

食品饮料：盈利修复的三个递进要素

2023年7月10日

看好/维持

食品饮料 | 行业报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
分析师	王洁婷 电话：021-225102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

今年上半年，业绩驱动资产价格的标的表现弱于估值推动资产价格的标的，主要是因为：1 宏观经济形势下，制造业企业收入和利润表现出现波动，特别是资产定价中以未来现金流折现为主要估值方法的食品饮料企业，由于市场对于近几年现金流的预期发生变化，使得行业整体估值下行；2 是从汇率角度，今年上半年人民币兑美元汇率下行，国际资本有流向汇率升值的货币市场的预期，市场偏好更倾向于市值小、国际资本持仓比例轻的板块。

结合当前食品饮料基本面在资产定价中的表现，我们认为下半年核心观察有三个递进要素：1 是企业盈利要素：以 CPI 为观察的终端价格对企业盈利的影响；2 是居民消费能力和消费意愿对终端价格（需求）的影响；3 是宏观经济的整体复苏，对居民消费意愿的影响。

对于下半年食品饮料资产定价的判断，我们延续年初观点，认为影响食品饮料核心定价的两大因素：宏观需求（基本面）的复苏和国际资产定价（汇率）仍是下半年影响食品饮料资产定价的最为重要的两个原因。我们认为需求复苏是大方向，消费意愿会随着消费场景复苏有加强。同时如果下半年宏观经济复苏，人民币汇率能够企稳回升，今年下半年食品饮料的整体估值环境是友好的，所以大方向上我们看好下半年食品饮料的投资机会。

投资策略：从微观角度，我们认为食品饮料行业需要观察两个影响因素：1 经销商的库存周期。2 毛销差变化。经销商库存周期会拉长行业复苏的时间，而毛销差的变化会反应到企业利润端。基于这两个影响因素，我们在对下半年策略展望时认为，1 食品饮料中可选行业板块弹性会大于必选，特别是受益于经济活跃度提升的次高端白酒等行业表现会更为明显。2 是上游成本下行过程中，终端价格受市场需求影响小的行业，利润表现会更为突出，饮料、预制菜、高端白酒等行业值得关注。重点推荐：贵州茅台、五粮液、古井贡酒、安井食品、伊利股份等。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，疫情管控力度变化对消费带来影响，中美关系变化对经济带来影响等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
贵州茅台	49.93	58.76	68.50	79.25	33.80	28.73	24.64	21.30	11.44	强烈推荐
五粮液	6.88	8.04	9.22	10.50	23.82	20.38	17.77	15.60	5.67	强烈推荐
古井贡酒	5.95	7.93	10.12	12.61	42.15	31.61	24.79	19.88	6.51	强烈推荐
安井食品	3.89	4.96	6.25	7.81	40.33	31.66	25.11	20.10	3.66	强烈推荐
伊利股份	1.48	1.74	2.03	2.33	19.07	16.19	13.92	12.10	3.85	强烈推荐

资料来源：同花顺、公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 我们的观点.....	3
2. 宏观角度：食品饮料的几点思考.....	3
2.1 终端价格回暖利好企业利润回升.....	3
2.2 消费约束：消费信心正在回归.....	4
2.3 经济或进入磨底期，静待消费复苏.....	5
3. 结论.....	7
4. 风险提示.....	7
相关报告汇总.....	8

插图目录

图 1：CPI-PPI 剪刀差 (%).....	4
图 2：食品板块归母净利润增速 (%).....	4
图 3：CPI 和食品 CPI (右轴) (%).....	4
图 4：食品饮料板块毛利率.....	4
图 5：消费支出与消费者信心指数 (右轴) (%).....	5
图 6：全国城镇调查失业率 (%).....	5
图 7：PPI (右轴) 与沪深 300 走势.....	5
图 8：6 月以来宏观经济政策密集出台.....	6

表格目录

未找到图形项目表。

1. 我们的观点

今年上半年，业绩驱动资产价格的标的表现弱于估值推动资产价格的标的，主要是因为：1 宏观经济形势下，制造业企业收入和利润表现出现波动，特别是资产定价中以未来现金流折现为主要估值方法的企业，由于市场对于近几年现金流的预期发生变化，使得行业整体估值下行；2 是从汇率角度，今年上半年人民币兑美元汇率下行，国际资本有流向汇率升值的货币市场的预期，市场偏好更倾向于市值小、国际资本持仓比例轻的板块。

结合当前食品饮料基本面在资产定价中的表现，我们认为下半年核心观察有三个递进要素：1 是企业盈利要素：以 CPI 为观察的终端价格对企业盈利的影响；2 是居民消费能力和消费意愿对终端价格（需求）的影响；3 是宏观经济的整体复苏，对居民消费意愿的影响。

对于下半年食品饮料资产定价的判断，我们延续年初观点，认为影响食品饮料核心定价的两大因素：宏观需求（基本面）的复苏和国际资产定价（汇率）仍是下半年影响食品饮料资产定价的最为重要的两个原因。我们认为需求复苏是大方向，需求意愿会随着消费场景复苏有加强。同时如果下半年宏观经济复苏，人民币汇率能够企稳回升，今年下半年食品饮料的整体估值环境是友好的，所以大方向上我们看好下半年食品饮料的投资机会。

投资策略：从微观角度，我们认为食品饮料行业需要观察两个影响因素：1 经销商的库存周期。2 毛销差变化。经销商库存周期会拉长行业复苏的时间，而毛销差的变化会反应到企业利润端。基于这两个影响因素，我们在对下半年策略展望时认为，1 食品饮料中可选行业板块弹性会大于必选，特别是受益于经济活跃度提升的次高端白酒等行业表现会更为明显。2 是上游成本下行过程中，终端价格受市场需求影响小的行业，利润表现会更为突出，饮料、预制菜、高端白酒等行业值得关注。重点推荐：贵州茅台、五粮液、古井贡酒、安井食品、伊利股份等。

2. 宏观角度：食品饮料的几点思考

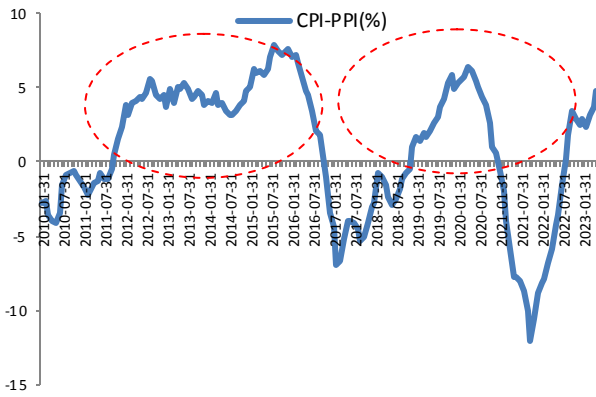
2.1 终端价格回暖利好企业利润回升

从过去经验来看，一般用 CPI 代表下游价格，PPI 代表上游价格及上游成本，CPI 与 PPI 剪刀差收窄代表利润空间从上游向下游回吐，对应下游行业毛利率的显著改善，即利润从上游向中游回吐。从本轮 CPI 与 PPI 剪刀差变化来看，剪刀差变化非常明显，但是食品饮料制造企业毛利率改善并不明显。我们认为主要是本轮经济需求复苏略滞后于价格的传导，CPI 所代表的终端价格增速在下降，使得中游制造企业将利润让渡给下游。

本轮 CPI-PPI 剪刀差自 2021 年 1 月进入负增长，持续 19 个月，2022 年 8 月首月回正，2023 年 5 月上行至 4.8%。

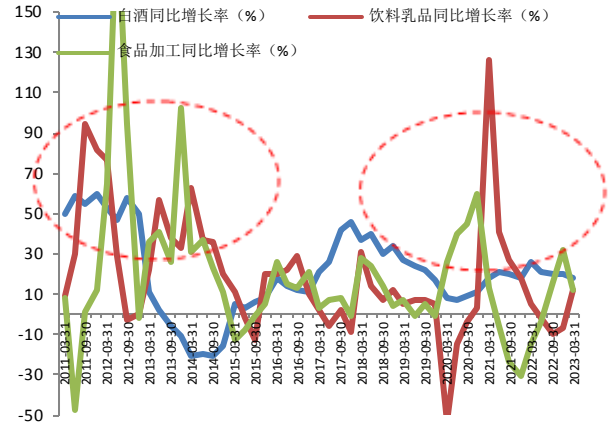
按照以前周期来观察，当下游开始涨价，而上游成本回落的时候，企业利润开始向下游转移，这与食品饮料行业表现一致，企业成本上涨压力较大---企业开始提价--经过 1-2 个季度向消费者提价成功--成本下行--利润逐步体现。从（2012 年-2014 年）和（2019 年-2021 年）两段 CPI-PPI 剪刀正差阶段来观察，食品板块的利润会略滞后于经济表现，但业绩爆发与经济表现趋势几乎一致，在这个区间里，利润向食品制造业回流明显。

图1: CPI-PPI 剪刀差 (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

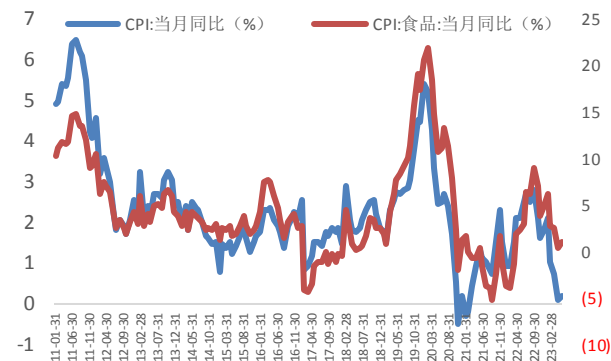
图2: 食品板块归母净利润增速 (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

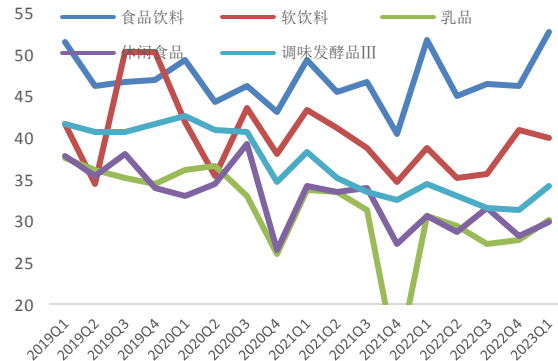
但是本轮周期与以往周期非常大的不同是，CPI-PPI 剪刀差在不断扩大的过程中，伴随着比较大幅度的 CPI 的回落。本轮周期 CPI 自 2022 年 7 月见顶后，一直处于下行期，特别是食品 CPI 在同比降幅上，有更明显的波动。终端价格的疲软，使得在成本下行期，利润从中游制造企业直接让渡给下游，制造企业利润并没有能够受益。所以今年下半年食品饮料企业盈利的一个核心观察就是 CPI、特别是食品 CPI 的增速重新进入扩张。

图3: CPI 和食品 CPI (右轴) (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图4: 食品饮料板块毛利率



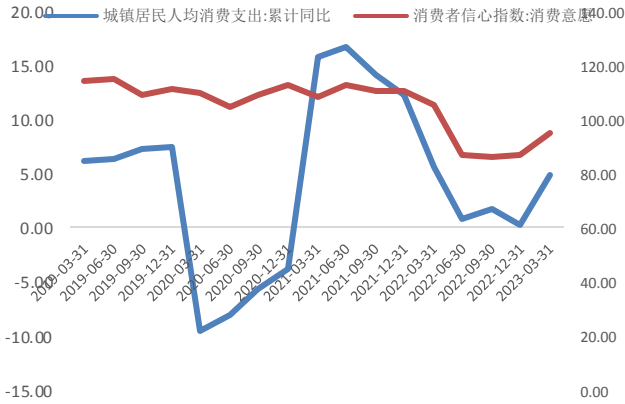
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

2.2 消费约束: 消费信心正在回归

经济波动反应在居民收入水平和就业上，形成消费意愿和消费能力波动，对食品饮料需求端直接影响。2022 年 Q1 以来，反应消费意愿的消费者信心指数增速有下滑，虽然今年 Q1 消费者信心指数增速有提速，但是居民消费意愿整体疲弱，其背后的逻辑或是居民消费能力疲弱，且经济波动期居民更重视储蓄，而减弱

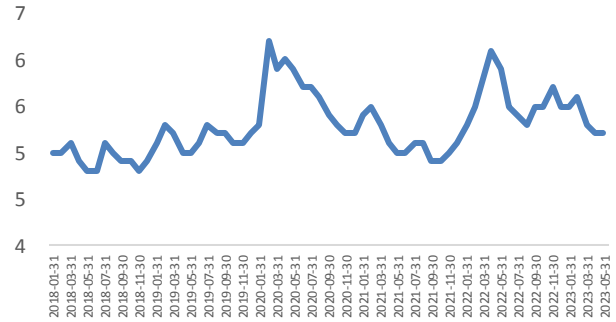
了消费意愿。我们认为下半年经济复苏名义 GDP 增长会带动居民收入，较大的缓解就业压力，有望扭转居民消费意愿。

图5：消费支出与消费者信心指数（右轴）（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图6：全国城镇调查失业率（%）

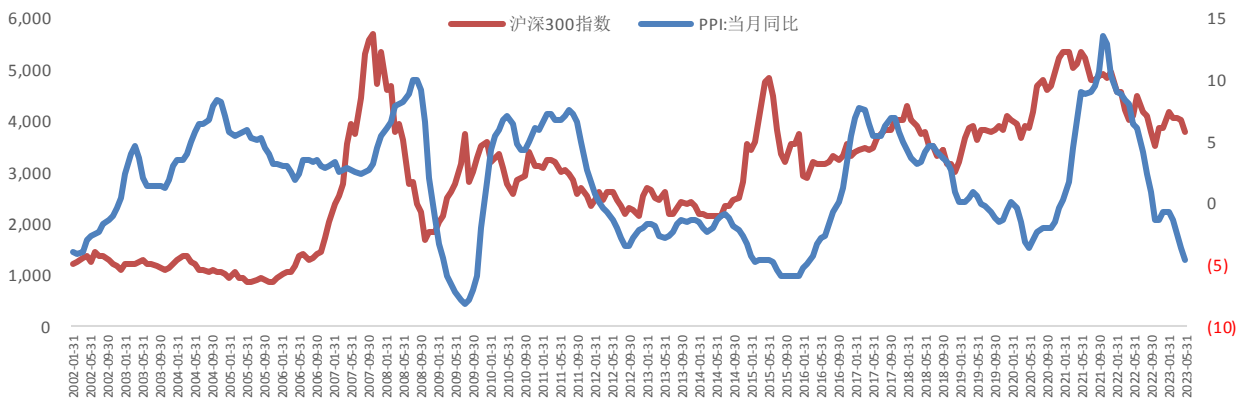


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.3 经济或进入磨底期，静待消费复苏

我们将 PPI 与沪深 300 走势进行拟合，发现沪深 300 指数与 PPI 指数有较好的同向性，沪深 300 指数会领先 PPI 指数变化 2-3 个季度。PPI 被认为是反应工业企业盈利端的数据，是经济复苏的重要标志指标。沪深 300 的走势领先，会提前于企业盈利 2-3 个季度。

图7：PPI（右轴）与沪深 300 走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从历史经验看，PPI 走出负增长即经济见底回升，往往伴随国内宏观政策大幅扩张，以及伴随货币和信用扩张。今年上半年，财政政策和货币政策有序扩张，特别是进入 6 月份，关于刺激经济发展的财政政策和货币政策频频出台，给市场注入强心剂，同时也另市场预期接下来更多的刺激经济政策会出台。

图8: 6月以来宏观经济政策密集出台

时间	部委	政策
6月1日	国家发改委	国家发改委修订印发《固定资产投资项目节能审查办法》，自2023年6月1日起施行。《办法》将省级节能审查管理权限由5000吨标准煤提高至1万吨标准煤，提升高耗能项目节能审查工作质量和效率。要求节能审查机关制定并公开服务指南，细化审查受理、逾期重新审查等环节规定。将节能审查有关情况作为节能监察和节能目标责任评价考核的重要内容，形成闭环管理。进一步明确未批先建、未按规定进行节能验收、提供虚假信息等违法违规行为的处罚规定。
6月16日	中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会、财政部、农业农村部	中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会、财政部、农业农村部联合印发《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》，其中提出，充分运用信息技术，精准评估新市民信用状况，创新契合度高的信贷产品，提升金融供给质量和金融服务均等性。加强与地方政府信息共享和公用数据直连，丰富“金融+生活+政务”新市民金融服务场景。鼓励运用信贷、债券、资产支持证券、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式，支持专业化、规模化住房租赁企业发展，依法合规加大对新市民等群体保障性租赁住房建设融资支持力度。扩大金融产品和服务供给，支持新市民就业创业、安家落户、子女教育、健康和养老保障。
6月16日	发改委	发改委表示，将加快实施“十四五”规划102项重大工程，推动能源、水利、交通等重大基础设施以及新型基础设施建设。从相关领域看，这对于基建类投资将有明显带动。
近期	发改委	发改委等部门发布做好2023年降成本重点工作的通知，其中特别提到：落实税收、首台（套）保险补偿等支持政策，促进传统产业改造升级和战略性新兴产业发展；对科技创新、重点产业链等领域，出台针对性的减税降费政策，将符合条件行业企业研发费用税前加计扣除比例由75%提高至100%的政策作为制度性安排
6月20日	央行	政策前期连续推动存款利率市场化调降。调降存款利率有助于降低银行负债成本，提升放贷积极性；在这样的作用于银行负债端的政策之后，逻辑上应该有资产端的政策接续，把存款利率调降的红利传递给实体，方式之一是调降贷款利率；方式二是稳定融资需求。6月20日，央行调降1年期LPR、5年期LPR各10bp，标志着货币政策稳增长的重心已经从金融机构的负债端转向资产端。其中5年期LPR的调降更为重要，它对标的是按揭贷款利率。
6月30日	人民银行	人民银行公告指出，为贯彻落实6月16日国务院常务会议精神，推动经济持续回升向好，增加支农支小再贷款、再贴现额度合计2000亿元，其中，支农再贷款、支小再贷款、再贴现分别增加额度400亿元、1200亿元、400亿元，调增后额度分别为8000亿元、17600亿元、7400亿元。根据人民银行披露，2023年第一季度末，支农再贷款、支小再贷款、再贴现的余额分别为5960亿元、14331亿元和6061亿元，合计约2.6万亿元。
6月21日	国资委	国资委党委召开扩大会议，会议提出要加快发展战略新兴产业和未来产业，支持央企牵头建立更多的创新联合体，加大重点技术布局 and 全链条协同和创新力度，推动基础研究、应用研究、产业化全链条融合发展，打造一批世界级战略性新兴产业集群。

资料来源：政府网，新闻网，东兴证券研究所整理

市场对于下半年宏观经济复苏的预期在不断增强，虽然对于复苏高度市场仍存争议。从目前来看，接下来政策力度对经济复苏高度有较大的影响。特别是 6 月国内经济有初步低位筑底特征，对沪深 300（核心资产）定价将会形成正向影响。

对于食品饮料行业来说，消费是滞后于经济复苏的，在经济复苏周期中，消费是复苏中期表现明显的行业，今年下半年会是食品饮料行业复苏重要观察窗口。

3. 结论

今年上半年，业绩驱动资产价格的标的表现弱于估值推动资产价格的标的，主要是因为 1 宏观经济形势下，制造业企业收入和利润表现出现波动，特别是资产定价中以未来现金流折现为主要估值方法的食品饮料企业，由于市场对于近几年现金流的预期发生变化，使得行业整体估值下行；2 是从汇率角度，今年上半年人民币兑美元汇率下行，国际资本有流向汇率升值的货币市场的预期，市场偏好更倾向于市值小、国际资本持仓比例轻的板块。

在对下半年食品饮料资产定价的判断中，我们延续年初观点，认为影响食品饮料核心定价的两大因素：宏观需求的复苏和国际资产定价（汇率）仍是下半年影响食品饮料资产定价的最为重要的两个原因。我们认为需求复苏是大方向，需求意愿会随着消费场景复苏有加强。同时如果下半年宏观经济复苏，人民币汇率能够企稳回升，今年下半年食品饮料的整体估值环境是友好的，所以大方向上我们看好下半年食品饮料的投资机会。

从微观角度，我们认为食品饮料行业需要观察两个影响因素：1 经销商的库存周期。2 毛销差变化。经销商库存周期会拉长行业复苏的时间，而毛销差的变化会反应到企业利润端。基于这两个影响因素，我们在对下半年策略展望时认为，1 食品饮料中可选行业板块弹性会大于必选，特别是受益于经济活跃度提升的次高端白酒等行业表现会更为明显。2 是上游成本下行过程中，终端价格受市场需求影响小的行业，利润表现会更为突出，饮料、预制菜、高端白酒等行业值得关注。重点推荐：贵州茅台、五粮液、古井贡酒、安井食品、伊利股份等。

4. 风险提示

宏观经济复苏程度不及预期，疫情管控力度变化对消费带来影响，中美关系变化对经济带来影响等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业报告:宏观政策刺激预期增强,消费资产定价重估	2023-06-20
行业普通报告	乳制品:受中国影响国际奶粉需求偏弱,国内原奶供给阶段性过剩	2023-06-16
行业普通报告	食品饮料行业报告:原奶周期下行,或加速企业集中	2023-06-13
行业普通报告	食品饮料行业报告:餐饮企业成本持续下行,利润有望进一步释放	2023-05-15
行业深度报告	白酒行业:如何理解当前资产定价	2023-05-05
行业普通报告	食品饮料行业报告:关注糖酒会带来的情绪催化	2023-04-03
行业普通报告	食品饮料行业报告:原奶价格跌破4元,下行趋势仍延续	2023-03-27
行业普通报告	食品饮料行业报告:白酒进入基本面平稳期,市场预期呈现分化	2023-03-20
行业普通报告	食品饮料行业报告:平价新零售业态渠道红利,带来休闲食品企业新增长	2023-03-08
行业普通报告	食品饮料行业报告:“新国标”有望加速婴配粉行业的筑底回升	2023-02-28
公司普通报告	千味央厨(001215):22年稳健增长,23年更上一层楼	2023-04-21
公司普通报告	千味央厨(001215):直营恢复迅速,经销快速发展	2022-10-26
公司普通报告	涪陵榨菜(002507):22年利润率改善明显,静待23年收入端提振	2023-03-28
公司普通报告	涪陵榨菜(002507):下半年高增确定性强,产品多元化初现成效	2022-08-02

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5 年证券研究经验，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526