2026 年 11 月 06 日

食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组
分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） liuchenqian@gjzq.com.cn
分析师：陈宇君（执业 S1130524070005） chenyujun@gjzq.com.cn
分析师：叶韬（执业 S1130524040003） yetao@gjzq.com.cn

26Q3 基金持仓分析：板块仓位低位回补，重视底部配置机会

投资逻辑：

26Q3 基金对食品饮料的配置转向低位回补，板块重仓占比环比上升 0.5 个百分点至 2.0%，低配幅度明显收窄。白酒是主要加仓方向，多数子板块仓位同步小幅回升，整体呈现低位回补、龙头集中的特征。主要表现为两大核心要点：板块层面，白酒、乳品仓位提升领先，啤酒、软饮料、预加工食品、调味发酵品及零食也小幅回升，仅烘焙食品、肉制品和保健品继续回落；个股层面，贵州茅台、伊利股份、安井食品等获不同程度加仓，而山西汾酒、海天味业等少数龙头有所减仓，配置进一步向高确定性龙头集中。

结合基金三季报持仓分析，食品饮料板块在市场资金风格切换背景下，机构配置比例已自历史底部有所回升，但整体仍处于显著低配区间，低估值、低持仓特征下的配置价值逐步凸显。1）**白酒：**内部配置呈现明显分化。一方面，具备品牌壁垒及经营韧性的高端白酒龙头获得资金青睐回流；另一方面，基本面相对稳健、具备区域竞争优势的优质区域酒企获增配较为明显，而部分仍处于渠道去库存及经营调整阶段的泛全国化品牌持仓相对承压，反映出资金对经营确定性及基本面率先企稳的偏好。**2）大众品：**多数细分赛道仍处于低配状态，但机构持仓亦呈现边际回暖，龙头集中及结构性景气趋势延续。其中调味品、乳制品、啤酒等传统赛道龙头获加仓，主要系其在渠道、产品及供应链方面优势，助力持续提升市场份额；同时契合健康化、功能性及质价比消费趋势的细分龙头，仍具备较强的业绩兑现能力。

白酒行业：行业出清渐近后期，股息托底、修复可期。白酒板块在低预期+筹码结构相对较优背景下具备不错的防御属性，当前市场对行业筑底预期有所强化、尤其是在三季报更多酒企营收端逐步走稳的背景之下。目前行业价盘已基本筑底、去库步入尾声，酒企表观业绩将陆续向动销逐步收敛；此外，预计伴随经营改善、板块 27 年盈利修复时有望呈现不错的利润弹性。我们认为具备α禀赋的白酒酒企在当前具备不错的交易容错率，叠加顺周期β下估值修复期权；建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。首推贵州茅台，稳定生息资产首选；关注α区域酒龙头（徽酒、苏酒、金徽酒等），以及赔率优先且具备产品力α/组织力α酒企（山西汾酒、泸州老窖等）。

其他酒类行业：1）啤酒：今年旺季由于多雨天气扰动叠加餐饮消费相对疲软，整体景气度兑现度相对较低，从 26Q3 板块业绩中可见一斑，酒企销量、盈利能力普遍受到一定影响。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，市场亦对酒企后续成本端/利润端担忧已有定价。考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。**2）黄酒：**头部酒企普遍加大对于营销能力的关注，对黄酒品类进行市场化推广，头部品牌全国化进度逐步加速，借力渠道杠杆进行区域与品类外拓；中期产业趋势变化，以及新品年轻化培育等值得关注。**3）预调酒：**中长期看低度酒渗透率提升趋势仍存，行业竞争从抢占终端渠道迈向深耕产品力，龙头通过优化渠道库存及差异化布局新兴渠道，今年以来实现逆势增长，关注后续新品增长动能。

食品综合观点：26Q3 大众品需求整体仍偏弱，收入端环比降速，利润端受原材料成本、汇兑、税率等挤压较为明显，多数龙头业绩承压。当前大众品板块已处于盈利&估值周期底部，龙头股息率升至较有吸引力的水平，仍以防御思路布局。建议优先关注需求&竞争双重改善的乳制品赛道龙头；另外结合个股α建议优选需求相对稳健、持续提升份额、及具备成本转嫁能力的龙头，如海天味业、安琪酵母、安井食品等。关注高股息红利标的颐海国际、天味食品、洽洽食品。

风险提示

宏观经济恢复不及预期、区域市场竞争风险、食品安全问题等风险

内容目录

1. 行业整体持仓概况 3
1.1 全行业重仓占比变化：食品饮料持仓边际回暖，仍处于低配区间 3
1.2 分板块仓位拆解，白酒仍是第一大持仓、全线减仓 4
2. 重点个股持仓结构分析 6
2.1 重仓 TOP20 个股整体格局：白酒席位扩容、稳健标的上榜 6
2.2 个股仓位两极分化，白酒龙头大幅减仓、少量标的小幅加仓 9
2.3 四大白酒&四大大众龙头长期持仓对比复盘，白酒持续走弱、乳业龙头具备独立韧性 10
3. 行业投资建议 12
4. 风险提示 13

图表目录

图表 1： 2026Q3 所属行业基金重仓占比柱状图 3
图表 2： 10Q1-26Q3 食品饮料重仓比例&超配/低配历史趋势图 3
图表 3： 26Q2/Q3 食饮各子板块主动权益重仓占比和环比变化 4
图表 4： 食品饮料各板块 26Q3 仓位 4
图表 5： 10Q1-26Q3 白酒重仓比例&超配/低配历史趋势图 5
图表 6： 10Q1-26Q3 乳品重仓比例&超配比例趋势图 5
图表 7： 10Q1-26Q3 软饮料重仓比例&超配比例趋势图 5
图表 8： 10Q1-26Q3 啤酒重仓比例&超配比例趋势图 5
图表 9： 10Q1-26Q3 预加工食品重仓比例&超配比例趋势图 5
图表 10： 10Q1-26Q3 肉制品重仓比例&超配比例趋势图 6
图表 11： 10Q1-26Q3 烘焙食品重仓比例&超配比例趋势图 6
图表 12： 10Q1-26Q3 保健品重仓比例&超配比例趋势图 6
图表 13： 10Q1-26Q3 调味品重仓比例&超配比例趋势图 6
图表 14： 26Q3 食品饮料重仓前 20 个股表 7
图表 15： 24Q2-26Q3 食品饮料重仓前十大个股季度变迁表 7
图表 16： 26Q3 主动权益基金 TOP20 持有数量（单位：只） 8
图表 17： 26Q3 主动权益基金 TOP20 持有数量环比变化（单位：只） 8
图表 18： 26Q3 食品饮料持仓减仓前 top10 板块 9
图表 19： 26Q3 加仓数量环比幅度 TOP10 对比图（(单位：只)） 10
图表 20： 26Q3 减仓数量环比幅度 TOP10 对比图（单位：只） 10
图表 21： 2010Q1-2026Q3 贵州茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒四大白酒龙头重仓占比变迁折线图 11
图表 22： 2010Q1-2026Q3 海天味业/伊利股份/东鹏饮料/双汇发展四大大众品龙头重仓占比变迁折线图 12

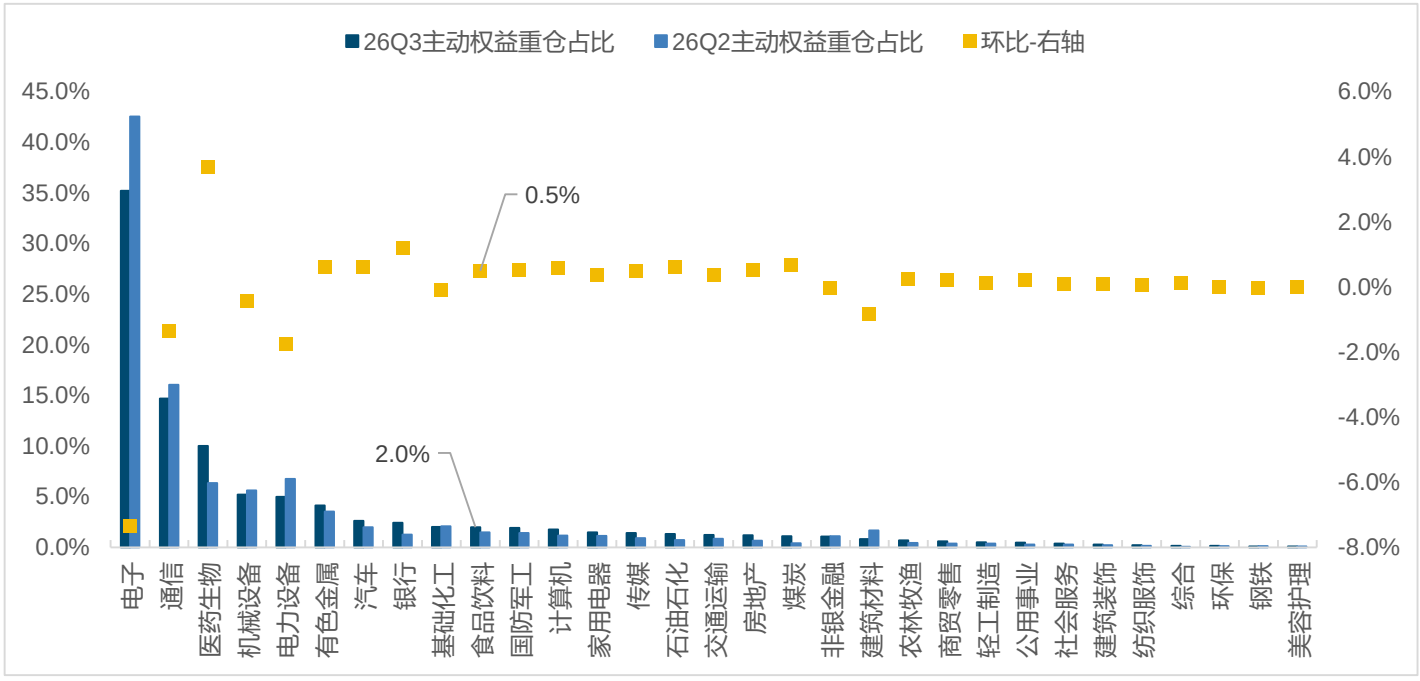
1. 行业整体持仓概况

1.1 全行业重仓占比变化：食品饮料持仓边际回暖，仍处于低配区间

图表 1 统计样本范围为市场全部主动偏股型公募基金，涵盖普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型产品；统计口径为基金季报披露前十大重仓持股市值/基金全部股票投资总市值，剔除指数、债券、货币类被动型产品。

26Q3 全市场重仓持股市值占基金股票投资市值比为 59.59%，其中食品饮料板块重仓持股市值占基金股票投资市值比 1.18%，板块重仓占比仅 2.0%，在全部 31 个申万一级行业中排名第 10 位。对比 26Q2 数据，板块重仓占比环比小幅上升 0.5 个百分点，仍处于低配区间。

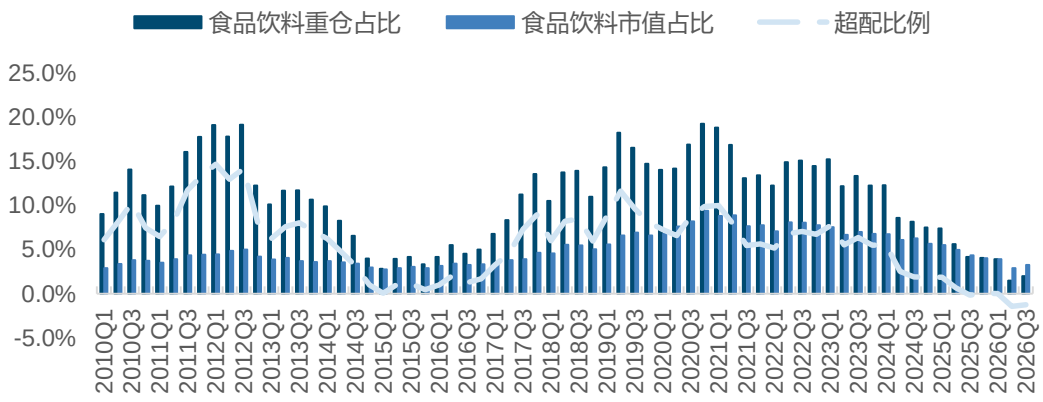
图表1：2026Q3 所属行业基金重仓占比柱状图



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2 展示 2010Q1 至 2026Q3 长达 16 年完整季度数据，拉长周期观察，2026Q3 重仓比例回升至 2.0%，虽仍处于 2014 年以来极低区间，但较 2026Q2 的 1.5%有所抬升。历史上仅 2014Q2 仓位低于 2026Q2 水平，机构长期配置意愿尚未明显修复。

图表2：10Q1-26Q3 食品饮料重仓比例&超配/低配历史趋势图

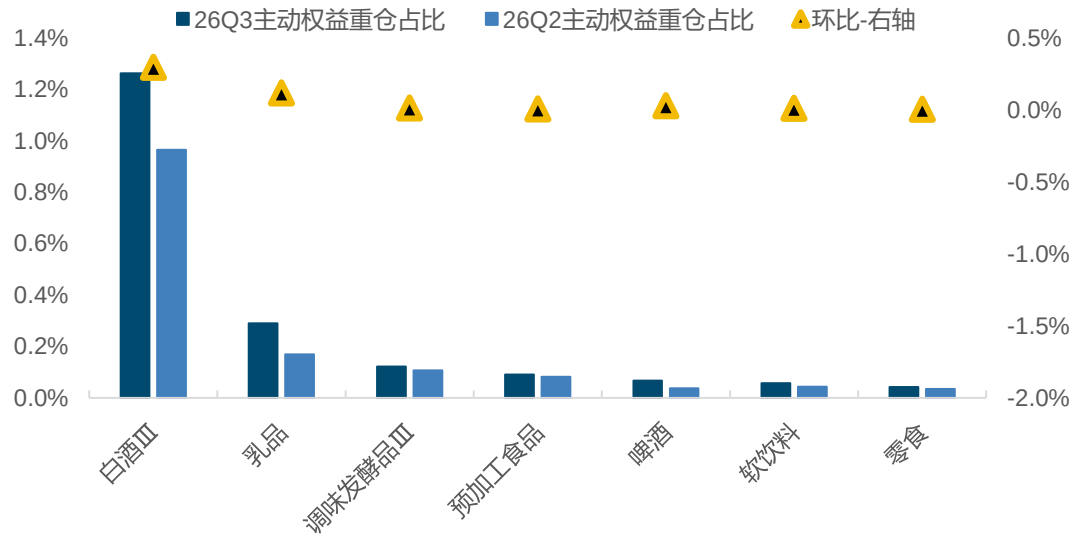


来源：Wind，国金证券研究

1.2 分板块仓位拆解，白酒仍是第一大持仓、全线减仓

对比各细分子板块 26Q3 当期仓位与二季度环比变动：26Q3 白酒板块依旧是食饮内部持仓规模最高的细分赛道，26Q3 重仓占比 0.75%，环比小幅上升 0.30 个百分点，是全板块加仓幅度最大细分赛道。其余大众品细分乳品、调味发酵品、预加工食品、啤酒、零食、其他酒类、烘焙食品、肉制品、保健品持仓基本环比持平，板块资金结构整体稳定。

图表3：26Q2/Q3 食饮各子板块主动权益重仓占比和环比变化



来源：Wind，国金证券研究所

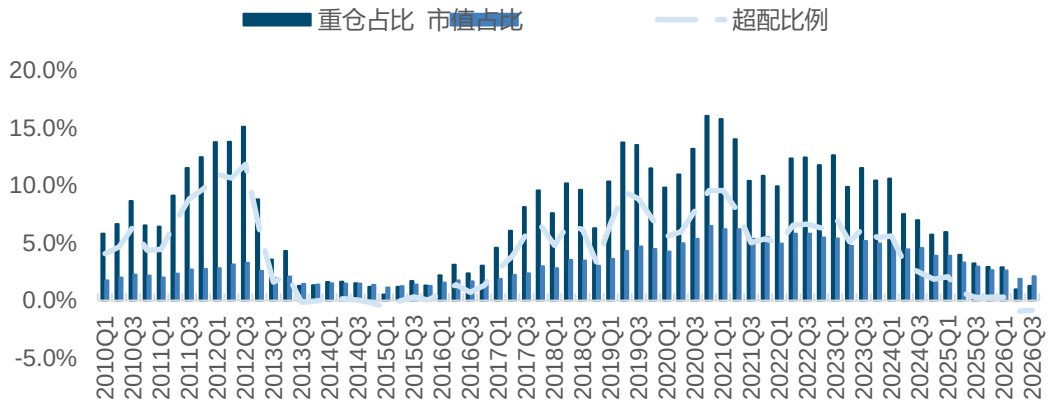
图表4：食品饮料各板块 26Q3 仓位

食品饮料申万三级行业	2026Q3
白酒 III	1.2639
调味发酵品 III	0.1217
啤酒	0.0670
肉制品	0.0119
乳品	0.2896
软饮料	0.0567
其他酒类	0.0210
零食	0.0416
预加工食品	0.0906
保健品	0.0030
烘焙食品	0.0164

来源：Wind，国金证券研究所

（1）白酒领先：26Q3 白酒细分重仓占比 1.2639%，环比小幅上升 0.30 个百分点，板块超配比例环比改善 0.1 个百分点至-0.8%。图表 5 为白酒 2010Q1-2026Q3 完整持仓与超配比例走势，2019-2021 年行业景气周期白酒仓位最高突破 10%，当前持仓水平距离历史高点仍有差距，但龙头配置边际修复，呈现加仓回暖迹象。机构对宴席、商务消费复苏节奏仍偏谨慎，后续加仓持续性仍需基本面验证。

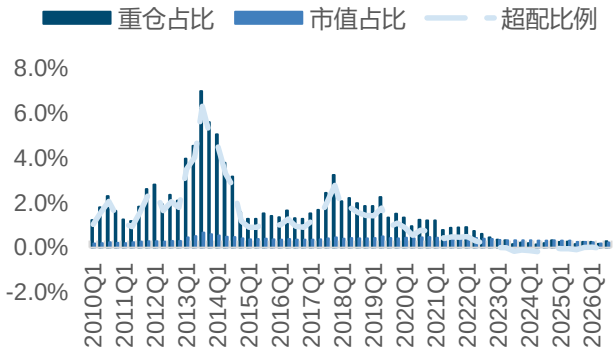
图表5：10Q1-26Q3 白酒重仓比例&超配/低配历史趋势图



来源：Wind，国金证券研究所

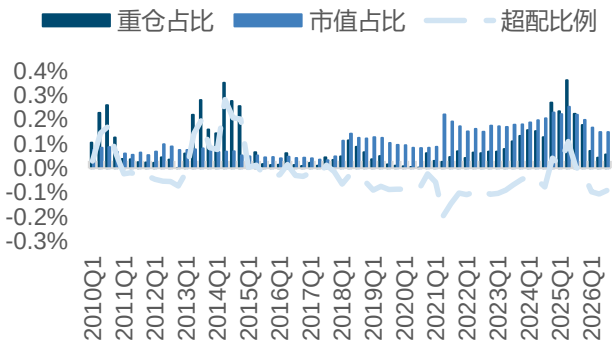
(2)部分大众品持仓环比改善：乳品重仓占比 0.29%，环比提升 0.1211 个百分点；超配比例 0.06%，环比改善 0.08 个百分点。啤酒重仓占比 0.07%，超配比例由-0.05%回升至-0.03%，环比改善 0.02 个百分点。软饮料重仓占比 0.06%，超配比例-0.09%，环比改善 0.01 个百分点。预加工食品重仓占比 0.09%，超配比例 0.04%，环比基本持平。零食重仓占比 0.04%，超配比例-0.01%，环比基本持平。上述板块绝对加仓与相对配置改善方向一致。

图表6：10Q1-26Q3 乳品重仓比例&超配比例趋势图



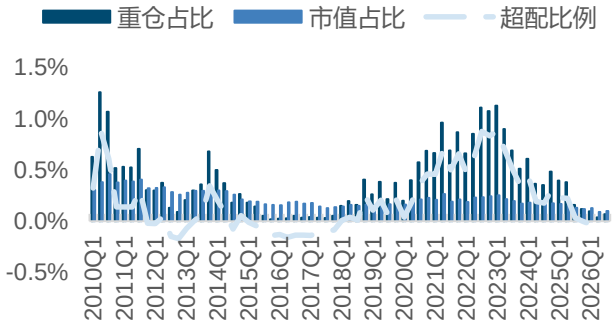
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：10Q1-26Q3 软饮料重仓比例&超配比例趋势图



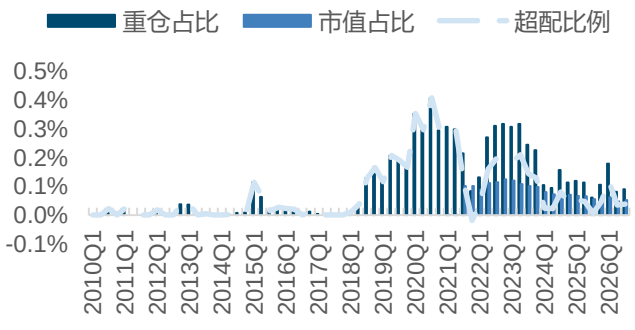
来源：Wind，国金证券研究所

图表8：10Q1-26Q3 啤酒重仓比例&超配比例趋势图



来源：Wind，国金证券研究所

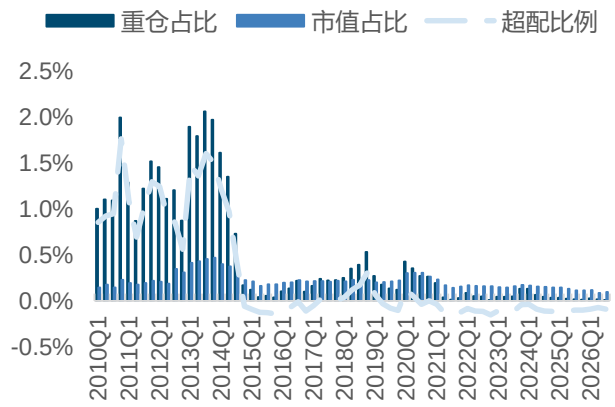
图表9：10Q1-26Q3 预加工食品重仓比例&超配比例趋势图



来源：Wind，国金证券研究所

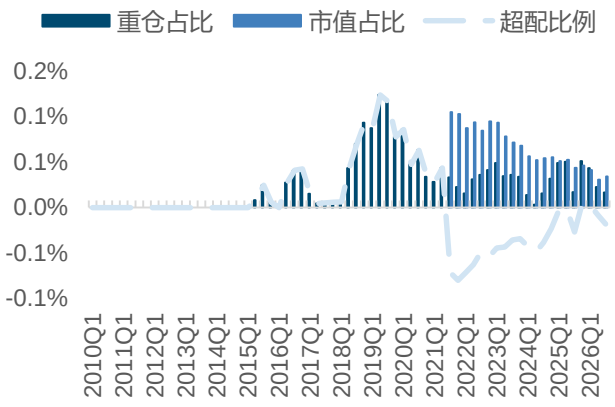
(3)部分大众品低配未改善：调味发酵品超配比例-0.17%，环比基本持平。保健品重仓占比环比基本持平，超配比例-0.04%，环比下降 0.01 个百分点。烘焙食品重仓占比由环比下降 0.01 个百分点，超配比例-0.02%，环比下降 0.01 个百分点。肉制品重仓占比环比下降 0.01 个百分点，超配比例-0.1%，环比下降 0.02 个百分点。上述板块均处于低配区间，配置力度继续走弱。

图表10：10Q1-26Q3 肉制品重仓比例&超配比例趋势图



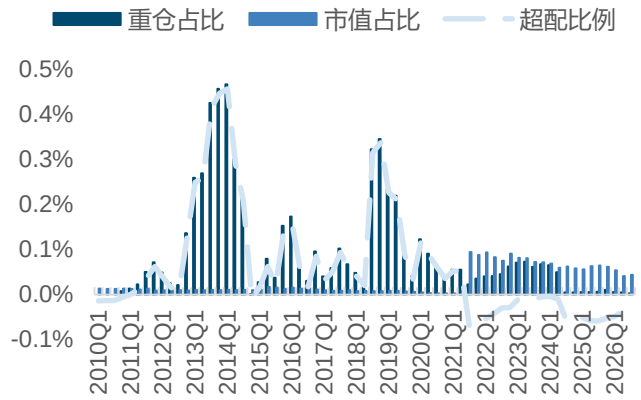
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：10Q1-26Q3 烘焙食品重仓比例&超配比例趋势图



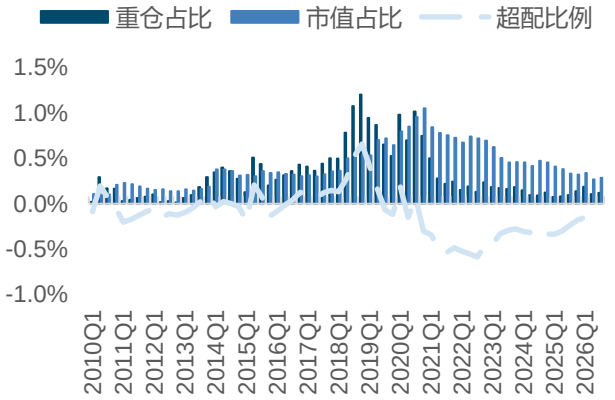
来源：Wind，国金证券研究所

图表12：10Q1-26Q3 保健品重仓比例&超配比例趋势图



来源：Wind，国金证券研究所

图表13：10Q1-26Q3 调味品重仓比例&超配比例趋势图



来源：Wind，国金证券研究所

2. 重点个股持仓结构分析

2.1 重仓 TOP20 个股整体格局：白酒席位扩容、稳健标的上榜

图表 14 为 26Q3 食品饮料重仓前 20 完整个股表格，横向对比 26Q2、26Q3 重仓占比、环比变动、季度排名变化，

稳居榜单头部标的：贵州茅台连续两季度维持板块重仓第一名，持仓占比由 0.60%上升至 0.83%，环比增幅 0.23 个百分点，是全市场持仓占比提升力度最大消费个股；伊利股份、泸州老窖分列二、三名，同样出现仓位提升。

大众品核心标的：伊利股份排名第二，安井食品第五，二者为大众品板块持仓规模最高标的，伊利股份环比 0.0625 个百分点，本季度小幅增配；安井食品环比 0.0064 个百分点，延续高度平稳的配置特征，二者配置韧性相对突出。

白酒标的席位扩容：26Q2 前 20 重仓内白酒标的共 6 家，26Q3 新增今世缘、迎驾贡酒至 8 家，板块整体主动权益重仓占比环比抬升，白酒席位有所扩容。但板块内部分化显著，山西汾酒、古井贡酒、五粮液榜单排名小幅回落，洋河股份排名有所抬升，由第 16 名上升至第 12 名。

本期新进前十大重仓标的：今世缘、迎驾贡酒和百润股份三季度新晋进入 TOP20 榜单，二者环比仓位大幅抬升，属于大幅增配标的。

本期被剔除前二十重仓个股：东鹏饮料、双汇发展和华统股份 26Q2 位列前 20，26Q3 仓位小幅收缩，剔除重仓前二十名单，属于小幅减仓标的。

图表 14：26Q3 食品饮料重仓前 20 个股表

序号		公司名称	26Q3 主动权益重仓占比	26Q2 主动权益重仓占比
1	相同	贵州茅台	0.8330%	0.6024%
2	相同	伊利股份	0.1404%	0.0754%
3	相同	泸州老窖	0.1290%	0.1218%
4	相同	山西汾酒	0.1126%	0.1254%
5	相同	安井食品	0.0871%	0.0807%
6	相同	燕京啤酒	0.0611%	0.0284%
7	相同	古井贡酒	0.0589%	0.0421%
8	相同	安琪酵母	0.0529%	0.0398%
9	相同	五粮液	0.0463%	0.0401%
10	相同	中炬高新	0.0321%	0.0208%
11	新增	今世缘	0.0284%	0.0041%
12	相同	洋河股份	0.0262%	0.0177%
13	相同	盐津铺子	0.0228%	0.0188%
14	相同	新乳业	0.0221%	0.0193%
15	新增	迎驾贡酒	0.0216%	0.0061%
16	新增	百润股份	0.0171%	0.0063%
17	相同	海天味业	0.0169%	0.0337%
18	相同	泉阳泉	0.0168%	0.0074%
19	相同	洽洽食品	0.0156%	0.0096%
20	相同	西麦食品	0.0153%	0.0201%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 15 纵向展示近十个季度主动权益基金食品饮料重仓 TOP10 名单变化，直观反映机构持仓重心持续向白酒龙头转移、26Q3 大众品标的逐步被挤出的调仓趋势。

24Q2 至 25Q4 阶段，榜单长期由贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒四大白酒龙头稳定占据前四名席位，古井贡、洋河、今世缘等区域白酒持续位列前十，大众品仅伊利、东鹏、安井间歇性上榜，机构核心持仓高度绑定白酒赛道；

进入 26Q1、26Q2、26Q3，榜单结构出现明显切换：五粮液、山西汾酒名次连续下滑，26Q3 榜单第二位变为伊利股份、第六位为燕京啤酒，大众品头部标的短期抬升，但白酒配置底盘依旧强劲；从季度变迁维度可见，26Q3 相较往年同期，白酒整体上榜数量持平。三季度主动权益基金重仓白酒比例环比回升，白酒热度回升。

图表 15：24Q2-26Q3 食品饮料重仓前十大个股季度变迁表

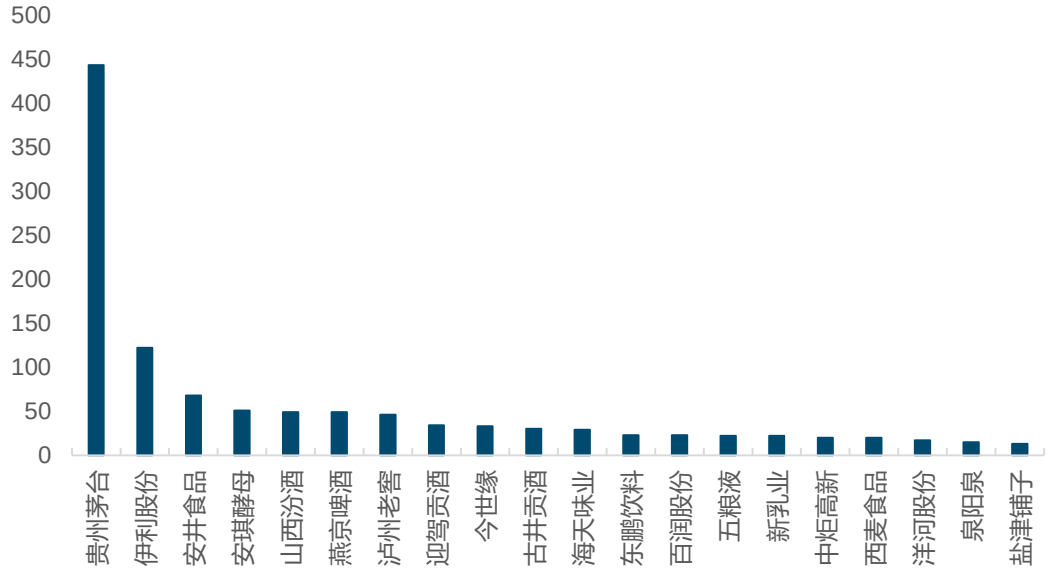
序号	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
1	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台
2	五粮液	五粮液	五粮液	五粮液	五粮液	山西汾酒	山西汾酒	五粮液	山西汾酒	伊利股份
3	泸州老窖	泸州老窖	泸州老窖	山西汾酒	山西汾酒	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	泸州老窖	泸州老窖
4	山西汾酒	山西汾酒	山西汾酒	泸州老窖	泸州老窖	泸州老窖	五粮液	泸州老窖	安井食品	山西汾酒
5	古井贡酒	古井贡酒	古井贡酒	古井贡酒	东鹏饮料	东鹏饮料	东鹏饮料	安井食品	伊利股份	安井食品
6	洋河股份	洋河股份	伊利股份	东鹏饮料	古井贡酒	古井贡酒	古井贡酒	伊利股份	古井贡酒	燕京啤酒
7	今世缘	迎驾贡酒	青岛啤酒	青岛啤酒	伊利股份	盐津铺子	伊利股份	燕京啤酒	五粮液	古井贡酒
8	东鹏饮料	安井食品	东鹏饮料	伊利股份	青岛啤酒	伊利股份	安井食品	盐津铺子	安琪酵母	安琪酵母
9	迎驾贡酒	伊利股份	洋河股份	今世缘	盐津铺子	燕京啤酒	盐津铺子	安琪酵母	海天味业	五粮液

序号	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
10	伊利股份	东鹏饮料	百润股份	洋河股份	燕京啤酒	安井食品	安琪酵母	海天味业	燕京啤酒	中炬高新

来源：Wind，国金证券研究所

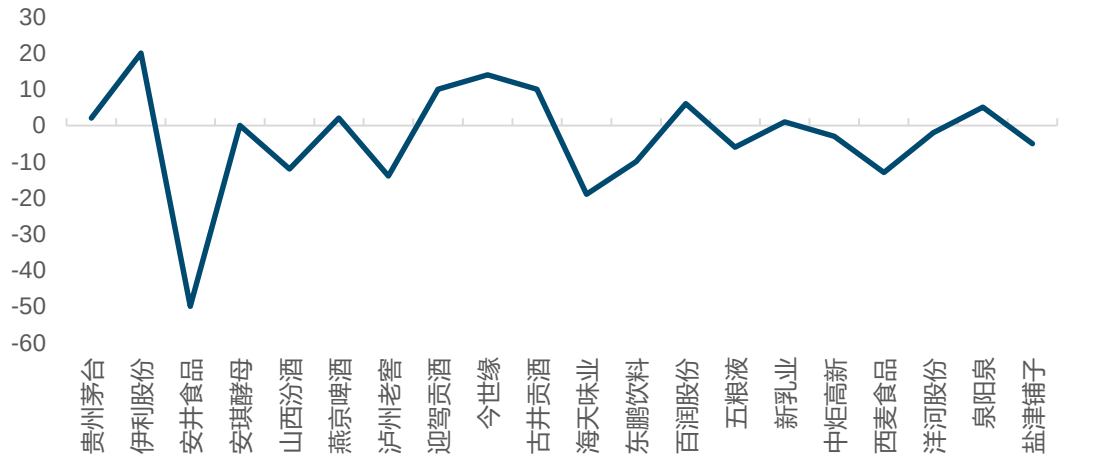
结合持有基金数量维度补充验证：图表 16、图表 17 统计 TOP20 个股 26Q3 持有基金总数、环比增减。进入三季度，主动权益基金对食品饮料重仓标的布局呈现明显分化特征。白酒板块呈现结构性修复，今世缘主动基金持有数量由 19 只增至 33 只、环比增加 14 只；迎驾贡酒由 24 只增至 34 只、环比增加 10 只；古井贡酒由 20 只增至 30 只、环比增加 10 只，次高端标的机构参与度提升。泸州老窖由 60 只降至 46 只、环比减少 14 只，山西汾酒由 61 只降至 49 只、环比减少 12 只，五粮液由 28 只降至 22 只、环比减少 6 只，一线龙头仍有小幅基金流出，但降幅较二季度显著收窄。反观大众品标的，伊利股份由 102 只增至 122 只、环比增加 20 只，机构覆盖度持续提升；安井食品由 118 只降至 68 只、环比减少 50 只，筹码明显分散。

图表 16：26Q3 主动权益基金 TOP20 持有数量（单位：只）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：26Q3 主动权益基金 TOP20 持有数量环比变化（单位：只）



来源：Wind，国金证券研究所

2.2 个股仓位两极分化，白酒龙头大幅减仓、少量标的小幅加仓

（1）持仓占比口径：加仓、减仓 TOP10

图表 18 展示了 26Q3 持仓占比提升前十大个股，为本季度明确加仓标的，标的加仓幅度分化明显，头部标的增配力度显著高于二季度：贵州茅台（+0.2306 个百分点）、伊利股份（+0.0650 个百分点）、燕京啤酒（+0.0327 个百分点）、今世缘（+0.0242 个百分点）、古井贡酒（+0.0168 个百分点）、迎驾贡酒（+0.0155 个百分点）、安琪酵母（+0.0131 个百分点）、中炬高新（+0.0113 个百分点）、百润股份（+0.0108 个百分点）、泉阳泉（+0.0094 个百分点）。其中贵州茅台为白酒龙头核心加仓标的，次高端酒同步获得资金增配；伊利股份、燕京啤酒分属乳制品、啤酒大众赛道，是本季度板块重点增配方向。

同时，表中也展示了持仓占比下滑前十大个股，全部为市场主流核心消费龙头，但减仓幅度较 Q2 显著收敛，不再是板块性集体流出，更多体现为回暖过程中的结构性再平衡：海天味业（-0.0167 个百分点）、山西汾酒（-0.0128 个百分点）、双汇发展（-0.0081 个百分点）、东鹏饮料（-0.0075 个百分点）、西麦食品（-0.0049 个百分点）、青岛啤酒（-0.0046 个百分点）、甘源食品（-0.0035 个百分点）、广州酒家（-0.0015 个百分点）、莲花控股（-0.0012 个百分点）、养元饮品（-0.0007 个百分点），覆盖调味品、白酒、肉制品、软饮料、零食和啤酒等大众赛道，反映各细分赛道龙头由 Q2 的系统性减持转为局部仓位微调。

图表 18：26Q3 食品饮料持仓减仓前 top10 板块

序号	持仓占比提升前 top10	环比（个百分点）	持仓占比减少前 top10	环比（个百分点）
1	贵州茅台	0.2306	海天味业	-0.0167
2	伊利股份	0.0650	山西汾酒	-0.0128
3	燕京啤酒	0.0327	双汇发展	-0.0081
4	今世缘	0.0242	东鹏饮料	-0.0075
5	古井贡酒	0.0168	西麦食品	-0.0049
6	迎驾贡酒	0.0155	青岛啤酒	-0.0046
7	安琪酵母	0.0131	甘源食品	-0.0035
8	中炬高新	0.0113	广州酒家	-0.0015
9	百润股份	0.0108	莲花控股	-0.0012
10	泉阳泉	0.0094	养元饮品	-0.0007

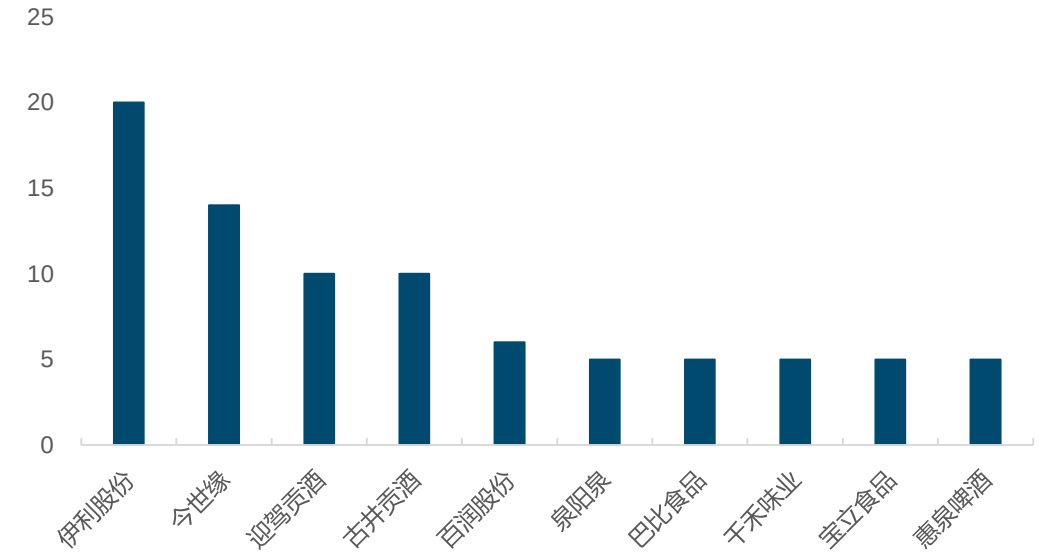
来源：Wind，国金证券研究所

（2）持有基金数量口径：加仓、减仓 TOP10

图表 19 为持有基金数量环比增加前十大个股，代表机构覆盖度提升标的：伊利股份以环比+20 只基金位列第一，其次今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒等，与仓位占比加仓方向形成呼应，再次验证乳品龙头、区域白酒及大众品细分龙头获得机构覆盖度提升与小幅布局。

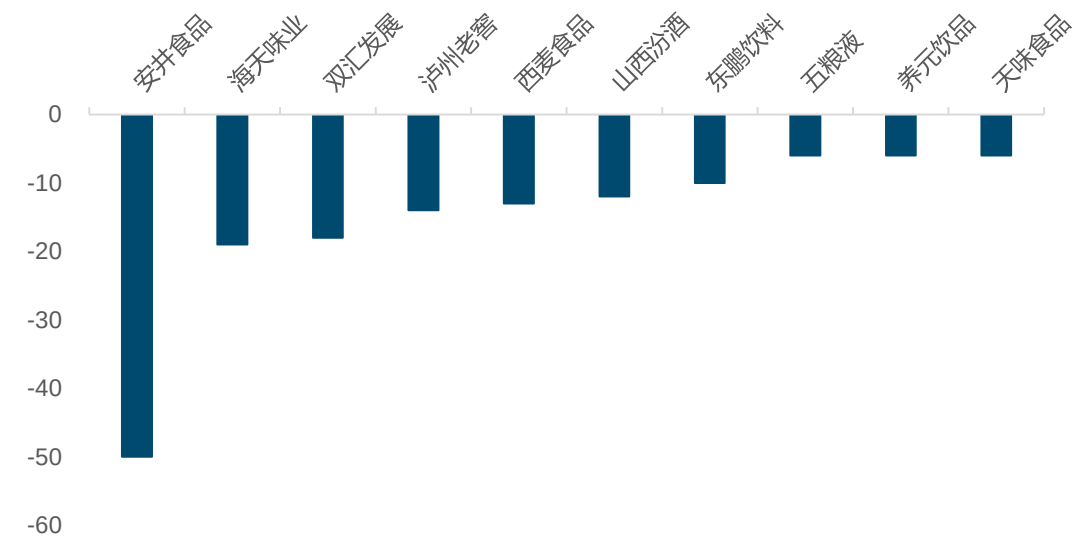
图表 20 为持有基金数量环比减少前十大个股，安井食品环比减少 50 只基金高居第一，海天味业、双汇发展和泸州老窖紧随其后，覆盖预加工食品、调味品、肉制品、白酒、零食、软饮料等细分赛道；减持力度较 Q2 显著收敛，机构持仓筹码由系统性出清转为局部结构性调仓。

图表19：26Q3 加仓数量环比幅度 TOP10 对比图（(单位：只)）



来源：Wind，国金证券研究所

图表20：26Q3 减仓数量环比幅度 TOP10 对比图（单位：只）



来源：Wind，国金证券研究所

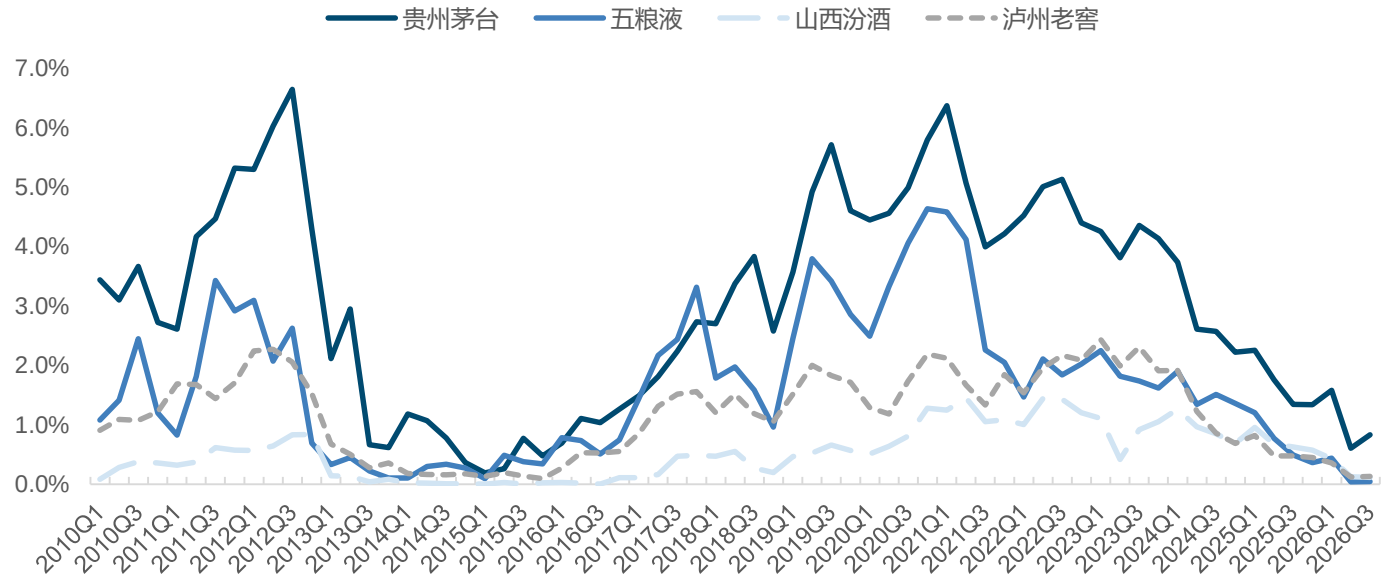
2.3 四大白酒&四大大众龙头长期持仓对比复盘，白酒持续走弱、乳业龙头具备独立韧性

图表 21 覆盖四家高端白酒企业，展示十六年季度重仓占比变化，四条曲线趋势高度同步，白酒板块资金周期性进出特征极其突出，可划分为两大完整阶段：

2017-2021 景气上行周期，机构集中加仓白酒：2017 年起消费主线行情启动，商务、宴席需求持续回暖，公募资金持续加码高端白酒。四家企业重仓占比同步逐年抬升，在 2021 年集体到达历史峰值区间，成为全市场机构核心重仓赛道。

2022 年至今持续减仓周期，仓位回落至十年低位：2021 年后居民消费复苏不及预期，高端白酒批价、动销承压，机构开启连续多季度减持通道。至 26Q3，四家白酒重仓占比全部回落至 2013-2014 年历史低位区间：贵州茅台环比+0.2306 个百分点、五粮液+0.0062 个百分点、山西汾酒-0.0128 个百分点、泸州老窖+0.0072 个百分点。

图表21：2010Q1-2026Q3 贵州茅台/五粮液/泸州老窖/山西汾酒四大白酒龙头重仓占比变迁折线图



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22 选取乳业、调味品、软饮料、肉制品四大大众细分核心标的，大众品内部持仓走势延续分化，伊利率先企稳改善：

伊利股份（乳业）：刚需属性+分红率可观，机构持仓较为稳健

2010 年以来机构长期稳定配置，重仓中枢缓慢抬升，不存在暴涨暴跌行情，持仓波动极小。26Q3 重仓占比小幅上升 0.0650 个百分点，伊利持有基金数量亦明显增加，仓位与覆盖度同步改善。长期数据证明乳制品刚需属性稳定，且伊利作为高分红龙头在波动行情中防御属性突出，即便大众品整体配置仍处低位，机构仍保留基础底仓，筹码韧性显著优于白酒与其他大众细分。

海天味业（调味品）：2020 年后持续减仓

2017-2020 年渠道红利阶段机构集中加仓，2020 年抵达持仓高点；随后餐饮需求疲软、行业价格战持续，机构逐年降低配置权重，26Q3 持仓仍处于近五年低位，对应调味品板块整体环比上升 0.0149 个百分点。餐饮端偏弱与成本高企冲击基本面，盈利持续承压。

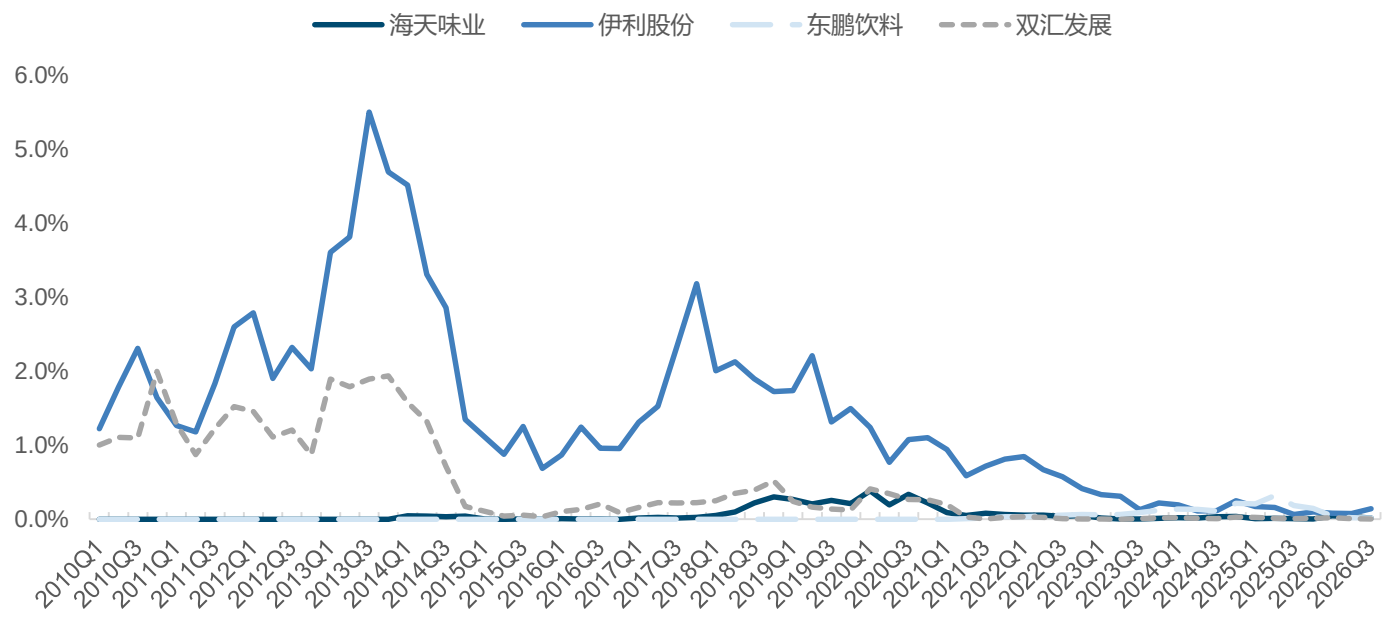
东鹏饮料（软饮料）：2025Q3 开始减仓

2021 年上市后短期资金快速涌入，24Q1 到达持仓峰值，此后逐年连续减仓，26Q3 环比-0.0075 个百分点，连续两季度跻身减仓前十标的。主要系能量饮料赛道竞争加剧、增长天花板显现，叠加成本端担忧，机构配置持续降温。

双汇发展（肉制品）：2020 年后长期维持低配

2018 年后持仓中枢持续下行，近十年无明显资金加仓阶段，26Q3 重仓占比仅 0.010%，肉制品行业需求弹性弱，长期缺乏机构增量布局，始终处于低配状态。

图表22：2010Q1-2026Q3 海天味业/伊利股份/东鹏饮料/双汇发展四大大众品龙头重仓占比变迁折线图



来源：Wind，国金证券研究所

3. 行业投资建议

结合基金三季报持仓分析，食品饮料板块在市场资金风格切换背景下，机构配置比例已自历史底部有所回升，但整体仍处于显著低配区间。低估值、低持仓特征下的配置价值逐步凸显。

1）白酒：内部配置呈现明显分化。一方面，具备品牌壁垒及经营韧性的高端白酒龙头获得资金青睐回流；另一方面，基本面相对稳健、具备区域竞争优势的优质区域酒企获增配较为明显，而部分仍处于渠道去库存及经营调整阶段的泛全国化品牌持仓相对承压，反映出资金对经营确定性及基本面率先企稳的偏好。

2）大众品：多数细分赛道仍处于低配状态，但机构持仓亦呈现边际回暖，龙头集中及结构性景气趋势延续。其中调味品、乳制品、啤酒等传统赛道龙头获加仓，主要系其在渠道、产品及供应链方面优势，助力持续提升市场份额；同时契合健康化、功能性及质价比消费趋势的细分龙头，仍具备较强的业绩兑现能力。

■ **酒类板块**

白酒行业：行业出清渐近后期，股息托底、修复可期。白酒板块在低预期+筹码结构相对较优背景下具备不错的防御属性，当前市场对行业筑底预期有所强化、尤其是在三季报更多酒企营收端逐步走稳的背景之下。目前行业价盘已基本筑底、去库步入尾声，酒企表观业绩将陆续向动销逐步收敛；此外，预计伴随经营改善、板块 27 年盈利修复时有望呈现不错的利润弹性。我们认为具备α禀赋的白酒酒企在当前具备不错的交易容错率，叠加顺周期β下估值修复期权；建议从中长期视角来进行酒企 EPS×PE 定价，我们相信具备差异化竞争优势的禀赋型酒企在历轮周期演绎中能突破桎梏、规模再上台阶。首推贵州茅台，稳定生息资产首选；关注α区域酒龙头（徽酒、苏酒、金徽酒等），以及赔率优先且具备产品力α/组织力α酒企（山西汾酒、泸州老窖等）。

其他酒类行业

1）啤酒：今年旺季由于多雨天气扰动叠加餐饮消费相对疲软，整体景气度兑现度相对较低，从 26Q3 板块业绩中可见一斑，酒企销量、盈利能力普遍受到一定影响。我们认为中期维度餐饮修复仍可期待，前期基本面预期回落已使得板块估值有明显下修，市场亦对酒企后续成本端/利润端担忧已有定价。考虑到啤酒行业偏稳健的市场竞争格局、相对不错的股息水平，仍建议持续关注。

2）黄酒：头部酒企普遍加大对于营销能力的关注，对黄酒品类进行市场化推广，头部品

牌全国化进度逐步加速，借力渠道杠杆进行区域与品类外拓；中期产业趋势变化，以及新品年轻化培育等值得关注。

3）预调酒：中长期看低度酒渗透率提升趋势仍存，行业竞争从抢占终端渠道迈向深耕产品力，龙头通过优化渠道库存及差异化布局新兴渠道，今年以来实现逆势增长，关注后续百润股份新品增长动能。

■ **食品板块**

食品：26Q3 大众品需求整体仍偏弱，收入端环比降速，利润端受原材料成本、汇兑、税率等挤压较为明显，多数龙头业绩承压。

分赛道来看，乳制品需求稳健修复，尽管成本红利减退但竞争持续改善，其中龙头企业市占率持续提升，实质经营利润率提升。软饮料、餐饮链（调味品、速冻）整体动销较 Q2 环比减弱，拖累报表收入表现，其中龙头企业利润端受成本、汇兑影响较大；休闲零食高基数叠加下游渠道红利减退，收入显著降速且利润端受制于竞争普遍承压。

当前展望后续，乳制品供需有望进一步实现紧平衡，需求持续边际改善，成本上涨将进一步挤压小企业出清或放弃低价策略，龙头份额有望稳健提升。其他板块从需求和成本来看压力仍存，其中餐饮链基数逐步抬升且需求疲软态势难以快速扭转；软饮料进入淡季，渠道库存持续清理；休闲零食新渠道红利行至过半，魔芋爆品路径短期难以复现。

当前大众品板块已处于盈利&估值周期底部，龙头股息率升至较有吸引力的水平，仍以防御思路布局。建议优先关注需求&竞争双重改善的乳制品赛道龙头；另外结合个股 α 建议优选需求相对稳健、持续提升份额、及具备成本转嫁能力的龙头，如海天味业、安琪酵母、安井食品等。关注高股息红利标的颐海国际、天味食品、洽洽食品。

4. 风险提示

宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情绪释放节奏

区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策

食品安全问题风险——食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响

行业投资评级明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究