

食品饮料行业跟踪周报

食品饮料：相对看多白酒 8-10 月重要窗口期 增持（维持）

2024 年 08 月 12 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

■ **8-10 月为食品饮料/白酒重要看多窗口期。**我们前期认为年内食品饮料/白酒的主要机会在于“超跌”和“旺季前的低位低预期”，即旺季前板块位置低，且市场对中秋预期低，这一定程度上和春节前情况类似——节前大盘指数和食品饮料/白酒板块持续下跌，位置为 2021 年以来最低，同时对春节动销悲观，而实际春节动销被认为是超预期，优质酒企春节期间动销达到双位数甚至 20%量级，最终 2-4 月整体有不错上涨。在 6-7 月连续深度调整后，8-10 月类 2-4 月，力度和幅度或不能简单类比，但交易价值已大幅提升。

■ **主动权益基金食品饮料持仓大幅下降，筹码改善。**筹码在弱市下已经成为重要影响因素，基金的食品饮料持仓显著下降，筹码改善。主动权益类基金 Q2 末食品饮料持仓环比 Q1 末下降 3.62 个百分点，估计至 7 月末继续下降，累计环比 Q1 末下降近 5 个百分点。24Q2 食品饮料主动权益基金持仓降至 2018 年以来新低，24Q2 各子板块全面降仓，仅饮料和乳品仓位波动相对缓和，主要消费基金大幅调减食品饮料持仓 10.98pct 至 41.68%，其中白酒、啤酒持仓环比分别-9.09pct、-1.69pct，其余主动基金 24Q2 食品饮料板块持仓环比-2.35pct 至 4.63%，已经低配。

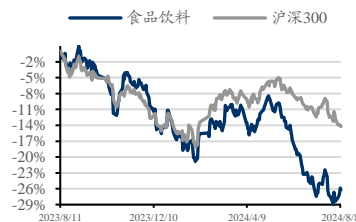
■ **6-7 月悲观预期充分演绎但短期难兑现，中报不乏亮点茅台分红超预期。**6-7 月食品饮料板块大幅下跌，一方面是宏观层面指数疲弱，顺周期等板块集体走弱，其次是板块自身悲观预期加剧或多重悲观预期交织，在这些悲观预期下，茅台批价 7 月的上涨并未对板块形成较大催化。我们认为悲观预期短期难以兑现，散瓶茅台 400 元+的缓冲，中秋发货也难让批价短期回踩 2000 元，好于市场预期。中报临近，在市场已经修正中报预期的情况下，中报整体难言低于预期，或更看重亮点兑现。我们认为如五粮液，古井贡酒，泸州老窖等都符合调整后的预期，山西汾酒，老白干酒或能超预期。从全年看，各家酒企均强调完成全年发展目标，全年盈利预测（公司年度经营目标为中枢）下修可能性小，而据此目标测算，7 月底板块股息率已经具有较高吸引力，也可成为低位支撑。贵州茅台公司出台的 2024-2026 现金分红回报规划正当其时，明确了每年原则性 2 次分红，现金分红比例不低于 75%，这一分红比例居白酒行业最前列，帮助公司进入高股息率阵营，会吸引更多长线资金关注，茅台分红获得市场正反馈下，则有良好示范效应。

■ **旺季前低位低预期更易表现。**同 2023 年不同，2023 年 6 月是低点，6-8 月总体有上涨，部分个股 7-8 月涨幅较大，如山西汾酒 7-8 月区间最大涨幅 42%，茅台 6-8 月区间最大涨幅 18%，上涨过程对中秋预期亦不同程度有体现，而实际中秋表现难以超出此前预期，因此中秋反而出现板块走弱。经验上看，中秋前如果出现深度回调，且预期低，则板块表现可能性更大。6-7 月的深度调整恰已反映了中秋的悲观预期。

■ **重点推荐：**我们认为，2024 年食品饮料投资策略主线是低估值优质确定性成长+高股息率，辅线是经营改善，支撑是高确定性盈利下的股息回报，板块收益表现更加依赖宏观 β ，因此应当十分关注稳定政策的持续加码和风险偏好变化，中性假设下，2024 类 2022 波动性仍存，低位布局才更理性。白酒中长期看好基本面坚挺和份额提升标的，也看好现金流支撑的股息率品种，短期布局旺季前预期差不掩对长期价值的认同，推荐山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、贵州茅台、五粮液，老白干酒等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品重视成本红利和渠道红利集中的啤酒和部分零食调味品，推荐燕京啤酒、重庆啤酒、盐津铺子、三只松鼠、千禾味业、安井食品、承德露露等，建议关注东鹏饮料。

■ **风险提示：**宏观企稳向好低于预期，内需持续疲弱的风险，原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

行业走势



相关研究

《24Q2 基金食品饮料持仓分析：板块大幅降仓，低配区间筹码改善》

2024-07-22

《乳制品专题：潜龙在渊，本轮奶价周期有何不同？》

2024-07-21

内容目录

1. 8-10 月为重要看多窗口期	4
1.1. 基金食品饮料持仓降幅大，筹码改善	4
1.1.1. 24Q2 食品饮料主动权益基金持仓降至 2018 年以来新低	4
1.1.2. 食品饮料各子板块全面降仓，多数均创 2018 年以来新低	5
1.1.3. 主要消费基金酒类持仓大幅调减，其余主动基金已由超配降至低配	5
1.2. 6-7 月悲观预期充分演绎，未来若干季度难兑现	6
1.3. 中报不乏亮点，茅台分红利好或有示范效应	7
1.4. 旺季前低位低预期更易表现	8
2. 食品饮料核心推荐	8
3. 风险提示	8

图表目录

图 1:	食品饮料板块基金持仓变化（基金股票投资市值口径）	4
图 2:	白酒板块主动基金持仓变化	5
图 3:	啤酒板块主动基金持仓变化	5
图 4:	散瓶茅台批价走势	7
图 5:	整箱茅台批价走势	7
表 1:	主动权益基金食品饮料各子板块持股比例下降	5
表 2:	主要消费基金食品饮料子板块持仓变动	6
表 3:	剔除主要白酒基，其余主动基金持仓比例变动	6
表 4:	近年来中秋前后白酒板块表现	8

1. 8-10月为重要看多窗口期

我们前期认为年内食品饮料/白酒的主要机会在于“超跌”和“旺季前的低位低预期”，即旺季前板块位置低，且市场对中秋预期低，不认为中秋动销会超预期，这一定程度上和春节前情况类似——节前大盘指数和食饮/白酒板块持续下跌，位置为2021年以来最低，同时对春节动销悲观，而实际春节动销被认为是超预期，优质酒企春节期间动销达到双位数甚至20%量级，最终2-4月整体有不错上涨。在6-7月连续深度调整后，8-10月类2-4月，力度和幅度或不能简单类比，但交易价值已大幅提升。

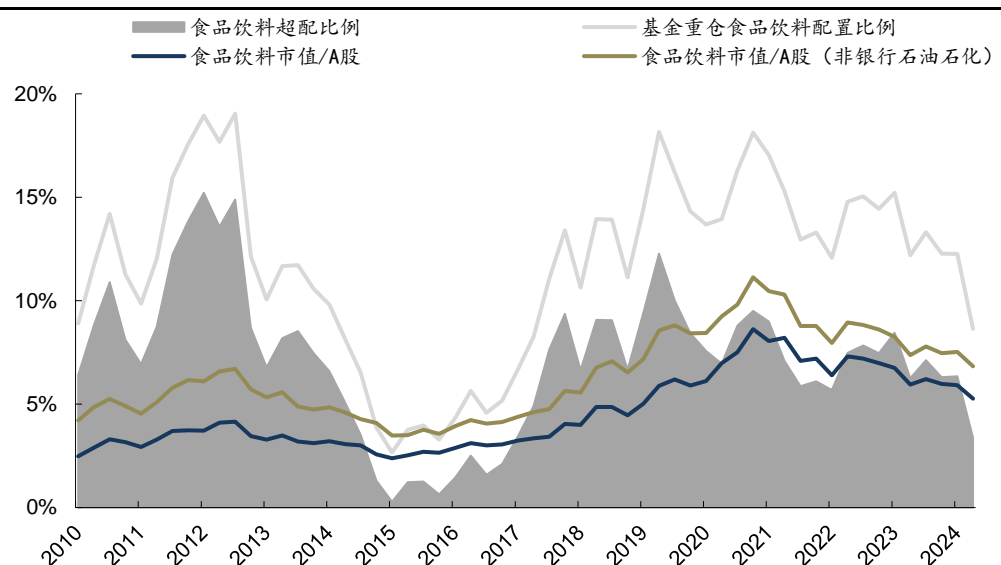
1.1. 基金食品饮料持仓降幅大，筹码改善

筹码在弱市下已经成为重要影响因素，基金食品饮料持仓显著下降，筹码改善。主动权益类基金Q2末食品饮料持仓环比Q1末下降3.62个百分点，估计至7月末继续下降，累计环比Q1末下降近5个百分点。

1.1.1. 24Q2 食品饮料主动权益基金持仓降至2018年以来新低

基金2024年中报统计显示，24Q2全部主动权益公募基金食品饮料重仓股持仓比例环比24Q1下降3.62pct。24Q2季末主动基金食品饮料板块重仓持股比例为8.64%（主动权益基金食品饮料重仓持股市值/重仓持股总市值），较24Q1下降3.62pct；23Q2-24Q2主动权益类基金食品饮料重仓比例分别为12.20%、13.32%、12.28%、12.26%、8.64%，持仓占比回落至2018年以来新低。24Q2季末食品饮料市值占A股比重为5.26%（剔除银行石油石化市值比重为6.83%），食品饮料板块超配比例环比下降2.96pct。

图1：食品饮料板块基金持仓变化（基金股票投资市值口径）



数据来源：wind、东吴证券研究所（主动基金包括普通股股票型基金、偏股混合型、平衡混合型基金、灵活配置型基金，下同）

1.1.2. 食品饮料各子板块全面降仓，多数均创 2018 年以来新低

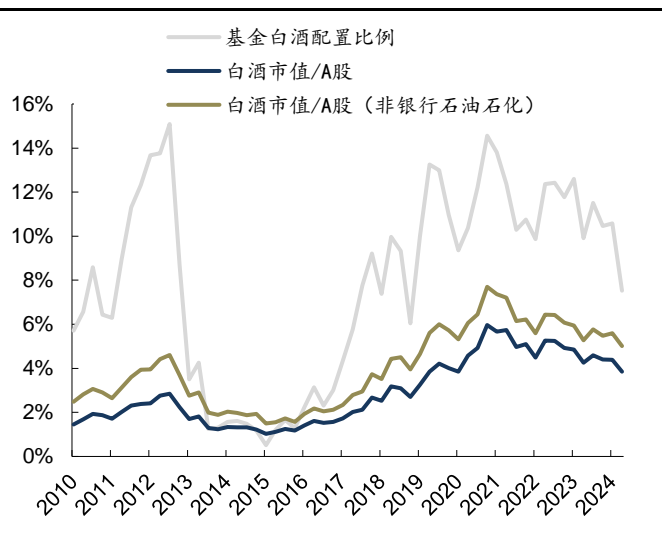
24Q2 各子板块全面降仓，除饮料乳品仓位波动相对缓和，其他子板块仓位均已回落至 2018 年以来新低。24Q2 白酒持仓比例环比下滑 3.05pct 至 7.53%，23Q2-24Q2 季末白酒主动基金持仓比例分别为 9.91%、11.50%、10.46%、10.58%、7.53%；啤酒、饮料乳品、食品加工、休闲食品、调味发酵品、预调酒持仓环比均下降，主动基金持仓比例分别环比-0.24pct、-0.07pct、-0.09pct、-0.10pct、-0.05pct、-0.02pct。

表1: 主动权益基金食品饮料各子板块持股比例下降

	24Q2 环比	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3
食品饮料	-3.62 pct	8.64%	12.26%	12.28%	13.32%	12.20%	15.21%	14.44%	15.05%
白酒	-3.05 pct	7.53%	10.58%	10.46%	11.50%	9.91%	12.61%	11.77%	12.42%
啤酒	-0.24 pct	0.36%	0.61%	0.51%	0.69%	0.89%	1.13%	1.01%	1.11%
饮料乳品	-0.07 pct	0.30%	0.36%	0.37%	0.27%	0.42%	0.43%	0.52%	0.68%
食品加工	-0.09 pct	0.21%	0.30%	0.43%	0.36%	0.44%	0.42%	0.39%	0.40%
休闲食品	-0.10 pct	0.10%	0.20%	0.20%	0.19%	0.19%	0.22%	0.28%	0.19%
调味发酵品	-0.05 pct	0.10%	0.15%	0.18%	0.16%	0.17%	0.18%	0.24%	0.13%
预调酒	-0.02 pct	0.04%	0.06%	0.13%	0.14%	0.19%	0.23%	0.23%	0.11%

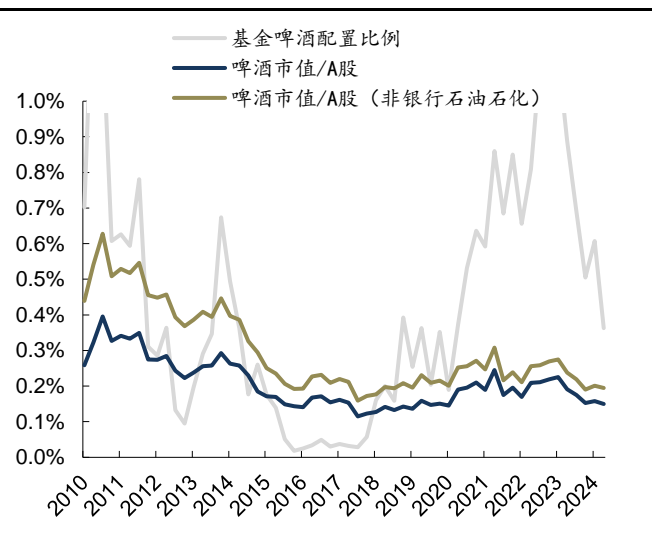
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 白酒板块主动基金持仓变化



数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 啤酒板块主动基金持仓变化



数据来源: wind、东吴证券研究所

1.1.3. 主要消费基金酒类持仓大幅调减，其余主动基金已由超配降至低配

主要消费基金酒类持仓大幅调减，其余主动基金白酒持仓降至低配。我们将主动权

益基金区分为主要消费基金（持仓白酒规模 10 亿元以上的主动权益基金）及其余主动基金，分别统计仓位变化：1）主要消费基金 24Q2 食品饮料板块持仓环比-10.98pct 至 41.68%，其中白酒、啤酒持仓环比分别-9.09pct、-1.69pct。2）其余主动基金 24Q2 食品饮料板块持仓环比-2.35pct 至 4.63%，已经低配。其中白酒持仓环比-1.97pct 至 3.63%，已由超配降至低配，饮料乳品、食品加工、休闲食品、调味发酵品等子板块已处于低配水平。

表2：主要消费基金食品饮料子板块持仓变动

基金重仓持仓比例	24Q2 环比	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3
食品饮料	-10.98 pct	41.68%	52.66%	52.30%	53.44%	54.34%	57.29%	52.66%	53.47%
白酒	-9.09 pct	39.70%	48.79%	48.59%	49.58%	47.31%	50.35%	46.27%	46.45%
啤酒	-1.69 pct	1.58%	3.27%	2.92%	3.19%	4.21%	4.24%	3.64%	3.65%
饮料乳品	-0.18 pct	0.10%	0.28%	0.32%	0.25%	1.95%	1.89%	2.02%	2.81%
食品加工	-0.01 pct	0.27%	0.28%	0.42%	0.38%	0.50%	0.36%	0.24%	0.15%
休闲食品	-0.01 pct	0.03%	0.04%	0.05%	0.05%	0.08%	0.07%	0.14%	0.14%
调味发酵品	0.00 pct	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
预调酒	0.00 pct	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.28%	0.38%	0.36%	0.27%

数据来源：wind、东吴证券研究所

表3：剔除主要白酒基，其余主动基金持仓比例变动

基金重仓持仓比例	24Q2 环比	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3
食品饮料	-2.35 pct	4.63%	6.99%	7.32%	8.11%	7.20%	9.49%	9.16%	9.91%
白酒	-1.97 pct	3.63%	5.60%	5.73%	6.59%	5.49%	7.50%	7.04%	7.86%
啤酒	-0.05 pct	0.21%	0.26%	0.21%	0.37%	0.50%	0.71%	0.65%	0.77%
饮料乳品	-0.05 pct	0.32%	0.37%	0.37%	0.28%	0.24%	0.23%	0.32%	0.40%
食品加工	-0.10 pct	0.21%	0.30%	0.43%	0.35%	0.43%	0.43%	0.41%	0.44%
休闲食品	-0.11 pct	0.11%	0.22%	0.22%	0.21%	0.20%	0.24%	0.30%	0.20%
调味发酵品	-0.06 pct	0.11%	0.17%	0.21%	0.18%	0.20%	0.21%	0.27%	0.15%
预调酒	-0.02 pct	0.05%	0.07%	0.15%	0.13%	0.15%	0.17%	0.18%	0.09%

数据来源：wind、东吴证券研究所

1.2. 6-7 月悲观预期充分演绎，未来若干季度难兑现

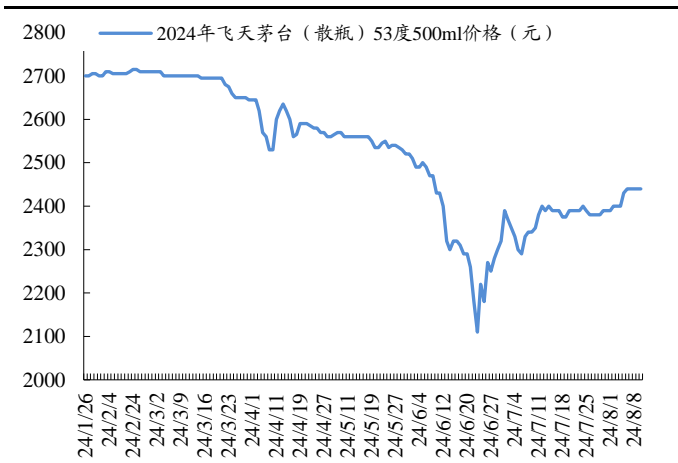
6-7 月食品饮料板块大幅下跌，一方面是宏观层面指数疲弱，顺周期等板块集体走弱，其次是板块自身悲观预期加剧或双重悲观预期交织，例如：1）三中全会或提及消费税，白酒消费税可能转移到流通环节征收，对白酒行业影响偏负面；2）茅台 6 月份批价急跌，散茅一度逼近 2000 元关口，如果中秋发货力度稍大，则批价可能破 2000 元，从而压制白酒板块估值；3）端午渠道反馈动销不旺，中秋有可能动销疲软，甚至难以正

增长；4）中报部分个股可能急剧降速，明年部分头部酒企可能在宏观承压下出现负增长，当前表现不足 13x 的估值仍可能虚低。

在这些悲观预期下，茅台批价 7 月的上涨并未对板块形成较大催化。实际上茅台酒批价从 2024 年 6 月下旬以来出现了较大涨幅，散瓶已经达到 2400 元+，箱茅批价在 2700 元上方。

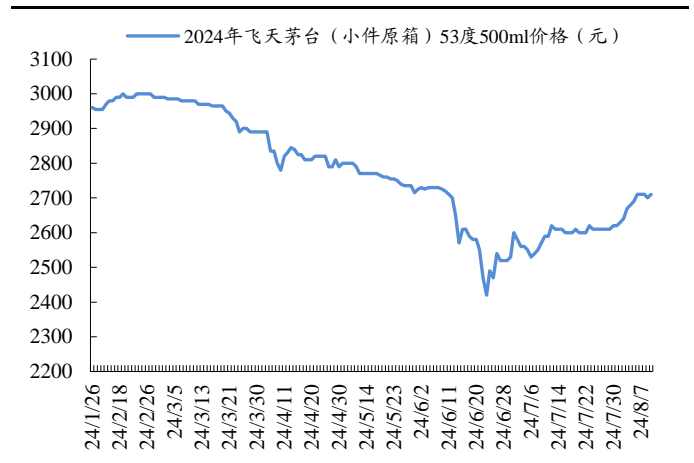
我们认为中秋旺季发货强度大于 7 月，但应对也更加充分，且散瓶供给改变，400 元+的缓冲，短期批价难以接近 2000 元，好于市场预期。白酒消费税征收调整因行业批发和零售，尤其零售环节过于分散和下沉，短期较难落地。而头部酒企的短期 Q2 即便降速属于合理动作，市场态度已经表明不过度看重短期业绩增长，更看重中长期可持续，酒企“降速减压，稳定预期，提升回报”组合拳将是未来兑现重点，降速将带来更好的渠道质量和持续增长的可能性，在“高库存，低增长，差现金流”还未临近时判断白酒企业报表负增长，是对头部酒企增长韧性的低估和对行业规律性的误解。

图4：散瓶茅台批价走势



数据来源：今日酒价 app 等，东吴证券研究所整理

图5：整箱茅台批价走势



数据来源：今日酒价等，东吴证券研究所

1.3. 中报不乏亮点，茅台分红利好或有示范效应

中报临近，在市场已经修正中报预期的情况下，中报整体难言低于预期，或更看重亮点兑现。我们认为如五粮液，古井贡酒，泸州老窖等都将符合调整后的预期，山西汾酒，老白干酒或能超预期。从全年看，各家酒企均强调完成全年发展目标，全年盈利预测（公司年度经营目标为中枢）下修可能性小，而据此目标测算，7 月底板块股息率已经具有较高吸引力，也可成为低位支撑。

从茅台发布中报情况看，Q2 茅台酒收入增长 12.9%符合预期，系列酒收入增长 42.5%超预期。公司出台的 2024-2026 现金分红回报规划正当其时，明确了每年原则性 2 次分红，现金分红比例不低于 75%，这一分红比例居白酒行业最前列，帮助公司进入高股息

率阵营，会吸引更多长线资金关注。

茅台分红获得市场正反馈下，则有良好示范效应。

1.4. 旺季前低位低预期更易表现

以 2023 年为例，低点是 6 月，6-8 月总体有上涨，部分个股 7-8 月涨幅较大，如山西汾酒 7-8 月区间最大涨幅 42%，茅台 6-8 月区间最大涨幅 18%，上涨过程对中秋预期亦不同程度有体现，而实际中秋表现难以超出此前预期，因此中秋反而出现板块走弱。经验上看，中秋前如果出现深度回调，且预期低，则板块表现可能性更大。

表4：近年来中秋前后白酒板块表现

	中秋日期	节前表现（节前半个月之前）	节日表现（节前半个月至节后半个月）
2021 年	9 月 21	跌，6-8 月下跌	上涨，9 月 1 日至 10 月 13 日上涨
2022 年	9 月 10	下跌	下跌
2023 年	9 月 29	涨，6-8 月上涨	跌
2024 年	9 月 17	跌，6-7 月大跌	？

数据来源：wind、东吴证券研究所

2. 食品饮料核心推荐

我们认为，2024 年食饮投资策略主线是低估值优质确定性成长+高股息率，辅线是经营改善，支撑是高确定性盈利下的股息回报，板块收益表现更加依赖宏观 β ，因此应当十分关注稳定政策的持续加码和风险偏好变化，中性假设下，2024 类 2022 波动性仍存，低位布局才更理性。白酒中长期看好基本面坚挺和份额提升标的，也看好现金流支撑的股息率品种，短期布局旺季前预期差不掩对长期价值的认同，推荐山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、贵州茅台、五粮液，老白干酒等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品重视成本红利和渠道红利集中的啤酒和部分零食调味品，推荐燕京啤酒、重庆啤酒、盐津铺子、三只松鼠、千禾味业、安井食品、承德露露等，建议关注东鹏饮料。

3. 风险提示

宏观企稳向好不及预期，原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>