下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

食品饮料行业

鱼子酱行业初探—月度聚焦 202608

行业评级

买入

前次评级 买入

鱼子酱行业：供需缺口下的龙头壁垒与品牌迁移。（1）**鱼子酱：**鱼子酱是具有营养功能的高端精致食品。产业链上游以鲟鱼养殖和饲料为主，鱼粉月均价格 2026 年较 2025 年同比上涨 13.6%，但成本压力可控；中游加工技术、养殖环境、长周期资金及资质壁垒高；下游餐饮渠道占比全球鱼子酱销售 61.0%，电商增速最快。（2）**供给：**全球鱼子酱行业正处在供给刚性、需求扩容的结构性窗口期，龙头企业产能储备仍处于领先地位。2025 年全球销量 808.4 吨，中国产量占比 54.0%居首，预计 2030 年升至 66.8%。行业 CR5 约 57.7%，鲟龙科技以 36.1%份额稳居第一。行业有效产能无法短期弹性增产，2025 年全球产量对应超 10 万吨存栏量转化率不足 1%，远低于 1,988 吨的历史峰值，供需缺口长期存在。（3）**需求：**传统市场占全球消费量 70.9%，构成基本盘；中国等新兴市场正以远超行业均速的节奏扩容，有望成为增长第一引擎；电商等渠道崛起推动 C 端消费打开需求天花板。综合来看，供不应求赋予头部企业定价主动权，品牌化正推动定价权从“供给稀缺”向“品牌认知”迁移。

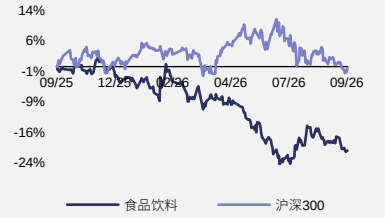
市场回顾：8 月食品饮料板块跑输大盘 4.3 pct。（1）**行情回顾：**8 月食品饮料子行业分化，二级子行业来看仅休闲食品上涨，其他板块普遍下跌。（2）**陆港通：**8 月南向资金净买入较多个股为青岛啤酒股份、优然牧业、中粮家佳康等；净卖出较多个股为澳优、中国圣牧、日清食品。（3）**板块估值：**食品饮料绝对/相对估值处于 2010 年以来低位。

基本面跟踪：8 月景气度边际转淡。8 月社零整体同比+0.4%，增速较 7 月环比下降了 0.2pct。必选消费品中，粮油食品/饮料零售额 8 月同比+4.0%（增速环比-1.3pct）/+4.9%（增速环比+1.4pct），烟酒零售额 8 月同比+12.5%（增速环比+6.5pct）。2026 上半年以来消费者信心指数边际回落。**（1）白酒：**动销表现平稳，茅台批价有所波动。**（2）大众品：**动销环比走弱，零食量贩景气度较优。**（3）成本：**包材、油脂、牛肉、坚果成本承压。

投资建议：（1）**白酒：**核心推荐山西汾酒、今世缘、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒。（2）**大众品**：核心推荐燕京啤酒、天味食品、鸣鸣很忙、东鹏饮料、安井食品、伊利股份、妙可蓝多、新乳业、百龙创园、盐津铺子、万辰集团。

风险提示：宏观经济不及预期；消费力恢复不及预期；食品安全风险；鲟鱼疾病爆发风险；食品与动物保护政策变动。

相对市场表现



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn

吴思颖

SAC 执证号：S0260523120012
wusiying@gf.com.cn

请注意，吴思颖并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

食品饮料行业:双节动销反馈 1：五省白酒经销商访谈	2026-09-15
食品综合行业 2026 年中报总结:行业表现分化，头部总体较优	2026-09-01
白酒行业 2026 年中报总结:需求平淡，务实去库	2026-09-01

下载日志已记录，仅供内部参考

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
山西汾酒	600809.SH	CNY	112.70	2026/08/31	买入	163.19	8.16	8.91	13.81	12.65	9.97	9.18	23.20	23.50
今世缘	603369.SH	CNY	27.75	2026/08/17	买入	38.00	2.11	2.24	13.15	12.39	9.08	8.56	14.50	14.10
泸州老窖	000568.SZ	CNY	71.92	2026/08/27	买入	105.00	5.27	5.84	13.65	12.32	9.75	8.81	15.00	16.00
贵州茅台	600519.SH	CNY	1257.12	2026/08/16	买入	1529.00	66.48	70.74	18.91	17.77	13.42	12.64	32.20	32.00
古井贡酒	000596.SZ	CNY	93.78	2026/04/29	买入	131.60	6.58	7.07	14.25	13.26	10.44	9.67	13.00	13.20
迎驾贡酒	603198.SH	CNY	37.77	2026/08/27	买入	44.00	2.62	2.85	14.42	13.25	10.41	9.58	18.20	18.40
燕京啤酒	000729.SZ	CNY	10.76	2026/08/21	买入	15.34	0.77	0.91	13.97	11.82	8.65	7.52	13.10	14.70
天味食品	603317.SH	CNY	12.80	2026/08/25	买入	18.34	0.73	0.81	17.53	15.80	13.68	12.19	17.00	18.60
鸣鸣很忙	01768.HK	HKD	413.20	2026/04/29	买入	480.35	16.81	21.59	21.56	16.74	14.22	10.39	31.20	28.60
东鹏饮料	605499.SH	CNY	111.54	2026/08/02	买入	177.61	7.10	7.77	15.71	14.36	12.09	11.12	24.40	24.40
安井食品	603345.SH	CNY	79.48	2026/08/25	买入	102.23	5.11	5.99	15.55	13.27	8.67	7.73	10.60	12.00
伊利股份	600887.SH	CNY	26.60	2026/01/20	买入	35.20	1.76	1.99	15.11	13.37	9.11	8.39	19.40	20.90
妙可蓝多	600882.SH	CNY	19.12	2026/08/24	增持	21.00	0.69	0.91	27.71	21.01	12.64	10.38	7.40	9.30
新乳业	002946.SZ	CNY	14.44	2026/05/31	买入	20.54	1.03	1.20	14.02	12.03	7.80	7.30	20.60	21.20
百龙创园	605016.SH	CNY	20.65	2026/04/08	买入	30.49	1.17	1.57	17.65	13.15	11.78	8.63	21.40	23.80
盐津铺子	002847.SZ	CNY	42.45	2026/08/20	买入	57.03	3.17	3.71	13.39	11.44	9.20	7.99	33.40	32.80
万辰集团	300972.SZ	CNY	169.54	2026/08/31	买入	265.18	13.26	18.31	12.79	9.26	5.84	4.30	78.90	61.80

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、鱼子酱行业初探.....6
（一）鱼子酱：高端精致食品代表，产业链准入壁垒高.....6
（二）供给：结构性偏紧，中国市场主导全球生产.....9
（三）需求：传统市场稳健，新兴与 C 端市场贡献弹性.....14
（四）高端消费品视角下鱼子酱行业的参照系与成长边界.....17
二、市场回顾：8 月食品饮料板块跑输大盘.....19
（一）行情回顾：8 月食品饮料板块跑输大盘.....19
（二）陆港通：8 月南向资金环比走低.....21
（三）板块估值：食品饮料绝对/相对估值处于 2010 年以来低位.....22
三、基本面跟踪：8 月景气度边际转淡.....22
（一）白酒：动销表现平稳，茅台批价有所波动.....23
（二）大众品：8 月动销环比走弱，零食量贩景气度较优.....24
（三）原材料成本跟踪：包材、牛肉、油脂、坚果成本承压.....25
四、投资建议.....26
五、风险提示.....27
（一）宏观环境不及预期风险.....27
（二）消费力恢复不及预期风险.....27
（三）食品安全风险.....27
（四）鲟鱼疾病爆发.....27
（五）食品与动物保护政策变动.....27

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：鱼子酱产业链 6
图 2：2020-2030 年全球鱼子酱市场规模（吨） 7
图 3：2014-2025 中国鲟鱼养殖主要产量 7
图 4：原材料为主要成本构成 7
图 5：2020-2026 年月均鱼粉/豆粕价格（美元/吨） 7
图 6：餐饮是鱼子酱消费的主要渠道（%） 9
图 7：2020-2030 年全球渠道销量（吨） 9
图 8：2020-2030 年全球鱼子酱产量（吨） 10
图 9：2025 年全球鱼子酱企业销量市场份额占比（%） 10
图 10：行业怀卵率水平（%） 10
图 11：行业鲟鱼年均成活率水平（%） 10
图 12：2023-2026 年中国鱼子酱出口额（万元） 10
图 13：2023-2026 年中国鱼子酱出口额同比变化（%） 10
图 14：1950-2020 年全球鲟鱼捕获量与养殖量走势（吨） 11
图 15：2020-2025 中国鱼子酱转化率（%） 11
图 16：中国鲟鱼养殖优质水源主要分布贵州、云南 12
图 17：2025 年全球鱼子酱生产分布 12
图 18：2020-2025 年中国鱼子酱出口额与出口量 12
图 19：2020-2025 年中国鱼子酱出口量占生产比重 12
图 20：2021-2030 年中国鱼子酱出口均价同比变化（%） 13
图 21：2020-2030 年中国鱼子酱出口均价（人民币/kg） 13
图 22：2018-2025 年中国鲟鱼子酱传统消费市场出口额（百万） 14
图 23：2025 年中国鱼子酱出口目的分布（%） 14
图 24：2020-2030 年鱼子酱传统消费市场消费量（吨） 15
图 25：2020-2025 年主要消费国家人均消费量（g） 15
图 26：2020-2030 年中国鱼子酱市场规模（吨） 15
图 27：2020-2030 年中国中产阶级鲟鱼子酱人均消费量（g） 15
图 28：2020-2030 年新兴消费市场规模（吨） 16
图 29：2020-2030 年鱼子酱消费市场增速（%） 16
图 30：2020-2030 年全球鱼子酱各消费渠道市场规模 16
图 31：2025 年全球鱼子酱各消费渠道占比(%) 17
图 32：2025 年中国鱼子酱各消费渠道占比(%) 17
图 33：2020-2030 年中国鱼子酱各消费渠道市场规模（吨） 17
图 34：2021-2025 年中国鱼子酱各消费渠道增速（%） 17
图 35：2025 年中国鱼子酱消费品牌产品意愿（%） 18
图 36：2025 年中国鱼子酱消费品牌产品态度（%） 18
图 37：2025 年国产与进口品牌消费意愿（%） 19
图 38：2025 年中国鱼子酱品牌偏好类型分布（%） 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图 39：8 月食品饮料板块跑输大盘（%）.....19
图 40：8 月食品饮料行业各子板块行情（%）.....20
图 41：南向资金日度净成交额变化（亿港元）.....21
图 42：南向资金月度净成交额变化（亿港元）.....21
图 43：食饮 PE 估值位于 2010 年以来 12%分位数.....22
图 44：食饮 PB 估值位于 2010 年以来 2%分位数.....22
图 45：食品饮料行业相对沪深 300 PE 估值.....22
图 46：食品饮料行业相对沪深 300 PB 估值.....22
图 47：2026 年 8 月社零整体同比+0.4%.....23
图 48：2026 年 8 月城镇社零环比略降.....23
图 49：2026 年 8 月粮油食品分项环比放缓.....23
图 50：2026 上半年以来消费者信心指数边际回落.....23
图 51：白酒批价跟踪：飞天提价后批价同步上涨（单位：元/瓶）.....24
图 52：白酒批价跟踪：8 月高端白酒价格保持平稳（单位：元/瓶）.....24
图 53：2026 年 8 月社零餐饮分项环比降速（%）.....25
图 54：食品饮料行业成本跟踪 1：8 月部分包材价格同比走高.....26
图 55：食品饮料行业成本跟踪 2：生鲜乳价格下降幅度收窄.....26

表 1：鱼子酱行业进入壁垒.....8
表 2：鱼子酱产品.....8
表 3：鱼子酱供需平衡测算.....11
表 4：部分产能情况.....13
表 5：8 月食品饮料板块 Top20 权重股股价表现.....20
表 6：8 月食品饮料板块涨跌幅前十公司.....20
表 7：8 月港股食品饮料重点公司南向资金持股变化.....21

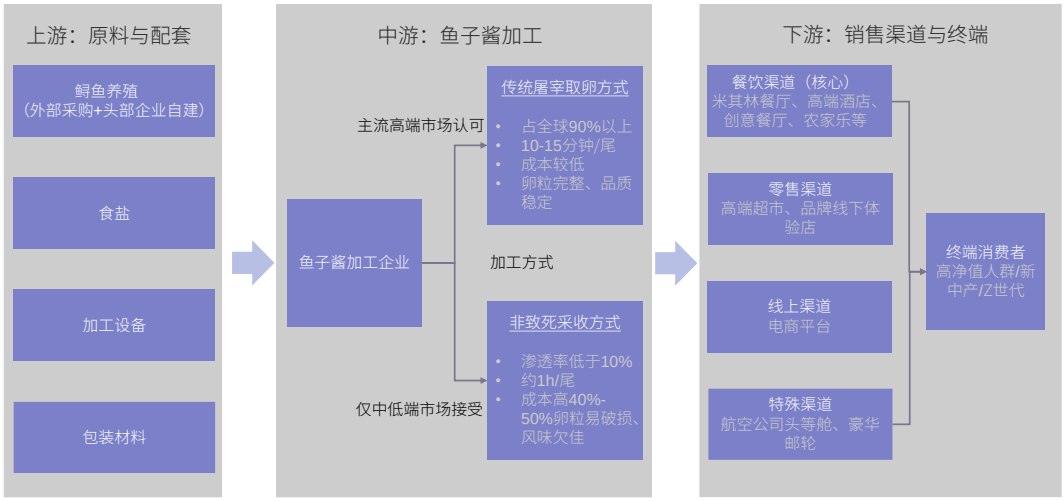
下载日志已记录，仅供内部参考

一、鱼子酱行业初探

（一）鱼子酱：高端精致食品代表，产业链准入壁垒高

鱼子酱是精致食品中的顶级食材，富含营养与功能价值。鱼子酱专指从成熟雌性鲟鱼获取的鱼卵，经加工及少量食盐腌制保存。精致食品指的是以高品质、独特风味和卓越营养价值或文化价值为核心特征的食品产品，典型的品类包括鱼子酱、黑松露、鹅肝、蓝鳍金枪鱼、燕窝、鲍鱼及松茸等，通常产自特定地域，相对稀缺，拥有严格的选材、生产与加工标准，确保品质与安全，因此价格较为昂贵。现今追求多元、均衡及注重营养的饮食模式正推动具有高营养价值的精致食品的需求增长。鱼子酱产品具有较高营养和功能价值，根据 USDA 数据，每百克鱼子酱约含 24.6 克蛋白质，其中必需氨基酸含量约占总量的 20%。鱼子酱同时富含大量优质的不饱和脂肪酸，主要包括油酸、DHA（每百克约 3.8 克），以及 EPA（每百克约 2.7 克）。DHA 和 EPA 是现代人群极需补充的重要营养成分，有助于促进大脑发育、保护视力、调节脂质代谢并维持心血管系统的健康功能。

图 1：鱼子酱产业链



数据来源：鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

鱼子酱产业链的上游核心包括原料鱼与饵料供应。原料鱼供应即鲟鱼来源，主要分为向外部供应商采购鲟鱼与自建养殖基地两种模式，部分头部企业选择自建养殖基地以提供稳定且可追溯的优质原料保障。饵料供应主要指提供鲟鱼养殖所需的饲料，饲料是鲟鱼养殖的主要成本，以鲟龙科技公司为例，2023-2025 年公司原材料占比销售成本 48.3%-60.7%，为成本大头，而鱼粉为饲料的主要原材料。

鱼子酱原料鱼供应由野生转向人工养殖，中国逐渐成为产业中心。21 世纪前，产业高度依赖里海沿岸的野生鲟鱼资源。1998 年以来，鲟形目物种逐步纳入 CITES 严格贸易管理；随着野生来源配额收紧、部分来源实施零配额以及追溯制度强化，全球合法鱼子酱供给逐步由野生捕捞转向人工养殖。

第一阶段（2010 年以前）：野生捕捞时期

鱼子酱行业的第一阶段由野生鲟鱼资源支撑。产业重心集中于里海沿岸，俄罗斯（苏联）和伊朗是核心产区，除了伊朗严格执行数量与品质控制外，其他国家的鲟鱼政策则极为紊乱。过渔现象导致里海鲟鱼数量骤减。2010 年 CITES 全面禁止野生鱼子酱国际贸易，欧盟和美国也相继立法禁止销售，野生捕捞时代彻底终结。

第二阶段（2000-2015）：产业转型时期

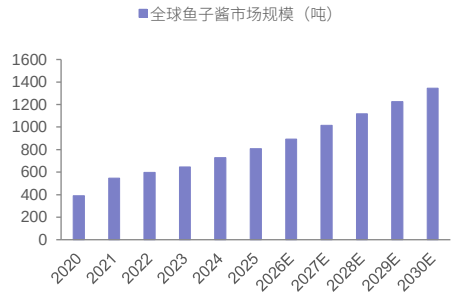
下载日志已记录，仅供内部参考

人工养殖逐渐代替野生捕捞。2000 年，西伯利亚鲟首次实现全人工繁殖。2002 年，施氏鲟全人工繁殖成功，人工养殖数量迅速攀升。2003 年以后，养殖成熟亲鱼繁殖的鱼苗开始进入中国养殖市场，逐步取代了进口和野生鱼苗。根据黑龙江水产研究所数据，2006 年人工繁殖的鱼苗约占养殖用苗的 50%，到 2015 年人工鲟鱼养殖数量基本稳定。

第三阶段（2016 年以来）：养殖发展时期

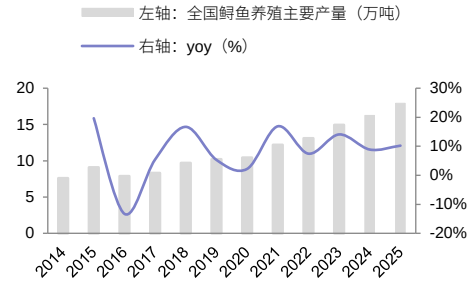
行业重心转向大规模、高效率的工业化生产。2020-2025 年，中国鱼子酱行业生产 CAGR 为 15.7%，灼识报告预计 2030 年中国总产量达 898.2 吨，中国鲟鱼养殖主要产地为贵州省与云南省，具备广阔适宜的水域、完整的产业链和成本优势，迅速成为全球鱼子酱的绝对生产中心，为中国鱼子酱加工出口提供了充足的原料保障。

图 2：2020-2030 年全球鱼子酱市场规模（吨）



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识、鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

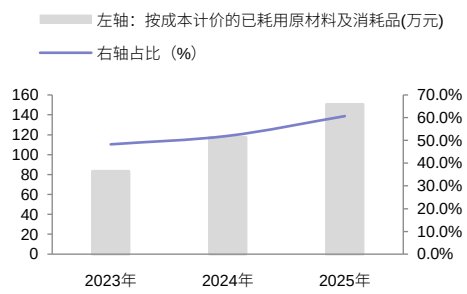
图 3：2014-2025中国鲟鱼养殖主要产量



数据来源：中国渔业统计年报、广发证券发展研究中心

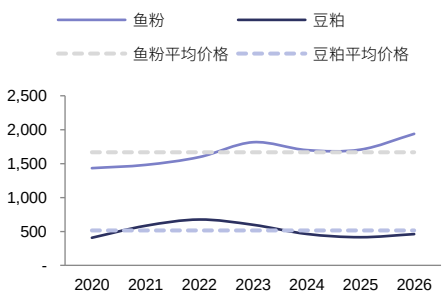
鲟鱼饲料主材料价格上行，但短期内行业成本压力可控。2026 年鱼粉市场受幼鱼捕捞比例偏高、厄尔尼诺等气候扰动及主要生产国政策收紧等多重因素影响，月均价格较 2025 年同比上涨 13.6%至 1,939 美元/吨。但是鲟鱼养殖的成本结构赋予其天然的短期缓冲机制。（1）单批次饵料成本在养殖周期内被时间摊销。鲟鱼养殖周期长达 7-15 年，单批次饵料采购成本分摊至整个养殖周期后，对年度总成本的影响幅度被显著摊薄。（2）鱼粉与豆粕价格形成部分对冲效应。从近七年数据来看，两者价格走势呈现错位。2021-2022 年豆粕月均价格与均价相对值（110%-127%）高于鱼粉（91%-98%），而 2024-2026 年鱼粉持续高位运行（105%-119%），豆粕则处于均值以下（78%-87%），走势相反。两者相对值的错位波动，使企业在配方调整和采购节奏上获得缓冲空间，单一原料的周期性上涨可通过另一原料的相对低位运行得到一定对冲。

图 4：原材料为主要成本构成



数据来源：鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

图 5：2020-2026年月均鱼粉/豆粕价格（美元/吨）



数据来源：世界银行、广发证券发展研究中心；注：数据截止 2026 年 6 月

下载日志已记录，仅供内部参考

产业链中游以传统屠宰取卵为主，聚焦鲟鱼加工与生产。在加工方式上，全球高端鱼子酱市场主要采用传统屠宰取卵工艺，占比超过 90%，每周期仅 10 至 15 分钟，适合大规模连续生产，短期综合成本较低；依据鲟龙科技招股书数据，非致死采收方法渗透率不足 10%，并涉及麻醉、激素诱导及术后护理，短期综合成本高出传统方式约 40%至 50%。就成品品质而言，传统方式更能保持鱼卵完整度、稳定风味与高品质，更符合高端市场要求。在技术壁垒方面，鲟鱼为多倍体物种，种质改良须结合传统家系选育与现代分子标记辅助育种，养殖周期平均 7-15 年，投入大；养殖对水温、水质、水量、气温等生态条件要求严格，直接影响成活率与生长速度，构成中游核心门槛。

表 1：鱼子酱行业进入壁垒

核心壁垒	内容
技术壁垒	多倍体育种难度大，周期长，需传统育种+分子标记辅助，国内仅少数机构掌握稳定体系 低龄性别鉴定技术能优化成本与现金流
养殖环境壁垒	高度依赖特定生态资源（冷水性，最适18-25℃），水质直接影响鱼子酱口感与粒径，选址门槛极高
长周期与资金壁垒	成熟雌鱼养殖需7-15年。企业须承担漫长的梯队建设、持续资金投入及极高时间成本
产品质量壁垒	高端消费品属性，需稳定高品质。出口导向须通过BRC、IFS、HACCP等严苛国际认证及完整溯源体系
政策合规与资质壁垒	受CITES附录二管制，出口需国家濒危物种委员会论证及秘鲁处备案。合法种源与合规资质使获证企业极少
全产业链壁垒	需跨领域专业整合（技术+运营）。实现垂直一体化的企业具备长期绝对竞争优势。

数据来源：鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

鱼子酱无统一分级标准，品质评判主要依据鲟鱼品种、鱼卵粒径、色泽及盐度等维度。(1)鲟鱼品种决定风味基调，传统上以欧洲鳇（Beluga）、俄罗斯鲟（Osetra）、闪光鲟（Sevruga）为顶级品种；(2)养殖年限越长，鱼卵粒径越大、风味越复杂， 鱼卵粒径越大，爆浆感与鲜味冲击越强；(3)色泽方面，越浅的色泽通常价值越高，琥珀色优于纯黑色；(4)盐度是重要等级指标，优质鱼子酱采用“马洛索”（Malossol）低盐工艺，盐分不超过 5%甚至低于 3.5%，以最大程度保留鱼卵原味。此外，好的鱼子酱卵粒应完整饱满、圆润分明、互不黏连，入口有弹性，滋味鲜甜且回味干净，无浓重油腥味。

表 2：鱼子酱产品

产品	粒径	颜色	描述	2025 年行业价格（人民币/10g）	平均成熟年龄	产品示例
西伯利亚鲟鱼子酱	2.8mm	神秘的黑色、灰黑色	口感绵软、入口即化，海洋气息清新自然，尤為适合亚洲消費者的口味偏好	86-130	7年	 
施氏鲟鱼子酱	2.9mm	深沉的棕色、棕灰色	口感柔滑细腻，並带有淡淡的果香	87-135	8年	 
杂交鲟鱼子酱	3.0mm	明亮的琥珀色、棕黄色	口感饱满浓郁，奶油香气持久	100-174	9年	 
俄罗斯鲟鱼子酱	3.0mm	温暖的棕黄色、灰黄色	风味表現层次分明，散发淡淡坚果香	138-224	10年	 

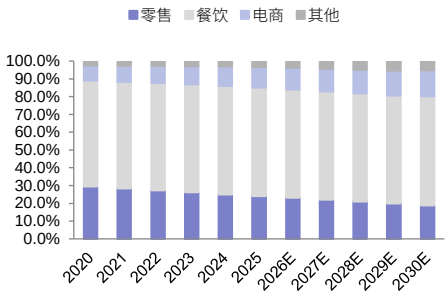
下载日志已记录，仅供内部参考

达氏鳇鱼子酱	3.2mm	晶莹的棕黄色、棕灰色	风味浓郁醇厚，奶香鲜明，回味悠长	315-400	15年		
欧洲鳇鱼子酱	3.2mm	经典的珍珠灰或金属灰色	黄油香味浓烈，风味表现极富记忆点	400-1620	20年		

数据来源：鲟龙科技招股书、公司官网、CIC 灼识、广发证券发展研究中心

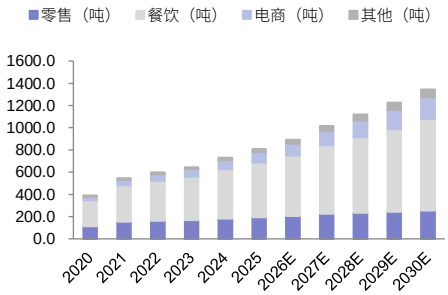
产业链下游销售覆盖零售、餐饮、电商、航司及游轮等渠道。餐饮是鱼子酱消费的主要渠道，根据 CIC 报告，2025 年餐饮渠道占比全球销售 61.0%，全球通过餐饮渠道销售的鱼子酱约为 492.9 吨。零售渠道也在稳步增长，2020 至 2025 年销量复合年增长率为 11.2%。电商渠道持续快速增长，2020 至 2025 年复合年增长率为 22.9%，渠道占比复合增长率为 6.3%，随着电商的进一步普及以及个人用户的消费增长，鱼子酱电商渠道销量预计在 2030 年达到 195.5 吨。随着鱼子酱供应量提高以及将鱼子酱作为品牌宣传亮点和提高顾客的消费体验，越来越多的航司及豪华游轮正将鱼子酱纳入服务，预计 2030 年其他渠道的销量达到 69.4 吨，2025 至 2030 年复合年增长率为 20.5%。

图 6：餐饮是鱼子酱消费的主要渠道（%）



数据来源：CIC 灼识报告、鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

图 7：2020-2030年全球渠道销量（吨）



数据来源：CIC 灼识报告、鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

（二）供给：结构性偏紧，中国市场主导全球生产

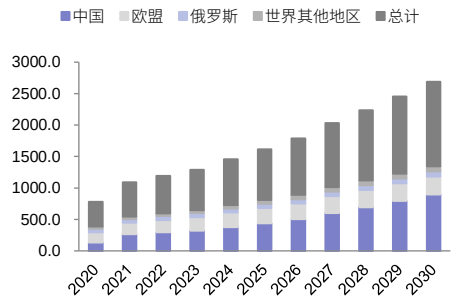
鱼子酱行业稳步扩容，区域供给趋势分化。根据 CIC 灼识报告，2020—2025 年全球鱼子酱销量从 389.6 吨增至 808.4 吨，复合年增长率 15.7%，市场规模稳步扩大。分区域看，2021 年中国产量翻倍至 266.7 吨并首次超过欧盟成为全球最大鱼子酱生产国，预计 2025-2030 年产量全球占比由 54.0%提升至 66.8%，贡献全球增量的约 80.0%；欧盟产量 2020—2025 年复合年增速 8.3%，预计 2025—2030 年进一步降至 3.1%，全球份额从 2020 年 42.3%降至 2030 年 21.2%；俄罗斯产量全球份额预计从 2020 年 13.7%降至 2030 年 6.0%，2020—2025 年复合增速 4.4%，2025—2030 年预计 3.8%，全球影响力持续边缘化。

鱼子酱行业市场集中度高，技术壁垒构筑行业门槛。全球鱼子酱行业 CR5 约 57.7%，呈现出显著的高度集中特征。鲟龙科技以 36.1%的销量市场份额稳居全球第一，销量达 292 吨，超过第二名四倍以上，形成领先优势，五强之外的其他企业合计占约 42.3%的市场份额。全球鱼子酱行业形成如此高度集中的竞争格局，根源在于技术、养殖环境等六大壁垒构成的高进入门槛。领先企业通过多年提前布局，已完成优质种源储备、养殖基地建设、技术体系积累等全链条能力建设。这些资源储备和时间先发优势，难以被短期资本投入所复制，从而

下载日志已记录，仅供内部参考

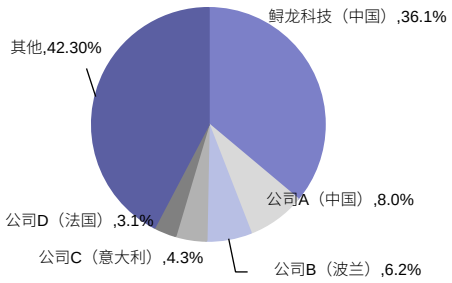
构成了新进入者乃至追赶者难以逾越的护城河。这一壁垒在核心生产指标上体现得尤为明显：行业平均怀卵率约 10%，行业龙头鲟龙科技养殖鲟鱼怀卵率从 2006 年的 8%提升至 2025 年的 17%，远超同行；行业鲟鱼年均成活率低于 90%，而鲟龙科技自 2014 年以来持续保持在 97%以上，同样显著领先行业平均水平。.

图 8：2020-2030 年全球鱼子酱产量（吨）



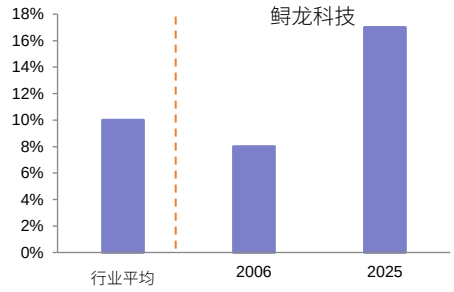
数据来源：CIC 灼识、广发证券发展研究中心

图 9：2025年全球鱼子酱企业销量市场份额占比（%）



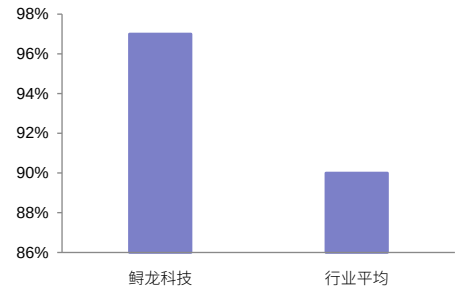
数据来源：CIC 灼识、广发证券发展研究中心

图 10：行业怀卵率水平（%）



数据来源：鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

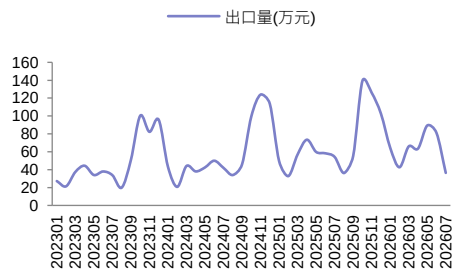
图 11：行业鲟鱼年均成活率水平（%）



数据来源：鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

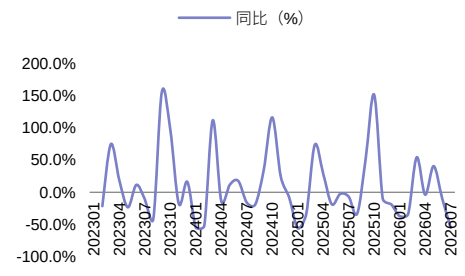
鱼子酱出口量具有明显的季节性波动。依据中国海关数据，中国鲟鱼子酱出口呈现显著的季节性波动特征，全年出口高峰集中出现在第四季度，而第二季度初及夏季则相对平淡。具体而言，每年 10 月至 12 月出口量均明显冲高，2023-2026 年，四季度合计出口量占全年比重均超过 35%，2025 年更达到约 43%，季节性集中度持续提升。与之相对，2 月受春节假期及产卵周期影响，连续四年均为全年最低或次低月份。这一波动与鱼子酱产业的生物学特性和消费节奏相关，成熟雌鱼通常在春秋两季产卵，其中秋季为产卵高峰期，原料供应在四季度最为充裕。同时，感恩节、圣诞节等西方传统节假日前后，海外客户集中备货，进一步推高四季度出口。

图 12：2023-2026 年中国鱼子酱出口额（万元）



数据来源：中国海关总署、广发证券发展研究中心

图 13：2023-2026年中国鱼子酱出口额同比变化（%）

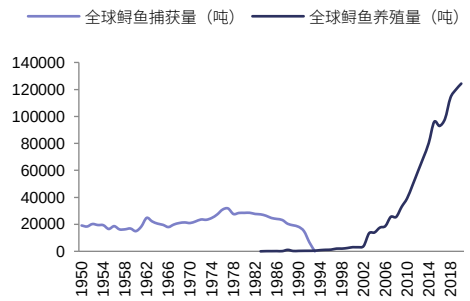


数据来源：中国海关总署、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

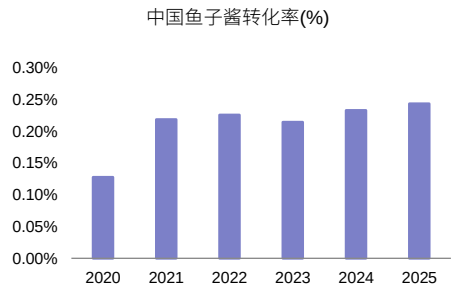
供应持续偏紧，头部企业是增量需求的主要承接方。据灼识咨询统计与预测的中国鱼子酱产量与消费量数据，以 2023-2025 年中国鱼子酱出口量 CAGR 18.38 %外推 2026-2028 年出口量，进口量沿用 2023 年 18 千克数据测算供需缺口。结果显示，2025-2028 年中国鱼子酱供需缺口持续存在且逐年扩大，行业维持供不应求格局。供给侧的制约因素短期内难以消除：（1）鱼子酱有效供给的增长速度远低于养殖总量的增速。从历史数据来看， 1997 年后鲟鱼捕获量已趋近于零，人工养殖虽逐步填补供应缺口， 2025 年鱼子酱年产量 808.4 吨，对应全球超 10 万吨的鲟鱼存栏量，转化率不足 1%。中国 2021-2025 年鱼子酱转化率位于 0.21%-0.24% 区间，鲟鱼养殖量看似高，实际到达可采收鱼龄的鲟鱼数量少，鲟鱼需达到性腺成熟阶段方可取卵，大量在养鲟鱼仍处于生长期，尚未进入可加工状态，这正是行业供给缺乏短期弹性的根本原因，也是拥有完整鱼龄梯队的头部企业核心竞争优势所在；（2）优质养殖水域和种质资源稀缺，具备规模化养殖能力的合格供应商有限。因此，全球鱼子酱市场中长期处于供不应求的紧平衡状态，拥有明确产能储备和扩产计划的企业，将成为承接增量需求的主要力量。

图 14：1950-2020 年全球鲟鱼捕获量与养殖量走势（吨）



数据来源：FAO、广发证券发展研究中心

图 15：2020-2025中国鱼子酱转化率（%）



数据来源：CIC 灼识报告、中国海关总署、广发证券发展研究中心

表 3：鱼子酱供需平衡测算

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
中国鱼子酱出口量占生产比重（%）	90.0%	86.0%	85.0%	90.6%	90.0%	92.2%
Δ（pct）	-3.90	-4.00	-1.00	5.63	-0.65	2.17
中国鱼子酱进口量（千克）	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
中国鱼子酱产量（吨）	320.7	379.3	436.8	503.6	600.5	694.1
YOY	8.3%	18.3%	15.2%	15.3%	19.2%	15.6%
中国鱼子酱出口量（吨）	275.8	322.4	385.6	456.5	540.4	639.7
YOY	3.5%	16.9%	19.6%	18.4%	18.4%	18.4%
中国鱼子酱消费量（吨）	44.9	56.9	74.5	91.1	110.3	131.6
YOY	51.90%	26.7%	30.9%	22.3%	21.1%	19.3%
供需缺口（吨）	0.0	0.0	-23.3	-44.0	-50.2	-77.2

数据来源：CIC 灼识报告、鲟龙科技招股书、中国海关总署、中国渔业统计年鉴、广发证券发展研究中心

注：2026-2028 年供需缺口数据以出口量 2023-2025 年 CAGR 18.38% 为增速测算；2024-2028 年进口量假设沿用 2023 年 18kg 数据；2023-2028 年中国鱼子酱进口量与消费量统计与预测数据来源 CIC 灼识报告

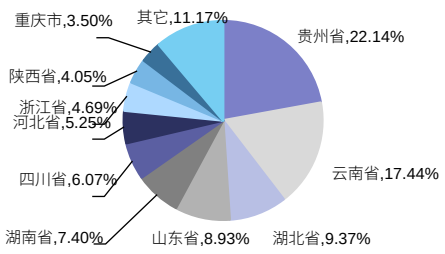
人在草木间

鱼子酱行业稳步扩容，中国在全球鱼子酱市场占生产主导地位，国内生产以出口驱动。(1) 产能释放的长期潜力与全球供应的结构性缺口形成共振，中国鱼子酱行业有望长期处于景气上升通道。根据 CIC 灼识报告与智研咨询,全球鱼子酱市场规模预计从 2025 年的 808.4 吨增长至 2030 年的 1.3 千吨，新增需求约 535.5 吨，中国鲟鱼养殖产量从 2014 年的 7.6 万吨增长至 2024 年的 16.3 万吨，复合年增长率 7.9%，优质水源广泛分布于贵州等十余个省份，产能持续释放。2025 年中国以 54.0%的销量占比占据全球鱼子酱市场半壁江山，超过欧盟（30.4%）、俄罗斯（8.2%）及世界其他地区（7.4%）之和，已成为全球鱼子酱的绝对生产中心而鲟鱼养

下载日志已记录，仅供内部参考

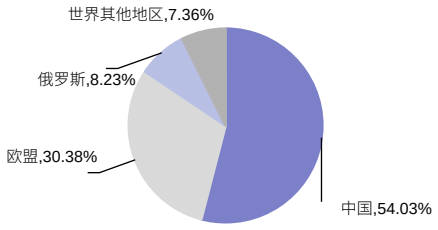
殖周期长达 7-15 年，产能建设存在较长前置时间，全球其他地区既不具备中国的养殖产量规模，也缺乏完整的种质资源和技术积累，中国是具备其他地区无法超越的响应新增需求能力的供给方。(2)中国鱼子酱是鲜明的出口导向型行业，饮食文化仍处培育期，国内市场会是决定影响下一阶段增速的关键变量。根据观研天下与海关总署数据，2025 年中国鱼子酱出口额从 2020 年的 1.9 亿元跃升至 2025 年的 8.5 亿元，出口量达 386.6 吨，占全球市场总规模的 47.8%，而国内消费量约 74.5 吨，出口占比超过 80.0%，绝大部分产量销往海外市场。中国不仅是全球鱼子酱的最大生产国，更是以出口为核心驱动力的全球供给中心。根据 Fondazione Altagamma 及灼识咨询，2020 年全球精致食品市场规模为约人民币 3,544 亿元，于 2025 年增至人民币 5,882 亿元，期间复合年增长率达 10.7%，预计到 2030 年全球精致食品市场规模将达到约人民币 7,847 亿元，2025 至 2030 年间的复合年增长率为 5.9%， Z 世代与新中产群体的渗透率提升将带来结构性增长机会，国内市场将是未来边际增量的一大来源。

图 16：中国鲟鱼养殖优质水源主要分布贵州、云南



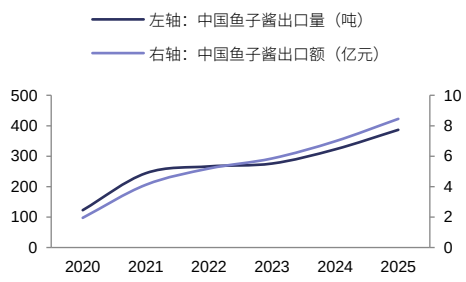
数据来源：智研咨询、广发证券发展研究中心

图 17：2025年全球鱼子酱生产分布



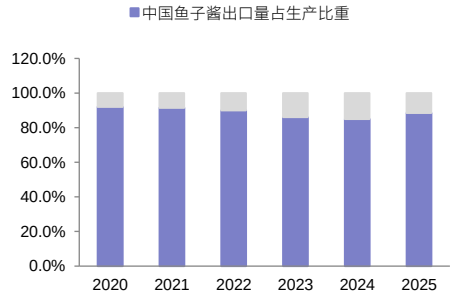
数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC'灼识、鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

图 18：2020-2025 年中国鱼子酱出口额与出口量



数据来源：中国海关总署、广发证券发展研究中心

图 19：2020-2025年中国鱼子酱出口量占生产比重



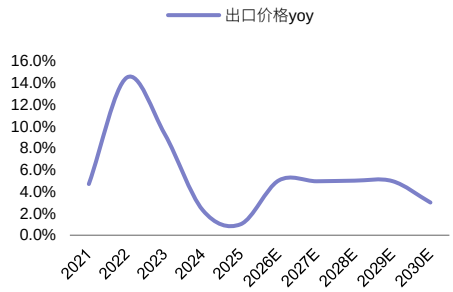
数据来源：中国海关总署、鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

领先企业有较强定价权，但权力内核正逐渐向品牌迁移。除鱼子酱行业的高壁垒外，由于全球范围内具备稳定大规模供应能力、品质保障和合规出口资质的供应商有限，下游客户可替代供应商稀缺，客户在采购谈判中的议价空间相对狭窄，领先企业在行业中具有较强的定价权。与此同时，定价权的内核正在发生迁移。根据中国海关数据，出口均价从 2020 年的 1,613 元/千克稳步上升至 2025 年的 2,185 元/千克，复合年增长率约 6.3%。即使在 2020-2025 年期间行业整体销量持续增长，价格中枢依然持续上移。虽然未来销量仍然是主要驱动因子，但从更长期来看，依托于供给侧的高壁垒和可替代供应商稀缺的定价权，会随着更多产能释放而逐步稀释，

下载日志已记录，仅供内部参考

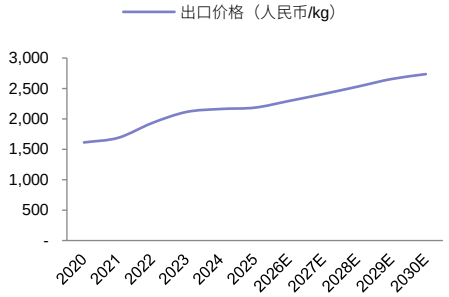
由“品牌认知”赋予的定价权，才是更可持续、可穿越周期的。因此，在行业整体价值中枢上移的过程中，率先完成品牌化建设、推出高附加值产品线、建立终端消费者认知与信任的企业，将获得更高的利润率和更强的议价能力，在下一阶段的产业竞争中更有能力掌握战略主动。

图 20：2021-2030 年中国鱼子酱出口均价同比变化（%）



数据来源：CIC 灼识、广发证券发展研究中心

图 21：2020-2030年中国鱼子酱出口均价（人民币/kg）



数据来源：中国海关、CIC 灼识、鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

鱼子酱行业供需缺口长期存在，龙头企业产能储备领先。只有成熟雌鲟鱼才可用于鱼子酱加工，且在其生命周期中仅能采收一次，这意味着，即便需求旺盛，企业也必须提前 7 至 15 年完成原料梯队布局，持续投入资金、饵料和管理资源，方能逐步释放产能，供给端无法在价格信号的驱动下实现短期内的弹性增产，行业供给刚性强。从产能储备看，龙头企业鲟龙科技仍处于领先地位。根据鲟龙科技招股书公告，公司预计至 2027 年新建加工产能完成后鱼子酱设计产能较 2025 年再增 65.7%达 555 吨；行业第二的四川润兆鲟鱼储备量 2026 年达 1.6 万吨，依据证券日报调研数据，3-5 年内规划产能约 450 吨；据云南日报报道，云南阿穆尔 2026 年储备鲟鱼 50 万尾，可产卵亲鱼达 30 万尾；据湖北日报调研数据，国内最大的陆上人工鲟鱼养殖基地宜都清江鲟鱼谷二期投产完成后鲟鱼储备量增加 2000 吨。

表 4：部分产能情况

公司/项目	类别	2011	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
鲟龙科技	鲟鱼									1.1 万吨	1.2 万吨	1.4 万吨		预计浙江千岛湖与湖北保康基地完工+2400 吨		预计江西拓林湖完工+2000 吨		
	鱼子酱									实际产能 223.4 吨	实际产能 260.9 吨	实际产能 301.5 吨 设计产能 335 吨		预计四川荣经完工+设计产能 220 吨 总设计产能达 555 吨				
四川润兆	鲟鱼												7 月嘉农鲟鱼一期+1000 吨储备产能 1.6 万吨					
	鱼子酱						24.1 吨		50 吨	60 吨	63 吨	70 吨	9 月二期加工工厂预计动工			预计产能可达 450 吨		
云南阿穆尔	鲟鱼	中华鲟鱼谷一期 445 亩 启动	储备 20 万尾，可加工 200 吨				12 月中华鲟鱼谷三期 240 亩启动建设储备 30 万尾	三期完工					储备 50 万尾					

下载日志已记录，仅供内部参考

	鱼子酱	2 吨	20 吨		22 吨		30 吨	
清江鲟鱼谷	鲟鱼			清江鲟鱼谷一期储备 1500 吨		1 万吨	1.2 万吨	清江鲟鱼谷二期 +2000 吨
	鱼子酱					180 吨	220 吨	

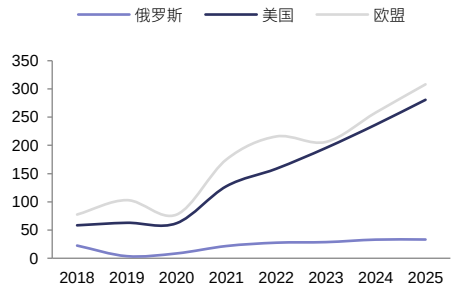
数据来源：鲟龙科技招股书、证券日报、四川人民政府、中国行业新闻网、雅安市人民政府、成都商报、华西都市报、云南网、会泽宣传网、曲靖日报、云南日报、致富天地、云上宜都、湖北日报、三峡日报、农民日报、广发证券发展研究中心

（三）需求：传统市场稳健，新兴与 C 端市场贡献弹性

1．市场：扩产后的消化路径源于何处？

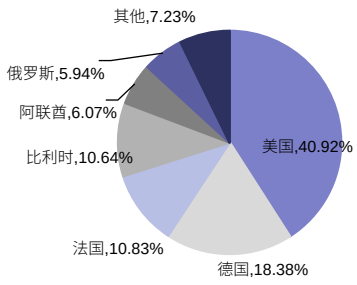
（1）传统消费市场：根据 CIC 灼识报告，2025 年，欧盟/美国/俄罗斯分别消费 275.2/215.5/82.1 吨，占全球消费总量 34.0%/26.7%/10.2%，合计占 70.9%，规模庞大。传统市场的消费体量具有高度的需求刚性，据中国海关总署数据，2025 年中国鱼子酱出口市场中，美国/德国/法国/比利时占 40.9%/18.4%/10.8%/10.6%，四国合计占中国出口总额的 80.8%，出口流向的长期高度集中有效印证了这些市场拥有成熟、持续且规模化的进口需求；2020 年至 2025 年，欧盟/美国/俄罗斯消费增量与增速分别为 130.4/107.7/18.3 吨与 90.1%/99.9%/28.7%，三国合计贡献增量 256.4 吨，占全球总增量 61.2%；其他地区同期增量 162.4 吨，占比 38.8%。尽管新兴市场增速更高，传统市场凭借更庞大的基数，在当前阶段仍是全球鱼子酱消费增量的主要来源；传统市场鱼子酱消费文化成熟， 2025 年欧盟、美国、俄罗斯的人均鱼子酱消费量分别达 0.61/0.63/0.57 克，三国消费者已具备对鱼子酱产品的成熟消费认知与稳定消费习惯，中国市场 2025 年人均消费量为 0.05 克，绝对水平仍低于传统市场。因此，传统消费市场凭借庞大的消费规模和成熟稳定的消费文化，构成行业需求的基本盘；新兴市场虽增速可观，但在绝对增量上目前尚不足以替代传统市场的主导地位。这一需求结构有效降低了扩产后市场无法消化的下行可能性，也为行业持续投资于长周期供给能力提供了基本面支撑。

图 22：2018-2025 年中国鲟鱼子酱传统消费市场出口额（百万）



数据来源：中国海关总署、广发证券发展研究中心

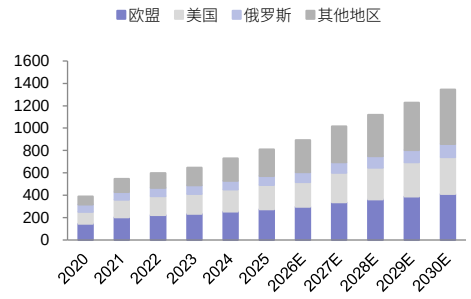
图 23：2025年中国鱼子酱出口目的分布（%）



数据来源：中国海关总署、观研天下、广发证券发展研究中心

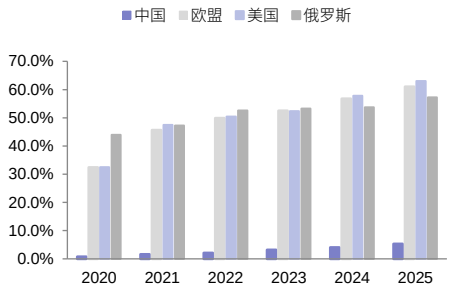
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：2020-2030 年鱼子酱传统消费市场消费量（吨）



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

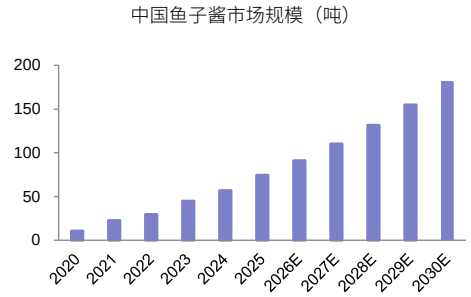
图 25：2020-2025年主要消费国家人均消费量（g）



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、Wind、广发证券发展研究中心

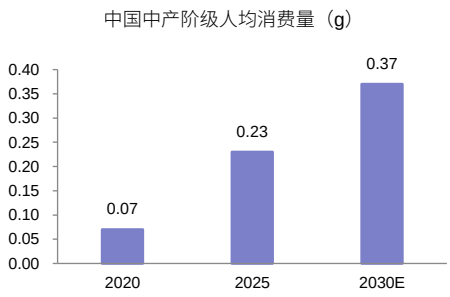
（2）**中国市场：**中国作为鱼子酱消费市场的潜力正在快速释放，根据 CIC 灼识报告，2020 年至 2025 年，中国市场的鱼子酱销量从 10.7 吨跃升至 74.5 吨，CAGR 达 47.5%，远超同期全球市场 CAGR 15.7%与欧盟约 13.7%、美国约 14.9%等传统市场水平。预计 2025 年至 2030 年中国市场将以 19.5%的 CAGR 继续扩容，至 2030 年达 181.3 吨，届时将超越俄罗斯成为全球第三大消费市场。2025 年中国人均鱼子酱消费量为 0.05 克，较欧盟 0.61 克、美国 0.63 克、俄罗斯 0.57 克有超过 10 倍的差距。低渗透率意味着远未见顶的需求天花板。一方面，中产阶级人口规模从 2020 年的 1.45 亿增长至 2025 年的 3.29 亿，翻倍有余，直接扩大了鱼子酱的潜在消费人群基数；另一方面，这一群体的鱼子酱人均消费量从 2020 年的 0.07 克提升至 2025 年的 0.23 克，增长超过两倍，预计 2030 年将达 0.37 克。二者叠加，意味着中国市场的增长并非仅靠少数高净值人群的重复购买，而是由消费基数增加与消费单位增长共同支撑的可持续扩容。

图 26：2020-2030 年中国鱼子酱市场规模（吨）



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

图 27：2020-2030年中国中产阶级鲟鱼子酱人均消费量（g）

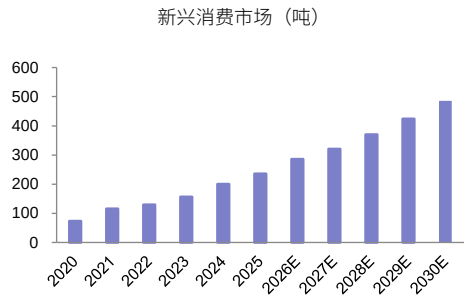


数据来源：鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

（3）**新兴市场**：与传统市场的稳健增长相比，新兴消费市场整体规模尚小，但增速显著领先，是行业未来增量空间的主要方向。据 CIC 灼识报告，2020 年至 2025 年，新兴市场鱼子酱消费量从 73.2 吨增长至 235.6 吨，CAGR 达 26.4%，同期传统市场增速为 12.6%，新兴市场增速为传统市场的两倍以上。从增量贡献来看，2020-2025 年新兴市场合计增量 162.4 吨，占全球总增量 418.8 吨的 38.8%，虽仍低于传统市场（61.2%）的增量贡献，但差距正在迅速收窄。据灼识咨询预测，新兴市场消费量将从 235.6 吨增至 484.6 吨，增量 249.0 吨，合计增量预计为传统市场的 1.2 倍，有望在中期维度上成为全球鱼子酱消费增长的第一引擎。

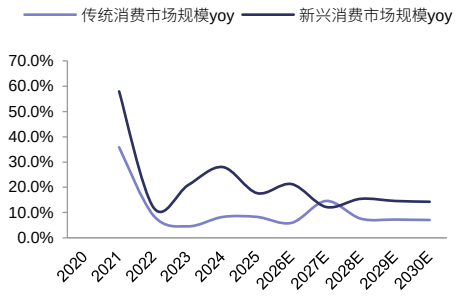
下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：2020-2030 年新兴消费市场规模（吨）



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

图 29：2020-2030年鱼子酱消费市场增速（%）



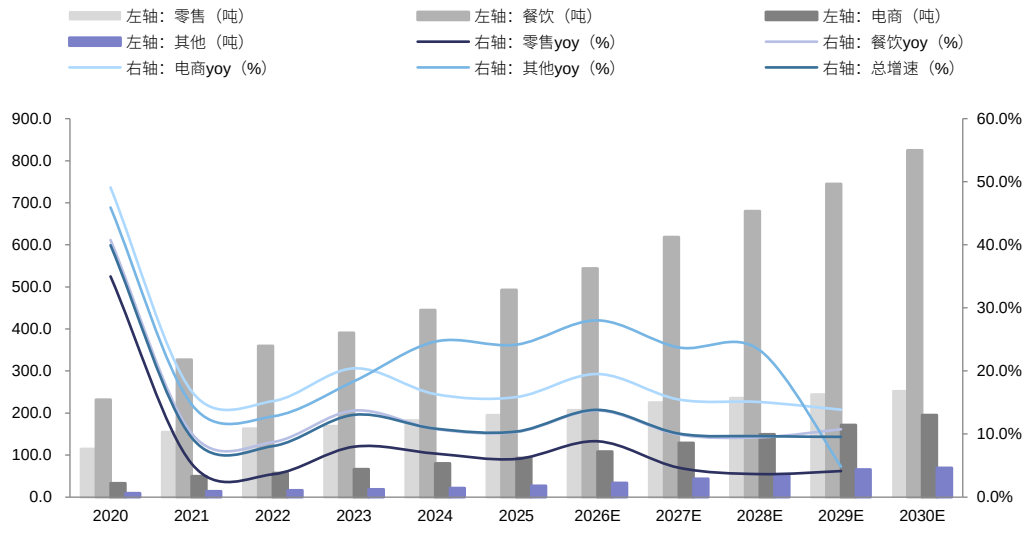
数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

2. 渠道：需求扩容的渠道动力何在？

全球鱼子酱消费渠道正从传统餐饮向多元化方向演变，渠道结构的变革正成为驱动行业需求扩容的重要结构性力量。

餐饮渠道仍为基本盘，但新兴渠道加速放量。 2025 年全球餐饮渠道销量约 492.9 吨，占总量的 61.0%，仍为鱼子酱消费的主渠道。2020-2025 年餐饮渠 CAGR 16.3%，低于电商渠道 22.9%，后者凭借便捷性和触达效率，成为增速最快的常规渠道。与此同时，鱼子酱作为品牌航司及豪华游轮服务亮点的应用正逐步普及，“其他渠道”在 2020-2025 年间从 9.8 吨增长至 27.3 吨，CAGR 达 22.8%，预计 2030 年将达 69.4 吨，成为不可忽视的新兴场景。

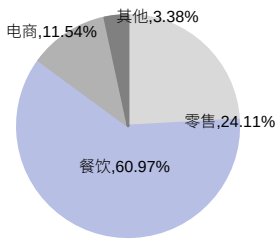
图 30：2020-2030 年全球鱼子酱各消费渠道市场规模



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

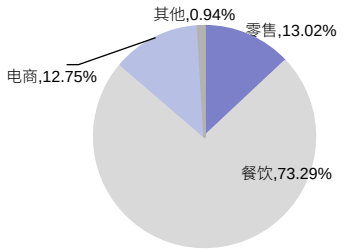
下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：2025 年全球鱼子酱各消费渠道占比(%)



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

图 32：2025年中国鱼子酱各消费渠道占比(%)

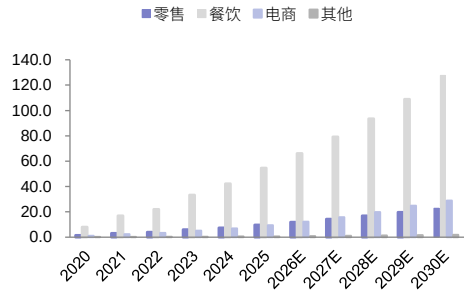


数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

中国市场线上化趋势尤为突出，电商已成为增长核心引擎。 2020-2025 年，中国鱼子酱电商渠道销量从 1.1 吨增长至 9.5 吨，CAGR 达 53.6%，远超全球行业电商增长平均水平。2025 年中国鱼子酱电商渠道同比增速达 39.7%，高于餐饮 29.4%和零售 31.1%，且预计 2025-2030 年仍将保持 25.1%的 CAGR，是各渠道中增长最快的板块。中国电商渠道的爆发式增长，意味着鱼子酱正从高端餐饮专享走向日常化精致消费，消费群体从传统的高净值人群向新中产、Z 世代“体验型”消费者延伸。

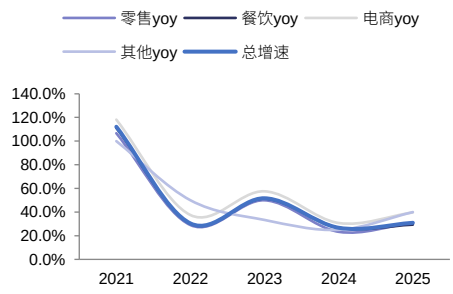
渠道变革是需求扩容与价值重分配的一体两面。 电商和新兴渠道的崛起，降低了消费者首次接触鱼子酱的门槛，同时通过内容营销和社交传播，将鱼子酱从“宴请场景”拓展至更多日常化的高频消费场景。对于具备品牌认知和 C 端直营能力的企业而言，渠道变革不仅是销量的增量来源，直连消费者意味着更短的渠道链条、更高的毛利率空间和更直接的品牌意识影响，是提升议价能力和利润率的战略机遇。

图 33：2020-2030 年中国鱼子酱各消费渠道市场规模（吨）



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

图 34：2021-2025年中国鱼子酱各消费渠道增速（%）



数据来源：联合国粮食及农业组织、欧洲渔业和水产养殖市场观察站、欧洲水产养殖生产者联合会、濒危野生动植物种国际贸易公约、中国海关总署、CIC 灼识，鲟龙科技招股书、广发证券发展研究中心

（四）高端消费品视角下鱼子酱行业的参照系与成长边界

奢侈品牌、高端白酒与鱼子酱行业商业逻辑趋同，行业发展趋势具有参考效力。奢侈品与茅台酒与鱼子酱消费本质上满足的都是精神层面的社会身份认知感，且核心产品均可化作拉动公司其他产品销售的市场砝码；从供给端看，均面临较强的物理或时间壁垒——奢侈品受限于工匠数量与手工时间，高端白酒受限于地理环境与酿

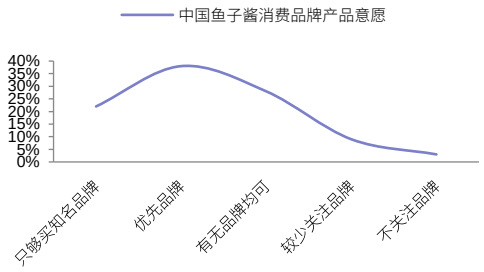
下载日志已记录，仅供内部参考

造周期，鱼子酱则受限于特定水域资源与长养殖周期；三者均呈现出显著的吉芬商品特征。

奢侈品具备更优势的认知广度和品牌势能，鱼子酱行业需提高品牌系统完成度。从品类认知广度看，鱼子酱行业需求端品牌共识重要性增强。奢侈品消费在全球范围内认知度更高，鱼子酱在欧美是成熟品类，在中国则是新兴高端消费品，品牌溢价的全球扩散速度存在差异，鱼子酱企业业绩与宏观经济、消费信心的关联度高于顶级奢侈品企业，但这一差异的来源并非品类先天属性，而是品牌系统完成度不同。爱马仕通过控制产能、控制渠道、控制折扣，将稀缺性从资源约束转化为品牌约束，鱼子酱行业龙头同样具备对价格的主动掌控能力，出口均价长期上行趋势已体现这一点，但差异在于爱马仕的价格锚建立在全球性品牌认知之上，鱼子酱龙头的定价权更多建立在行业集中度和供给控制之上，尚未完全转化为品牌溢价。从品牌历史积淀看，鱼子酱行业可通过产地叙事、场景绑定与产品分级替代时间积累。头部奢侈品牌穿越周期韧性显著，全球鱼子酱品牌溢价能否持续穿越代际消费周期尚未验证。历史积淀是通过品牌叙事、渠道控制、价格纪律和圈层体验转化为品牌资产的。爱马仕的马具起家叙事、手工工匠叙事、名流圈层叙事，均是在不同历史阶段主动构建的结果。鱼子酱行业虽然缺乏百年品牌历史，但可以通过产地叙事、品类仪式感、高端场景绑定和产品分级体系，在更短时间内构建类似的品牌资产。

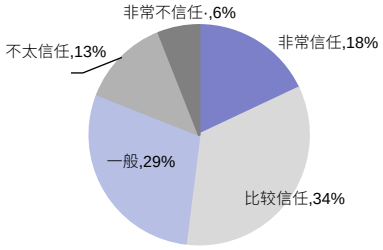
鱼子酱行业需提高价格信号公开性与可追踪性。从价格锚结构看，鱼子酱行业 C 端体系价格参照功能具有重要性。参照白酒行业，茅台价格锚不是出厂价本身，而是自营渠道零售价对全渠道价格预期的引导作用，2026 年市场化改革后自营体系零售价转为动态调整机制，自营渠道挂牌价为社会渠道的价格提供参照。与此同时，茅台通过产品分级构建价格梯度，飞天为塔基、精品和生肖为塔腰、陈年和高端文化系列为塔尖，形成清晰的价格分层。鱼子酱行业龙头同样具备主动定价权，但价格锚较为单薄，销售渠道以出口和高端餐饮供货为主，缺少自营挂牌价、批价、终端价等多层可追踪价格信号，价格锚传导链条短。随着鱼子酱文化培育，销售渠道日渐复杂化，缺乏公开可追踪的价格信号会削弱品牌方对渠道乱价的约束能力。

图 35：2025 年中国鱼子酱消费品牌产品意愿（%）



数据来源：尚普咨询、广发证券发展研究中心

图 36：2025年中国鱼子酱消费品牌产品态度（%）



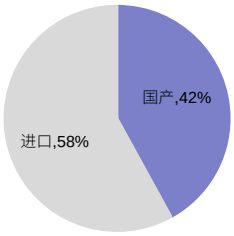
数据来源：尚普咨询、广发证券发展研究中心

鱼子酱行业可通过门店挂牌价参照和产品分级优化价格管理。茅台自营店挂牌价的核心功能是标定，为全渠道提供价格参照，并通过塔基—塔腰—塔尖结构形成清晰价格分层。鱼子酱门店挂牌价由品牌方自行设定，缺乏类似茅台批价的公开市场博弈机制，价格信号无法形成市场共识。尚普咨询《2025 年中国鱼籽酱市场洞察报告》显示，2025 年鱼籽酱线上大盘卖出 1.47 亿元，杂牌可将 31-50 克规格压至 49 元而品牌产品稳在 128 元，价差 2.6 倍而销量仅差 1.4 倍；中高端价格带（61-167 元）贡献 66.3%的销售额却仅占 40.6%的销量；抖音 99 元三罐产品月销 3 万件，M3 单月低价产品占比达 91.4%，品牌方无法有效监测和控制渠道乱价。渠道乱价会进一步导致品牌溢价与品类认知脱节，尚普咨询数据显示国产鱼籽酱消费占比 58%，但 28%消费者不喜

下载日志已记录，仅供内部参考

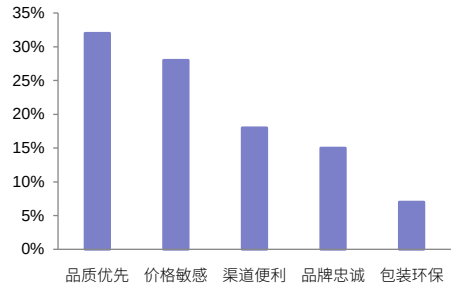
国产，仅三成品牌开放扫码溯源，32%的“品质优先型”人群无从下手。鱼子酱行业可借鉴茅台做法，将门店挂牌价功能化、产品分级清晰化，逐步形成可追踪的终端价格信号。

图 37：2025 年国产与进口品牌消费意愿（%）



数据来源：尚普咨询、广发证券发展研究中心

图 38：2025年中国鱼子酱品牌偏好类型分布（%）



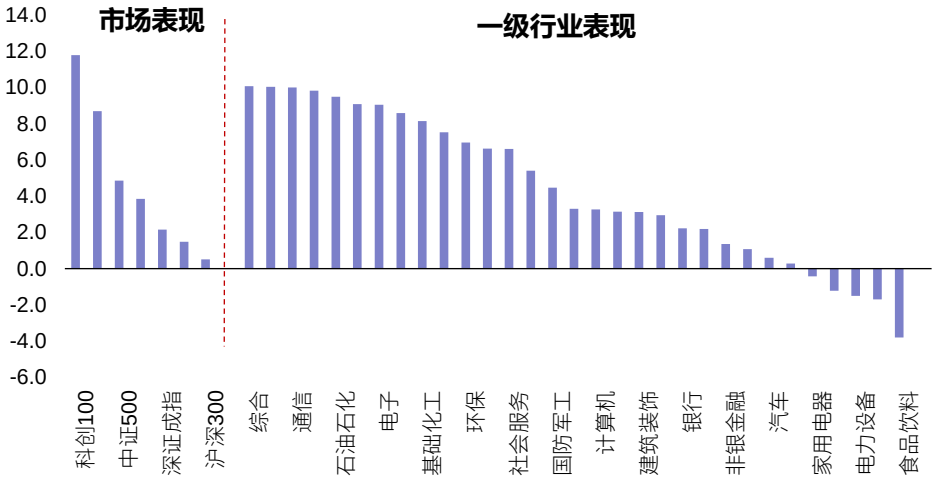
数据来源：尚普咨询、广发证券发展研究中心

二、市场回顾：8 月食品饮料板块跑输大盘

（一）行情回顾：8 月食品饮料板块跑输大盘

板块整体：板块整体：2026 年 8 月申万食品饮料板块下跌 3.8%，跑输沪深 300 指数 4.3 个百分点，在 31 个一级行业中排名第 31。分子板块来看：8 月食品饮料子行业分化，二级子行业来看休闲食品涨幅为正，其他板块均下跌，三级子行业中烘焙食品、保健食品、肉制品表现相对较好，预加工食品和啤酒涨幅较小。

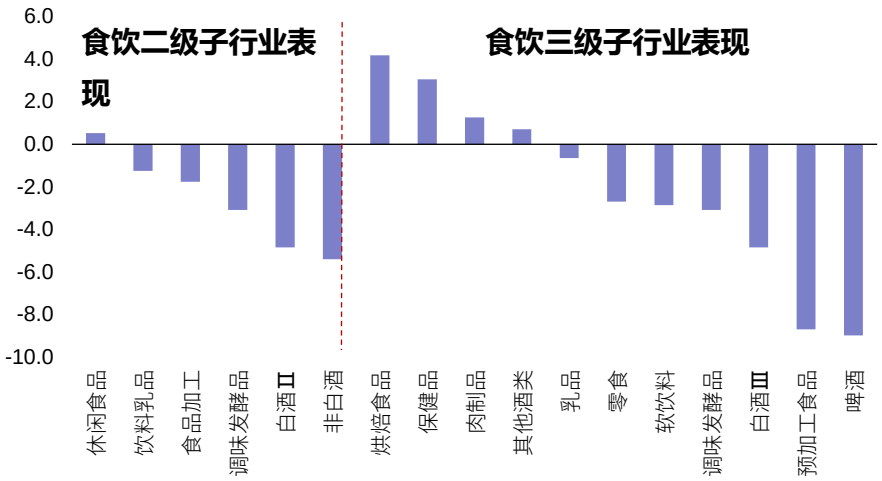
图 39：8 月食品饮料板块跑输大盘（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 40：8 月食品饮料行业各子板块行情（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

重点公司：8 月食饮权重股表现分化，莲花健康/养元饮品/古井贡酒表现相对较好。8 月食品饮料板块前 20 大权重股表现分化，莲花健康、养元饮品、古井贡酒涨幅靠前，其中莲花健康上涨 43.1%、养元饮品上涨 6.9%、迎驾贡酒上涨 6，2%。8 月涨幅居前公司主要在一鸣食品、莲花健康等，跌幅居前公司主要在 ST 交昂、新乳业等，转型票与小票涨幅明显，传统食品饮料标的较弱。

表 5：8 月食品饮料板块 Top20 权重股股价表现

代码	公司	三级行业	市值（亿元）	区间涨跌幅（%）
600519.SH	贵州茅台	白酒III	16626	-3.8
000858.SZ	五粮液	白酒III	2794	-7.9
603288.SH	海天味业	调味发酵品III	2013	-11.6
600887.SH	伊利股份	乳品	1699	-2.2
600809.SH	山西汾酒	白酒III	1495	-5.2
000568.SZ	泸州老窖	白酒III	1176	-8.5
605499.SH	东鹏饮料	软饮料	884	-9.7
000895.SZ	双汇发展	肉制品	837	-7.9
600600.SH	青岛啤酒	啤酒	702	-9.1
002304.SZ	洋河股份	白酒III	596	-8.0
000596.SZ	古井贡酒	白酒III	535	6.2
603156.SH	养元饮品	软饮料	510	6.9
603369.SH	今世缘	白酒III	385	4.0
600298.SH	安琪酵母	调味发酵品III	364	-0.1
603198.SH	迎驾贡酒	白酒III	328	5.8
000729.SZ	燕京啤酒	啤酒	318	-11.1
603345.SH	安井食品	预加工食品	255	-15.7
600186.SH	莲花健康	调味发酵品III	213	43.1
600132.SH	重庆啤酒	啤酒	193	-14.8
002461.SZ	珠江啤酒	啤酒	192	-1.8

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/9/10

表 6：8 月食品饮料板块涨跌幅前十公司

8 月食品饮料板块涨幅前十公司					8 月食品饮料板块跌幅（或涨幅靠后）前十公司				
代码	公司	三级行业	市值（亿元）	区间涨跌幅（%）	代码	公司	三级行业	市值（亿元）	区间涨跌幅（%）
605179.SH	一鸣食品	乳品	115	79.0	600530.SH	ST交昂	保健品	30	-19.4

下载日志已记录，仅供内部参考

600186.SH	莲花健康	调味发酵品III	213	43.1	002946.SZ	新乳业	乳品	134	-16.6
601579.SH	会稽山	其他酒类	115	37.2	603345.SH	安井食品	预加工食品	255	-15.7
002329.SZ	皇氏集团	乳品	32	34.9	600132.SH	重庆啤酒	啤酒	193	-14.8
300106.SZ	西部牧业	乳品	24	27.3	002847.SZ	盐津铺子	零食	123	-13.4
000716.SZ	黑芝麻	零食	41	26.0	002568.SZ	百润股份	其他酒类	188	-12.4
603886.SH	元祖股份	烘焙食品	30	24.9	603317.SH	天味食品	调味发酵品III	144	-12.4
002910.SZ	庄园牧场	乳品	20	24.7	603288.SH	海天味业	调味发酵品III	2013	-11.6
600381.SH	青海春天	保健品	25	23.2	002991.SZ	甘源食品	零食	36	-11.1
603102.SH	百合股份	保健品	25	23.0	000729.SZ	燕京啤酒	啤酒	318	-11.1

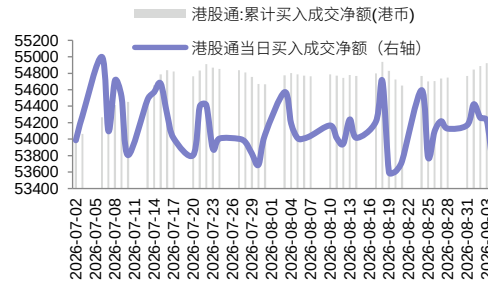
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/9/10

（二）陆港通：8 月南向资金环比走低

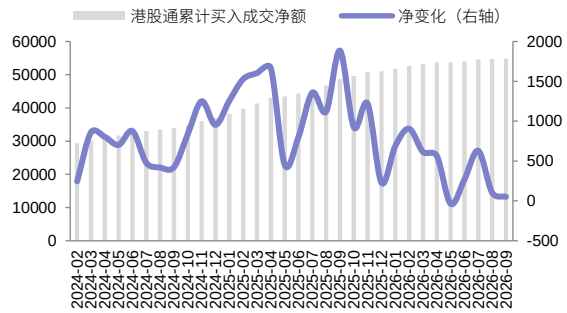
南向资金：8 月南向资金买入青岛啤酒股份等。8 月南向资金净买入 103.8 亿港元。8 月南向资金净买入较多个股为青岛啤酒股份、中粮家佳康、优然牧业等；净卖出较多个股为澳优、中国圣牧、日清食品。

图 41：南向资金日度净成交额变化（亿港元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 42：南向资金月度净成交额变化（亿港元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 7：8 月港股食品饮料重点公司南向资金持股变化

代码	公司	三级行业（申万）	市值（亿港元）	南向资金持股占比		
				月末（%）	月初（%）	Δ（%）
00168.HK	青岛啤酒股份	啤酒	674.31	49.38	48.8	0.58
01610.HK	中粮家佳康	肉制品	55.90	38.66	38.32	0.34
09858.HK	优然牧业	乳品	199.64	24.29	25.57	-1.28
01579.HK	颐海国际	调味发酵品III	144.83	17.33	18.12	-0.79
01117.HK	现代牧业	乳品	130.61	16.61	17.58	-0.97
06186.HK	中国飞鹤	乳品	233.48	15.21	14.95	0.26
02319.HK	蒙牛乳业	乳品	710.75	10.69	12.77	-2.08
01112.HK	H&H 国际控股	乳品	111.55	10.24	12.08	-1.84
00546.HK	阜丰集团	调味发酵品III	115.09	10.43	10.69	-0.26
02517.HK	锅圈	预加工食品	44.92	10.42	10.21	0.21
06979.HK	珍酒李渡	白酒III	258.04	8.65	8.7	-0.05
01458.HK	周黑鸭	熟食	26.01	7.57	7.59	-0.02
09985.HK	卫龙美味	零食	175.04	6.93	6.52	0.41
00291.HK	华润啤酒	啤酒	594.98	6.85	6.78	0.07
00322.HK	康师傅控股	软饮料	680.43	6.64	7.55	-0.91
00288.HK	万洲国际	肉制品	829.47	5.82	5.85	-0.03
00506.HK	中国食品	软饮料	105.18	5.17	5.14	0.03
00345.HK	VITASOY INT'L	乳品	65.12	3.08	3.1	-0.02
09633.HK	农夫山泉	软饮料	4442.35	2.92	2.64	0.28
00142.HK	第一太平	烘焙食品	211.83	2.44	2.41	0.03
01876.HK	百威亚太	啤酒	760.17	1.48	1.28	0.2
00151.HK	中国旺旺	乳品	332.65	1.45	1.44	0.01

下载日志已记录，仅供内部参考

01115.HK	西藏水资源	软饮料	21.96	1.14	1.16	-0.02
01717.HK	澳优	乳品	20.45	0.59	0.61	-0.02
01432.HK	中国圣牧	乳品	30.59	0.55	0.6	-0.05
01475.HK	日清食品	烘焙食品	69.20	0.01	0.01	0

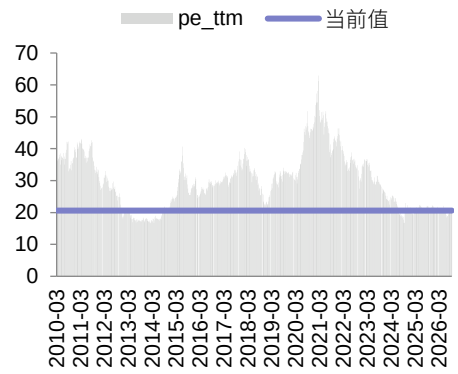
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026/9/1

（三）板块估值：食品饮料绝对/相对估值处于 2010 年以来低位

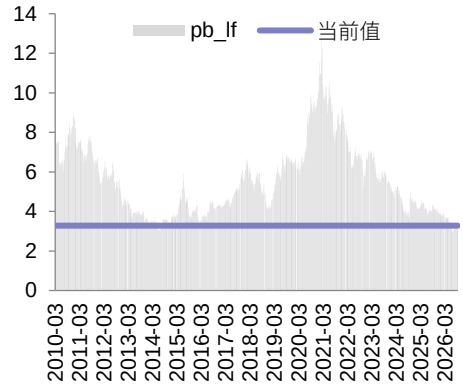
食品饮料板块相对和绝对估值均处于历史低位。截止 9 月 14 日，申万食品饮料板块 PE（ttm）估值为 20.6X，处于 2010 年以来 12%分位；PB（lf）估值为 3.3X，处于 2010 年以来 2%分位，均低于历史估值中枢。从相对估值来看，截止 9 月 14 日，申万食品饮料板块 PE/PB 估值相对沪深 300 分别为 1.5/2.3，当前 PE/PB 相对估值分别位于 2010 年以来 0.8%/4%分位数。

图 43：食饮 PE 估值位于 2010 年以来 12%分位数



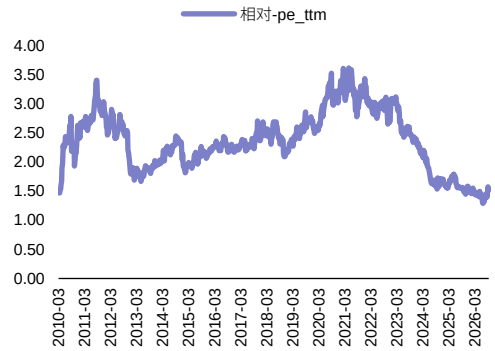
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 44：食饮 PB 估值位于 2010 年以来 2%分位数



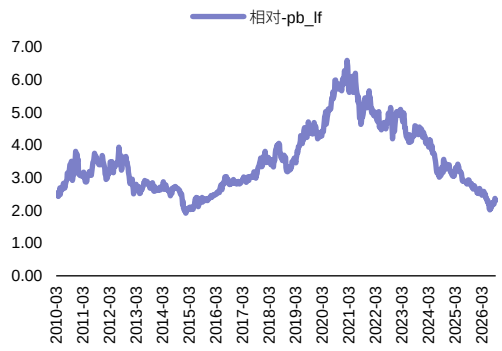
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 45：食品饮料行业相对沪深 300 PE 估值



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 46：食品饮料行业相对沪深 300 PB 估值



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

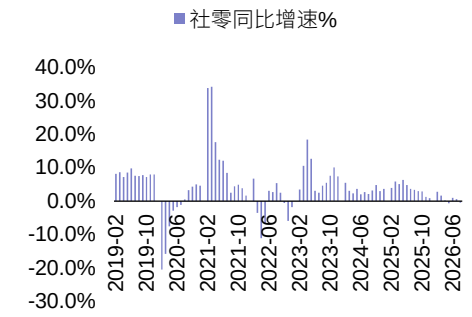
三、基本面跟踪：8 月景气度边际转淡

8 月社零同比+0.4%，较 7 月环比-0.2pct。根据国家统计局，2026 年 8 月社零整体同比+0.4%，增速较 2026 年 7 月环比下降了 0.2pct。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 2.5%。必选消费品中，粮油食品/饮料零售额 2026 年 8 月同比+4.0%（增速环比-1.3pct）/+4.9%（增速环比+1.4pct），烟酒零售额 2026 年 8 月同

下载日志已记录，仅供内部参考

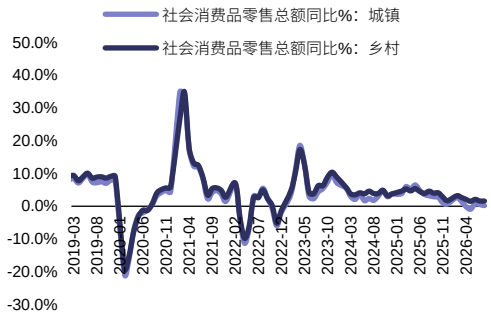
比+12.5%（增速环比+6.5pct）。2026 上半年以来消费者信心指数边际回落。

图 47：2026 年 8 月社零整体同比+0.4%



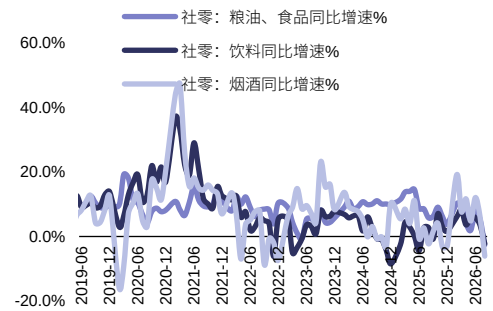
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 48：2026 年 8 月城镇社零环比略降



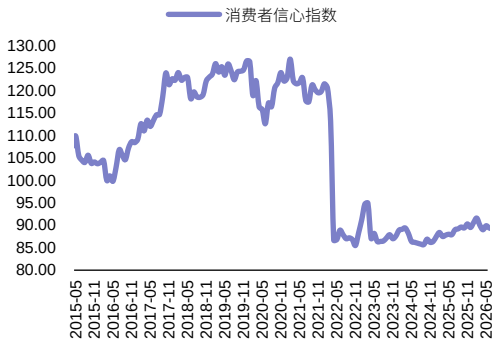
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 49：2026 年 8 月粮油食品分项环比放缓



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 50：2026 上半年以来消费者信心指数边际回落



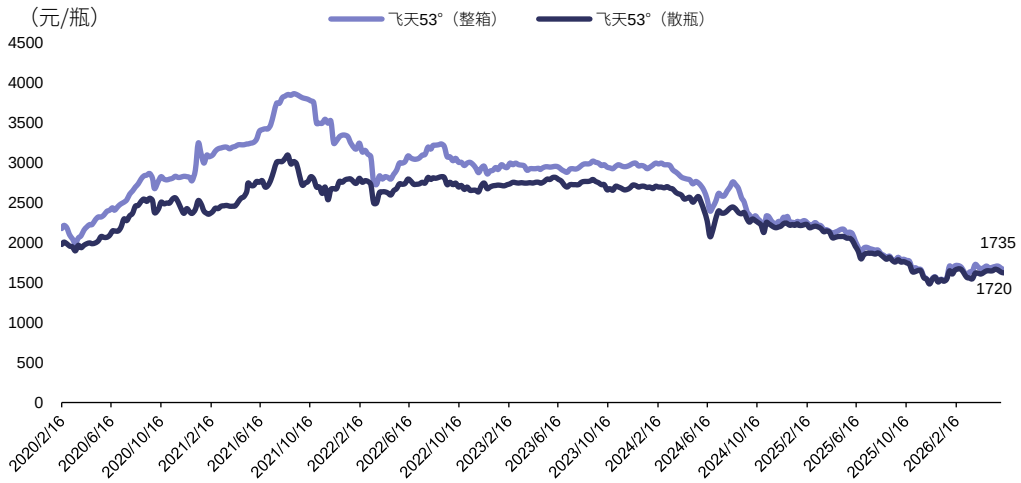
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

（一）白酒：动销表现平稳，茅台批价有所波动

白酒：8 月白酒淡季动销表现平稳，低基数下同比有所改善但不及 2024 年水平，茅台提价后动销稍弱。除茅台外，酒企回款/发货进度普遍慢于去年同期且多数企业不再强制要求完成回款目标；库存方面，飞天接近零库存状态，地产酒、次高端酒企库存表现分化，多数处于去库存状态；价格端，9 月初飞天批价提升至 1720 元/瓶（散）、1735 元/瓶（整），普五批价略有提升至 785 元/瓶。从调整周期看，本轮飞天茅台价格调整已逼近 2011-2015 年，即最大跌幅 56%，本轮调整期飞天茅台批价的调整幅度已达 50%左右，整体来看 2025 年对白酒而言是十年一遇的“出清年”，未来三年若人均收入保持 3-4%的年复合增速，茅台酒销量维持稳定，在供需关系的决定下，飞天茅台批价上涨，白酒行业新周期开启或有其必然性。

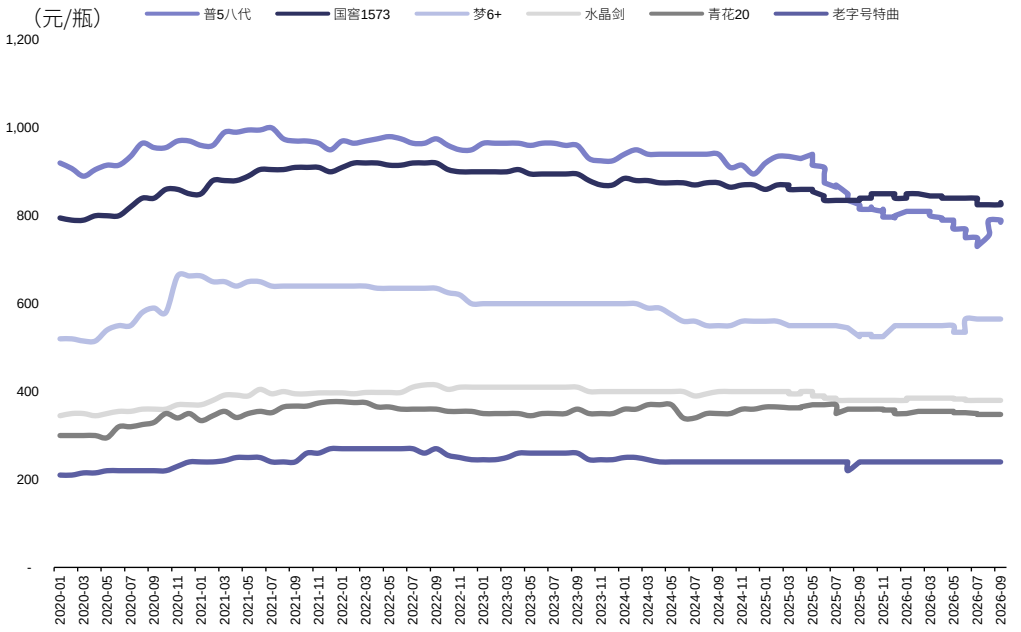
下载日志已记录，仅供内部参考

图 51：白酒批价跟踪：飞天提价后批价同步上涨（单位：元/瓶）



数据来源：今日酒价，广发证券发展研究中心

图 52：白酒批价跟踪：8 月高端白酒价格保持平稳（单位：元/瓶）



数据来源：今日酒价，广发证券发展研究中心

（二）大众品：8 月动销环比走弱，零食量贩景气度较优

（1）啤酒：8 月普遍下跌，燕京环比提速亮眼。8 月啤酒板块普遍下跌，啤酒销量受部分地区多雨天气影响销量表现较弱，整体表现明显弱于 7 月，燕京啤酒 8 月销量同比增长低单，U8 保持 30%+增长。结构方面 Q1 整体吨价实现正增长、主要系企业主动收促所致，成本方面压力较小。

（2）乳品：头部集中趋势显现，奶价信号积极。8 月低温奶延续较好增势，常温奶预计头部品牌实现正增长，生鲜乳受到热应激和市场需求的影响，供需双向调整，预计 8-9 月中秋国庆备货旺季下，奶价处于紧平衡状态，若 9-10 月动销端较好，预计奶价将温和上行。

下载日志已记录，仅供内部参考

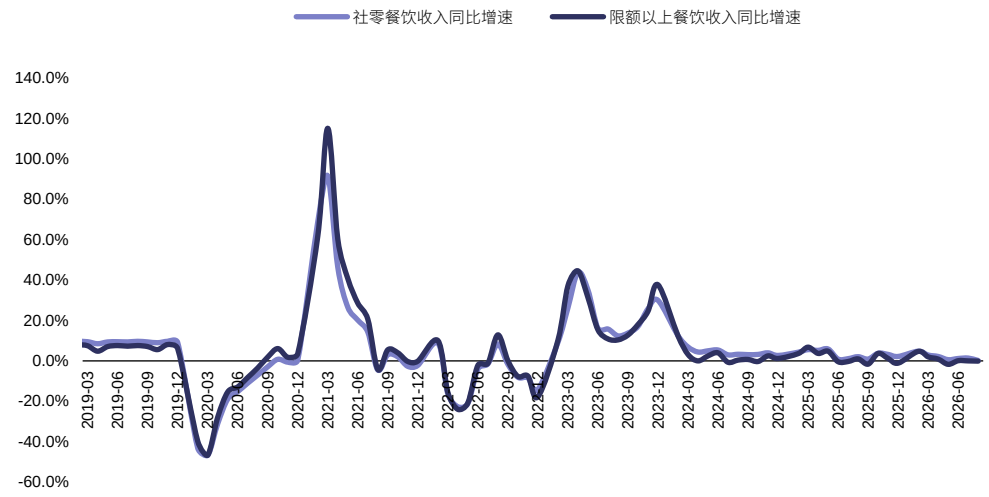
（3）饮料：关注头部品牌。8 月饮料行业产量同比有所下滑，2 年 CAGR 视角下同步回落；饮料板块中分化明显，转型标的养元饮品和红利标的康师傅控股上涨明显；结构上东鹏饮料、农夫或相对于行业增速仍较快。

（4）餐饮供应链&调味品：淡季平稳，动销平稳。7 月餐饮社零收入同比增长 1.4%，其中限额以上单位餐饮收入同比持平。8 月餐饮社零收入同比增长 1.1%，其中限额以上单位餐饮收入下降 0.7%。

（5）零食&连锁：8 月量贩开店进一步加速，上游略有改善。8 月零食连锁板块分化，零食量贩一枝独秀，上游公司除了西麦和洽洽成本红利外均利润有所压制；零食 8 月多为趋势延续，重点关注旺季下的动销表现。

（6）保健品：8 月行业分化，头部集中。保健品板块集中披露 2026 中报，内需复苏但分化显著，“增收不增利” 成普遍现象，配套监管持续强化，跨境保健品执行全成分申报核查，监管持续收紧，倒逼上游原料 & 品牌供应链重构。

图 53：2026 年 8 月社零餐饮分项环比降速（%）



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（三）原材料成本跟踪：包材、牛肉、油脂、坚果成本承压

8 月部分包材、农产品、油脂等价格持续上行。（1）包材：根据 Wind，8 月玻璃价格同比下滑，但铝材/瓦楞纸价格同比上行。（2）农产品：8 月主要农产品价格表现分化，根据 Wind，8 月大豆/豆粕/白砂糖价格同比+2.8%/+3.0%/-13.1%。（3）油脂面粉：8 月多项油脂原材料延续上行趋势，菜籽油/大豆油/棕榈油同比+7.7%/+2.3%/ +1.7%；（4）肉禽奶：根据 Wind，8 月猪肉/白羽鸡均价同比-20.9%/-3.9%。奶类方面，生鲜乳价格下降幅度收窄。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 54：食品饮料行业成本跟踪 1：8 月部分包材价格同比走高

	包材				上游农产品				
月度	玻璃	PET（瓶片）	铝	瓦楞纸	豆粕	大豆	白砂糖	糖蜜	进口大麦
2025-01	-32.2%	-	4.0%	2.6%	-15.6%	-14.4%	-8.3%	-	-9.7%
2025-02	-32.2%	-	7.8%	-0.8%	6.5%	-10.1%	-7.7%	-	-10.4%
2025-03	-31.0%	-	6.9%	-6.5%	-0.8%	-8.8%	-7.2%	-	-10.6%
2025-04	-23.1%	-	-2.0%	-7.1%	2.5%	-7.2%	-6.8%	-	-6.9%
2025-05	-23.6%	-	-3.4%	-5.2%	-11.2%	-6.7%	-5.9%	-	-4.3%
2025-06	-27.3%	-	-0.5%	-2.7%	-12.0%	-3.5%	-7.1%	-	-1.3%
2025-07	-20.1%	-	4.9%	-4.2%	-7.2%	-2.4%	-6.6%	-	4.0%
2025-08	-14.0%	-	7.0%	-1.4%	2.3%	0.3%	-7.9%	-	4.2%
2025-09	-2.1%	-	5.3%	5.5%	-2.7%	-0.4%	——	-	3.6%
2025-10	-1.7%	-	1.4%	11.8%	-1.5%	3.9%	-11.7%	-	3.2%
2025-11	-17.9%	-	3.2%	14.4%	0.6%	7.7%	-8.9%	-	1.1%
2025-12	-18.2%	-	8.7%	7.6%	6.8%	9.3%	-11.3%	-	-0.6%
2026-01	-17.9%	-	18.9%	-4.7%	3.8%	6.7%	-10.9%	-	-1.3%
2026-02	-16.7%	-	12.6%	-3.1%	-13.3%	7.2%	-11.9%	-	3.4%
2026-03	-10.2%	-	16.2%	8.0%	-4.3%	8.6%	-11.0%	-	4.9%
2026-04	-11.5%	-	20.8%	11.8%	-11.7%	6.2%	-13.6%	-	2.7%
2026-05	-11.4%	-	19.1%	14.1%	-4.6%	4.3%	-12.5%	-	3.0%
2026-06	-8.2%	-	14.7%	15.2%	-2.8%	0.5%	-12.0%	-	5.3%
2026-07	-10.2%	-	10.6%	21.9%	2.5%	1.8%	-13.4%	-	3.1%
2026-08	-11.5%	-	14.1%	21.0%	3.0%	2.8%	-13.1%	-	未更新

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 55：食品饮料行业成本跟踪 2：生鲜乳价格下降幅度收窄

	油脂面粉类				肉禽类				零食坚果类			
月度	菜籽油	大豆油	棕榈油	猪肉	仔猪	白羽鸡	牛肉	生鲜乳	葵花籽	去壳夏威夷果	去壳腰果	未去壳开心果
2025-01	8.7%	-0.3%	33.9%	13.4%	-	-6.0%	9.9%	-14.6%	-1.7%	21.5%	1.8%	75.8%
2025-02	12.0%	8.6%	34.4%	1.1%	-	-24.7%	11.6%	-14.0%	-5.5%	74.7%	-3.5%	133.2%
2025-03	10.4%	4.2%	18.4%	3.2%	-	-7.3%	6.6%	-12.9%	-0.8%	——	30.6%	4.3%
2025-04	14.5%	3.4%	11.5%	1.2%	-	-5.4%	6.9%	-11.1%	-1.7%	7.9%	20.6%	41.6%
2025-05	8.7%	1.0%	8.8%	-0.6%	-	-4.1%	9.0%	-9.3%	-4.0%	-15.7%	27.9%	42.6%
2025-06	13.4%	2.5%	10.8%	-16.3%	-	-0.1%	8.7%	-7.7%	-0.8%	12.3%	17.3%	65.9%
2025-07	13.2%	6.3%	11.7%	-16.9%	-	-12.0%	12.1%	-6.2%	-5.0%	15.1%	23.0%	63.1%
2025-08	21.4%	12.8%	18.5%	-25.0%	-	-6.0%	14.9%	-5.6%	-2.9%	3.8%	13.5%	95.4%
2025-09	12.7%	6.0%	13.1%	-26.3%	-	-3.2%	18.4%	-3.4%	1.5%	13.2%	-0.5%	4.1%
2025-10	6.7%	0.6%	-0.2%	-27.2%	-	-6.8%	17.2%	-3.0%	-7.6%	2.7%	4.6%	20.1%
2025-11	8.2%	0.0%	-14.0%	-24.8%	-	-6.9%	16.0%	-3.1%	-0.9%	6.1%	1.8%	60.7%
2025-12	9.7%	3.6%	-14.9%	-23.3%	-	-0.8%	13.7%	-2.8%	-0.3%	27.6%	6.5%	41.2%
2026-01	14.4%	5.2%	-9.9%	-19.9%	-	3.2%	9.8%	-2.8%	1.6%	0.7%	6.0%	21.7%
2026-02	12.5%	0.5%	-10.4%	-17.1%	-	23.9%	5.3%	-2.3%	10.5%	-47.3%	16.7%	97.7%
2026-03	12.6%	4.9%	-0.6%	-21.4%	-	1.2%	10.5%	-1.9%	5.1%	-2.8%	-16.1%	77.1%
2026-04	6.7%	7.2%	5.2%	-28.4%	-	-0.3%	18.2%	-1.8%	10.4%	-5.8%	-5.3%	118.7%
2026-05	6.2%	7.4%	10.6%	-28.5%	-	1.7%	24.3%	-1.4%	18.3%	60.8%	7.0%	161.9%
2026-06	6.0%	4.6%	7.6%	-28.3%	-	3.0%	28.2%	-0.4%	11.3%	-15.0%	4.9%	23.7%
2026-07	6.2%	3.6%	3.9%	-24.0%	-	3.6%	22.4%	0.5%	21.9%	-28.7%	11.9%	96.1%
2026-08	7.7%	2.3%	1.7%	-20.9%	-	-3.9%	未更新	未更新	未更新	未更新	未更新	未更新

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、投资建议

（1）**白酒：**板块历经四年调整期，2026 年有望迎来新一轮发展周期。核心推荐：山西汾酒、今世缘、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒。（2）**大众品：**2025 年部分子赛道已率先企稳，展望 2026 年行业吨价有望温和上涨，看好新品新渠道带来的个股机会。核心推荐：燕京啤酒、天味食品、鸣鸣很忙、东鹏饮料、安井食品、伊利股份、妙可蓝多、新乳业、百龙创园、盐津铺子、万辰集团。

下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

（一）宏观环境不及预期风险

如果宏观经济复苏不及预期，消费者消费能力将短期承压。另外，高端商务宴请等消费场景也将受到压制，从而影响对高端白酒需求。

（二）消费力恢复不及预期风险

由于行业中部分产品具备可选消费的属性，居民消费能力对需求有显著影响。若 CPI 下行或持续低位，行业持续沉迷于价格战，进而影响公司收入和利润增长预期。

（三）食品安全风险

行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况，存在一定的食品安全风险。食品安全对食品饮料公司业绩和估值影响较大。

（四）鲟鱼疾病爆发风险

若鲟鱼爆发并传播鱼病，或因此引发不利舆论，将导致鱼子酱行业内公司的生产、产品供应和市场需求下降。

（五）食品与动物保护政策变动

若加强食品安全监管规定与动物保护要求，将导致鱼子酱行业公司生产成本和销售成本上升。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发食品饮料研究小组

符　蓉　：首席分析师，金融学硕士，11 年证券与基金投研经验。

郝宇新　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡　慧　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙　：资深分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

谌保罗　：高级分析师，金融学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn



吴思颖

SAC 执证号：S0260523120012
wusiying@gf.com.cn

请注意，吴思颖并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与安井食品(02648)公司有投资银行业务关系。
(2)广发证券（香港）在过去12个月内与海天味业(03288)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。