



白酒势能不减，大众品枯木逢春

食品饮料行业2024年度中期投资策略

姓名 张宇光（分析师）

证书编号：S0790520030003

邮箱：zhangyuguang@kysec.cn

2024年5月6日

核心观点

1.市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，板块市值增长主因预期利润增加

2024年1-4月食品饮料板块上涨1.6%，跑输沪深300约10.0pct，在一级子行业中排名中游（第十四）。分子行业看，软饮料板块表现突出（+13.5%），啤酒（+8.8%）、乳制品（+2.5%）表现较好。其他酒类（-17.1%）、葡萄酒（-9.7%）走势较弱。我们从市值分解角度观察，食品饮料2024年1-4月PE较2023年底回落15.9%，预计2024年净利增长19.6%，年初至今板块市值略微回升0.6%。

2.基金持仓：食品饮料重仓比例提升

从基金重仓持股情况来看，2024Q1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2023Q4的13.65%回升至14.14%水平，环比提升0.49pct。分解来看，主要是白酒重仓比例提升0.63pct至12.54%导致。虽春节前市场对于白酒板块预期较为悲观，但春节白酒呈旺销态势，节后白酒渠道秩序良好（体现为库存下降以及批价坚挺），市场对于食品饮料情绪阶段性转暖，体现在资金面上可以观测到白酒仓位仍有回升。

3.总量判断：宏观经济复苏，消费曲线上行

从宏观层面来看，2023-2024年消费持续复苏，节奏可能偏慢，但复苏的方向没有变化。观察经济数据，2024Q1 GDP增5.3%，基本符合预期。3月进入淡季，观测2024年3月社零增速3.1%略有降速。淡旺季分化可能是后续消费常态。从微观层面来看产业表现，呈现明显复苏趋势：食品制造企业2024年1-3月营收增速8.0%，较2023年增速加快；利润总额同比增长18.8%，增速加速上行。

4.投资机会：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股

往2024年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2024年我们更多期望消费场景释放带来市场需求提振，以及消费力提升带来消费升级表现。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已处于近年低位。板块仍需回归业绩增长主线，我们建议把握确定性原则，选取2024年食品饮料交易策略四条主线：一是选择基本面稳健向上品种，布局各价格带白酒龙头；二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业，如休闲零食；三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；四是考虑到上游成本变化情况，布局成本回落品种。

5.风险提示：宏观经济波动，食品安全问题，行业竞争加剧等。

目录

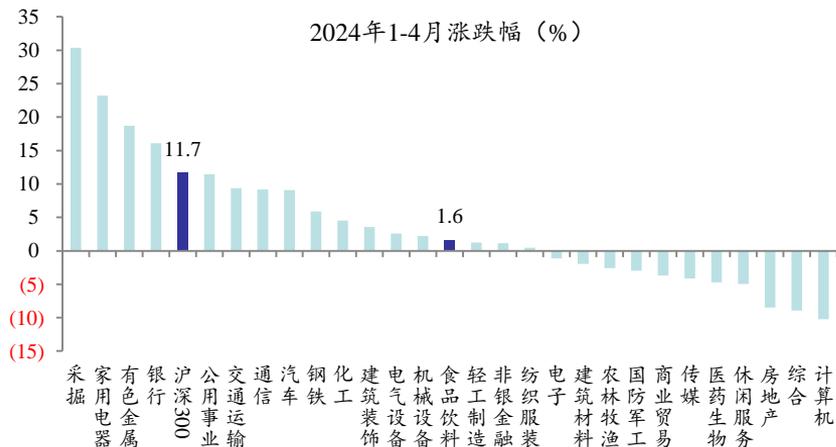
CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度末食品饮料重仓比例环比回升
- 3 总量判断：消费呈明显复苏趋势
- 4 投资机会：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股
- 5 风险提示

1.1 2024年1-4月食品饮料板块涨幅跑输市场

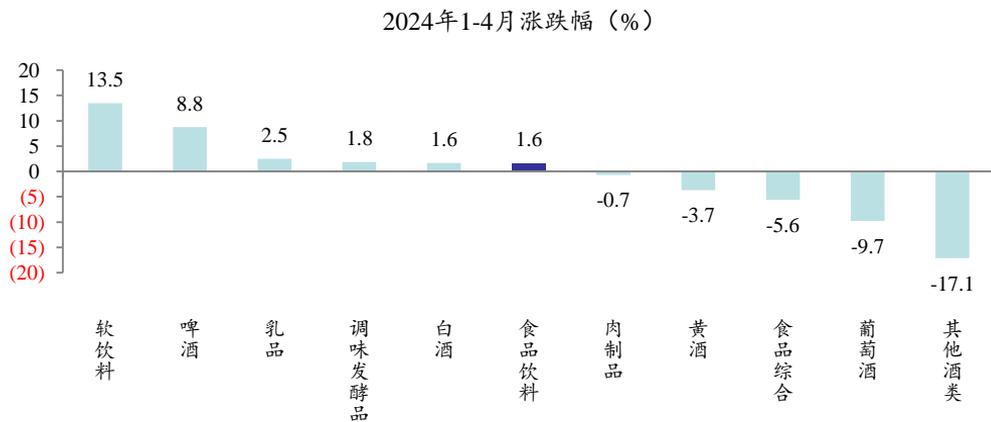
食品饮料涨幅跑输大盘，软饮料板块表现突出。2024年1-4月食品饮料板块上涨1.6%，跑输沪深300约10.0pct，在一级子行业中排名中游（第十四）。分子行业看，软饮料板块表现突出（+13.5%），啤酒（+8.8%）、乳制品（+2.5%）表现较好。其他酒类（-17.1%）、葡萄酒（-9.7%）走势较弱。软饮料板块表现较好，主要是养元饮品（+23.6%）、承德露露（+17.3%）东鹏饮料（+16.6%）涨幅较多。整体来看在消费弱复苏背景下食品饮料板块表现欠佳。

图1：2024年1-4月食品饮料涨跌幅市场排名14/28



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

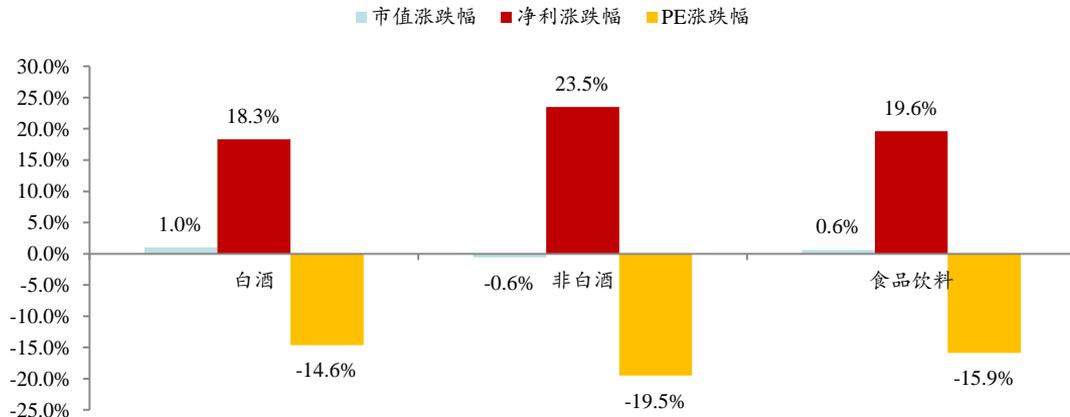
图2：2024年1-4月软饮料在食品饮料子行业中领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

2024年1-4月食品饮料板块市值略有回升，更多来自于业绩增长。我们从市值分解角度观察，食品饮料2024年1-4月PE较2023年底回落15.9%，预计2024年净利增长19.6%，两者共同作用，年初至今板块市值略微回升0.6%。其中：白酒估值同比下降14.6%，预计2024年净利增长18.3%，白酒板块市值增长1.0%；非白酒估值下降19.5%，预计2024年净利增长23.5%，板块市值回落0.6%。整体来看2024年初以来食品饮料板块市值略有回升，业绩增长是主要原因。

图3：2024年1-4月食品饮料板块股价略有回升，更多来自于业绩增长

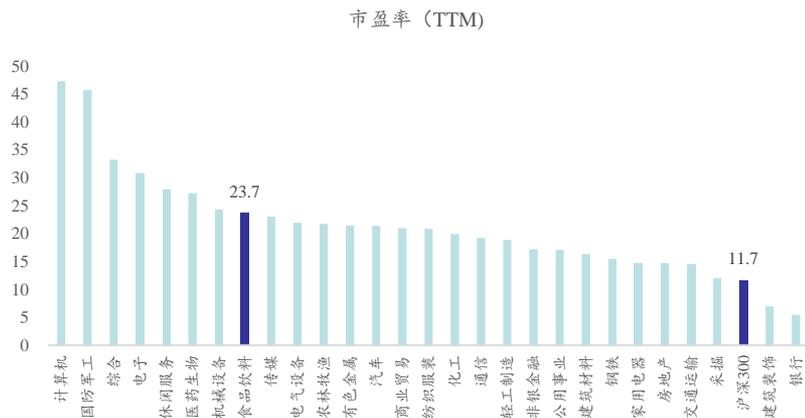


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日，盈利预测来自Wind一致预测

食品饮料板块估值在28个行业处于中高位水平，但环比已有回落。当前食品饮料估值（TTM）约23.7倍，与其他子行业相比处于中高位位置，但环比已从高位有所回落，当前估值水平已低于2019年初水平。

图4：食品饮料估值处于行业高位



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

图5：2024年4月食品饮料估值已有回落

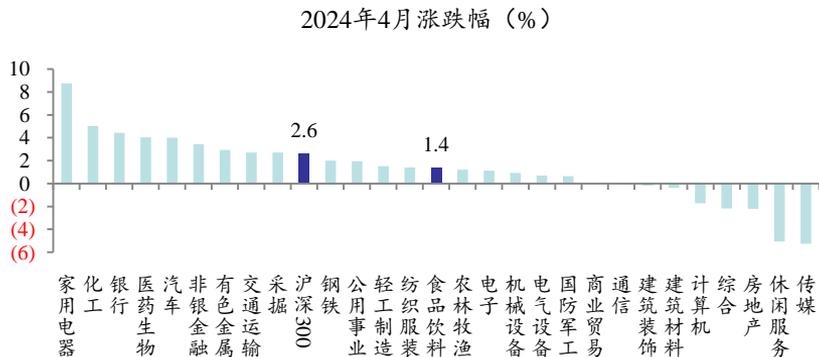


数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

1.4 2024年二季度以来食品饮料板块涨幅跑输市场

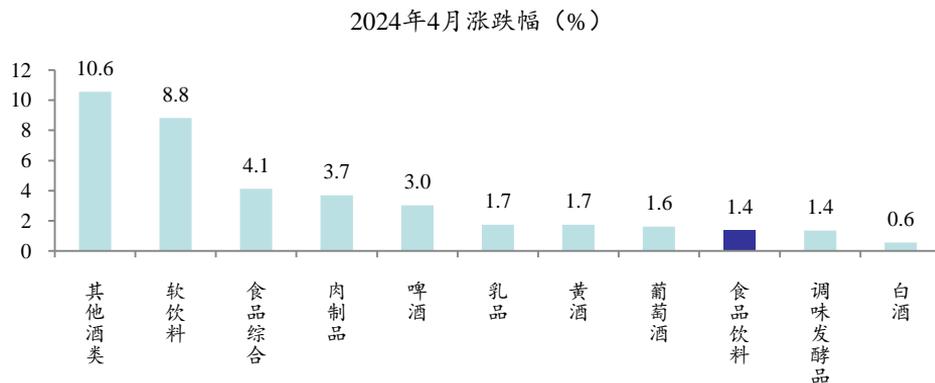
进入二季度以来，2024年4月食品饮料板块上涨1.4%，跑输沪深300约1.2pct，在一级子行业中排名第十四。分子行业看，其他酒类(+10.6%)表现最好，白酒(+0.6%)表现最差。进入4月以来，食品饮料表现相对平淡，一方面市场更青睐于主题机会，如出海链、消费以旧换新、低空经济等，食品饮料主题机会相对较少，市场关注度不高；另一方面茅台批价波动引发市场担忧，带动白酒板块估值回落。我们认为茅台批价仅是短期市场扰动，当前白酒渠道秩序良好，基本面趋势向上，后续大概率会有估值修复行情。

图6：2024年4月食品饮料涨跌幅市场排名14/28



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

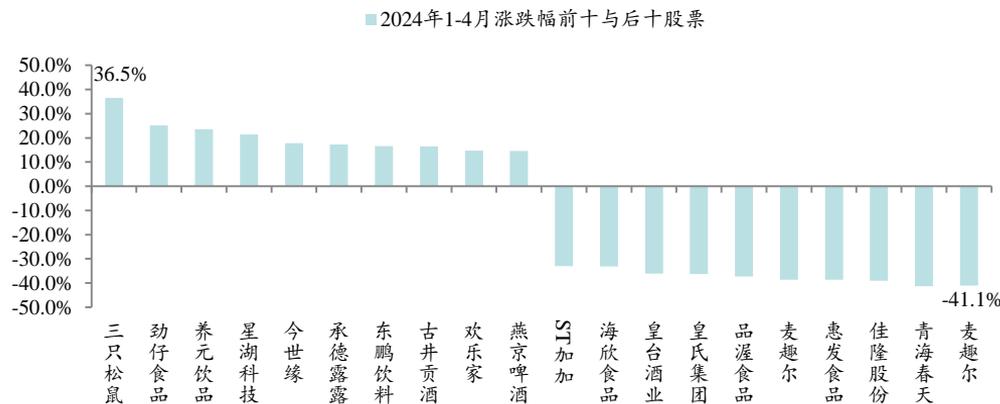
图7：2024年4月其他酒类在食品饮料子行业中涨幅最高



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

2024年初至今食品饮料板块走势相对平淡，年初受益于宏观经济预期较低，板块估值降至低点；春节后出于节日消费超预期，板块股价略有回升，春季糖酒会市场乐观的情绪集中扩散开来，叠加五粮液批价企稳，白酒板块股价小幅回升。进入4月后受到主题投资分流资金以及茅台酒批价波动影响，白酒板块股价低位运行。年初至今，高股息或公司具有成长、改善逻辑的股票表现较好。2024年1-4月板块涨幅前10股票中：三只松鼠(+36.5%)具有改善预期；劲仔食品(+25.2%)品类多元化发展成长性较好；养元饮品(+23.6%)、承德露露(+17.3%)具有高股息逻辑，涨幅市场排名靠前。而今世缘(+17.8%)、古井贡酒(+16.5%)均是业绩预期较好公司。排名后十股票基本都是业绩预期较差且前期估值偏高。

图8：2024年1-4月高股息或成长改善型股票表现居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2024年4月30日

目录

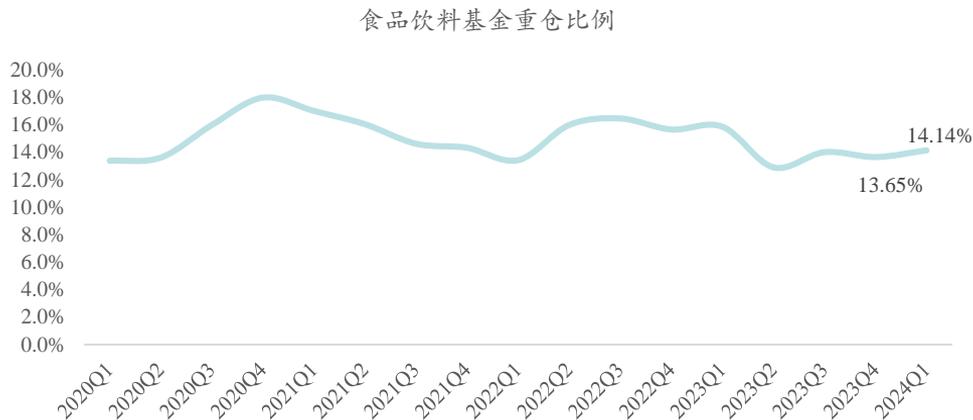
CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度末食品饮料重仓比例环比回升
- 3 总量判断：消费呈明显复苏趋势
- 4 投资机会：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股
- 5 风险提示

2.1 2024Q1基金重仓食品饮料比例回升

从基金重仓持股情况来看，2024Q1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2023Q4的13.65%回升至14.14%水平，环比提升0.49pct。分解来看，主要是白酒重仓比例提升0.63pct至12.54%导致。虽春节前市场对于白酒板块预期较为悲观，但春节白酒呈旺销态势，节后白酒渠道秩序良好（体现为库存下降以及批价坚挺），市场对于食品饮料情绪阶段性转暖，体现在资金面上可以观测到白酒仓位仍有回升。

图9：2024Q1基金重仓食品饮料比例环比回升至14.14%水平

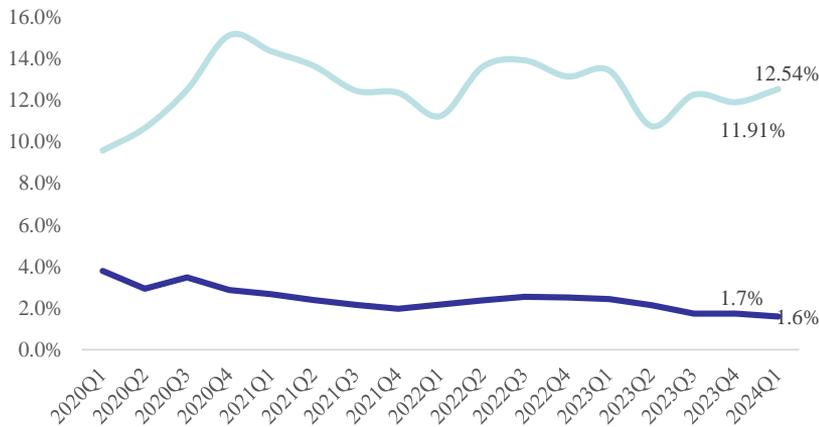


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 2024Q1基金加配白酒，食品仍被减仓

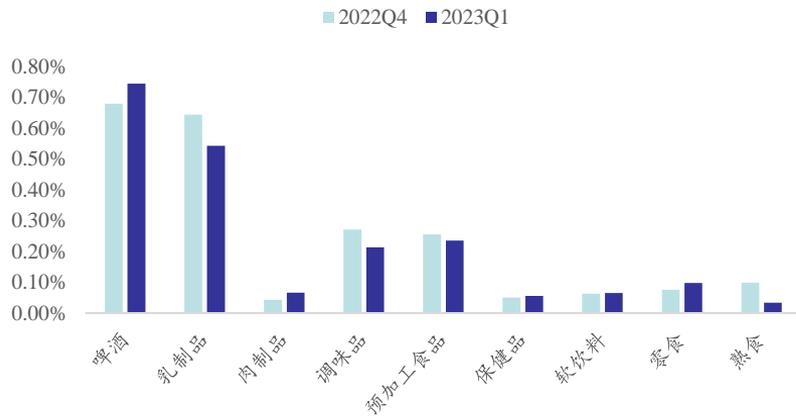
从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由2023Q4的11.91%回升至2024Q1的12.54%水平。从重仓白酒的持股数量来看，五粮液、今世缘、贵州茅台、山西汾酒、伊力特被基金买入，其他白酒均被基金减持（持仓股份数量为负）。从持仓市值（金额）变化情况来看，五粮液、贵州茅台、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、伊力特被基金加配，其他品种被基金减仓。整体来看一季度市场操作较为一致，集中加仓到以五粮液为代表的头部酒企中。2024Q1整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落0.14pct至1.60%水平，其中啤酒、饮料、零食品类被基金增持；其余子行业被基金不同程度减持。

图10：2024Q1白酒重仓比例回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024Q1非白酒多数子行业配置比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

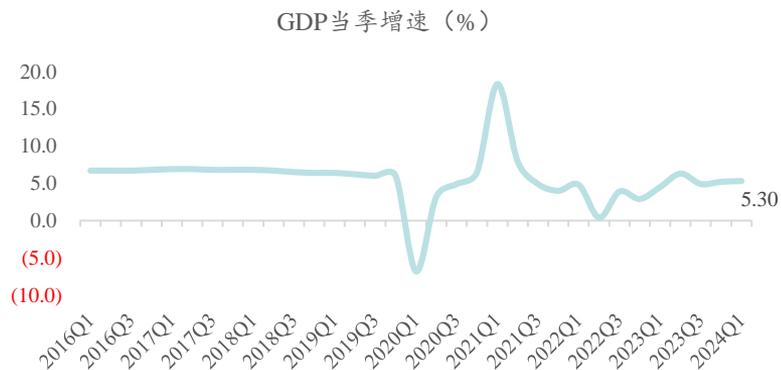
CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度末食品饮料重仓比例环比回升
- 3 总量判断：消费呈明显复苏趋势
- 4 投资机会：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股
- 5 风险提示

3.1 总量判断：宏观：经济复苏，需求曲线上行

从宏观层面来看，2023-2024年消费持续复苏，节奏可能偏慢，但复苏的方向没有变化。观察经济数据，2024Q1 GDP增5.3%，基本符合预期。3月进入淡季，观测2024年3月社零增速3.1%略有降速。淡旺季分化可能是后续消费常态。

图12：2024Q1GDP增速5.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024年3月社零增速3.1%

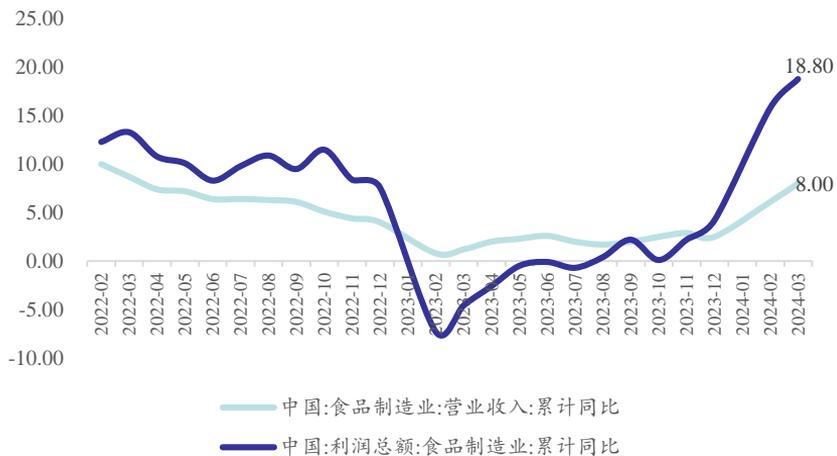


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 总量判断：微观：行业呈明显复苏趋势

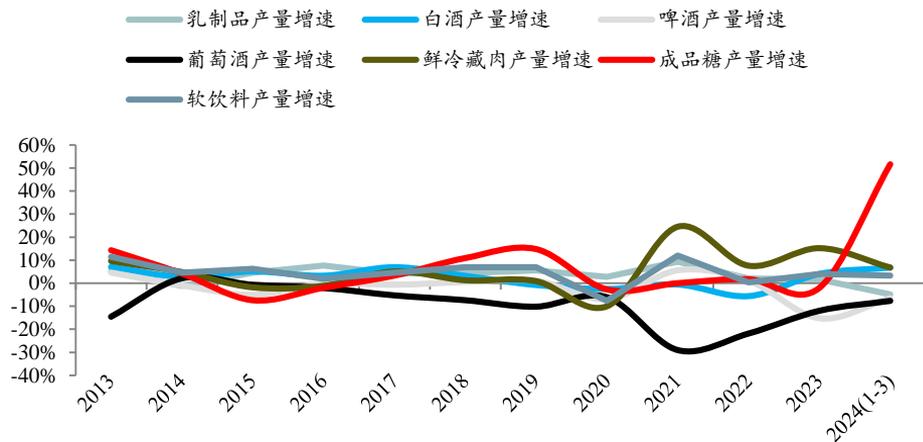
从微观层面来看产业表现，呈现明显复苏趋势：食品制造企业2024年1-3月营收增速8.0%，较2023年增速加快；利润总额同比增长18.8%，增速加速上行，也表明产业正在复苏。观察行业数据，2024年1-3月鲜冷藏肉与软饮料产量增速下滑；乳制品增速转负，其余子行业产量增速均有上行。整体来看行业产量增速仍处于恢复趋势中。

图14：2024年1-3月食品制造企业营收利润增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024年1-3月多数子行业产量增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度末食品饮料重仓比例环比回升
- 3 总量判断：消费呈明显复苏趋势
- 4 投资机会：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股
- 5 风险提示

往2024年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。而复苏的节奏及力度，与宏观经济较为相关。按照复苏路径推演，2024年我们更多期望消费场景释放带来市场需求提振，以及消费力提升带来消费升级表现。从估值角度来看，经过前期回调，食品饮料已步入合理布局区间，部分企业估值已处于近年低位。板块仍需回归业绩增长主线，我们建议把握确定性原则，选取2024年食品饮料交易策略四条主线：

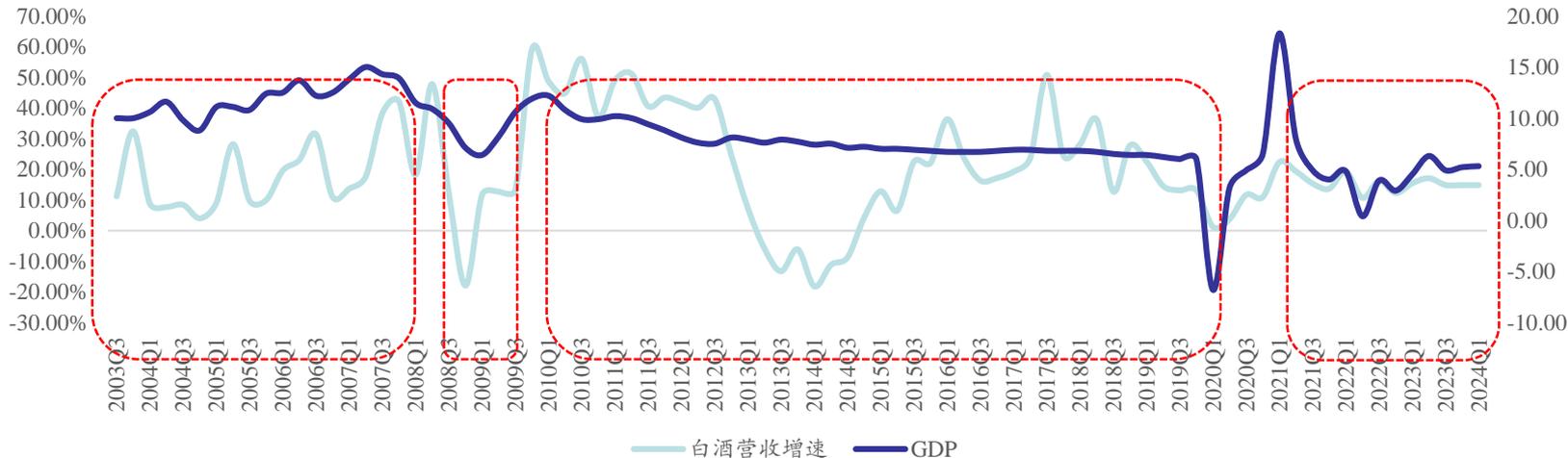
- 一是选择基本面稳健向上品种，布局各价格带白酒龙头；
- 二是关注景气度上行，仍处于红利期的子行业，如休闲零食；
- 三是关注企业由于自身业务周期向上，处于困境反转的投资机会；
- 四是上游成本变化情况，布局成本回落品种。

4.2 把握白酒周期：大小周期嵌套共生

白酒周期，表现为大小周期嵌套共生。大周期为宏观经济周期，白酒与宏观经济周期的关联性体现为白酒板块营收增速与部分宏观指标（以GDP为例）的长期走势趋同；小周期为白酒产业周期，也可以理解库存周期。（库存周期是外在体现，可跟踪的量化指标）。白酒库存周期实际上是围绕需求、供给而波动。

白酒行业与多个宏观经济指标相关，核心在于宏观经济（地产基建、人均收入水平等）与白酒需求相关；库存周期本质是需求与供给适配的结果。

图16：白酒行业营收增速与GDP增长具备长周期的关联性



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 当前白酒边际变化：库存周期底部，行业需求企稳

库存周期：

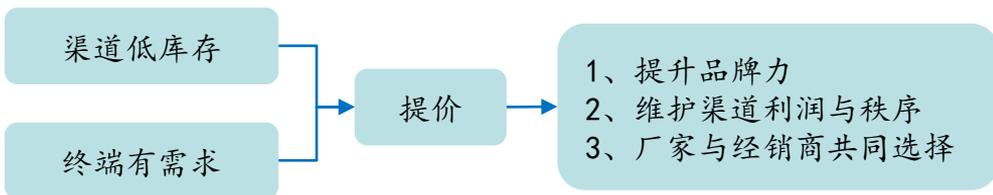
- 2023年是白酒行业主动去库存的一年。2022年末行业渠道库存压力较大，出于资金周转需求，部分经销商以牺牲渠道利润为代价换来渠道库存的下降。因此2023年渠道赚钱效应较差，但经过一年时间调整，目前渠道库存已逐步良性。
- 2023年部分白酒价格带下探，在寻求适合自身放量的价位。
- 部分酒企2023年减少发货，以业绩为代价换来渠道库存健康发展。
- 2024年春节后，主流品牌渠道库存基本上回落到可控水平。高端白酒与地产酒龙头渠道库存良性，次高端白酒库存略高，仍需一段时间调整。整体来看当前白酒库存周期已接近底部。

行业需求：

- 春节消费场景释放较为完全，带动以大众消费为主的地产白酒销量提升，从白酒一季报营收增长也可反映出来，部分地产酒龙头2024Q1营收增速居于行业前列。
- 高端白酒需求相对稳定，未发生太大变化。
- 次高端白酒需求与商务需求相关，还需要时间修复。

事件：3月份白酒行业集体提价：

- (1) 剑南春核心单品水晶剑于3月1日正式涨价，出厂价每瓶上调15元。
- (2) 郎酒核心产品红花郎10年、红花郎15年渠道供货价将于4月1日起分别提价20元和30元。
- (3) 3月1日起五代国缘四开上调出厂价20元/瓶。
- (4) 3月20日青花20开票价提升20元。



淡季提价、旺季做销量，本就是白酒正常经营节奏

4.2 白酒行业乐观看待：基本面与情绪面共振

春节基本面超预期：

- 动销好：集中在节前三天与节后消费，以徽酒为例可看出社会具有基础需求量。
- 降库存：龙头品牌渠道库存都在合理范围内。
- 价格好：批价较为坚挺。

春节后淡季市场秩序良性：

- 后续淡旺季分明可能成为常态，旺季更旺，淡季更淡。这与之前淡季不淡形成明显差别，原因在于一是经济处于下行周期，消费者行为习惯受到影响；二是商务需求较弱，使得淡季需求更少，加剧了淡旺季分化。
- 淡季核心观察渠道秩序，指标包括两个：批价与库存。
- 3月初白酒集体提价，也侧面反映出白酒行业秩序良性。

白酒情绪面体现为批价坚挺：

- 市场的乐观情况来自于五粮液的批价坚挺。
- 五粮液渠道信心较2023年增加。
- 五粮液2024年市场控货以及监管较为严格。

白酒板块投资思路：

- 白酒属于板块性行情，自上而下选股。
- 当前市场更多偏向于主题性机会，积极情绪还未扩散，底部仍可布局。
- 白酒建议关注：五粮液、泸州老窖、贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒等。

1、对于大众品的基本判断：2024年为业绩修复年份，而非业绩高速增长年份。

2、新常态下选股思路：

- 寻找带有成长红利的子行业，公司可能跟随行业一起成长；
- 公司自身处于经营扩张期（具备新渠道/新产品的逻辑）；
- 企业自身出于经营拐点或具备改善逻辑；
- 由于成本或费用等因素发生变化，给企业带来利润改善。

休闲零食：

行业仍在红利期，逻辑在于零食量贩的渗透率提升以及行业集中度提升，龙头企业仍享有红利。电商渠道仍在迅速扩张，传统渠道也在调整期。

调味品：

行业秩序逐渐恢复，主要看企业自身的改善，偏个股性机会。

投资建议：

建议关注零食赛道的甘源食品、盐津铺子、劲仔食品；调味品的中炬高新、涪陵榨菜等。

表1：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	买入	1760.2	70.60	83.21	97.21	24.9	21.2	18.1
000858.SZ	五粮液	买入	155.0	8.88	10.13	11.38	17.5	15.3	13.6
000568.SZ	泸州老窖	买入	193.6	11.18	13.60	16.28	17.3	14.2	11.9
002304.SZ	洋河股份	增持	98.4	7.37	8.29	9.36	13.4	11.9	10.5
600809.SH	山西汾酒	买入	269.0	10.69	13.30	16.77	25.2	20.2	16.0
000596.SZ	古井贡酒	增持	279.1	11.16	13.94	17.51	25.0	20.0	15.9
002991.SZ	甘源食品	买入	85.0	4.63	5.85	7.22	18.4	14.5	11.8
003000.SZ	劲仔食品	增持	15.1	0.70	0.88	1.08	21.6	17.2	14.0
002847.SZ	盐津铺子	买入	76.2	3.51	4.50	5.94	21.7	16.9	12.8
600872.SH	中炬高新	增持	29.9	1.02	1.24	1.57	29.3	24.1	19.1
002507.SZ	涪陵榨菜	增持	14.3	0.81	0.90	1.00	17.7	15.9	14.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为2024年5月6日）

目录

CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度末食品饮料重仓比例环比回升
- 3 总量判断：消费呈明显复苏趋势
- 4 投资机会：白酒自上而下布局，大众品自下而上找个股
- 5 风险提示

- (1) **宏观经济波动：**宏观经济环境直接影响居民收入水平和消费意愿，如果宏观经济下行，将影响白酒、大众品消费需求。
- (2) **食品安全问题：**产品出现食品安全问题可能对公司品牌形象、生产销售、经营发展等方面造成较大负面影响。
- (3) **行业竞争加剧：**白酒、啤酒、乳制品、烘焙等行业存在行业竞争环境加剧的问题，部分品牌可能有业绩波动风险。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

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

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

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

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券