



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）

chen yujun@gjzq.com.cn

持续推荐配置稳健龙头，业绩&经营禀赋均可观

投资逻辑

白酒：临近三季报披露窗口，我们预计白酒板块 26Q3 业绩呈现以下特征：

1) 收入端板块 26Q3 预计仍录得小幅下滑、下滑幅度较 26Q2 明显收窄，酒企层面 26Q3 营收正增与否预计延续 26Q2 分化的趋势，部分行业及子赛道龙头酒企预计表现延续正增，考虑到 25Q3 基数环比 25Q2 明显走低、预计其余多数酒企营收端跌幅亦环比收窄。2) 板块利润率预计仍相对承压，主要系去库存阶段需额外费投，且固定开支摊销缺乏规模效应、当前行业价格趋势下酒企产品结构仍有下行压力等，部分酒企额外有税费补缴等非经常性损益影响。

当前正值双十一电商走货高峰，行业流通品价盘波动加大，但波动中渠道情绪已较此前持续改观、接货情绪不错，目前飞天茅台原箱批价仍在 1700 元+。近期白酒板块相对收益持续不错，我们认为主要受益于市场对白酒防御性配置情绪回暖。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。

啤酒：旺季由于多雨天气扰动叠加餐饮消费相对疲软，整体景气度兑现度相对较低。预计 26Q3 板块销量同比小幅下滑、结构升级带动 ASP 提升趋势仍能延续，利润端受年内铝罐等成本影响会进一步传导。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。

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。26 年 9 月餐饮零售额同比+2.1%，较 8 月提速 1pct，1-9 月累计同比+2.4%，餐饮需求有所回暖，主要系 9 月双节集中备货，但整体恢复力度仍偏弱。9 月粮油食品类零售额同比+5.7%，较 8 月提速 2.7pct，1-9 月累计同比+6.8%；居民端必选消费保持稳健，健康化、复合化、功能化升级趋势延续。当前持续推荐竞争格局清晰、具备价格传导能力的海天味业，以及出海扩张&酵母蛋白驱动成长的安琪酵母，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。本周零食量贩股价持续调整，主要系市场对于单店收入担忧，今年两强开店数加速扩张，新店店效预计低于老店，一方面系新店爬坡影响，另一方面竞争系分流。另本周盐津股价调整较多，主要系市场对魔芋增长持续性担忧，当前主流渠道基本铺设完毕，单店卖力或有持续提升空间，但需品类或者口味有较大创新。叠加多数企业在 Q3 仍有成本压力，尤其是坚果、鳀鱼、棕榈油等成本上涨影响较大。当前建议关注鸣鸣很忙、万辰集团超跌机会；同时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 采购成本大幅抬升，行业整体持续承压。需求边际改善，但成本压力仍存，行业盈利能力预计持续承压。26 年 9 月限额以上饮料类零售额同比+5.0%，较 8 月提速 0.1pct，终端动销有所改善，但考虑到旺季逐步收尾，持续性仍需观察。成本端，低价 PET 库存基本消化完毕，随行就市采购成本抬升，预计 Q4 饮料企业毛利率仍面临同比压力。当前核心推荐具备供应链、产品矩阵及渠道优势的农夫山泉，关注东鹏饮料高分红价值及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：持续推荐配置稳健龙头，业绩&经营禀赋均可观	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：持续推荐配置稳健龙头，业绩&经营禀赋均可观

● 酒类板块

临近三季报披露窗口，我们预计白酒板块 26Q3 业绩呈现以下特征：

- 1) 收入端板块 26Q3 预计仍录得小幅下滑、下滑幅度较 26Q2 明显收窄，酒企层面 26Q3 营收正增与否预计延续 26Q2 分化的趋势，部分行业及子赛道龙头酒企预计表现延续正增，考虑到 25Q3 基数环比 25Q2 明显走低、预计其余多数酒企营收端跌幅亦环比收窄。
- 2) 板块利润率预计仍相对承压，主要系去库存阶段需额外费投，且固定开支摊销缺乏规模效应、当前行业价格趋势下酒企产品结构仍有下行压力等，部分酒企额外有税费补缴等非经常性损益影响。

正因下行周期内酒企盈利能力会有明显折让，当前市场更倾向于基于动销量和稳态净利率测算酒企动销端净利并进行定价。相对而言，营收端及盈利能力逐步走稳的酒企在当前具备更强的红利配置性，而潜在的盈利修复空间赋予酒企额外赔率期权。

综合而言，我们维持白酒行业景气度“下行趋缓”阶段判断。相较于动销端，行业核心单品价盘表现持续企稳，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。近期正值双十一电商走货高峰，行业流通品价盘波动加大，但波动中渠道情绪已较此前持续改观、接货情绪不错，目前飞天茅台原箱批价仍在 1700 元+。

近期白酒板块相对收益持续不错，我们认为主要受益于市场对白酒防御性配置情绪回暖。目前市场对行业基本面预期仍相对谨慎，短期市场风格偏持续波动、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 约 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，板块层面仍具备估值修复空间。

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。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。今年旺季由于多雨天气扰动叠加餐饮消费相对疲软，整体景气度兑现度相对较低。珠江啤酒已披露 26Q3 业绩，期内销量小幅下滑，同时铝罐等包材成本年内上行逐步传导至表现、影响盈利端表现。行业层面我们预计亦是相似表现：预计 26Q3 板块销量同比小幅下滑、结构升级带动 ASP 提升趋势仍能延续，利润端受年内铝罐等成本影响会进一步传导、但酒企间分化仍会较强。

我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期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。26 年 9 月餐饮零售额同比+2.1%，较 8 月提速 1pct，1-9 月累计同比+2.4%，餐饮需求有所回暖，主要系 9 月双节集中备货，但整体恢复力度仍偏弱。9 月粮油食品类零售额同比+5.7%，较 8 月提速 2.7pct，1-9 月累计同比+6.8%；居民端必选消费保持稳健，健康化、复合化、功能化升级趋势延续。当前持续推荐竞争格局清晰、具备价格传导能力的海天味业，以及出海扩张&酵母蛋白驱动成长的安琪酵母，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。本周零食量贩股价持续调整，主要系市场对于单店收入担忧，今年两强开店数加速扩张，新店店效预计低于老店，一方面系新店爬坡影响，



另一方面竞争系分流。另本周盐津股价调整较多，主要系市场对魔芋增长持续性担忧，当前主流渠道基本铺设完毕，单店卖力或有持续提升空间，但需品类或者口味有较大创新。叠加多数企业在 Q3 仍有成本压力，尤其是坚果、鳀鱼、棕榈油等成本上涨影响较大。当前建议关注鸣鸣很忙、万辰集团超跌机会；同时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。

本周洽洽食品公布 26Q3 业绩，26Q3 实现营收 18.56 亿元，同比+6.09%；实现归母净利润 1.42 亿元，同比+79.13%；扣非净利润 1.32 亿元，同比+84.54%，业绩符合预期。Q3 收入同比延续复苏态势，主要系低基数效应叠加新渠道开拓，市场份额稳步提升。26Q3 毛利率/净利率分别为 26.56%/7.65%，同比+2.04pct/+3.13pct，毛利率改善主要系葵花籽原料价格下行红利持续释放。结合历史分红率 70%以上，当前约股息率 4.5%，具备稳健配置价值。

软饮料：旺季逐步收尾，PET 采购成本大幅抬升，行业整体持续承压。需求边际改善，但成本压力仍存，行业盈利能力预计持续承压。26 年 9 月限额以上饮料类零售额同比+5.0%，较 8 月提速 0.1pct，终端动销有所改善，但考虑到旺季逐步收尾，持续性仍需观察。成本端，低价 PET 库存基本消化完毕，随行就市采购成本抬升，预计 Q4 饮料企业毛利率仍面临同比压力。当前核心推荐具备供应链、产品矩阵及渠道优势的农夫山泉，关注东鹏饮料高分红价值及百润股份低度酒新叙事机会。

二、行情回顾

本周（10.19~10.23）食品饮料（申万）指数收于 13885 点（-0.56%），沪深 300 指数收于 4105 点（-1.57%），上证综指收于 3690 点（-0.69%），深证综指收于 2213 点（-0.61%），创业板指收于 2684 点（-3.18%）。

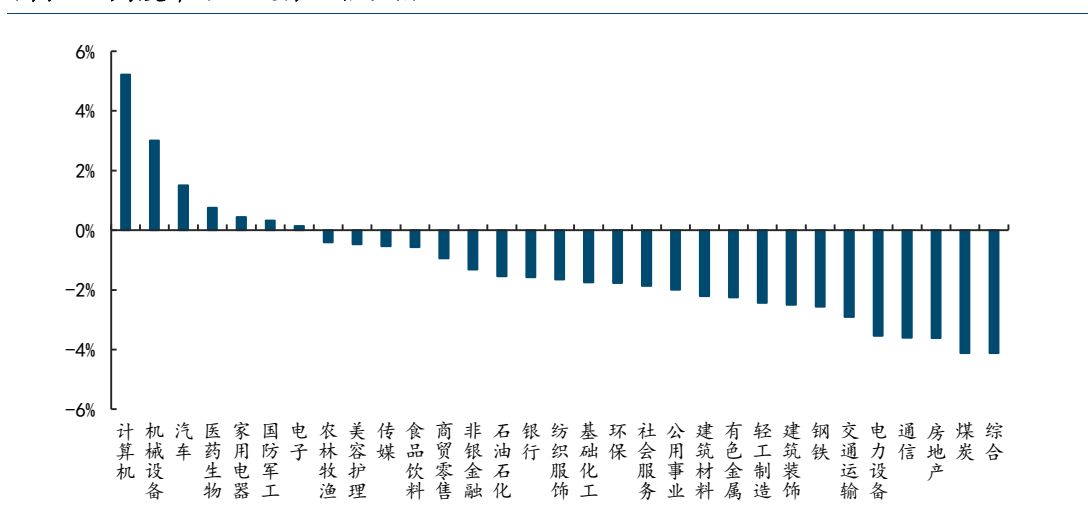
图表1：周度行情

指数	周度收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
食品饮料	13885	-0.56%	-14.38%
沪深 300	4105	-1.57%	-11.33%
上证指数	3690	-0.69%	-7.01%
深证综指	2213	-0.61%	-12.56%
创业板指	2684	-3.18%	-16.21%

来源：Ifind，国金证券研究所

从一级行业涨跌幅来看，周度涨跌幅前三为计算机（+5.21%）、机械设备（+3.01%）、汽车（+1.51%）。

图表2：周度申万一级行业涨跌幅

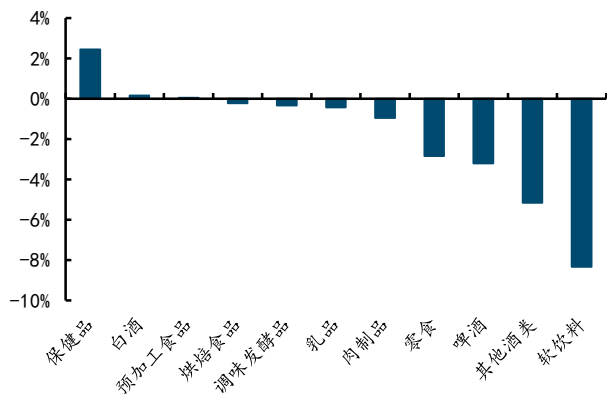


来源：Ifind，国金证券研究所

从食品饮料子板块来看，涨跌幅前三的板块为保健品（+2.44%）、白酒（+0.16%）、预加工食品（+0.05%）。



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

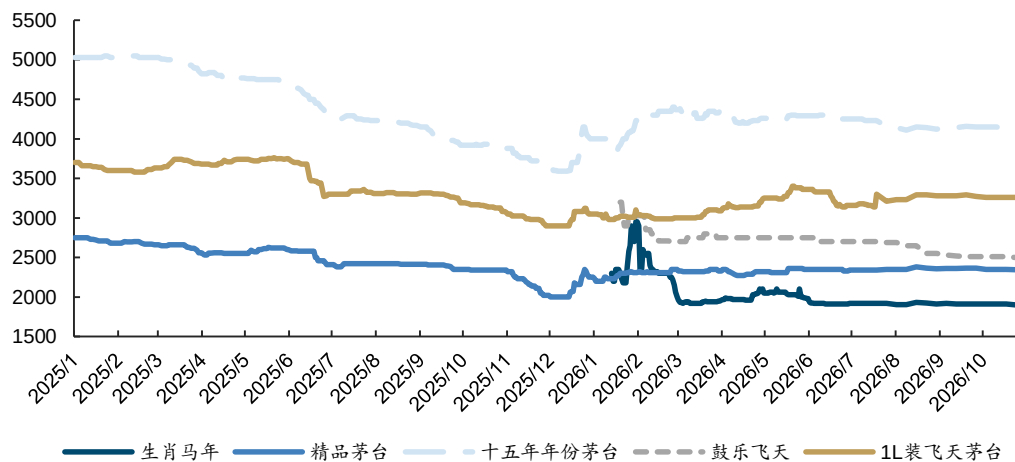
从个股表现来看，周度涨跌幅居前的为：ST 西王 (+16.55%)、安记食品 (+13.24%)、金达威 (+11.61%) 等。涨跌幅靠后的为：阳光乳业 (-27.96%)、皇台酒业 (-14.92%)、金种子酒 (-14.04%) 等。

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 (%)
ST 西王	16.55	阳光乳业	-27.96
安记食品	13.24	皇台酒业	-14.92
金达威	11.61	金种子酒	-14.04
味知香	11.12	养元饮品	-12.86
顺鑫农业	10.14	盐津铺子	-11.29
仲景食品	7.80	会稽山	-10.59
日辰股份	6.35	珠江啤酒	-8.89
西麦食品	4.67	东鹏饮料	-8.55
紫燕食品	3.88	古越龙山	-8.39
天润乳业	3.54	兰州黄河	-8.06

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 24 日）



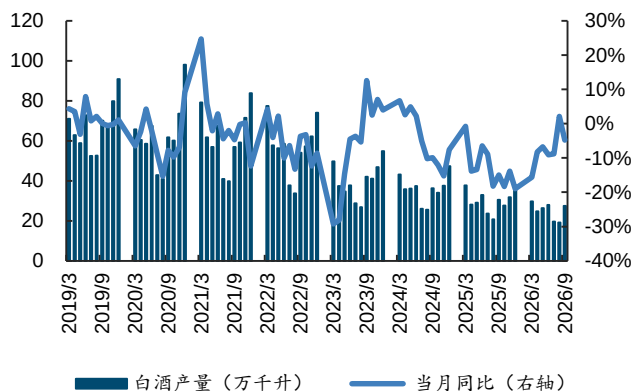
三、食品饮料行业数据更新

■ 白酒板块

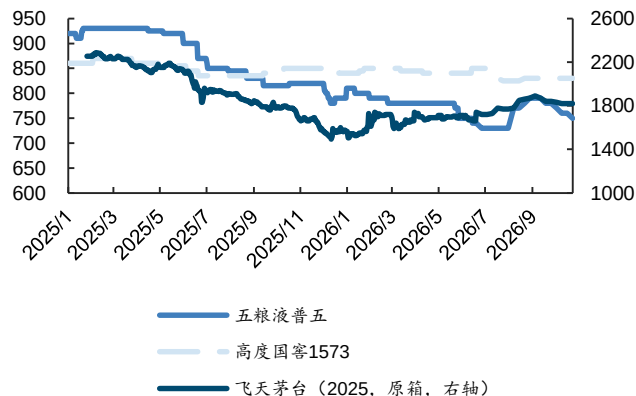
2026 年 9 月，规模以上白酒产量为 28 万千升，同比-4.8%。

2026 年 10 月 24 日，飞天茅台（2025，原箱）批价 1820 元（环周持平），普五批价 750 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 9 月）

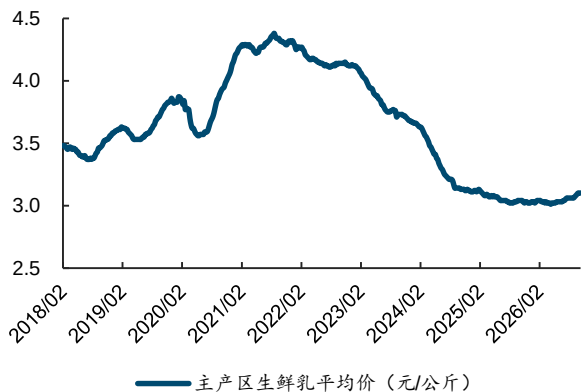
来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 26 年 10 月 24 日）

■ 乳制品板块

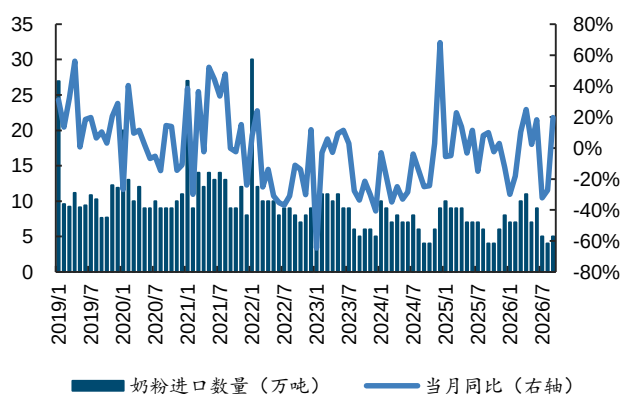
2026 年 10 月 16 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.10 元/公斤，同比+2.0%，环比+0.0%。

2026 年 1~9 月，我国累计进口奶粉 64 万吨，累计同比-4.5%；累计进口金额为 52.7 亿美元，累计同比-3.7%。其中，单 9 月进口奶粉 5 万吨，同比+19.7%；进口金额 5.4 亿元，同比+6.1%。

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 16 日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至 26 年 9 月）

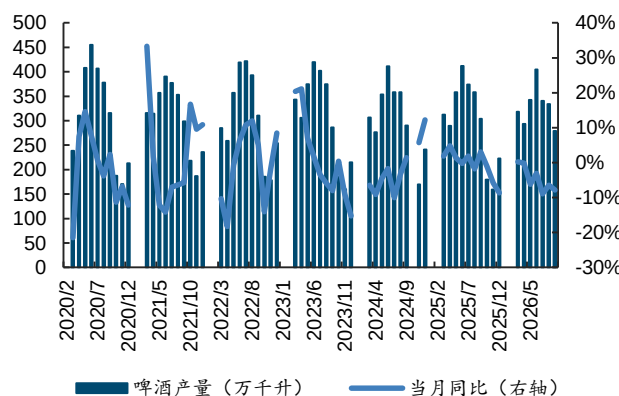
■ 啤酒板块

2026 年 1~9 月，我国累计啤酒产量为 2894.7 万千升，同比-6.0%。其中，单 9 月啤酒产量为 278.8 万千升，同比-7.8%。

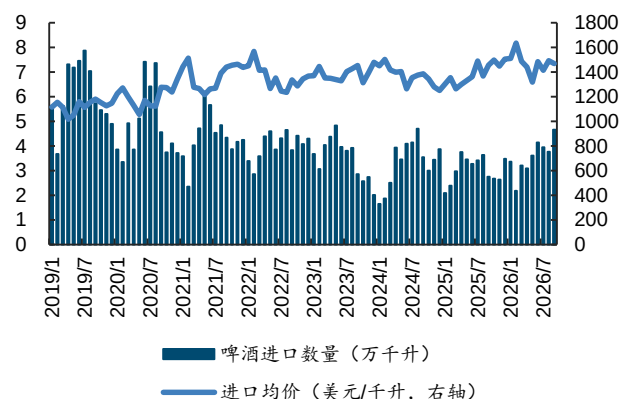
2026 年 1~9 月，我国累计进口啤酒数量为 32.0 万千升，同比+15.5%；进口金额 4.7 亿美元，同比+24.1%。其中，单 9 月进口数量 4.7 万千升，同比+69.8%；进口金额 0.7 亿美元，同比+70.8%。



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9月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据更新至26年9月）

四、公司&行业要闻及近期重要事项汇总

10月22日，绍兴黄酒集团（古越龙山）与北京糖业烟酒集团战略合作推进会在中国黄酒博物馆举行。此次推进会以实地考察为纽带，让北京糖酒集团走进古越龙山中央酒库、走近中国黄酒博物馆，建立起对古越龙山品质根基与文化底蕴更为直观的认知。据悉，作为双方战略合作落地的核心载体，首款联名黄酒产品目前已完成全流程研发与品质打磨，各项上市筹备工作正稳步推进，将于后续正式发布。（微酒）

10月22日，雪花啤酒（朝阳）有限公司年产30万千升啤酒项目在朝阳经济技术开发区竣工投产，城市定制产品“一路朝阳”同步下线。项目总投资10.2亿元，占地280亩，配备每小时4万瓶的瓶装线和每小时6万罐的听装线，原料入库、酿造、包装及成品出库实行数字化溯源，并配套光伏发电、生物质锅炉等设施。项目全部达产后，啤酒年产能约30万千升，产品面向辽西、蒙东、冀北等市场供应。（云酒头条）

10月20日至22日，中国中药集团广西一方天江制药有限公司董事蒋丙勇、广西桂林市亿阳酒业有限责任公司董事长蒋炳强一行与会稽山交流，经磋商确立战略合作关系，开展会稽山兰亭与广西亿阳酒业合作。（云酒头条）

10月20日，泸州老窖集团有限责任公司2026年度第四期中期票据完成簿记发行，发行规模10亿元，期限10年，票面利率1.97%，全场认购倍数4.7倍、边际倍数1.6倍，这也是泸州老窖集团首次发行10年期中期票据。（云酒头条）

图表13：近期上市公司重要事项

日期	公司	事项
10月28日	妙可蓝多	2026年第三次临时股东大会
10月29日	ST椰岛	2026年第三次临时股东大会
10月30日	李子园	2026年第三次临时股东大会
11月2日	安琪酵母	2026年第五次临时股东大会
11月4日	金达威	2026年第二次临时股东大会
11月5日	黑芝麻	2026年第三次临时股东大会
11月9日	ST交昂	2026年第一次临时股东大会
11月10日	皇台酒业	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

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