

食品饮料

2024年11月10日

季末政策刺激催化，食品饮料持仓仍在低位

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张恒玮（分析师）

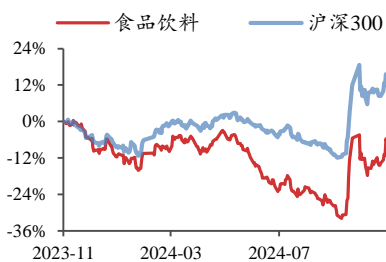
zhangyuguang@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524010001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《三季报整体承压，企业分化加大——行业周报》-2024.11.3

《秋糖气氛平淡，三季报行情开启——行业周报》-2024.10.27

《家电提速推动社零数据回暖，食品饮料仍有压力——行业点评报告》-2024.10.21

● 2024Q3 全市场基金重仓食品饮料比例小幅回升，主动权益基金减配食品饮料

从基金重仓持股情况来看，2024Q3 食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由 2024Q2 的 11.0% 回升至 11.3% 水平，环比回升 0.3pct，仍处于近年来偏低位置。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2024Q3 食品饮料配置比例为 8.2%，和 2024Q2 的 8.6% 相比，下降 0.4pct，说明三季度主动基金减少食品饮料配置。三季度末中央政治局会议发布刺激经济政策，货币及财政政策齐发力，市场对宏观经济预期回暖，表现为国庆节前最后一周市场大盘升温，食品饮料前期回调较多，获得众多资金青睐，当周板块估值大幅提升。进入 10 月以来随着中秋国庆白酒消费不及预期，食品饮料股价出现回调。我们预判四季度末食品饮料持仓情况可能会有环比回落。

● 基金持有数量普遍回升，基金持股总体加仓

（1）从全市场基金持仓食品饮料的股份数量来看，食品饮料 2024Q3 相比 2024Q2 整体的持仓数量增多，基金三季度普遍加配食品饮料公司。（2）食品饮料 2024Q3 持股市值环比 2024Q2 提升 22.6%，有基金总体加仓原因，更多是由于三季度末板块股价有所回升。多数公司基金持仓股份数量与基金持股市值的变化趋势相同，表明基金分化配置食品饮料是普遍性行为，且加减仓的偏好也基本一致。

● 基金十大重仓股中食品饮料维持 2 席

观测 2024Q3 市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料席位维持两席：贵州茅台、五粮液。十大重仓股中消费公司占有三席（除食品饮料公司外，还有家电行业的美的集团）。相比于 2024Q2 的基金十大重仓股中，三季度立讯精密、迈瑞医疗跌出前十，中国平安、比亚迪作为新增公司入选。

● 投资建议：预期反转，低位布局

食品饮料板块三季度前期板块持续向下调整，三季度消费偏淡，消费数据指标如 CPI、社零数据等均未有力表现，终端需求也在低位运行，核心仍是商务消费复苏不及预期，以及居民消费力有待提升。国庆节前随着中央政治局会议召开，经济刺激政策引发催化，宏观经济中期预期转向，带动食品饮料行业板块估值大幅提升。但从基本面来看，中秋国庆节日整体消费表现较弱，白酒终端动销仍面临下滑局面，并且酒厂已经开始弱化回款要求，加大对去库存、促动销的支持力度。白酒需求持续下行引发渠道库存提升，已成为近期白酒常态。而现阶段高库存压力传导至酒厂，多数酒企采取放缓销售进度的方式来为渠道解压，以谋求渠道秩序的良性发展。虽然国家多重利好刺激经济回暖，中长期消费需求预期变得乐观，但短期行业需求未发生转变，当前行业仍面临有效需求不足问题，如果需求切实改善，需要政策落地，对经济形成实质性刺激，进而推动经济活跃度增加与消费者消费力提升。政策传导到基本面尚需时日。我们也需冷静理解产业层面的变化，短期食品饮料公司也面临业绩修正风险。当下板块内部分化加大，龙头凭借品牌与渠道优势仍可保持稳定增长，业绩确定性与持续性较强。在短期基本面底部，中期展望乐观的背景下，食品饮料板块建议加大关注，逢低布局。

● 风险提示：宏观经济下行、消费需求放缓、原料价格上涨、食品安全风险

目 录

1、 2024Q3 全市场小幅加配食品饮料，主动权益基金减配.....	3
2、 基金持仓股份数量回升，基金持股食品饮料总体加仓.....	5
3、 投资建议：预期反转，低位布局.....	6
4、 风险提示.....	8

图表目录

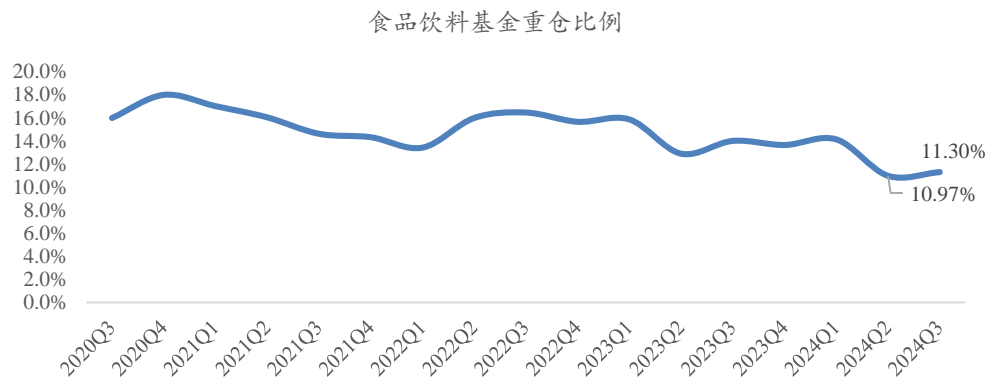
图 1： 2024Q3 全市场基金重仓食品饮料比例环比回升至 11.3%水平.....	3
图 2： 2024Q3 食品饮料板块涨 20.3%，排名 11/31.....	3
图 3： 7.1-9.23 食品饮料板块下跌 11.4%，排名 27/31.....	3
图 4： 2024Q3 多数白酒公司的基金持仓增加.....	4
图 5： 2024Q3 多数白酒公司的基金持仓市值变动为正.....	4
图 6： 2024Q3 白酒重仓比例回升.....	5
图 7： 2024Q3 非白酒子行业多数配置比例回落.....	5
图 8： 2024Q3 食品饮料老白干酒、蒙牛乳业、五粮液等被基金加仓.....	5
图 9： 2024Q3 食品饮料的基金持股市值环比回升.....	6
图 10： 2024Q3 基金前十大重仓股中消费公司占有 3 席.....	6
表 1： 重点公司盈利预测及估值.....	7

1、2024Q3 全市场小幅加配食品饮料，主动权益基金减配

2024Q3 全市场基金食品饮料配置比例小幅回升。从基金重仓持股情况来看（Wind 中全部市场基金，一级子行业），2024Q3 食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由 2024Q2 的 11.0% 回升至 11.3% 水平，环比回升 0.3pct，仍处于近年来偏低位置。分解来看，主要是白酒重仓比例回升 0.4pct。

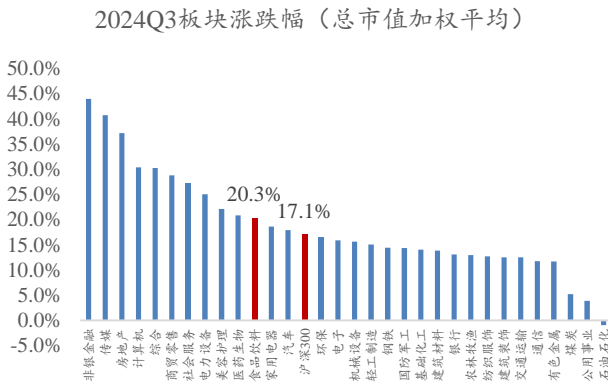
2024Q3 主动权益基金减配食品饮料。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2024Q3 食品饮料配置比例为 8.2%，和 2024Q2 的 8.6% 相比，下降 0.4pct，说明三季度主动基金减少食品饮料配置。我们可推断出，三季度被动基金有加仓食品饮料的动作。主动权益基金的减仓行为反映出市场对于食品饮料的基本面情绪仍偏悲观。三季度市场较淡，消费需求较弱，叠加中秋节前飞天茅台酒批价受扰动下行，市场前期对于食品饮料情绪阶段性进一步走低。三季度末中央政治会议发布刺激经济政策，货币及财政政策齐发力，市场对宏观经济预期回暖，表现为国庆节前最后一周市场大盘升温，食品饮料前期回调较多，获得众多资金青睐，当周板块估值大幅提升。观察季末数据，食品饮料三季度末的仓位较二季度末有小幅回升。进入 10 月以来随着中秋国庆白酒消费不及预期，食品饮料股价出现回调。我们预判四季度末食品饮料持仓情况可能会有环比回落。

图1：2024Q3 全市场基金重仓食品饮料比例环比回升至 11.3% 水平



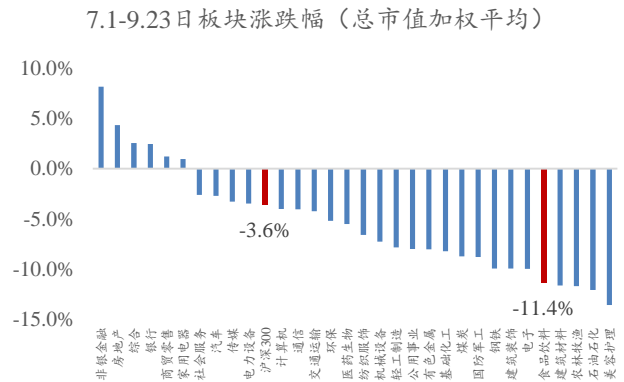
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024Q3 食品饮料板块涨 20.3%，排名 11/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7.1-9.23 食品饮料板块下跌 11.4%，排名 27/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

白酒：重仓比例环比回升，基金普遍减仓白酒。我们仍从全市场基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2024Q2 的 9.9% 回升至 2024Q3 的 10.3% 水平，环比提升 0.4pct，主要贵州茅台被增持较多。2024Q3 扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为 5.13%，较 2024Q2 还回落 0.3pct。从三季度重仓白酒的持股数量来看，老白干酒、五粮液、顺鑫农业、迎驾贡酒、贵州茅台、口子窖、洋河股份等被基金增持较多；今世缘、泸州老窖、舍得酒业、伊力特、古井贡酒、山西汾酒等被基金减持（持仓变动股份数为负）。从持仓市值（金额）变化情况来看，贵州茅台、五粮液、洋河股份、迎驾贡酒、老白干酒、山西汾酒等基金持仓市值变动为正，泸州老窖、古井贡酒、今世缘、舍得酒业等基金持仓市值环比二季度均有下降。整体来看三季度白酒持仓虽有回升，但分化明显加大。

图4：2024Q3 多数白酒公司的基金持仓增加



图5：2024Q3 多数白酒公司的基金持仓市值变动为正



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

非白酒配置比例环比略有回落。2024Q3 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落 0.03pct 至 1.0% 水平，其中除调味品、预加工食品、零食外，其余子行业被基金不同程度减持。

啤酒配置比例回落 0.02pct 至 0.13% 水平。我们观测到青岛啤酒与燕京啤酒被基金增持，重庆啤酒被基金减持。我们判断全年啤酒销量变化不大，2025Q1 可以适当关注啤酒板块。

乳制品配置比例回落 0.05pct 至 0.22%，主要是伊利股份被基金减持较多。

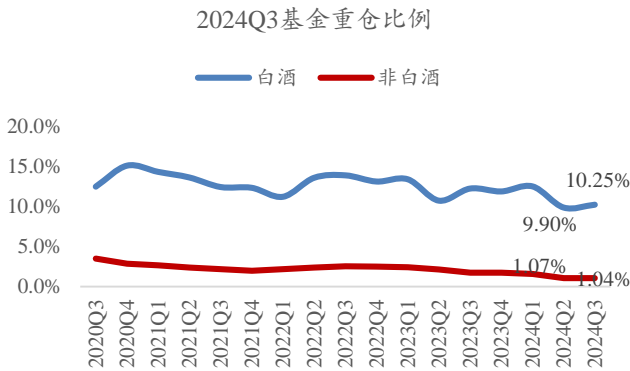
调味品配置比例回升 0.01pct 至 0.12%，主要是涪陵榨菜与海天味业被基金增持较多，其次天味食品也被基金少量增持；安琪酵母、中炬高新、千禾味业等反而被基金减仓。

软饮料配置比例回落 0.01pct 至 0.09%，主因软饮料公司中东鹏饮料、香飘飘与承德露露被基金减仓。三季度养元饮品基金持仓比例提升。

零食配置比例略有回升 0.01pct 至 0.07%，主要是零食企业洽洽食品、三只松鼠、盐津铺子等被基金增持。

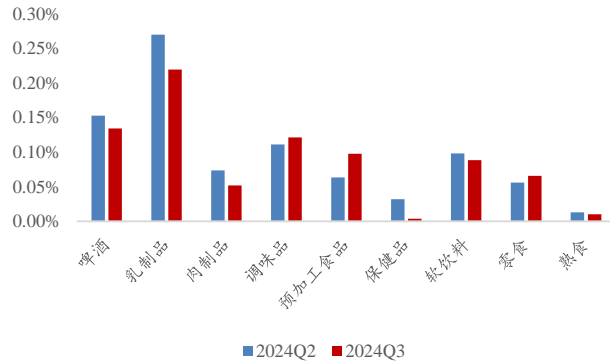
熟食配置比例基本无大变化。

图6：2024Q3 白酒重仓比例回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024Q3 非白酒子行业多数配置比例回落

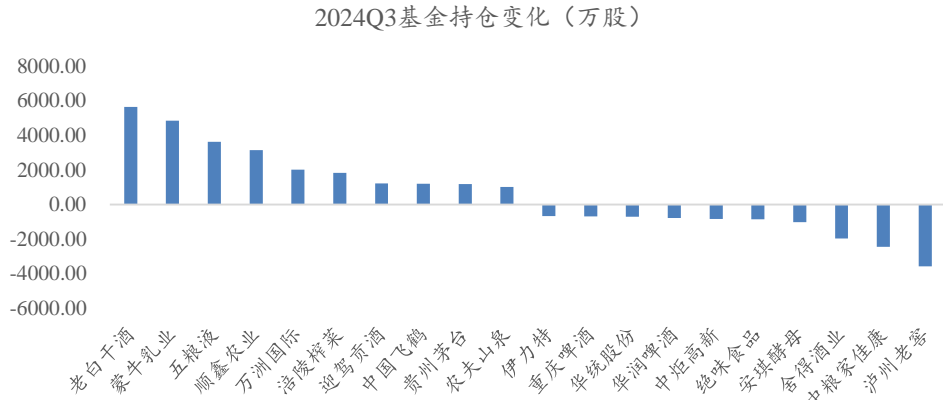


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、基金持仓股份数量回升，基金持股食品饮料总体加仓

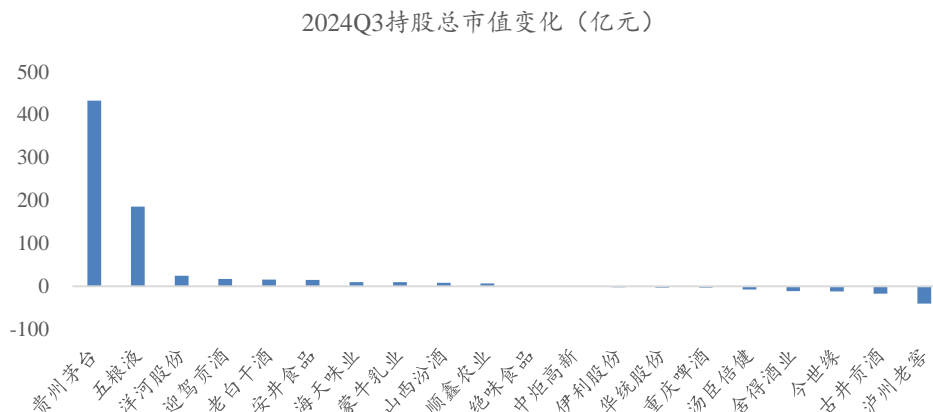
从基金持仓食品饮料的股份数量来看，食品饮料 2024Q3 相比 2024Q2 整体的持仓数量增多，基金三季度普遍加配食品饮料公司。从三季报基金持仓食品饮料的股份数量变动情况来看，老白干酒、蒙牛乳业、五粮液等排名靠前，而舍得酒业、中粮家佳康、泸州老窖等基金持仓股份数量下滑较多。

图8：2024Q3 食品饮料老白干酒、蒙牛乳业、五粮液等被基金加仓



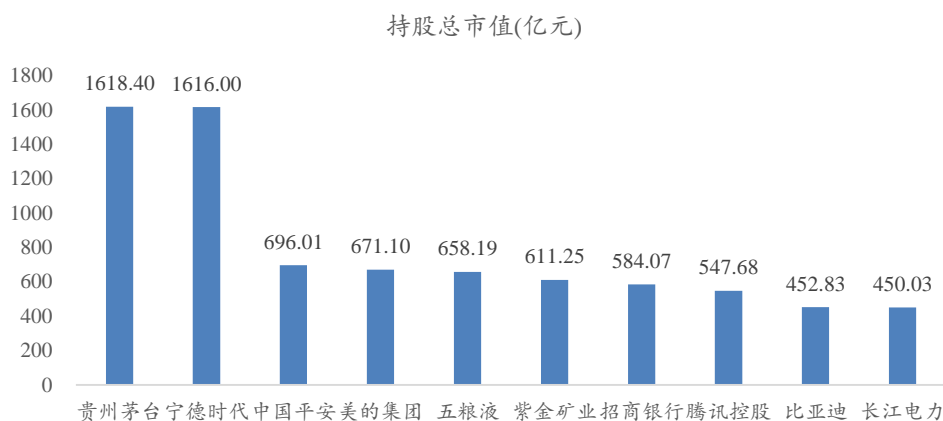
数据来源：Wind、开源证券研究所

从基金持股市值来看：食品饮料 2024Q3 持股市值环比 2024Q2 提升 22.6%，更多是由于三季度末板块股价有所回升。从三季报持有基金持仓市值变动情况来看，基金持仓市值增加较多的包括贵州茅台、五粮液、洋河股份等；基金持仓市值减少较多的包括泸州老窖、古井贡酒、今世缘等。多数公司基金持仓股份数量与基金持股市值的变化趋势相同，表明基金分化配置食品饮料是普遍性行为，且加减仓的偏好也基本一致。

图9：2024Q3 食品饮料的基金持股市值环比回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

基金十大重仓股中食品席位维持至两席。观测 2024Q3 市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料席位维持两席：贵州茅台、五粮液。十大重仓股中消费公司占有三席（除食品饮料公司外，还有家电行业的美的集团）。相比于 2024Q2 的基金十大重仓股中，三季度立讯精密、迈瑞医疗跌出前十，中国平安、比亚迪作为新增公司入选。

图10：2024Q3 基金前十大重仓股中消费公司占有 3 席


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：预期反转，低位布局

食品饮料板块三季度前期板块持续向下调整，三季度消费偏淡，消费数据指标如 CPI、社零数据等均未有力表现，终端需求也在低位运行，核心仍是商务消费复苏不及预期，以及居民消费力有待提升。国庆节前随着中央政治局会议召开，经济刺激政策引发催化，宏观经济中期预期转向，带动食品饮料行业板块估值大幅提升。但从基本面来看，中秋国庆节整体消费表现较弱，白酒终端动销仍面临下滑局面，并且酒厂已经开始弱化回款要求，加大对去库存、促动销的支持力度。白酒需求持

续下行引发渠道库存提升,已成为近期白酒常态。而现阶段高库存压力传导至酒厂,多数酒企采取放缓销售进度的方式来为渠道解压,以谋求渠道秩序的良性发展。虽然国家多重利好刺激经济回暖,中长期消费需求预期变得乐观,但短期行业需求未发生转变,当前行业仍面临有效需求不足问题,如果需求切实改善,需要政策落地,对经济形成实质性刺激,进而推动经济活跃度增加与消费者消费力提升。政策传导到基本面尚需时日。我们也需冷静理解产业层面的变化,短期食品饮料公司也面临业绩修正风险。当下板块内部分化加大,龙头凭借品牌与渠道优势仍可保持稳定增长,业绩确定性与持续性较强。

白酒短期阶段来看,酒企增速可能回落,但硬着陆概率较低。当前地产酒表现较好,高端白酒压力显现,次高端白酒压力较大。中期阶段随着经济政策落地见效,白酒需求复苏,有望继续助推板块弹性显现。在短期基本面底部,中期展望乐观的背景下,白酒建议逢低布局,关注标的包括贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒等。

大众品方面,首推零食板块,零食行业仍有红利,渗透率与集中度仍有提升空间,零食量贩模式仍在发展,目前看仍是大众品板块中成长性较好的子行业。同时头部零食企业开启出海战略,可能推动板块整体战略转向,进一步打开长期成长空间。推荐标的包括甘源食品、劲仔食品、盐津铺子等。第二,可以关注餐饮供应链,包括调味品与速冻食品,前期受到餐饮需求不振的影响较大,经济活跃度提升后,餐饮也会随之复苏,相应的产业链也会迎来修复。推荐标的是海天味业、中炬高新等。第三,可以关注啤酒板块的复苏机会。年内啤酒受到天气影响,销量低于预期,往2025年展望,在低基数的背景下,餐饮大概率复苏,也会对啤酒销量产生催化,同时啤酒行业结构升级仍在持续,推荐关注青岛啤酒、华润啤酒等。第四,可以关注乳制品行业的投资机会。年内牛奶需求下移叠加原奶供给充足,乳制品承压较多,龙头乳企报表中也有负面体现。目前渠道库存已有改善,我们期待2025年原奶供需反转带来的行业向上的周期性机会。

表1: 重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价(元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	买入	1610.0	68.21	76.98	87.78	23.6	20.9	18.3
五粮液	买入	156.5	8.72	9.70	10.65	17.9	16.1	14.7
泸州老窖	买入	151.0	11.18	13.60	16.28	13.5	11.1	9.3
洋河股份	增持	91.9	6.79	6.99	7.36	13.5	13.1	12.5
山西汾酒	买入	226.1	10.52	12.35	14.69	21.5	18.3	15.4
口子窖	增持	42.9	3.18	3.47	3.79	13.5	12.4	11.3
古井贡酒	增持	212.4	11.16	13.94	17.51	19.0	15.2	12.1
金徽酒	增持	22.4	0.78	0.97	1.19	28.8	23.1	18.8
伊利股份	买入	30.1	1.83	1.82	1.98	16.5	16.6	15.2
新乳业	增持	13.4	0.64	0.75	0.89	21.0	17.9	15.1
双汇发展	增持	25.4	1.41	1.51	1.59	18.0	16.8	16.0
中炬高新	增持	24.2	0.90	1.10	1.41	26.9	22.0	17.2
涪陵榨菜	增持	15.8	0.76	0.83	0.92	20.8	19.1	17.2
海天味业	买入	48.8	1.12	1.27	1.44	43.6	38.4	33.9
恒顺醋业	增持	8.4	0.13	0.15	0.19	64.2	55.7	43.9

西麦食品	增持	13.8	0.59	0.72	0.86	23.4	19.2	16.0
嘉必优	买入	20.9	0.74	0.92	1.15	28.3	22.7	18.2
绝味食品	增持	20.2	1.01	1.17	1.30	20.0	17.3	15.6
煌上煌	增持	8.3	0.18	0.23	0.31	45.8	35.9	26.6
广州酒家	增持	17.2	0.90	1.06	1.23	19.1	16.2	14.0
甘源食品	买入	74.7	4.54	5.60	6.87	16.4	13.3	10.9
劲仔食品	增持	13.3	0.68	0.86	1.06	19.5	15.4	12.5
天味食品	增持	15.6	0.53	0.60	0.71	29.4	26.0	21.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024 年 11 月 8 日，盈利预测均采用开源证券研究所预测值）

4、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn