

食品饮料ETF：消费改善与估值修复共推价值提升



易碧归 分析师

Email:yibigui@lczq.com

证书:S1320523020003

投资要点：

需求侧：前期压制因素影响减弱，确定性价值仍存。以2024年9月24日的国务院新闻办公室举行的新闻发布会推出多项重磅增量政策来看，Q4经济有望在政策支持下加快恢复，社零增长有望持续，地产拖累逐步减弱，带动食品饮料行业规模增长持续，消费信心改善；消费升级虽有降速，但消费分化趋势愈发明显，品质升级与性价比消费互促共存，因此高端品价格仍有支撑、大众品消费量增长仍有动力。

供给侧：大众品改善明显，白酒有望触底回升。伴随前期市场出清加速，餐饮行业马太效应愈发明显，上市公司经营有望更多受益于政策鼓励、内部革新和需求恢复。其中，白酒可期精细化管理能力提升带来的量价企稳机会，大众品可期由成本下降带来的利润率改善机会；贵价品类有望驱动品质升级，中等价位产品有望放量，低价位产品有望承接消费升级。

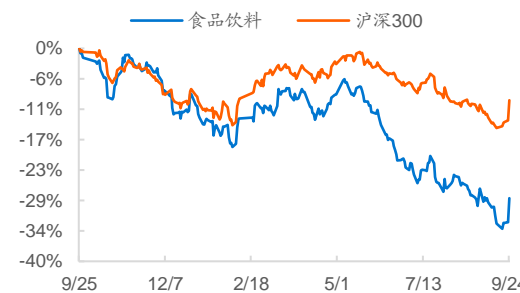
估值层面：市场超跌调整，食品饮料板块性价比提升。食品饮料行业经历三年的深度回调，截止24年9月20日，申万食品饮料指数PE-TTM（不调整）已跌至17.74倍，处于10年期25%分位数以下。相较于疫情前2019年的平均估值30.27倍，现估值水平也已回落到安全区间，具有较强支撑性，后续有望迎来修复。

投资建议：食品饮料ETF长期配置价值凸显。食品饮料ETF的选择方面，建议关注个股调仓的灵活性和基金存续的稳定性，食品饮料行业持仓超40%的基金中，一是推荐基金规模较大的，持仓覆盖较广、稳定性和调仓空间较大，如汇添富中证主要消费ETF（159928.SZ）、天弘中证食品饮料ETF（159736.SZ）；二是推荐历史业绩表现相对亮眼的，24年上半年回撤较少显示管理团队对市场反应较快，或受益于行业龙头持仓占比较高，估值修复与利润率弹性较大，如消费30ETF（510630.SH）、华宝消费龙头ETF（516130.SH）。

风险提示：宏观经济下行带来的消费收紧风险、国际关系紧张带来的出海受阻风险、食品安全风险、地缘政治风险等。

投资评级：看好（维持）

市场表现



相关报告

乳制品行业深度：筑基已成，潜力犹存

2024.05.27

尘埃落定，食品饮料机会几何？——2024年
食品饮料行业年度策略

2024.03.08

目 录

1. 板块复盘：市场超跌调整，经营冲击或将减弱	4
1.1 食饮表现：指数走势较弱，饮料乳品相对韧性	4
1.2 原因复盘：预期内的增长压力与超预期的资金降温	6
1.3 未来展望：压制因素影响减弱，确定性价值仍存	8
2. 食饮机会：大众品改善明显，白酒有望触底回升	9
2.1 成本下降带来的利润率提升：啤酒、乳品、调味品	9
2.2 管理升级带来的业绩韧性体现：白酒	11
2.3 消费分化带来的下沉市场扩容：休闲零食、饮料乳品	12
2.4 文旅热度带来的餐饮市场复苏：调味品、食品加工	14
3. 食饮 ETF：持仓规模大、子行业覆盖广或遇良机	16
3.1 基金数量较多，成立时间较长	16
3.2 规模略有缩减，从连续减持向增持转变	16
3.3 投资策略趋同，白酒持仓占一半以上	17
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

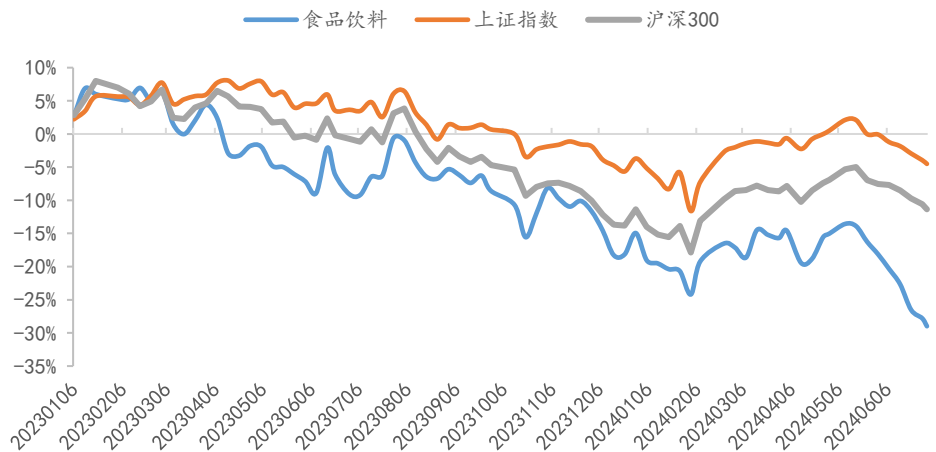
图 1	SW 食品饮料指数走势（截至 2024 年 7 月 1 日）	4
图 2	饮料乳品和白酒在食饮子板块中表现相对占优	4
图 3	2024 年食品饮料板块 PE-Bands	6
图 4	24H1 各类食品饮料线下销售额同比减少（亿元）	7
图 5	24H1 商品房销售面积再创新低（万平方米）	7
图 6	24H1 必需消费品类社零同比增速相对韧性（%）	7
图 7	24 年社零消费增速回落，CPI 仍处低位（%）	8
图 8	中国企业经营多项指数自 24 年 Q1 后再次下行	8
图 9	公募基金对食品饮料行业的配置比例变化（%）	8
图 10	食饮子行业毛利率与净利率对比（%）	9
图 11	主要原材料价格变动（元/吨）	10
图 12	主要包装材料价格变动（元/吨）	10
图 13	生鲜乳价格下行，进口奶粉价格波动较大	10
图 14	油脂类价格仍有下行空间（元/吨）	10
图 15	仓储运输价格较去年同期略降	10
图 16	高端白酒企业不断提高直销渠道营收占比	11
图 17	23-24 年部分酒企开瓶扫码活动	11
图 18	飞天茅台批价逐步企稳（元/500ml 瓶）	11
图 19	贵州茅台业绩韧性犹存（%）	11
图 20	白酒板块正处估值低位	12
图 21	中国移动互联网用户城市占比（%）	13
图 22	农村居民人均食品烟酒支出同比增速长期高于城镇（%）	13
图 23	下沉市场互联网用户对食饮品类的内容关注度较高	13
图 24	商超门店减少，仓储会员店增长较快（个）	13
图 25	直播电商市场快速发展	13
图 26	2022 年中国咖啡消费者月均消费金额占比	14
图 27	2022 年中国咖啡消费者消费频率占比	14
图 28	2023 年我国服务零售额同比增速表现亮眼	15
图 29	我国餐饮收入规模有望进一步扩大	15
图 30	黄金周出游消费超疫前水平	15
图 31	调味品市场仍维持双位数增速	15
图 32	餐饮连锁化率不断提升	16
图 33	中国调味食品消费者未来购买意愿	16
图 34	华安中证申万食品饮料 ETF 二季度持仓	17
图 35	食品 ETF 二季度持仓	17
图 36	华夏中证细分食品饮料产业主题 ETF 二季度持仓	18
图 37	华宝中证细分食品饮料产业主题 ETF 二季度持仓	18
表 1	近三年申万一级行业涨跌幅差异较大，食饮板块表现相对较弱（%）	5
表 2	食饮细分子行业营收与净利润增速	6
表 3	24H1 白酒产量同比缩减，但营收利润双增	12
表 4	主要食饮行业 ETF 介绍（截至 2024 年 7 月 31 日）	16
表 5	持仓 50% 以上的食饮 ETF 存续情况（截至 2024 年 7 月 31 日）	17

1. 板块复盘：市场超跌调整，经营冲击或将减弱

1.1 食饮表现：指数走势较弱，饮料乳品相对韧性

市场表现来看，食饮指数历经较长时间的超跌调整，目前仍处相对低位。2023Q1 由于市场预期经济复苏与场景恢复利好消费集中释放，食饮指数表现强于大市；Q2-Q4 食饮明显转弱，进入持续下跌阶段至 23 年年底；24 年上半年由于春节消费动销向好、食饮 Q1 业绩稳健增长、五一出游消费增多预期等因素支撑，延续近半年的震荡行情略显企稳回升之态；但 24 年 5 月下旬开启加速回调。23 年 1 月-24 年 6 月食饮板块累计跌幅达 28.99%，较沪深 300 指数超跌 17.61pct，较上证指数超跌 24.48pct。

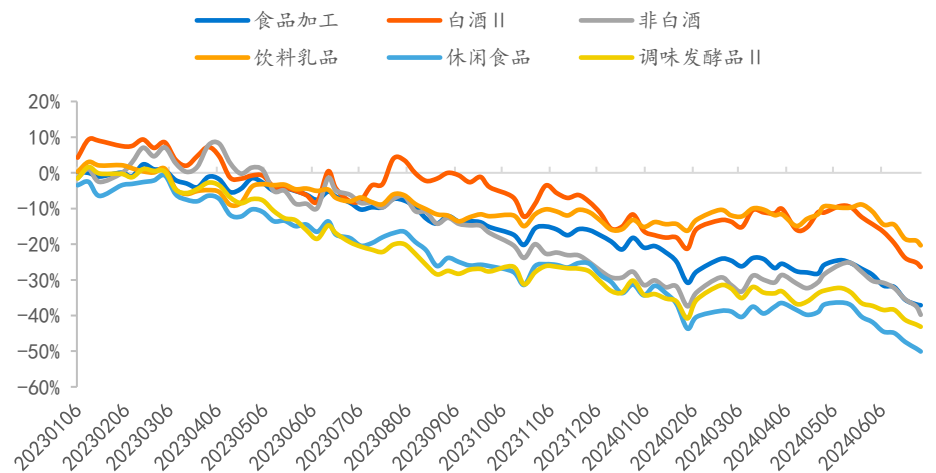
图1 SW 食品饮料指数走势（截至 2024 年 7 月 1 日）



资料来源：iFind，联储证券研究院

分子行业来看，食饮板块中饮料乳品和白酒表现相对占优。自 2023 年至 2024 年 7 月 1 日，食饮子行业累计涨跌幅从高到低分别为饮料乳品(-20.33%)、白酒(-26.39%)、食品加工(-37.12%)、非白酒(-39.79%)、调味发酵品(-43.14%)和休闲食品(-50.09%)。其中，24H1 饮料乳品和酒类整体市场表现较好，累计跌幅在 17%以内；调味品和休闲食品行业经 23 年超跌后，今年上半年的下跌速度有明显放缓。

图2 饮料乳品和白酒在食饮子板块中表现相对占优



资料来源：iFind，联储证券研究院

行业对比来看，近三年食品饮料板块跌幅靠前，市场表现偏弱。2021-2023年食品饮料行业跌幅分别为6.01%/15.12%/14.94%，分别居31个申万一级行业涨跌幅排名的27/13/24位，24年H1跌幅达18.35%。除食品饮料行业外，还有农林牧渔、医药生物、商贸零售、房地产、社会服务和非银金融行业持续三年半下跌，反映消费增长降温与投资活动低迷。

表1 近三年申万一级行业涨跌幅差异较大，食品饮料表现相对较弱（%）

	2021年	2022年	2023年	2024H1
农林牧渔	-4.93	-11.43	-13.13	-13.83
基础化工	37.19	-19.08	-14.69	-14.87
钢铁	34.06	-23.78	-8.18	-9.67
有色金属	40.47	-20.31	-8.70	4.10
电子	16.04	-36.54	7.25	-12.17
家用电器	-19.54	-20.95	3.77	4.68
纺织服饰	3.39	-14.66	0.34	-19.49
轻工制造	11.65	-20.04	-7.25	-23.07
医药生物	-5.73	-20.34	-7.05	-23.23
公用事业	31.38	-16.36	-1.16	13.84
交通运输	2.57	-3.41	-15.63	1.17
房地产	-11.89	-11.17	-26.39	-22.18
商贸零售	-4.60	-7.08	-31.30	-25.02
社会服务	-10.27	-2.23	-22.01	-25.83
综合	13.81	10.57	-12.23	-34.16
建筑材料	4.46	-26.13	-22.64	-15.20
建筑装饰	16.39	-10.96	-5.37	-11.60
电力设备	47.86	-25.43	-26.19	-19.83
国防军工	11.17	-25.30	-6.79	-15.27
计算机	1.37	-25.47	8.97	-29.42
传媒	-0.47	-26.07	16.80	-24.28
通信	3.05	-15.60	25.75	1.91
银行	-4.58	-10.47	-7.89	17.42
非银金融	-17.55	-21.34	-2.67	-11.67
汽车	17.20	-20.13	3.29	-6.79
机械设备	14.83	-20.74	3.31	-18.04
煤炭	39.60	10.95	4.12	10.06
石油石化	20.25	-13.93	4.32	7.67
环保	20.64	-22.84	-7.04	-17.42
美容护理	0.13	-6.74	-32.03	-19.11
食品饮料	-6.01	-15.12	-14.94	-18.35
食品饮料排名	27/31	13/31	24/31	20/31

数据来源：iFind，联储证券研究院

基本面：食品饮料上市公司经营稳健，疫情冲击影响逐步减退。2010-2023年食品饮料上市公司总营业收入3年CAGR为9.76%，归母净利润3年CAGR为14.22%。2023年食品饮料上市公司总营收为10279.08亿元，同比增长8.08%；归母净利润为2056.47亿元，同比增长17.33%。行业整体增收也增利，经营情况稳健，但营收增长弱于利润增长，反映该阶段的增长主要供给端优化驱动。其中，23年非白酒、休闲食品和调味品的利润增速改善明显。

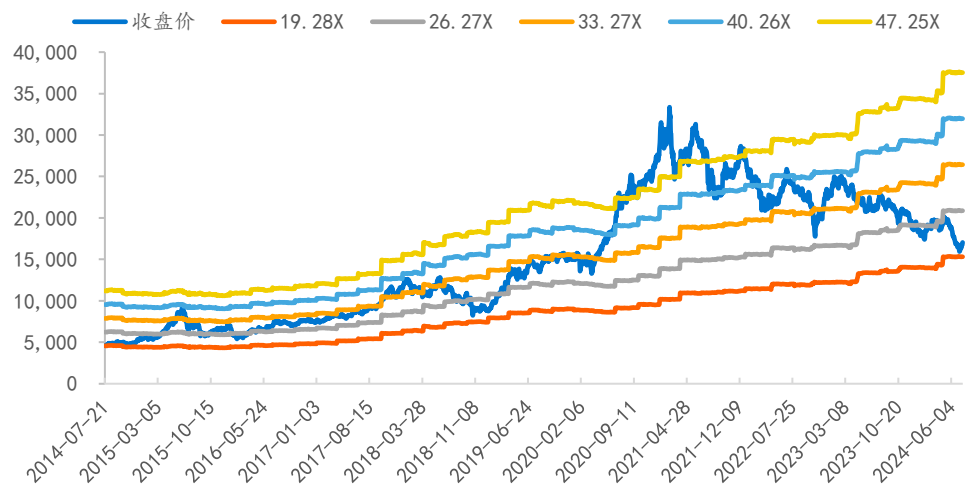
表2 食品饮料行业营收与净利润增速

指数	营收增速 (%)		归母净利润增速 (%)	
	2023 年同比	2020-2023 年 CAGR	2023 年同比	2020-2023 年 CAGR
食品加工	3.13%	-27.28%	-21.62%	-39.57%
白酒	15.97%	16.48%	18.88%	19.00%
非白酒	6.89%	7.72%	40.25%	17.89%
饮料乳品	2.58%	11.12%	18.76%	21.14%
休闲食品	4.00%	8.21%	19.33%	-10.23%
调味发酵品	2.27%	-2.66%	22.10%	-2.55%
食品饮料	8.08%	9.76%	17.33%	14.22%

数据来源：Wind，联储证券研究院

估值：食品饮料行业经历深度回调，估值仍处低位震荡。截止 24 年 7 月 1 日，申万食品饮料指数 PE-TTM 已跌至 20.72 倍，估值连续 8 个月处于 10 年期 25%分位数以下。相较于疫情前 2019 年的平均估值 30.27 倍，现估值水平也已回落到安全区间，具有较强支撑性。

图3 2024 年食品饮料板块 PE-Bands



资料来源：iFind，联储证券研究院

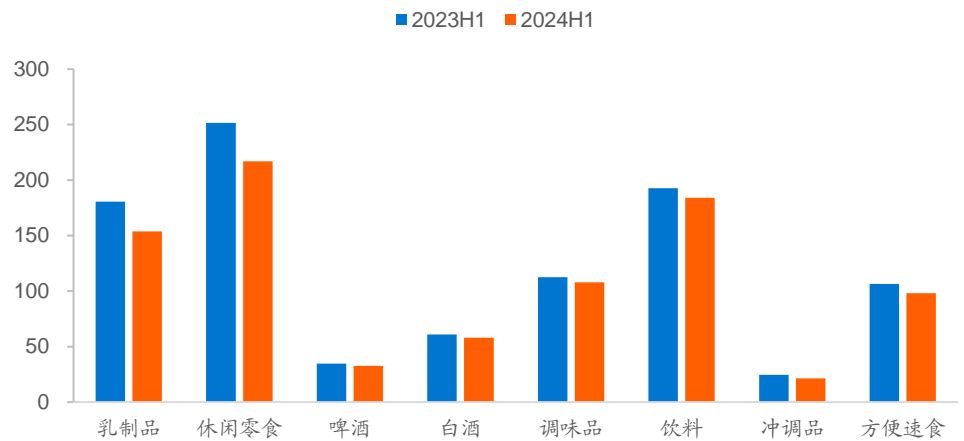
1.2 原因复盘：预期内的增长压力与超预期的资金降温

我们认为，2024 年上半年食品饮料板块超跌背后市场供需两端均有原因可寻：

(1) 需求端增长速度放缓，消费习惯变化。

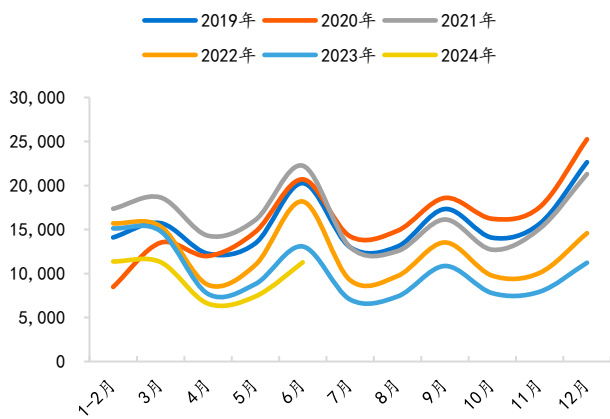
- ① 消费量方面，食品饮料行业消费量较疫情期间有所改善，但由于经济恢复较慢，多项消费品销量增速不及预期。2024 H1 房地产销售面积累计仅 4.8 亿平方米，再创新 6 年来新低，地产拖累影响持续，消费信心偏弱，从社零结构来看，刚需类消费品相对韧性，可选类增长分化较大。
- ② 终端价格方面，居民储蓄意愿增强，向消费转化少，消费升级出现放缓迹象。24H1 我国新增人民币存款 11.46 万亿元，存款余额达 295.72 万亿元，同比增长 6.1%，但社零总额 23.6 万亿元，同比增长仅 3.7%，消费意愿不强；与此同时，CPI 持续低位，不到 1%，消费升级趋势有明显放缓，高性价比消费更受欢迎。

图4 24H1 各类食品饮料线下销售额同比减少（亿元）



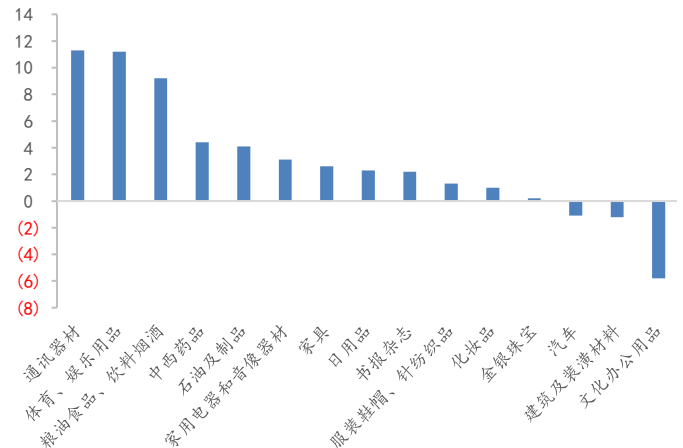
资料来源：iFind，马上赢，联储证券研究院

图5 24H1 商品房销售面积再创新低（万平方米）



资料来源：iFind，联储证券研究院

图6 24H1 必需消费品类社零同比增速相对韧性（%）



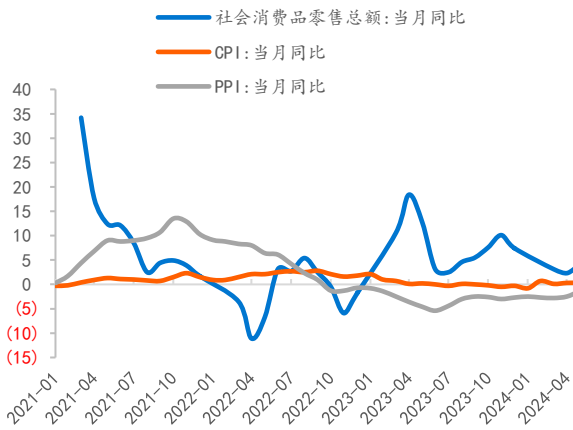
资料来源：iFind，联储证券研究院

(2) 供给端缓慢改善，扩张动力不足。

- ① 产量和库存方面，库存高位有所缓解，但在消费趋弱环境下，供给端改善仍有一定压力。一方面，我国企业经营多项指数自 24 年 Q1 后再次下行，显示多数企业盈利承压、预期偏弱，供大于需的市场环境下，产业投资扩产行为减少；另一方面，从传统商超到直播电商、仓储式会员店、社区团购等渠道的调整，从单一产品到产品矩阵的构建，从存量高增长到二次增长曲线的尝试，应对新的消费趋势，企业渠道和产品结构面临调整阵痛。
- ② 成本方面，23 年多项主要生产原料和包装材料价格同比下降，但由于饮食企业的上游采购多在期初签订半年至一年的锁价合同，因此成本下降带来的利润率改善具有一定的滞后性。

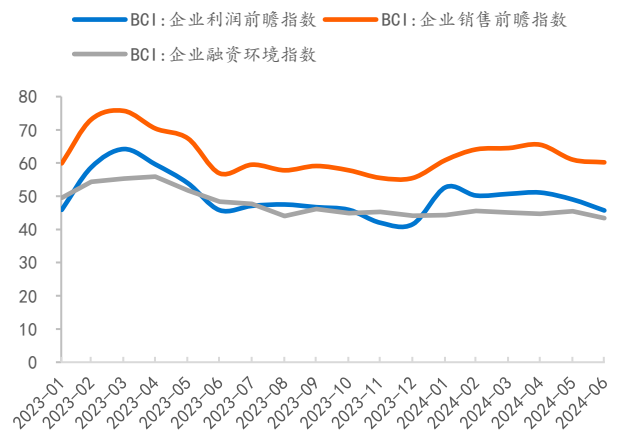
此外，以小微盘出清带动的整体市场调整和高估值个股持仓资金的持续降温，也促使了食品饮料板块的超预期下跌。市场整体来看，流动性相对低迷，无风险收益率和风险偏好降低，小微股上半年下跌约 30%，低估值、高分红的公司更受资金的追捧。截至 24Q2，公募基金食品饮料行业的配置比例已降至 13.47%，创 2019 年来的新低，市场悲观预期逐步释放。

图7 24年社零消费增速回落，CPI仍处低位（%）



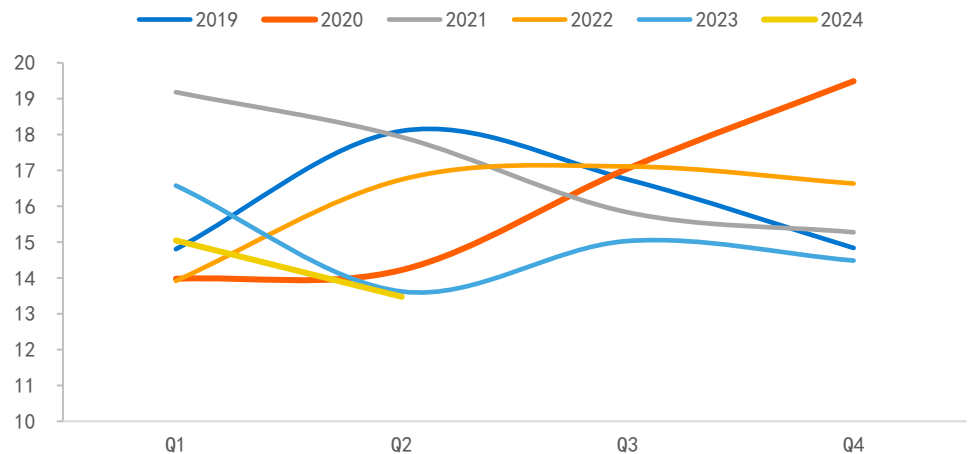
资料来源：iFind，联储证券研究院

图8 中国企业经营多项指数自24年Q1后再次下行



资料来源：iFind，联储证券研究院

图9 公募基金对食品饮料行业的配置比例变化（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

1.3 未来展望：压制因素影响减弱，确定性价值仍存

前期压制因素影响逐步减弱，市场供需端均有机可寻。（1）需求端来看：①政策支持下经济有望加快恢复，地产拖累逐步减弱，消费信心改善，24年社零有望持续增长，带动食品饮料行业规模增长持续；②消费升级虽有降速，但消费分化趋势愈发明显，品质升级与性价比消费互促共存，因此高端品价格有支撑、大众品消费量增长有动力。（2）供给端来看：行业已迈过成本高位、库存高位、供应链恢复的艰难时刻，受益于成本下降、库存去化、渠道建设相对完备、市场集中度提升等因素的影响，行业利润率或有改善。

行业增速放缓是主基调，但穿越周期的确定性价值仍存。伴随经济中枢下移（相对于疫前水平），餐饮行业增速放缓或将成为主基调，但估值重塑过后，2024年下半年有望在结构性改善的业绩增长中实现估值修复。其中，白酒可期精细化管理能力提升带来的量价企稳机会，大众品可期由成本下降带来的利润率改善机会；贵价产品类有望驱动品质升级，中等价位产品有望放量，低价位产品有望承接消费升级。

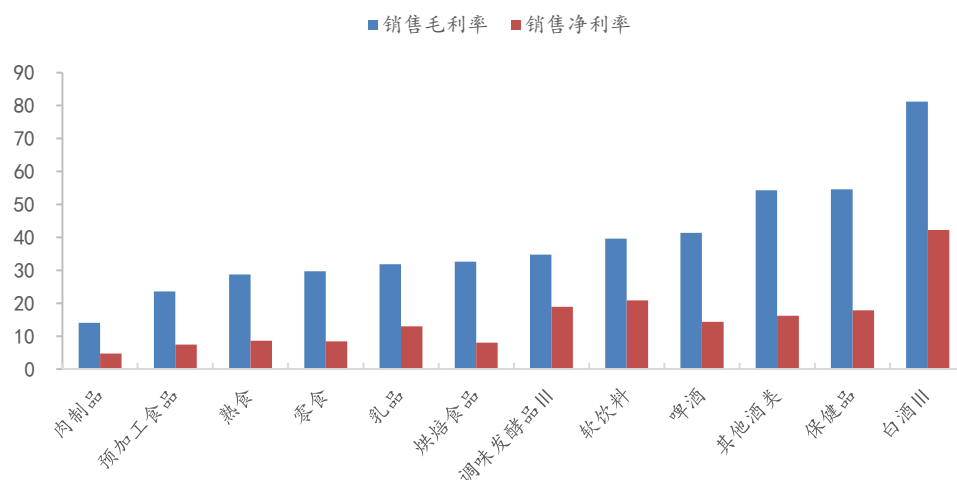
我们认为，目前食饮板块整体处于估值相对低位，投资性价比较高，预计24年下半年伴随消费刺激政策加码（以24.8.3国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》为例）与基本面改善，餐饮行业将持续稳健增长，有相关持仓的ETF基金具有长期配置价值。

2. 饮食机会：大众品改善明显，白酒有望触底回升

2.1 成本下降带来的利润率提升：啤酒、乳品、调味品

成本下降逐步显化，成本敏感型大众品更有受益。食饮子行业中，食品加工、饮料乳品、调味品和啤酒的毛利率偏低，24年一季度均不到45%，其中，啤酒、乳品和调味品市场规模效应比较明显、竞争格局相对稳定。2021年以来啤酒、调味品行业龙头纷纷以提价举措应对上游涨价压力，饮料乳企、休闲零食多以产品创新为主应对，24年H2将更多受益于包材和原料价格的下降，叠加前期提价和渠道调整，经营利润的改善或将逐步显现。

图10 食饮子行业毛利率与净利率对比（%）

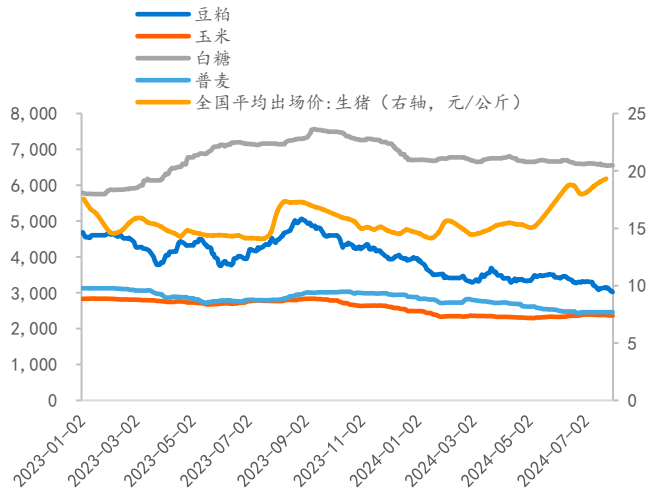


资料来源：iFind，联储证券研究院

饮食行业上游的产品价格跌多涨少，切实改善企业经营利润。大众品生产成本中原料和包材占比较高，通常超70%，其价格变动对利润影响较大。截至24年6月底，除生猪价格较23年均价上涨17.6%外，豆粕、玉米、白糖、小麦等原材料价格均分别下跌了23.4%/12.9%/3.3%/16.4%；主要包装材料除铝较23年均价上涨7.8%外，瓦楞纸、玻璃、PET等价格均有下跌，跌幅在3%-12.5%之间不等。对应啤酒、调味品行业或有利润改善，肉制品成本压力加大。奶类中生鲜乳价格下跌较多，较23年均价下跌14.2%，奶粉进口单价下跌1.3%，对应乳品行业的产品策略变化，低温鲜奶和乳制品市场的参与者增多。植物油脂中棕榈油价格小幅上涨3.6%，菜籽油和豆油分别下跌11.3%/7.3%，预计Q3在供给相对宽松的市场环境下价格有进一步下行空间，对应食品加工行业龙头有望释放利润空间。

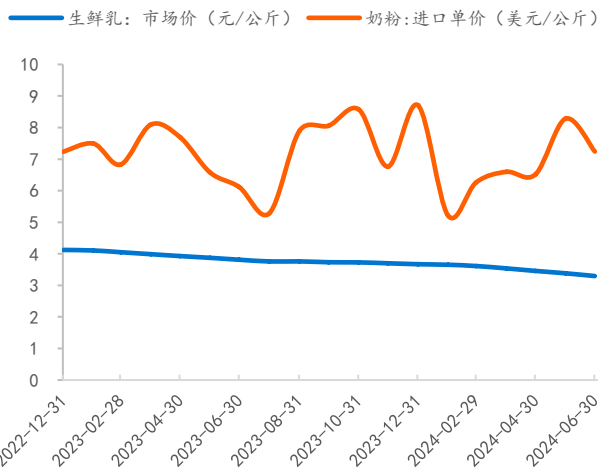
国内仓储运输价格中枢下行，预计Q3仍将低位震荡。24年1-6月我国公路运输物流运价指数月同比均有下降，仓储收费价格指数近一年也持续下跌趋势。仓储运输旺季通常是春节假期前后，由于目前消费需求仍偏弱，预计价格在公历年内维持低位震荡的可能性较大。

图11 主要原材料价格变动（元/吨）



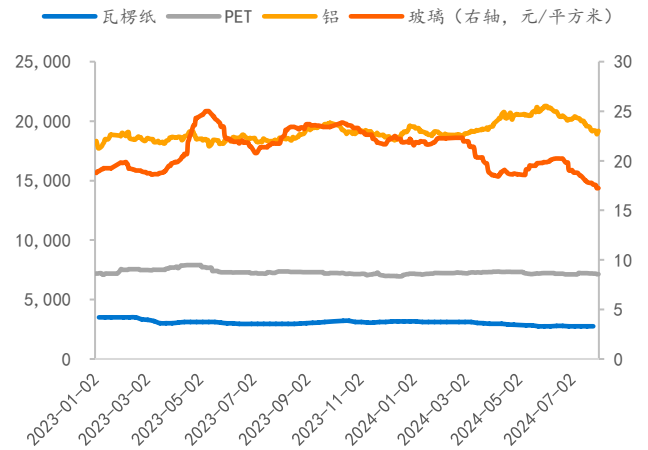
资料来源：国家发改委，生意社，联储证券研究院

图13 生鲜乳价格下行，进口奶粉价格波动较大



资料来源：iFind，联储证券研究院

图12 主要包装材料价格变动（元/吨）



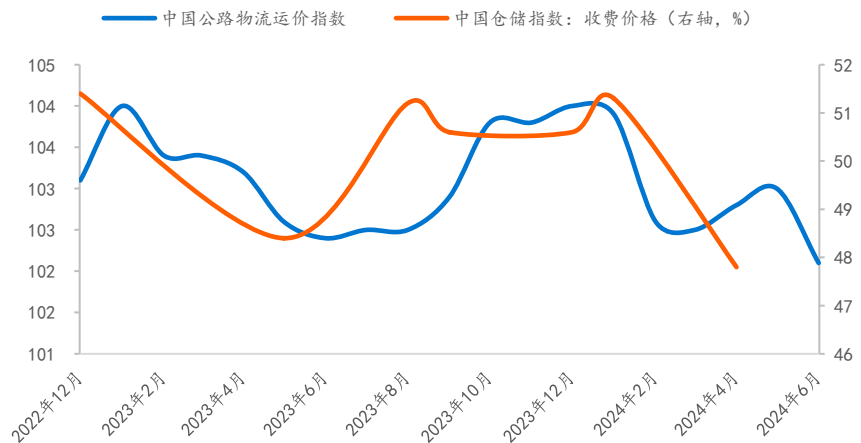
资料来源：iFind，生意社，联储证券研究院

图14 油脂类价格仍有下行空间（元/吨）



资料来源：iFind，联储证券研究院

图15 仓储运输价格较去年同期略降

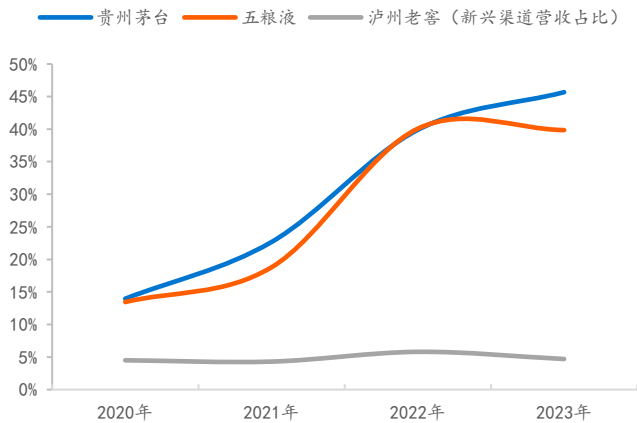


资料来源：中国物流信息中心，联储证券研究院

2.2 管理升级带来的业绩韧性体现：白酒

高端白酒管理升级，批价波动不改业绩韧性。24年H1名酒的终端消费价波动变大，地产下行与内需不振为酒企挺价带来压力，但短期批价波动对竞争格局影响不大，高端白酒凭借自身品牌力和管理升级仍可保持稳健经营。一方面，酒企纷纷自建平台，扩大直销渠道营收占比，归拢渠道利润；另一方面，通过提升数字化精细管控能力，以扫码赢现金奖励等方式鼓励开瓶消费、控窜货，以广告营销、创新包装、低度化等方式在新消费主力中培育消费习惯。

图16 高端白酒企业不断提高直销渠道营收占比



资料来源：iFind，联储证券研究院

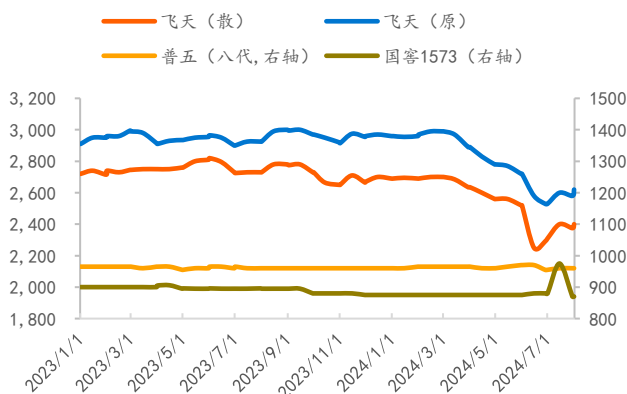
图17 23-24年部分酒企开瓶扫码活动

产品	活动内容
五粮液 1618	中奖率 100%，奖金分为 30 元、100 元、200 元、2000 元和 20000 元五档
国窖 1573	中奖率 100%，奖金分为 20 元、50 元、100 元、1573 元和 15739 元五档
贵州珍酒	六个瓶盖可再兑一瓶
山西汾酒	通过“汾享礼遇”导入红包扫码体系
洋河海之蓝	中奖率 100%，现金红包 4.9-666 元不等，还有机会获得“再来一瓶”的奖励
舍得酒	中奖率 100%，有机会获得 20g、5g 舍得定制足金生肖金条或 666、100、99.9 元现金红包等奖励
四特十五年	中奖率 100%，有机会获得 2.5L 装十五年一瓶或 88.88、48.88、28.88、5.88 元现金红包

资料来源：iFind，联储证券研究院

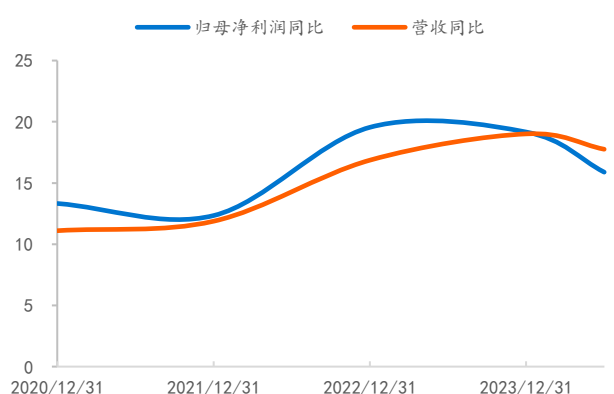
飞天茅台批价已逐步企稳回升，上半年顺利完成过半经营任务。以茅台的价格变动来看，24Q1 由于多平台、多类型的产品出货量同比增加（或因企业业绩压力与省级财政压力传导），批价承压，企业从挺价控量为主转向控价放量。Q2 飞天茅台批价下行较多，一受需求维稳而供给多增影响；二受渠道经销商恐慌抛售加成；三受 618 年中购物节多平台打折促销活动影响，对茅台股价形成一定冲击，带动白酒板块回调。Q3 以来，伴随动销好转，白酒市场逐步企稳，茅台一方面发布半年度报告，营收 819.31 亿元，同比增长 17.76%，扣非净利润 416.7 亿元，同比增长 15.92%，业绩增长韧性十足；另一方面，规划 24-26 年现金分红，每年分配现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 75%，有效提振市场信心。展望 Q4，我们认为茅台批价回升至原高点存在压力，原箱价向指导价靠近可能影响市场信心，但在后续白酒消费旺季来临、公司控货控价的精细化管理，以及拓展联名新品（茅台+）业务的提振下，全年经营目标实现问题不大。

图18 飞天茅台批价逐步企稳（元/500ml 瓶）



资料来源：今日酒价，联储证券研究院

图19 贵州茅台业绩韧性犹存 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

供需调整仍在持续，全国性的大众、中端价格带白酒或有亮眼表现。据中酒协 24 白酒中期报告，2024 年 1-6 月白酒市场产量同比缩减 5.1%，为后续市场库存去化与供需平衡创造一定基础；营收、利润仍分别实现 9.7%、7.5% 的同比增长，显示消费韧性仍存；经销商、零售商反馈市场动销最好的前三价格带分别为 300-500 元、100-300 元、100 元及以下，可见在消费分层的背景下，对性价比、质价比消费的偏好将推动 100-300 元、300-500 元价格带接力成长。

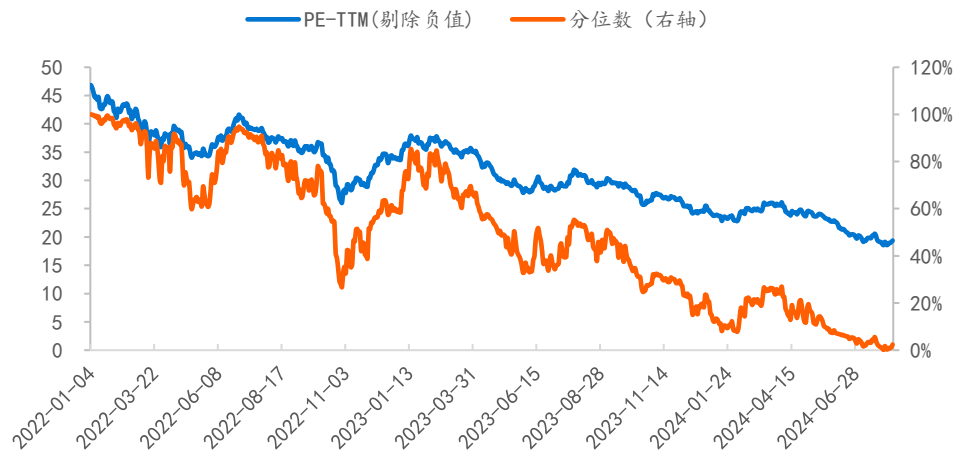
表3 24H1 白酒产量同比缩减，但营收利润双增

	白酒	同比	酿酒行业	同比
产量（万千升）	629	-5.10%	6131	1.10%
销售收入（亿元）	7563	9.70%	10802.6	9.30%
利润总额（亿元）	2328	7.50%	2628.2	7.60%

数据来源：中国酒业协会，联储证券研究院

板块估值回调充分释放风险预期，双节消费旺季来临有望推动估值修复。2022 年以来，白酒行业整体表现不佳，受地产周期下行冲击较大。前期表现在商务消费不足上，所以茅台虽挺价，但五泸出现批价倒挂持续一年有余；中期表现在一线城市二手房成交价格下行，提示较大资产损失风险，投资者保值情绪高，更青睐于黄金类贵金属投资，茅台作为收藏品的囤货消费变少；后期白酒企业分化可能加大，伴随消费旺季来临、内需持续修复、酒企渠道精细化管控能力增强等白酒行业环境改善，多数酒企经营目标的实现应该问题不大。截至 2024 年 8 月 9 日，白酒板块 PE-TTM（剔除负值）仅 19.37 倍，居 2022 年来历史分位数的 2.38%，市场悲观预期得到较为充分的释放，建议关注后续估值修复带来的行情机会。

图20 白酒板块正处估值低位

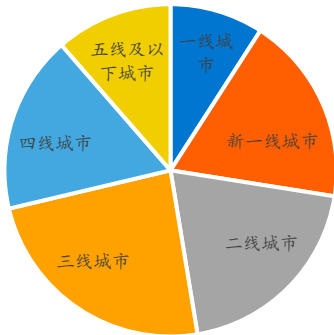


资料来源：iFind，联储证券研究院

2.3 消费分化带来的下沉市场扩容：休闲零食、饮料乳品

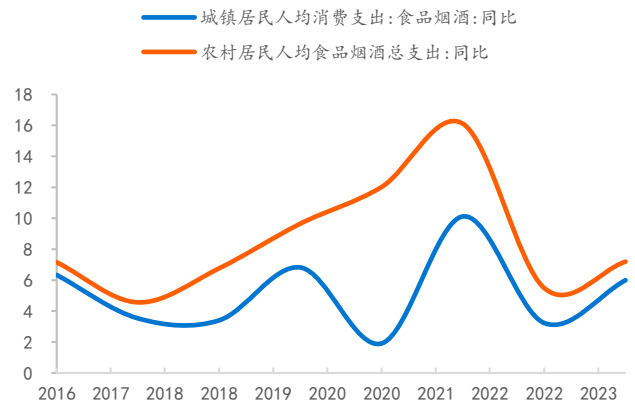
消费升级放缓背景下，下沉市场机会显现。一方面，三线及以下城市和乡镇农村地区人口占全国总人口数 70% 以上，叠加近年来一二线城市的人口回流，下沉市场消费群体庞大，且农村居民人均食品烟酒支出同比增速长期高于城镇，消费潜力犹待开发；另一方面，下沉市场的中国移动互联网用户占比达 52.6%，除产地限制的生鲜和必需的粮油调味外，用户对休闲零食和饮料乳品的关注度也高达 80% 以上，居民线上消费习惯培育愈发成熟。与此同时，伴随新兴销售渠道和交通运输网络的发展完善，渠道转型基本完成，产品下沉成本缩减，为供给端主动开拓下沉市场增添动力。

图21 中国移动互联网用户城市占比 (%)



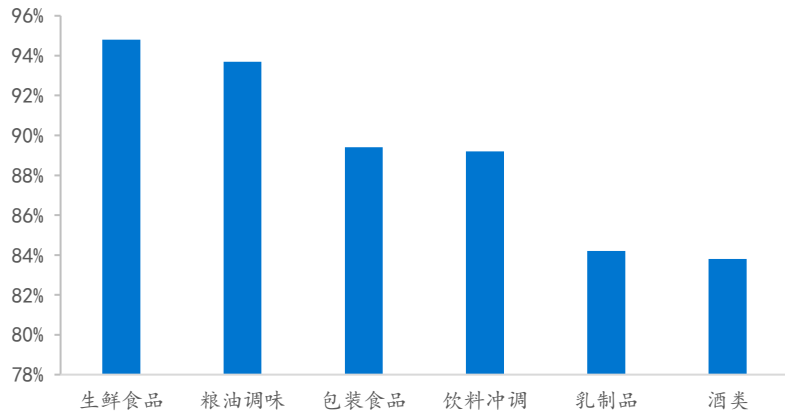
资料来源: QuestMobile 2024 年 3 月, 联储证券研究院

图22 农村居民人均食品烟酒支出同比增速长期高于城镇 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

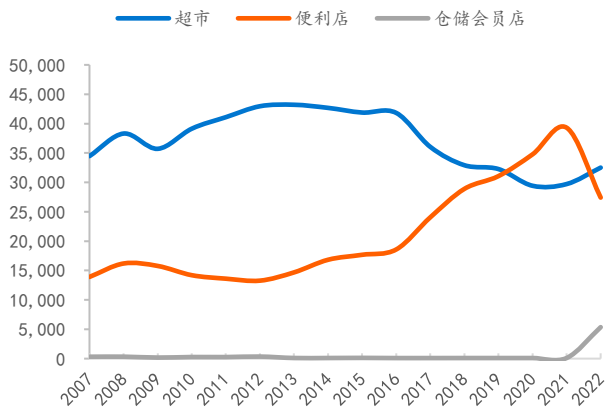
图23 下沉市场互联网用户对食品类的内容关注度较高



资料来源: QuestMobile 2024 年 3 月, 联储证券研究院

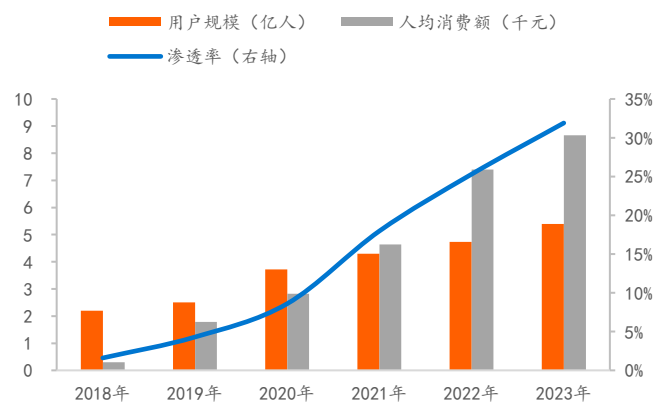
注: 内容关注度: 浏览过该品类相关内容的目标用户占浏览该品类所在一级品类相关内容目标用户的比例。

图24 商超门店减少, 仓储会员店增长较快 (个)



资料来源: 国家统计局, 联储证券研究院

图25 直播电商市场快速发展



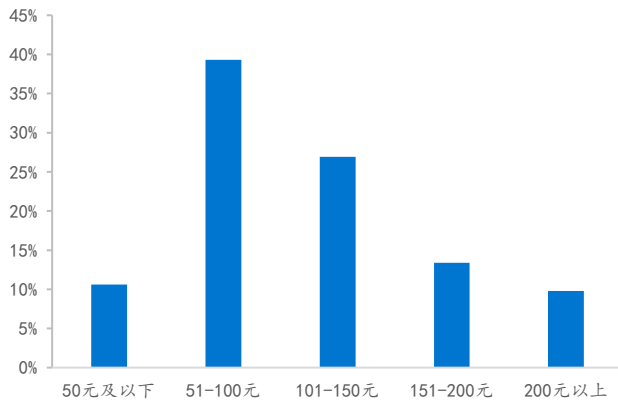
资料来源: 《2023 年度中国直播电商市场数据报告》, 网经社, 联储证券研究院

注: 直播电商渗透率=直播电商交易规模/网络零售交易规模

成瘾性品类有望实现销量增长, 品质升级带来价格提升空间。类比日本在 1991-2000 年地产下行时期的消费特点来看, 饮料乳品和休闲零食或将迎来较好的发展机遇。一是这些消费产品的单位价值量偏低 (不超 20 元)、消费频次相对较高 (每周 2 次以上)、“口红效应”明显, 以我国咖啡市场为例, 22 年月均消费金额在 150 元以下的消费者占比达 76.8%, 消费频率超每周一杯的占 80.5%。饮料乳品和休闲零食容易形成消费习惯,

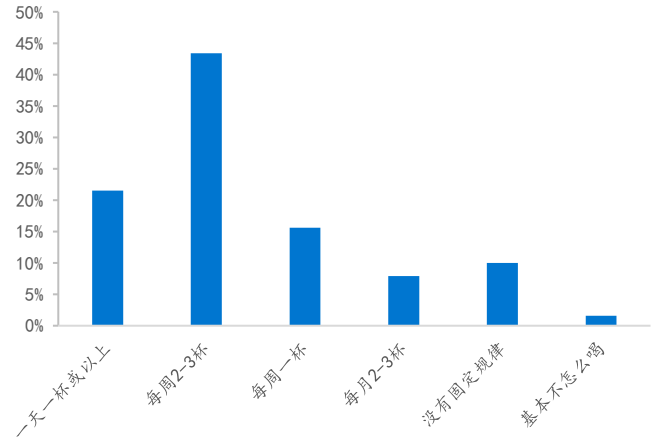
产品销量有望稳中有增。二是这些细分产品的研发拓展相对容易，通过功能化/风味化添加或是减糖减脂的方式可以创新产品，满足消费者的尝新需求和日益提升的健康需求，以品质升级带来价格提升空间。三是经过近年来的市场竞争与疫后出清，品牌格局雏形已现，行业发展环境有边际改善。

图26 2022年中国咖啡消费者月均消费金额占比



资料来源：艾媒咨询，联储证券研究院

图27 2022年中国咖啡消费者消费频率占比



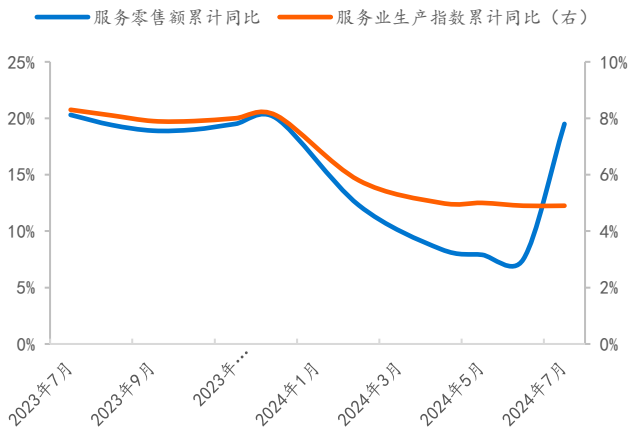
资料来源：艾媒咨询，联储证券研究院

2.4 文旅热度带来的餐饮市场复苏：调味品、食品加工

出游环境支持与内在需求驱动下，服务消费增长亮眼。2023年我国服务零售额同比增长20%，远超社零增长7.2%，餐饮收入也恢复较快，同比增长20.4%。一方面，有政策持续鼓励的外在推动，国家发改委频频发声，2022年11月提“服务消费是扩大消费新引擎”、2023年8月提“增强服务消费对扩大消费的带动作用”，2024年8月国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》，因此，各地以特色美食、演唱会、音乐节、网红景点宣传等方式推动文旅发展的重视程度较高；另一方面，是消费者对于出行自由和服务体验的内在追求在新冠疫情期间不断孕育，叠加疫后商品房、汽车等大件资产降价贬值，相对于“延迟满足”，“及时行乐”或已成为了多数主力消费群体的选择。2024年五一黄金周接待游客2.95亿人次，旅游总收入1668.9亿元，均超过2019年疫情前水平，但接待游客的平均收入565.7元/人次，低于2019年603.4元/人次，再次验证性价比消费、理性消费成为现下主流消费趋势之一。

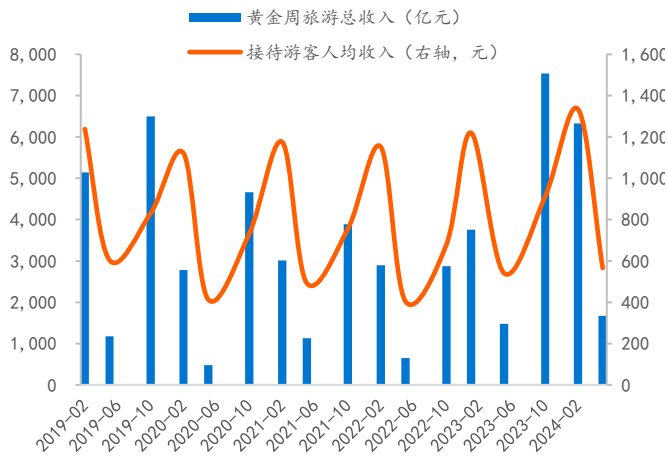
文旅热度推动餐饮市场加快复苏，餐饮供应链将有受益。以调味品市场为例，在2020年囤货消费猛增和2021-2022年的去库存后，伴随2023年餐饮收入大幅增长，调味品市场规模增至5923亿元，同比增速也回升至15.4%。

图28 2023 年我国服务零售额同比增速表现亮眼



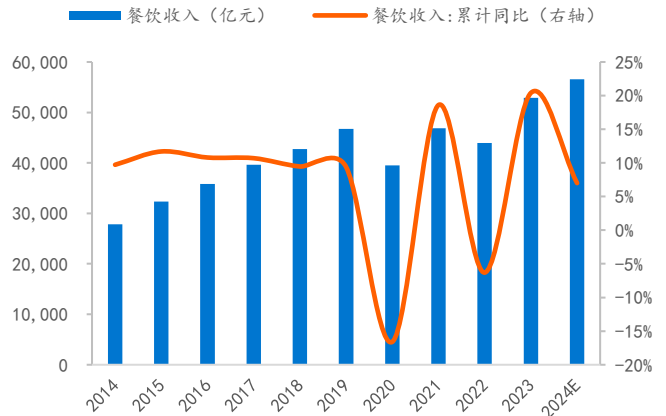
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图30 黄金周出游消费超疫前水平



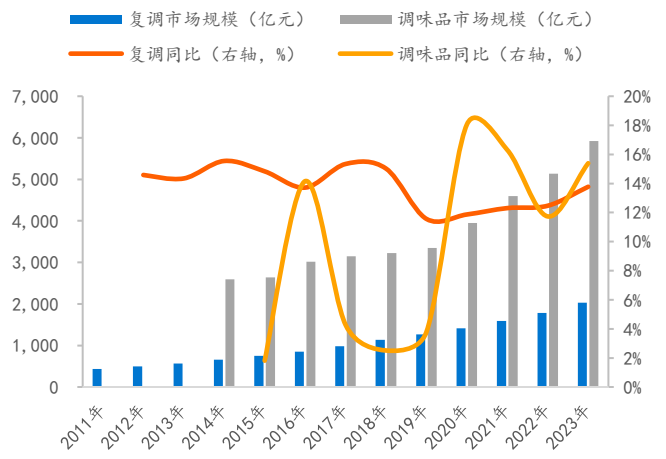
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图29 我国餐饮收入规模有望进一步扩大



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

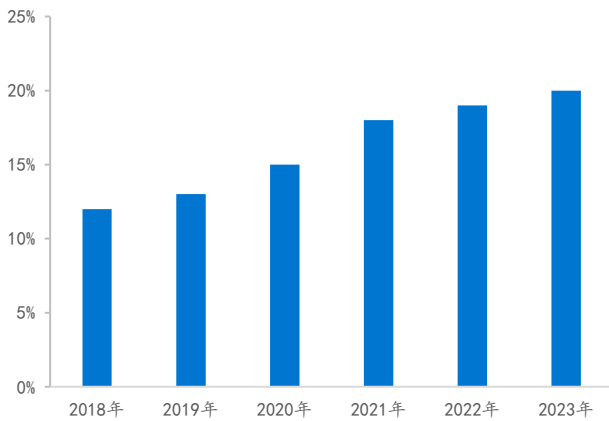
图31 调味品市场仍维持双位数增速



资料来源：艾媒咨询，华经产业研究院，联储证券研究院

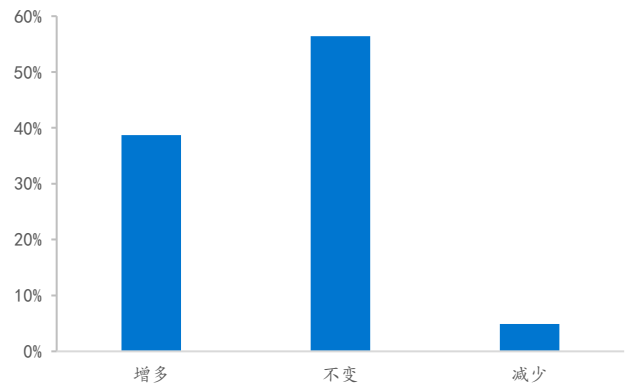
BC 两端需求增多，有望促使餐饮供应链快速革新。B 端方面，伴随餐饮的连锁化发展，预制化、标准化的复合调味品及深加工菜肴需求增多。我国餐饮连锁化率已从 2018 年的 12% 提升至 2023 年的 20%。C 端方面，家庭消费主力转至 80-90 后人群，新世代工作时间较长，外卖和外食频率高，因此厨艺锻炼机会较少，对于高品质复合调味品（如火锅底料、小龙虾调味料、卤料包等）与新鲜食材的需求增多。据艾媒咨询数据显示，中国调味食品消费者未来购买意愿增多者占 38.7%，减少仅占 4.9%。就目前来看，调味品行业的龙头企业也向食品加工环节有所拓展，餐饮供应链的完善和革新有望成为推动餐饮行业发展的新动力。

图32 餐饮连锁化率不断提升



资料来源：美团，番茄资本，联储证券研究院

图33 中国调味品消费者未来购买意愿



资料来源：艾媒咨询，联储证券研究院

3. 餐饮 ETF：持仓规模大、子行业覆盖广或遇良机

3.1 基金数量较多，成立时间较长

餐饮 ETF 数量较多，成立时间较长，管理稳健。餐饮行业持仓占比超 50% 以上的 ETF 基金 10 只有余，多数成立时间较长、规模相对较大，投资经理管理经验较丰富。在下表列示出的 16 只 ETF 基金中，平均存续时间超 4 年，平均发行规模超 6 亿元，平均投资经理年限约 6 年，且超半数基金管理公司曾获金牛奖，基金管理风险偏低，费率不高。

表4 主要餐饮行业 ETF 介绍（截至 2024 年 7 月 31 日）

名称	代码	餐饮持仓比例	基金经理	投资经理年限	成立时间
华安中证申万食品饮料 ETF	516900.SH	100.00%	刘璇子、倪斌、马丁	3.74	2021/4/16
食品 ETF	159862.SZ	96.86%	李宜璇、王帅	6.61	2021/10/26
华夏中证细分食品饮料产业主题 ETF	515170.SH	96.81%	徐猛	11.32	2020/12/30
华宝中证细分食品饮料产业主题 ETF	515710.SH	96.65%	蒋俊阳	4.04	2020/12/24
招商国证食品饮料 ETF	159843.SZ	96.24%	刘重杰、侯昊	6.25	2021/1/25
天弘中证食品饮料 ETF	159736.SZ	94.84%	沙川	6.4	2021/9/9
华夏消费 ETF（消费 30ETF）	510630.SH	87.39%	司帆、赵宗庭、荣膺、王路	3.07	2013/3/28
博时主要消费 ETF	159672.SZ	72.30%	唐屹兵	2.03	2023/3/23
汇添富中证主要消费 ETF	159928.SZ	72.29%	过蓓蓓、吴振翔、汪洋	9	2013/8/23
南方中证主要消费 ETF	159689.SZ	73.17%	李佳亮	7.99	2023/3/3
嘉实中证主要消费 ETF	512600.SH	72.10%	刘珈吟、王紫菡、李直、何如	8.36	2014/6/13
富国中证消费 50ETF	515650.SH	44.26%	王乐乐	4.8	2019/10/14
工银瑞信中证消费龙头 ETF	159520.SZ	41.94%	史宝琬	2.66	2023/10/19
华宝消费龙头 ETF	516130.SH	41.93%	胡洁	11.79	2021/9/28
富国中证新华民族品牌工程 ETF	561130.SH	28.43%	蔡卡尔	7.57	2021/9/27
粮食 ETF	159698.SZ	12.59%	陈龙	8.13	2023/7/26

数据来源：iFind，联储证券研究院

3.2 规模略有缩减，从连续减持向增持转变

基金规模略有缩减，从连续减持向增持转变。餐饮行业整体近一年半以来经历了较大的估值回撤，ETF 也相应有 30-80% 的净值回撤，基金规模有所缩减，但就各餐饮

ETF24Q2 的调仓来看，多只基金已有从连续减持、减持转为增持的操作，交易热度边际改善。结合 A 股市场整体投资情绪与食品饮料行业低估值、稳经营的现状来看，净值提升近在咫尺，做大做强久久为功。

表5 持仓 50%以上的食品饮料 ETF 存续情况（截至 2024 年 7 月 31 日）

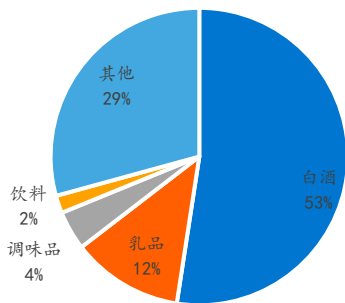
名称	单位基金净值（元）	基金份额（百万份）	成立时间	24H1 涨跌幅	最大回撤
华安中证申万食品饮料 ETF	0.57	46.23	2021/4/16	-14.95%	-49.65%
食品 ETF	0.63	55.50	2021/10/26	-14.24%	-43.89%
华夏中证细分食品饮料产业主题 ETF	0.53	4,651.76	2020/12/30	-14.37%	-50.80%
华宝中证细分食品饮料产业主题 ETF	0.57	1,300.10	2020/12/24	-13.96%	-48.84%
招商国证食品饮料 ETF	0.60	286.46	2021/1/25	-14.58%	-47.53%
天弘中证食品饮料 ETF	0.64	6,788.39	2021/9/9	-17.11%	-46.73%
华夏消费 ETF（消费 30ETF）	0.86	253.36	2013/3/28	-8.52%	-50.14%
博时主要消费 ETF	0.73	94.89	2023/3/23	-11.61%	-30.97%
汇添富中证主要消费 ETF	0.77	9,950.63	2013/8/23	-11.45%	-50.73%
南方中证主要消费 ETF	0.73	76.15	2023/3/3	-11.65%	-31.09%
嘉实中证主要消费 ETF	0.65	509.16	2014/6/13	-11.49%	-46.85%

数据来源：iFind，联储证券研究院

3.3 投资策略趋同，白酒持仓占一半以上

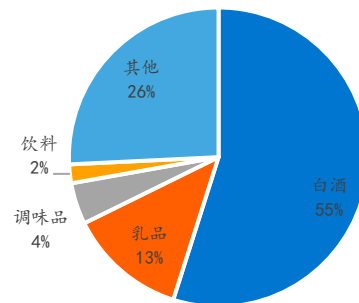
投资策略趋同，白酒持仓占一半以上。观察持仓食品饮料超 80% 的 ETF 基金可以发现，多数对食饮子行业的配置选择相差无几，仅个股重仓程度和交易节奏有所区别。基金配置趋同是因为：一方面受跟踪指数影响，选择范围有限；另一方面，也是一定程度上食品饮料行业实际经营中头部效应在资本市场的投射。

图34 华安中证申万食品饮料 ETF 二季度持仓



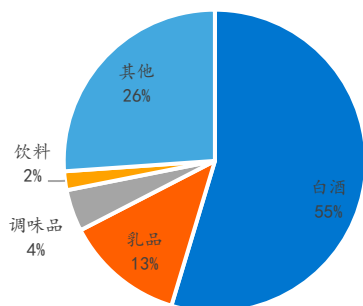
资料来源：iFind，联储证券研究院

图35 食品 ETF 二季度持仓



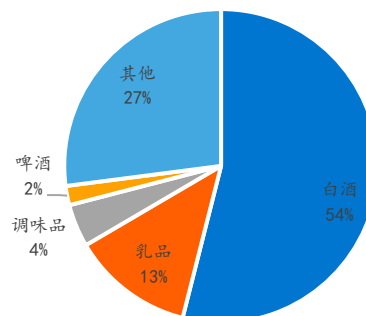
资料来源：iFind，联储证券研究院

图36 华夏中证细分食品饮料产业主题 ETF 二季度持仓



资料来源：iFind，联储证券研究院

图37 华宝中证细分食品饮料产业主题 ETF 二季度持仓



资料来源：iFind，联储证券研究院

4. 投资建议

基于食品饮料行业的长期配置价值，2024年下半年是增配食品饮料ETF的较好时间窗口。一方面，消费低迷态势延续较久，市场情绪已处低点，促内需的政策刺激有望加大，支持需求端恢复，食品饮料行业估值或将逐步修复；另一方面，供给端调整革新的成效有望显化，历经新冠疫情冲击的市场出清后，龙头公司在持续经营与稳健盈利方面都有一定举措，助力后续业绩增长和市占率提升。此外，由于市场目前风险偏好不高、投资者对于上市公司的实际经营情况了解不深、信息不畅，因此食品饮料ETF是均衡资产配置、长期持有获利的不错选择。

食品饮料ETF的选择方面，建议关注个股调仓的灵活性和基金存续的稳定性。食品饮料行业持仓超40%的基金中，一是推荐基金规模较大的，持仓覆盖较广、稳定性和调仓空间较大，如汇添富中证主要消费ETF(159928.SZ)、天弘中证食品饮料ETF(159736.SZ)；二是推荐历史业绩表现相对亮眼的，24年上半年回撤较少显示管理团队对市场反应较快，或受益于行业龙头持仓占比较高，估值修复与利润率弹性较大，如消费30ETF(510630.SH)、华宝消费龙头ETF(516130.SH)。

5. 风险提示

宏观经济下行带来的消费收紧风险、国际关系紧张带来的出海受阻风险、食品安全风险、地缘政治风险等。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦10F
邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心25F
邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
邮编：518000