞猪数据显示，假期前三天出行或入住的旅游服务预订量同比大幅增长，其中酒店间夜量同比增长超 80%，门票张数同比增长 54%。

从大众品表现来看，春节期间预计显著改善的为餐饮链（调味品、速冻等）板块，春节聚餐、外出旅行等场景均显著拉动需求增长，节前经销商备货仍较为谨慎，库存处于合理水平，2 月末-3 月有望在高动销背景下开启补库存行情，叠加去年 Q1 基数偏低，此前板块需求受各项外部因素扰动承压，26 年有望逐步触底改善。

同时零食板块依旧维持高景气度，节后预计开启补库存动作。节前零食销售如火如荼，1 月出货同比表现亮眼，春节期间礼盒装产品动销表现更优，其中零食量贩渠道大幅上新礼包、礼盒产品占比，且该渠道仍在快速开店扩张阶段。基于零食销售春节占比偏高，我们仍看好板块后续通过渠道扩张、新品推广实现业绩高增。

除此之外，乳品饮料类礼盒产品亦表现较好，但结构分化较为显著，主要体现在功能化、健康化饮品动销旺盛，且龙头具备显著阿尔法，东鹏、农夫等产品出货较快，新品贡献较为显著（如东鹏礼盒装小金瓶、大包装无糖茶等）。相比之下，乳制品仍在温和复苏途中，由于近年来礼品供给愈发丰富，且常温奶价盘下滑较为明显，送礼需求略有减少。但后续预计随着供给端出清，价盘逐步企稳修复，叠加大众健康意识持续提升，乳制品有望迎来结构升级（功能奶、低温奶）等机会。

投资建议：考虑到春节期间餐饮、零食需求表现较好，有望拉动节后补库存动作，多数个股一季报有望实现触底改善。结合业绩确定性和弹性，持续推荐餐饮链细分赛道龙头，海天味业、颐海国际、安琪酵母；及零食礼盒、魔芋龙头，洽洽食品、卫龙美味。建议关注东鹏饮料、农夫山泉后续新品推广节奏，以及短期回调机会。

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。

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**