

食品饮料

2025年01月26日

2024Q4 食品饮料仓位回落，白酒减配较多

——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）

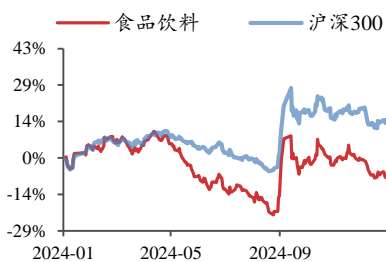
zhangyuguang@kysec.cn

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

《春节备货叠加政策支持，12月社零增速环比回升——行业点评报告》-2025.1.21

《春节备货开启，大众品动销提速——行业周报》-2025.1.19

《12月电商数据分析：线上增长良好，看好零食板块成长性——行业点评报告》-2025.1.14

● 2024Q4 市场减仓食品饮料，主要是白酒持仓比例缩减，大众品配置略有回升

从基金重仓持股情况来看，（Wind 中全部市场基金，一级子行业），2024Q4 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2024Q3的11.3%回落至10.6%水平，环比回落0.7pct，处于2020年以来新低位置。分解来看，主要是白酒重仓比例回落1.3pct。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，2024Q4 食品饮料配置比例为7.5%，和2024Q3的8.2%相比，下降0.7pct，说明四季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。四季度主动基金与被动基金均有减仓食品饮料的动作，反映出整体市场对于食品饮料的基本面情绪仍偏悲观。四季度市场较淡，消费需求较弱，叠加飞天茅台酒批价受扰动一直处于低位，市场对于食品饮料情绪阶段性进一步走低。

● 基金持有数量回落，基金持股总体减仓

（1）从全市场基金持仓食品饮料股份数量来看，基金三季度普遍减配白酒公司，加配大众品公司。（2）从基金持股市值来看：食品饮料2024Q4持股市值环比2024Q3下降11.7%，一方面是四季度板块股价有所回调；另一方面是基金减仓食品饮料。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，表明基金减仓白酒是普遍性行为，且加仓大众品的偏好也基本一致。

● 基金十大重仓股中食品饮料维持2席

观测2024Q4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2024Q3的基金十大重仓股中，四季度紫金矿业、比亚迪、长江电子跌出前十，东方财富、寒武纪、中芯国际作为新增公司入选。

● 投资建议：大众品成长性优先，白酒低位布局

食品饮料板块四季度持续向下调整，四季度消费偏淡，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。展望2025年，我们认为应该从产业的变化层面入手，寻找确定性的投资机会。我们当前优先推荐大众品，看好零食出海。大众品复苏需要的约束条件较少，流程较快，类似消费券的政策即可对于大众品需求形成刺激。且我们判断本轮经济复苏应从大众价位带开始，大众品机会可能更多。首推成长较好的零食板块，新逻辑零食出海空间更大。甘源食品东南亚出海稳步推进，越南及周边区域逐渐渗透；其他东南亚国家也可能迎来突破，后续海外收入预计高增。啤酒2024年表现不佳，体现在旺季未见销量复苏。往2025年展望，雨水影响可能会降低，且餐饮大概率复苏，带动啤酒需求结构改善。复调需求跟随餐饮回暖而提升，行业混战阶段结束，龙头大概率迎来修复。考虑到原奶上游产能去化不及预期，且规模化牧场较难出清，原奶价格拐点可能延后，短期乳制品成本仍有下行趋势。我们判断当前白酒已接近底部位置，更应关注春节期间批价与库存指标是否合理，渠道秩序是否良性。在当前短期基本面底部，中期预期升温的背景下，白酒建议遵循底线思路原则逢低布局。

● 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、 2024Q4 市场减仓食品饮料，涨跌幅与成交占比均有收缩.....	3
2、 基金持仓股份数量回落，基金持股食品饮料总体减仓.....	5
3、 投资建议：大众品成长性优先，白酒低位布局.....	6
4、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 2024Q4 食品饮料基金重仓比例回落至 10.6%.....	3
图 2： 主动权益基金食品饮料重仓比例回落至 7.5%.....	3
图 3： 2024Q4 食品饮料板块跌 6.7%，排名 30/31.....	3
图 4： 2024Q4 食品饮料成交金额占比环比回落至 2.4%.....	3
图 5： 2024Q4 多数白酒公司的基金持仓数量减少.....	4
图 6： 2024Q4 多数白酒公司的基金持仓市值变动为负.....	4
图 7： 2024Q4 白酒重仓比例回落.....	5
图 8： 2024Q4 非白酒子行业多数配置比例回升.....	5
图 9： 2024Q4 食品饮料伊利股份、燕京啤酒、青岛啤酒等被基金加仓.....	5
图 10： 2024Q4 食品饮料的基金持股市值环比回落.....	6
图 11： 2024Q4 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

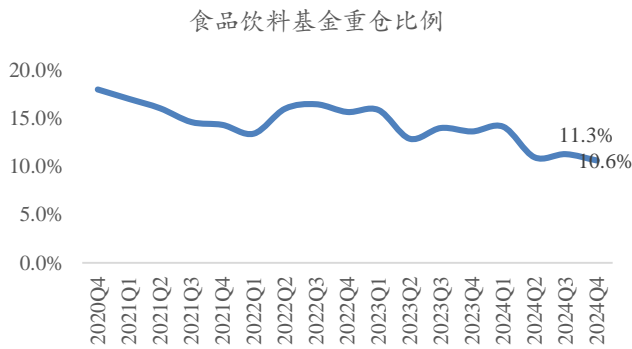
1、2024Q4 市场减仓食品饮料，涨跌幅与成交占比均有收缩

2024Q4 全市场基金食品饮料配置比例回落。从基金重仓持股情况来看（Wind 中全部市场基金，一级子行业），2024Q4 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 2024Q3 的 11.3% 回落至 10.6% 水平，环比回落 0.7pct，处于 2020 年以来新低位置。分解来看，主要是白酒重仓比例回落 1.3pct。

2024Q4 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，2024Q4 食品饮料配置比例为 7.5%，和 2024Q3 的 8.2% 相比，下降 0.7pct，说明四季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。四季度主动基金与被动基金均有减仓食品饮料的动作，反映出整体市场对于食品饮料的基本面情绪仍偏悲观。四季度市场较淡，消费需求较弱，叠加飞天茅台酒批价受扰动一直处于低位，市场对于食品饮料情绪阶段性进一步走低。

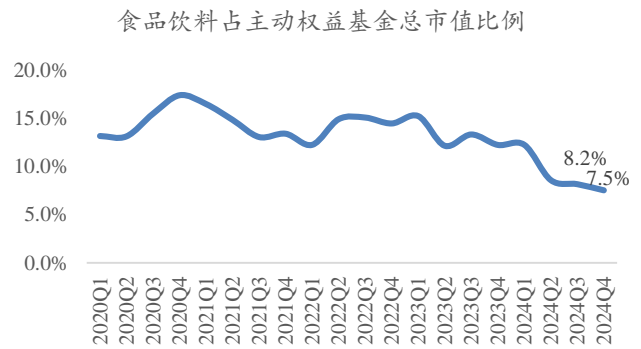
观察涨跌幅与成交金额占比数据，2024Q4 食品饮料板块下跌 6.7%，全市场排名 30/31，同时食品饮料市场成交金额比例也进一步萎缩至 2.4%（环比三季度回落 0.8pct）。板块涨跌幅、成交金额比例与基金持仓趋势基本匹配。进入 1 月以来随着春节备货数据平淡，叠加同期基数较高，食品饮料股价持续走弱。我们预判 2025Q1 末食品饮料持仓情况可能仍会环比回落。

图1：2024Q4 食品饮料基金重仓比例回落至 10.6%



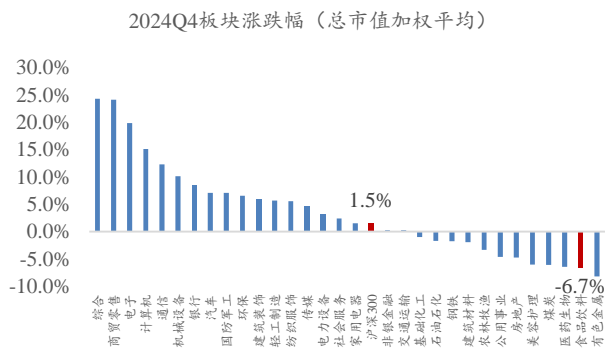
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：主动权益基金食品饮料重仓比例回落至 7.5%



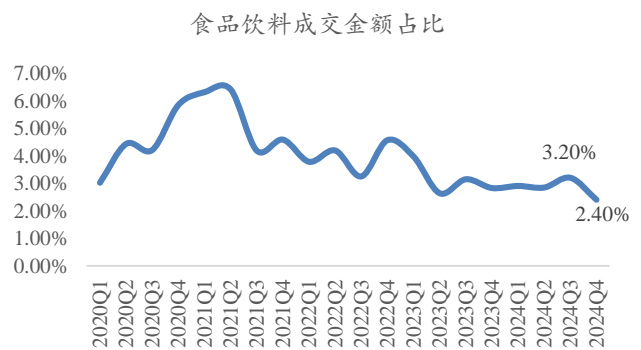
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024Q4 食品饮料板块跌 6.7%，排名 30/31



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q4 食品饮料成交金额占比环比回落至 2.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

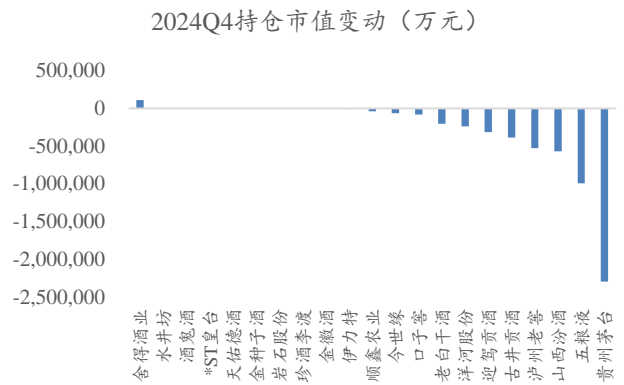
白酒：重仓比例环比回落，基金普遍减仓白酒。我们仍从全市场基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由 2024Q3 的 10.3% 回落至 2024Q4 的 9.0% 水平，环比下降 1.3pct，主要贵州茅台被减持较多。2024Q4 扣除贵州茅台后的白酒重仓比例为 4.35%，较 2024Q3 回落 0.8pct。从四季度重仓白酒的持股数量来看，舍得酒业被基金增持较多，水井坊、酒鬼酒略有增持；其余白酒被基金减持（持仓变动股份数为负）。从持仓市值（金额）变化情况来看，仍然是舍得酒业、水井坊、酒鬼酒等基金持仓市值变动为正，其余白酒等基金持仓市值环比三季度均有下降。整体来看四季度白酒普遍被基金减配，而且贵州茅台、五粮液等市值较大品种减仓较多。

图5：2024Q4 多数白酒公司的基金持仓数量减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024Q4 多数白酒公司的基金持仓市值变动为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

非白酒配置比例环比回升。2024Q4 整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回升 0.6pct 至 1.6% 水平，其中除预加工食品和熟食外，其余子行业被基金不同程度增持。

啤酒配置比例回升 0.10pct 至 0.24% 水平。我们观测到青岛啤酒与燕京啤酒被基金增持。我们判断 2025 年啤酒销量应有回暖，2025Q1 可以适当关注啤酒板块。

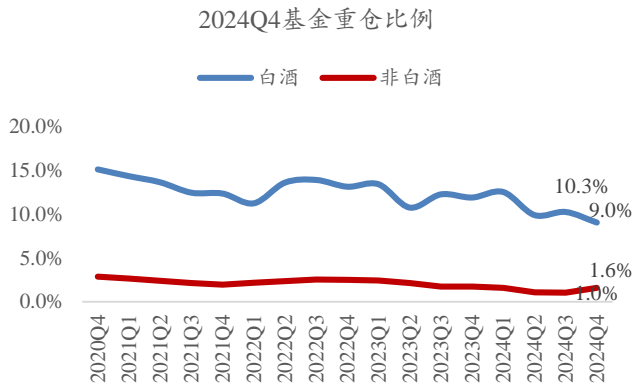
乳制品配置比例回升 0.25pct 至 0.47%，主要是伊利股份被基金增持较多，此外天润股份与新乳业也有增持。

调味品配置比例回升 0.03pct 至 0.15%，主要是安琪酵母、海天味业、涪陵榨菜等被基金增持较多，其次中炬高新、宝立食品、天味食品也被基金少量增持。

软饮料配置比例回升 0.09pct 至 0.17%，主因软饮料公司中东鹏饮料、养元饮品与承德露露被基金加仓。

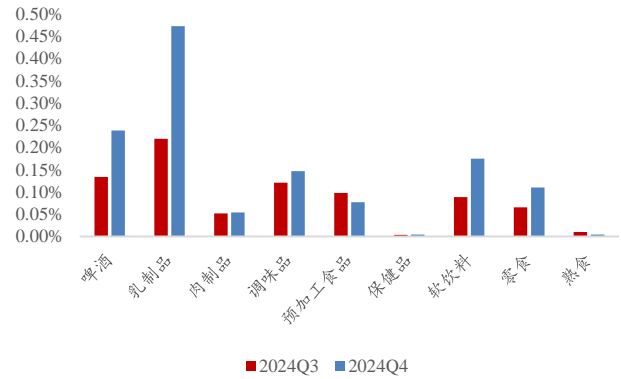
零食配置比例略有回升 0.04pct 至 0.11%，主要是零食企业三只松鼠、甘源食品、盐津铺子、有友食品等被基金增持。洽洽食品与劲仔食品反而被基金减仓。

图7：2024Q4 白酒重仓比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q4 非白酒子行业多数配置比例回升

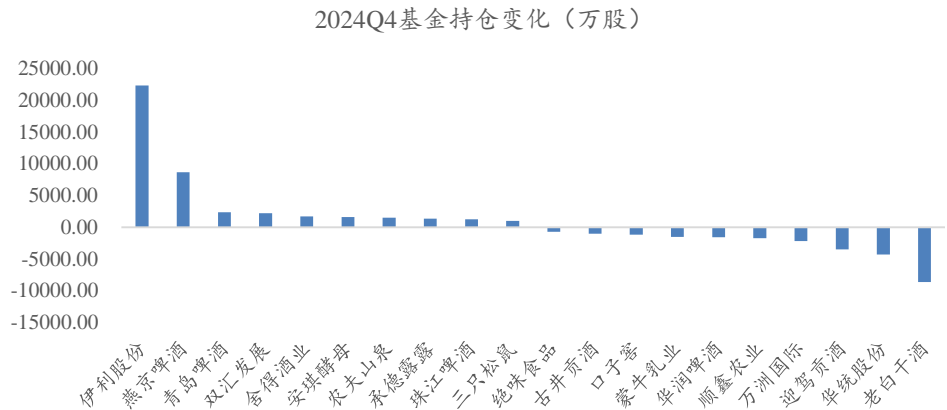


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、基金持仓股份数量回落，基金持股食品饮料总体减仓

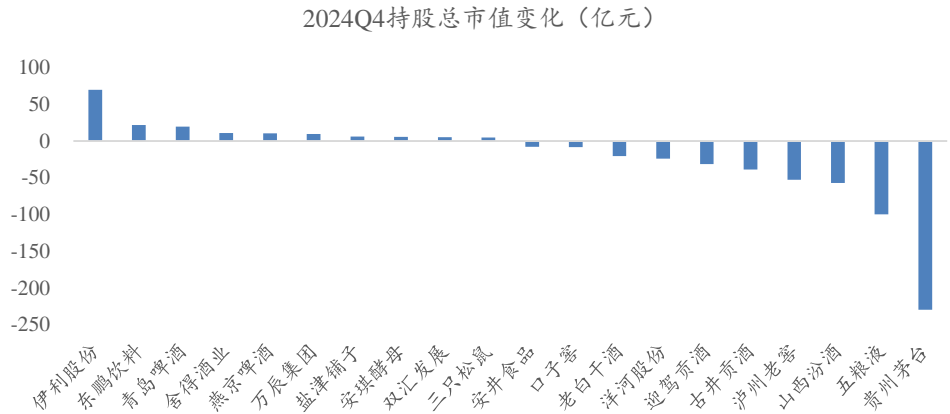
从基金持仓食品饮料的股份数量来看，食品饮料 2024Q4 相比 2024Q3 整体的持仓减少，基金三季度普遍减配白酒公司，加配大众品公司。从四季报基金持仓食品饮料的股份数量变动情况来看，伊利股份、燕京啤酒、青岛啤酒等排名靠前，而迎驾贡酒、华统股份、老白干酒等基金持仓股份数量下滑较多。

图9：2024Q4 食品饮料伊利股份、燕京啤酒、青岛啤酒等被基金加仓



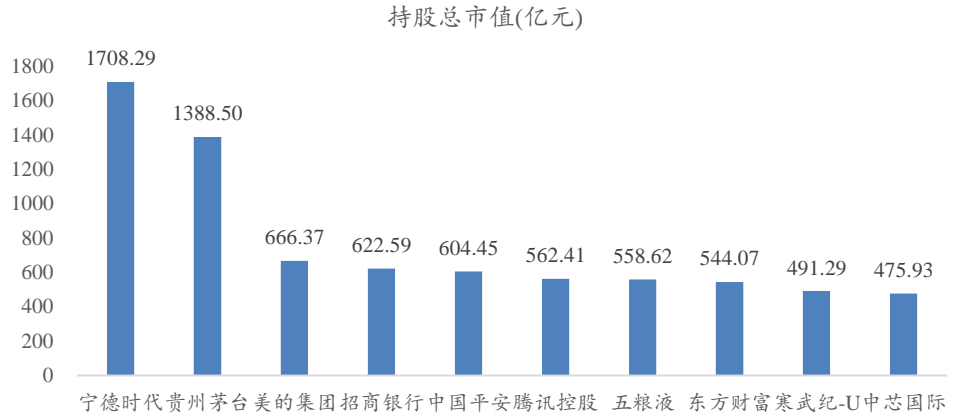
数据来源：Wind、开源证券研究所

从基金持股市值来看：食品饮料 2024Q4 持股市值环比 2024Q3 下降 11.7%，一方面是四季度板块股价有所回调；另一方面是基金减仓。从四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伊利股份、东鹏饮料、青岛啤酒等；基金持仓市值减少较多的包括贵州茅台、五粮液、山西汾酒等。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，表明基金减仓白酒是普遍性行为，且加仓大众品的偏好也基本一致。

图10：2024Q4 食品饮料的基金持股市值环比回落


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 2024Q4 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 2024Q3 的基金十大重仓股中，四季度紫金矿业、比亚迪、长江电子跌出前十，东方财富、寒武纪、中芯国际作为新增公司入选。

图11：2024Q4 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：大众品成长性优先，白酒低位布局

食品饮料板块四季度持续向下调整，四季度消费偏淡，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。目前白酒春节终端动销预计仍面临下滑局面，并且酒厂已经弱化回款要求，加大对去库存、控价格的支持力度。虽然国家多重政策利好刺激经济回暖，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

尚需时日。我们也需冷静理解产业层面的变化。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。

展望全年，我们认为应该从产业的变化层面入手，寻找确定性的投资机会。2025年大众品一条重要主线在于渠道变革。复盘历史每次零售渠道改革时总会带来成长红利，当前部分线下零售渠道面临流量流失、利润率下滑等问题，传统线下零售渠道在运营模式、服务方式等方面的不足日益显现，导致其竞争力下降，市场份额被不断挤压，部分线下渠道开始积极求变，其思路的变化给上游品牌供应方带来机会。一是部分商超企业效仿山姆会员店模式，对于进店品类严格要求，更注重产品品质，力求为消费者提供高品质体验，具有较强产品力与品牌力的上游供应企业将会受益；二是部分定位于中端消费的商超企业为了获得持续的客流量，开始进行差异化选品，同时综合考虑产品性价比，这就要求上游供应商同时具备品牌力、产品创新能力以及成本管控能力；三是以低价模式为主的连锁折扣业态，也在重新思考价格之外的核心竞争力，品类的丰富度及低成本的微创新或是突破之道。而无论哪种变革，均是零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，这就要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。不单单是口味的创新，产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件。其中子行业龙头企业更可能受益，如零食中的甘源食品、盐津铺子；麦片行业中的西麦食品等。

我们当前优先推荐大众品，看好零食出海。大众品复苏需要的约束条件较少，流程较快，类似消费券的政策即可对于大众品需求形成刺激。且我们判断本轮经济复苏应从大众价位带开始，大众品机会可能更多。首推成长较好的零食板块，新逻辑零食出海空间更大。甘源食品东南亚出海稳步推进，越南及周边区域逐渐渗透；其他东南亚国家也可能迎来突破，后续海外收入预计高增。啤酒 2024 年表现不佳，体现在旺季未见销量复苏。往 2025 年展望，雨水影响可能会降低，且餐饮大概率复苏，带动啤酒需求结构改善。复调需求跟随餐饮回暖而提升，行业混战阶段结束，龙头大概率迎来修复。考虑到原奶上游产能去化不及预期，且规模化牧场较难出清，原奶价格拐点可能延后，短期乳制品成本仍有下行趋势。我们判断当前白酒已接近底部位置，更应关注春节期间批价与库存指标是否合理，渠道秩序是否良性。在当前短期基本面底部，中期预期升温的背景下，白酒建议遵循底线思路原则逢低布局。

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	1441.0	68.21	76.98	87.78	21.1	18.7	16.4
五粮液	买入	130.4	8.72	9.70	10.65	14.9	13.4	12.2
泸州老窖	买入	116.5	11.18	13.60	16.28	10.4	8.6	7.2
洋河股份	增持	79.7	6.79	6.99	7.36	11.7	11.4	10.8
山西汾酒	买入	176.4	10.52	12.35	14.69	16.8	14.3	12.0
口子窖	增持	36.5	3.18	3.47	3.79	11.5	10.5	9.6
古井贡酒	增持	169.7	11.16	13.94	17.51	15.2	12.2	9.7
金徽酒	增持	18.7	0.78	0.97	1.19	24.0	19.3	15.7
伊利股份	买入	27.4	1.83	1.82	1.98	15.0	15.1	13.8
新乳业	增持	15.2	0.64	0.75	0.89	23.8	20.3	17.1
双汇发展	增持	25.2	1.41	1.51	1.59	17.8	16.7	15.8
中炬高新	增持	21.9	0.90	1.10	1.41	24.3	19.9	15.5

涪陵榨菜	增持	13.4	0.76	0.83	0.92	17.6	16.1	14.5
海天味业	买入	41.1	1.12	1.27	1.44	36.7	32.4	28.5
恒顺醋业	增持	7.4	0.13	0.15	0.19	57.0	49.4	39.0
西麦食品	增持	15.9	0.59	0.82	1.01	27.0	19.4	15.8
嘉必优	买入	19.4	0.74	0.92	1.15	26.2	21.1	16.8
绝味食品	增持	14.6	1.01	1.17	1.30	14.4	12.5	11.2
煌上煌	增持	8.2	0.18	0.23	0.31	45.4	35.5	26.4
广州酒家	增持	15.6	0.90	1.06	1.23	17.3	14.7	12.7
甘源食品	买入	87.7	4.54	5.60	6.87	19.3	15.7	12.8
劲仔食品	增持	12.3	0.68	0.86	1.06	18.0	14.3	11.6
天味食品	增持	13.9	0.53	0.60	0.71	26.2	23.1	19.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025 年 1 月 22 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