



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）

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）

chenyyujun@gjzq.com.cn

行业景气趋势延续，推荐禀赋龙头底部配置

投资逻辑

白酒：白酒双节旺季收官，整体双节动销预计同比下滑近双位数，主要系相对疲软的消费氛围背景下无论居民端还是企业端均有减少泛社交、招待活动开展。此外，商务招待、礼赠等需求集中于中秋节前后释放，而国庆期内的宴席、聚饮用酒氛围较节前市场预期仍有所不及，意味着居民端消费情绪虽有相对韧性、但用酒氛围仍受外部环境的影响。我们认为白酒行业无论动销、价盘亦或是表现压力均自至深点逐步向好过渡，我们看好板块基本面环比持续改善态势。当前市场交易风格持续再均衡，同时市场风偏波动时红利资产吸引力相对提升，此外叠加顺周期 β 下估值修复期权。个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。

啤酒：当前已处于行业旺季，但由于餐饮弱复苏的现状&多地多雨天气影响，旺季景气度兑现度相对较低。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。

黄酒：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，头部品牌全国化进度逐步加速，借力渠道杠杆进行区域与品类外拓；中期产业趋势变化，以及新品年轻化培育等值得关注。

调味品：餐饮需求仍疲软，居民需求相对稳健，行业仍处于底部企稳阶段。中秋国庆期间餐饮需求反馈平淡，结构上呈现出价格带下沉、份额向头部集中等特点。受益于双节备货，部分以 B 端为主的企业 9 月出货增速加快。从居民端来看，当前需求呈现复合化、健康化、多元化态势，因此中式复调等品类仍持续渗透具备增长空间；传统大单品如酱油、醋、料酒等应多关注龙头份额提升逻辑。当前我们持续推荐竞争格局清晰、具备价格传导能力的海天味业；及出海扩张先锋&酵母蛋白引领收入扩张的安琪酵母，建议关注高股息天味食品、颐海国际。

休闲零食：零食量贩保持高速扩张态势，但传统渠道大盘受挤压持续收缩，电商等平台内卷加剧难以盈利，板块整体略有承压。零食量贩两强 Q3 延续较快的开店趋势，但近期股价调整较为显著，主要系市场担心开店速度加快导致接近天花板，及同店基数提升背景下增长承压。我们认为零食量贩目前具备相对比较优势，仍是加盟商考虑的第一梯队选择，当前尽管投资回收期有所拉长，但基本仍可在 2-3 之内回本，且企业报表加速&行业景气度高预计吸引大量前期观望加盟商入场，结合当前华北、西部门店密度仍偏低，26 年仍具备开店空间，对应收入表现仍有增长。对应利润率端，仍有望通过供应链议价、规模效应、数字化提效等手段实现提升；另外如新店型探索、少数股权收回等催化亦有望贡献 EPS。当前关注鸣鸣很忙、万辰集团超跌机会。同时建议关注积极拥抱各类新渠道，并加快健康化新品开发的盐津铺子、卫龙美味。

软饮料：旺季逐步收尾，PET 随行就市采购成本抬升，行业整体持续承压。饮料行业受天气扰动，7-8 月动销进一步较 Q2 放缓，但 9 月天气逐步转好，结合低库存+双节备货等因素，呈现小幅修复态势。展望后续，进入 Q4 多数企业或将迎来新财年，需合理控制或优化库存；同时气温降低逐步进入淡季，需求端预计仍有承压。成本端，低价 PET 库存在 H1 基本消化完毕，采购成本随行就市上涨，预计饮料企业利润率压力持续增长。当前核心推荐具备供应链、产品矩阵、渠道优势的农夫山泉，关注东鹏饮料分红价值、百润股份低度酒新叙事机会。

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。



内容目录

一、周专题：行业景气趋势延续，推荐禀赋龙头底部配置.....	3
二、行情回顾.....	4
三、食品饮料行业数据更新.....	6
四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总.....	7
风险提示.....	7

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	5
图表 4：申万食品饮料指数行情	5
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：行业景气趋势延续，推荐禀赋龙头底部配置

● 酒类板块

白酒双节旺季收官，整体双节动销预计同比下滑近双位数，主要系相对疲软的消费氛围背景下无论居民端还是企业端均有减少泛社交、招待活动开展。此外，商务招待、礼赠等需求集中于中秋节前后释放，而国庆期内的宴席、聚饮用酒氛围较节前市场预期仍有所不及，意味着居民端消费情绪虽有相对韧性、但用酒氛围仍受外部环境影响。

因此，我们维持白酒行业景气度“下行趋缓”阶段判断。从旺季视角来看，中秋&国庆行业动销跌幅相较于春节时有所收窄，是否步入筑底阶段仍需后续旺季检验。此外，对于双节动销跌幅，我们预计实际泛行业层面表现会略好于前述近双位数同比跌幅，主要系当前消费端购酒渠道日趋多元，尤其是电商&酒商自媒体等线上渠道，传统流通渠道出货持续被分流。

相较于动销端，行业核心单品价盘表现持续企稳，尤其是次高端&大众价位，这意味着流通渠道库存压力极深阶段已经过去。价盘企稳利于渠道及终端提升库存容忍度，但目前尤其针对终端其接货、补货意愿仍较低，这主要源于其对动销氛围改善预期仍较低。我们认为行业去库已步入尾声，对应酒企表现营收将向动销端收敛。

换言之，白酒 EPS 已经度过出清斜率最陡峭阶段，板块红利属性有望进一步强化。目前市场对白酒基本面预期仍相对谨慎，短期市场风偏持续波动、市场风格高频轮动，我们认为具备 α 禀赋的白酒酒企在当前具备不错的交易容错率，叠加顺周期 β 下估值修复期权。

当前估值锚贵州茅台 $PE < 20X$ ，其余头部酒企约 $15X$ ，市场已定价当前行业景气度态势以及相对谨慎的恢复预期，中期维度 EPS、行业盈利能力修复赋予收益来源。个股层面，我们建议从中长期视角来进行酒企 $EPS \times PE$ 定价，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。

具体配置方向建议：1) 着重推荐品牌力突出、护城河深厚的高端酒（如贵州茅台、五粮液），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（如金徽酒、今世缘、迎驾贡酒）。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖），有新产品、新渠道、新范式催化的弹性酒企。

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，内部细分赛道伴随消费端多元化趋势呈现结构景气态势。当前步入旺季后期，今年旺季窗口由于餐饮弱复苏的现状&多地多雨天气影响，整体景气度兑现度相对较低、行业销量仍持续有小幅回落。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，市场亦对酒企后续成本端/利润端担忧已有定价；考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。

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。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，头部品牌全国化进度逐步加速，借力渠道杠杆进行区域与品类外拓；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

调味品：餐饮需求仍疲软，居民需求相对稳健，行业仍处于底部企稳阶段。中秋国庆期间餐饮需求反馈平淡，结构上呈现出价格带下沉、份额向头部集中等特点。受益于双节备货，部分以 B 端为主的企业 9 月出货增速加快。从居民端来看，当前需求呈现复合化、健康化、多元化态势，因此中式复调等品类仍持续渗透具备增长空间；传统大单品如酱油、醋、料酒等应多关注龙头份额提升逻辑。当前我们持续推荐竞争格局清晰、具备价格传导能力的海天味业；及出海扩张先锋&酵母蛋白引领收入扩张的安琪酵母，建议关注高股息天味食品、颐海国际。

休闲零食：零食量贩保持高速扩张态势，但传统渠道大盘受挤压持续收缩，电商等平台内卷加剧难以盈利，板块整体略有承压。零食量贩两强 Q3 延续较快的开店趋势，但近期股价调整较为显著，主要系市场担心开店速度加快导致接近天花板，及同店基数提升背景下增长承压。

我们认为零食量贩目前具备相对比较优势，仍是加盟商考虑的第一梯队选择，当前尽管投资回报期有所拉长，但基本仍可在 2-3 之内回本，且企业报表加速&行业景气度高预计吸



引大量前期观望加盟商入场，结合当前华北、西部门店密度仍偏低，26 年仍具备开店空间，对应收入表现仍有增长。对应利润率端，仍有望通过供应链议价、规模效应、数字化提效等手段实现提升；另外如新店型探索、少数股权收回等催化亦有望贡献 EPS。当前关注鸣鸣很忙、万辰集团超跌机会（当前 26 年 PE 已回落至 12-14x，27 年 PE 仅约 10x）。同时建议关注积极拥抱各类新渠道，并加快健康化新品开发的盐津铺子、卫龙美味。

软饮料：旺季逐步收尾，PET 随行就市采购成本抬升，行业整体持续承压。饮料行业受天气扰动，7-8 月动销进一步较 Q2 放缓，但 9 月天气逐步转好，结合低库存+双节备货等因素，呈现小幅修复态势。展望后续，进入 Q4 多数企业或将迎来新财年，需合理控制或优化库存；同时气温降低逐步进入淡季，需求端预计仍有承压。成本端，低价 PET 库存在 H1 基本消化完毕，采购成本随行就市上涨，预计饮料企业利润率压力持续增长。当前核心推荐具备供应链、产品矩阵、渠道优势的农夫山泉，关注东鹏饮料分红价值（分红率 80%，A 股股息率超 5%）、百润股份低度酒新叙事机会。

二、行情回顾

本周（10.8~10.9）食品饮料（申万）指数收于 13705 点（+0.64%），沪深 300 指数收于 4317 点（-0.93%），上证综指收于 3814 点（-0.74%），深证综指收于 2370 点（-1.45%），创业板指收于 3043 点（-2.93%）。

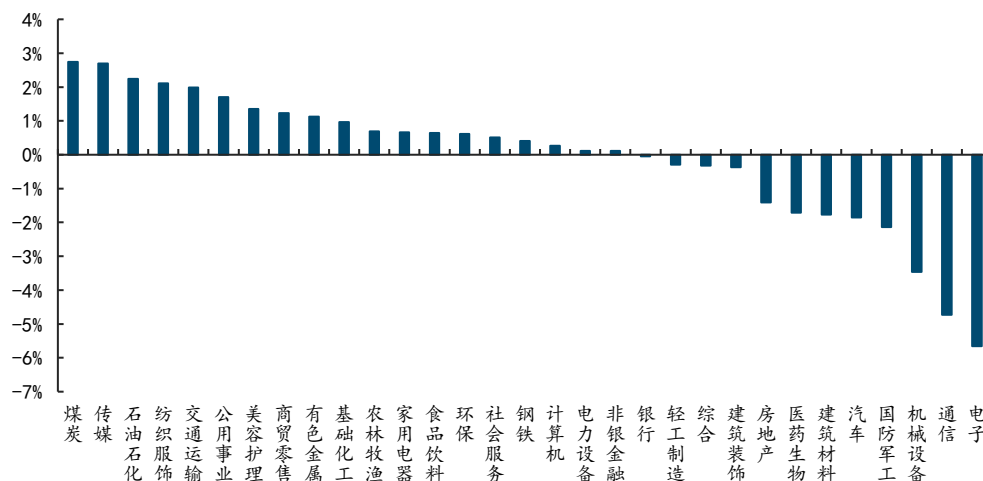
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
食品饮料	13705	0.64%	-15.49%
沪深 300	4317	-0.93%	-6.75%
上证指数	3814	-0.74%	-3.91%
深证综指	2370	-1.45%	-6.38%
创业板指	3043	-2.93%	-4.99%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为煤炭（+2.74%）、传媒（+2.70%）、石油石化（+2.25%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

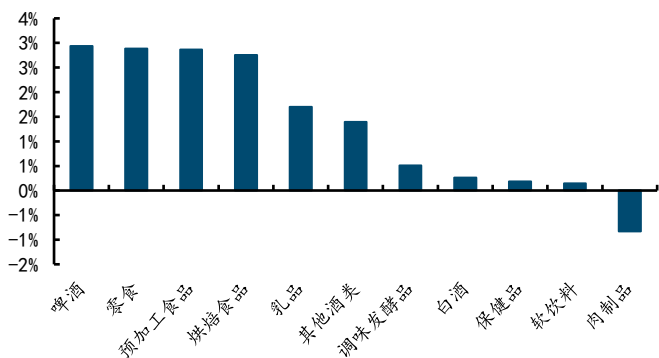


来源：Ifind，国金证券研究所

从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为啤酒（+2.93%）、零食（+2.89%）、预加工食品（+2.87%）。



图表3：周度食品饮料子板块涨跌幅



图表4：申万食品饮料指数行情



来源：Ifind，国金证券研究所

来源：Ifind，国金证券研究所

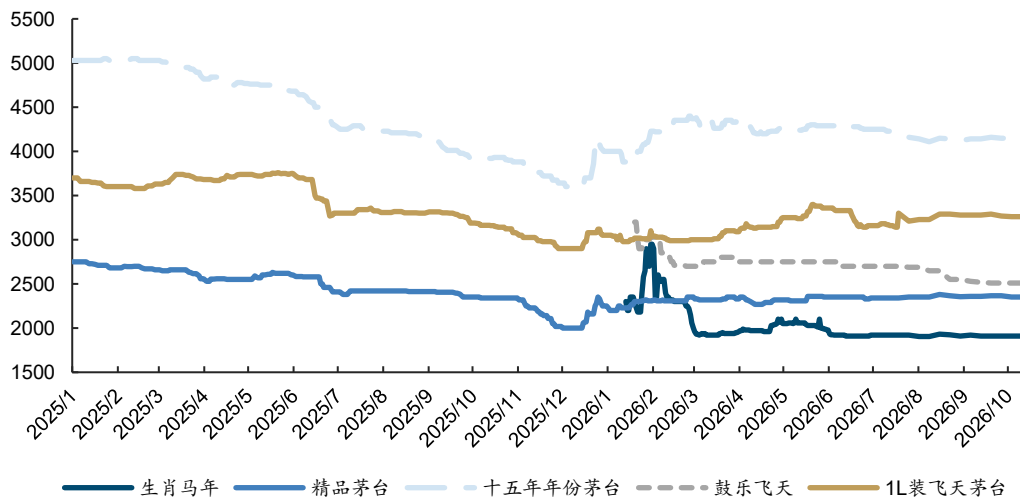
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：海欣食品（+14.50%）、张裕 A（+13.67%）、惠泉啤酒（+12.86%）等。涨跌幅靠后的为：均瑶健康（-6.50%）、莲花控股（-6.11%）、古越龙山（-4.97%）等。

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 (%)
海欣食品	14.50	均瑶健康	-6.50
张裕 A	13.67	莲花控股	-6.11
惠泉啤酒	12.86	古越龙山	-4.97
妙可蓝多	9.43	金字火腿	-4.54
一鸣食品	8.40	*ST 尼雅	-4.27
会稽山	7.99	ST 加加	-2.95
安记食品	7.89	华统股份	-2.93
威龙股份	6.32	养元饮品	-2.91
欢乐家	5.90	ST 龙大	-2.70
香飘飘	5.67	金枫酒业	-2.28

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：茅粉鲁智深，国金证券研究所（注：数据截至26年10月10日）



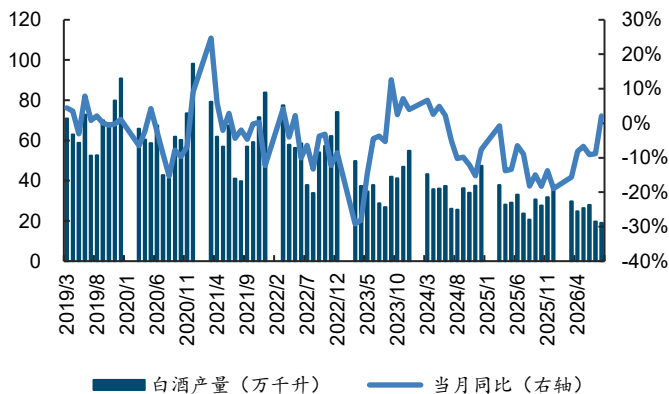
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

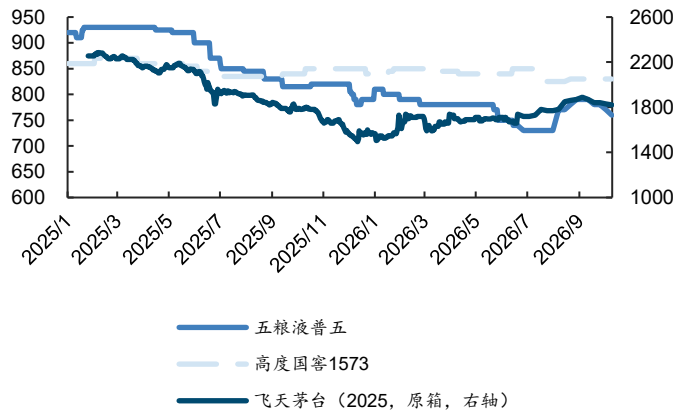
2026 年 8 月，规模以上白酒产量为 19 万千升，同比+2.1%。

2026 年 10 月 10 日，飞天茅台（2025，原箱）批价 1820 元（环周-10 元），普五批价 760 元（环周-10 元），高度国窖 1573 批价 830 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 26 年 8 月）

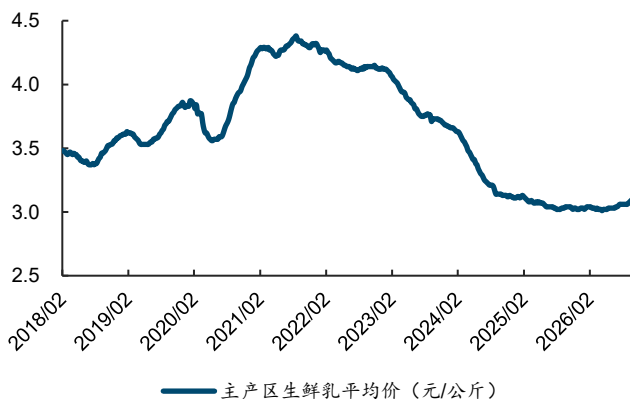
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 26 年 10 月 10 日）

■ 乳制品板块

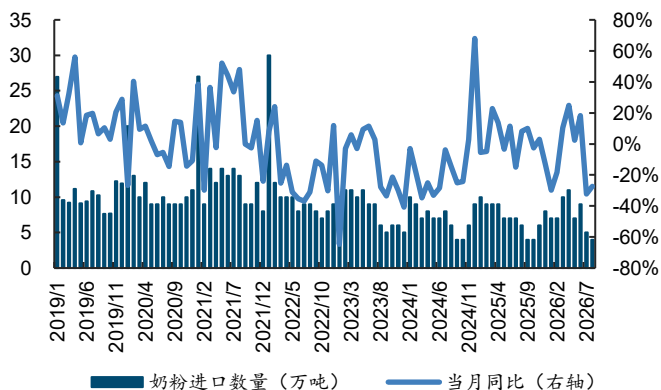
2026 年 10 月 2 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.10 元/公斤，同比+2.0%，环比+0.3%。

2026 年 1~8 月，我国累计进口奶粉 59 万吨，累计同比-6.2%；累计进口金额为 47.3 亿美元，累计同比-4.7%。其中，单 8 月进口奶粉 4 万吨，同比-27.3%；进口金额 5.1 亿元，同比-18.5%。

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 26 年 10 月 2 日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 26 年 8 月）

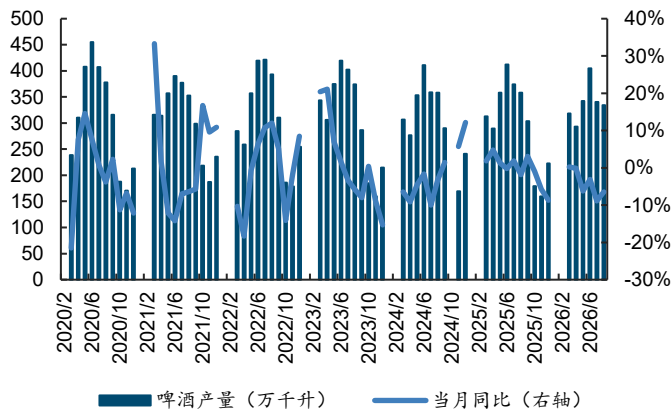
■ 啤酒板块

2026 年 1~8 月，我国累计啤酒产量为 2612.8 万千升，同比-2.1%。其中，单 8 月啤酒产量为 334.2 万千升，同比-6.5%。

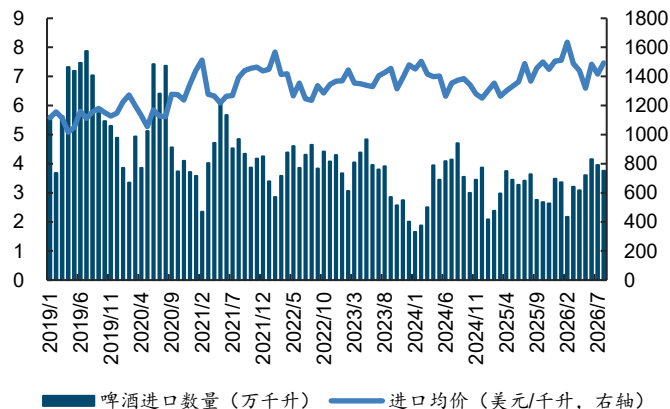
2026 年 1~8 月，我国累计进口啤酒数量为 27.3 万千升，同比+9.5%；进口金额 4.0 亿美元，同比+18.6%。其中，单 8 月进口数量 3.8 万千升，同比+3.7%；进口金额 0.6 亿美元，同比+13.0%。



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26年8月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至26年8月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

10月8日，NBA中国与泸州老窖销售有限公司共同宣布双方达成多年市场合作，泸州老窖正式成为NBA中国官方市场合作伙伴。据悉，即日起至10月11日，泸州老窖将在位于澳门威尼斯人展馆A及B馆的NBA House，通过产品展示、鸡尾酒体验，以及融入火箭队和独行侠队球队元素的泸州老窖白酒产品发布，展示国窖1573、泸州老窖高光。同时，泸州老窖高光还将担任10月10日在威尼斯人综艺馆举行的NBA球迷日“投篮之星”挑战赛的合作伙伴。（微酒）

据贵州改革消息，仁怀市披露白酒行业知识产权保护进展，今年上半年累计检查6747家白酒生产销售企业、包材经营户等，办理侵权假冒行政处罚案件41件，罚没款24.48万元；监测处置违规网络账号369个、涉假信息作品2611个。当地市场监管局设立商标品牌指导站2个，名酒工业园区设立知识产权服务站1个，并成立仁怀市知识产权纠纷人民调解委员会，设立仁怀（白酒）知识产权纠纷速调中心，深化“行政协调+人民调解+行业调解+司法确认”一体化快速处理机制。同期累计排查化解风险隐患40个。（微酒）

图表13：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
10月12日	泉阳泉	2026年第三次临时股东大会
10月12日	安琪酵母	2026年第四次临时股东大会
10月13日	宝立食品	2026年第一次临时股东大会
10月13日	来伊份	2026年第二次临时股东大会
10月13日	兰州黄河	2026年第一次临时股东大会
10月14日	ST西王	2026年第三次临时股东大会
10月14日	金字火腿	2026年第二次临时股东大会
10月15日	皇氏集团	2026年第二次临时股东大会
10月16日	立高食品	2026年第二次临时股东大会

来源：Ifind，国金证券研究所

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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