



开源证券

布局主题投资，关注反转机会

食品饮料行业2022年度投资策略

姓名 张宇光（分析师）

证书编号：S0790520030003

邮箱：zhangyuguang@kysec.cn

2021年 11月 02日

1.市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘，主要源于估值回落

2021年1-10月食品饮料板块下跌5.1%，跑输沪深300约12.1pct，在一级子行业中排名倒数第四。分子行业看，软饮料（+80.9%）、啤酒（+8.8%）、其他酒类（+2.8%）表现较好，且为正收益。涨幅分解来看，股价下跌主要源于估值回落：食品饮料2021年1-10月PE较2020年底回落19.4%，预计2021年净利增长17.7%，两者共同作用，年初至今板块股价下跌5.1%。

2.2021年公司节奏：全年呈现降速走势。预计四季度企稳

（1）从需求端来看，一季度是白酒传统的消费旺季，春节期间疫情控制较好，消费需求有明显增长。二季度也将实现较快增长。三季度面临高基数以及局部疫情扰动，双节动销平稳，三季度增速略有下行。白酒全年整体呈现降速格局，估计四季度增速企稳

（2）疫情导致消费场景缺失，2020Q1基数较低。2021Q1疫情得到有效控制，出现较快增长。2021Q2高基数效应叠加渠道结构变化，大众品增速回落。三季度消费力偏弱，局部地区疫情影响，导致增速仍处低位。

3.产业变化趋势：酱酒合理降温，乌苏快速突围、社区团购渠道兴起

2021年我们观测到的食品饮料产业变化在于：一是酱酒有降温现象，一方面反映出白酒行业持续升级以及头部集中趋势，另一方面也降低白酒过热风险。二是大单品乌苏快速突围，带动重庆啤酒持续增长。三是社区团购渠道兴起，渠道结构的变化对传统渠道形成冲击，短期带来扰动。随着厂家的严格管控以及社区团购自身逐渐规范，影响正逐渐收敛。

4.投资主线：消费升级、提价主题、乡村振兴、困境反转

往2022年展望，大背景环境是疫情后期经济活动仍在缓慢复苏。经济2021年的经济波动，消费走弱后，从基本面的角度来看，多数子行业2022年应处于回暖改善过程；从估值角度来看，食品饮料已步入合理区间。2022年估值稳定，板块仍需回归业绩增长主线。我们选取2022年食品饮料交易策略四条主线：一是紧扣消费升级主线，布局白酒；二是关注价格传导主题，布局提价品种；三是关注共同富裕背景下的乡村振兴带来的投资机会。

5.风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目录

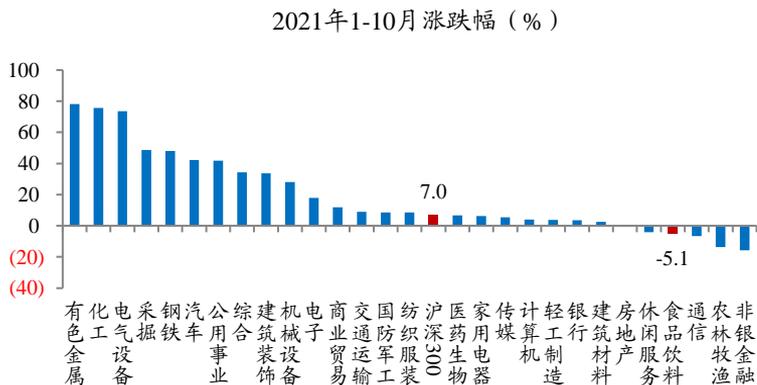
CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，主要源于估值回落
- 2 公司节奏：全年营收呈降速走势
- 3 产业变化趋势：酱酒合理降温，乌苏快速突围、社区团购渠道兴起
- 4 投资主线：消费升级、提价主题、乡村振兴、困境反转
- 5 风险提示

1.1 市场表现：2021年1-10月食品饮料板块涨幅跑输市场

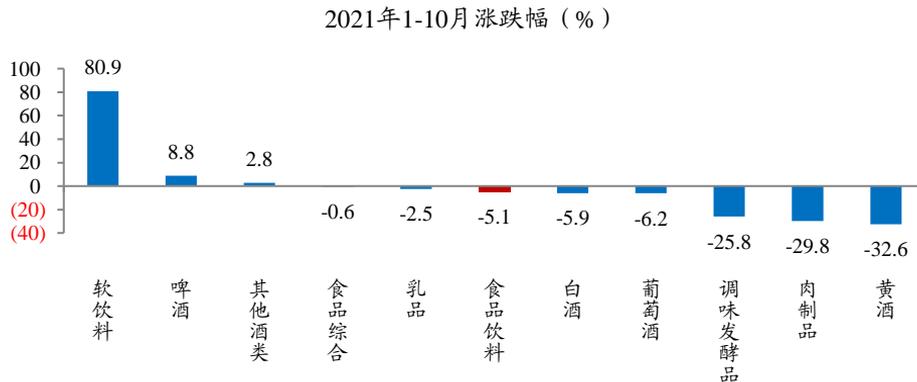
食品饮料涨幅跑输大盘，软饮料表现优异。2021年1-10月食品饮料板块下跌5.1%，跑输沪深300约12.1pct，在一级子行业中排名倒数第四。分子行业看，软饮料(+80.9%)、啤酒(+8.8%)、其他酒类(+2.8%)表现较好，且为正收益。调味品(-25.8%)、肉制品(-29.8%)、黄酒(-32.6%)排名靠后，跑输食品饮料板块及大盘。

图1：2021年1-10月食品饮料涨跌幅市场排名25/28



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2021年10月30日

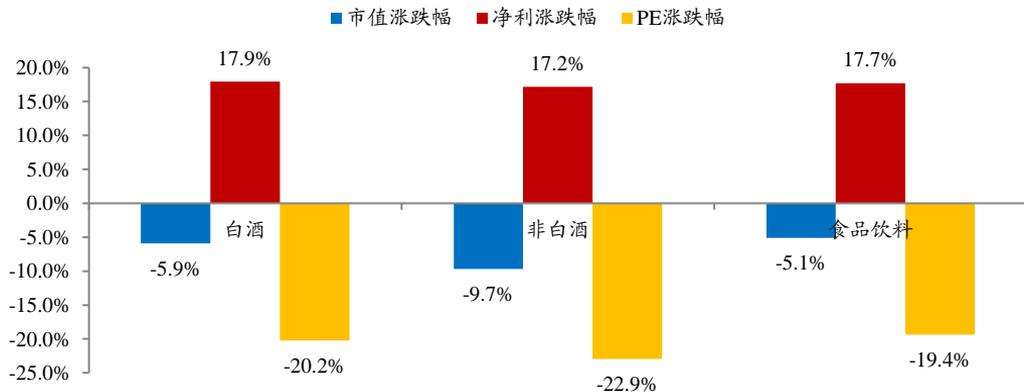
图2：2021年1-10月软饮料在食品饮料子行业中涨幅最高



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2021年10月30日

2021年1-10月食品饮料板块股价回落，更多来自于估值收缩。食品饮料2021年1-10月PE较2020年底回落19.4%，预计2021年净利增长17.7%，两者共同作用，年初至今板块股价下跌5.1%。其中：白酒估值同比下降20.2%，预计2021年净利增长17.9%，白酒板块股价回落5.9%；非白酒估值下降22.9%，预计2021年净利增长17.2%，板块股价回落9.7%。整体来看2021年初以来食品饮料板块股价下降，估值回落是主要原因。

图3：2021年1-4月食品饮料板块市值下跌更多来自于估值回落



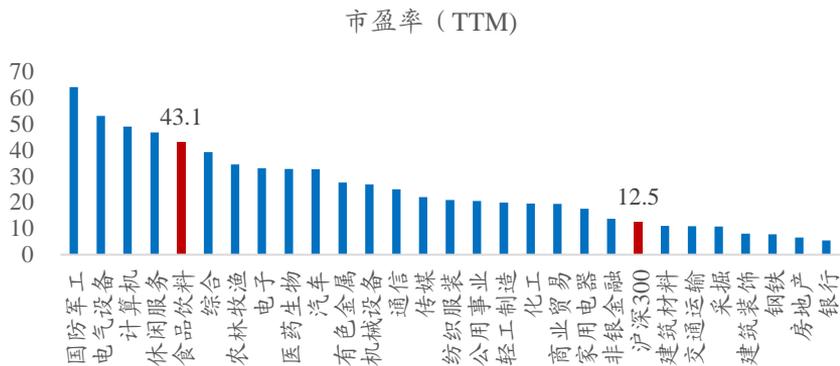
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年10月30日

1.3 估值变化：食品饮料估值高位回落

食品饮料板块估值在28个行业中处于高位水平，但环比已有回落。食品饮料估值（TTM）约43.4倍，与其他子行业相比处于较高位置，但环比已从高位有所回落

图4：2021年10月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2021年10月30日

图5：2021年10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2021年10月30日

1.4 个股涨跌幅：高增速公司与次新股表现较好

高增速公司与次新股表现较好。2021年市场偏爱成长性公司，因此财报业绩与股价走势相关性较强。2021年1-10月板块涨幅前10股票中，季报业绩增速较快的公司表现优异：舍得酒业（116%）涨幅位居第三，迎驾贡酒（77%）与水井坊（54%）改善逻辑较强，三季度业绩增速较快，表现较好。此外，次新股表现优异，如千味央厨（181%）、东鹏饮料（168%）、李子园（105%）、味知香（63%）等均在涨幅前十。排名在后十的股票，多数业绩表现不及预期。

图6：2021年1-10月高增长公司与次新股表现优异



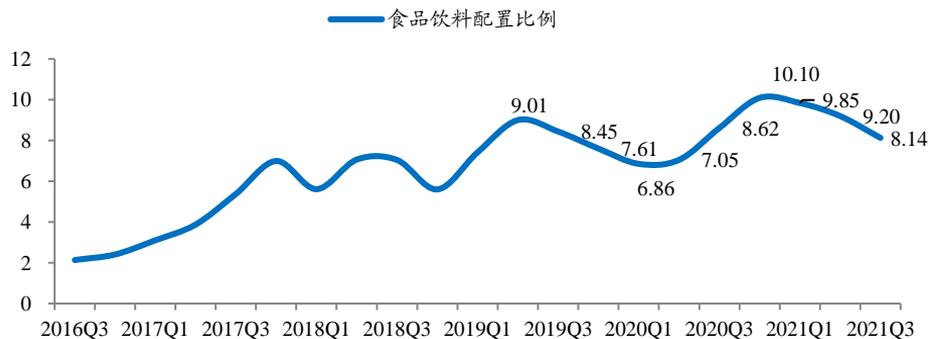
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2021年10月30日

1.5 2021Q3基金重仓食品饮料比例持续回落

2021Q3食品饮料配置比例回落。从基金重仓持股情况来看，2021Q3食品饮料配置比例（持股市值占基金股票投资市值比例）由2021Q2的9.2%回落至8.1%水平，环比下降1.07pct，持仓处于近五个季度新低。三季度以来食品饮料股价持续回落，原因可能与多数食品企业中报业绩不及预期，以及周期、科技等板块有显著行情有关，存量资金切换导致整体基金配置食品饮料比例持续回落。我们预判受益于春节时间错配影响，以及对于春节备货的乐观展望，四季度上市公司业绩可能好转，四季度食品饮料持仓情况可能略有改善。

图7：2021Q1基金重仓食品饮料比例回落至9.9%水平（单位：%）

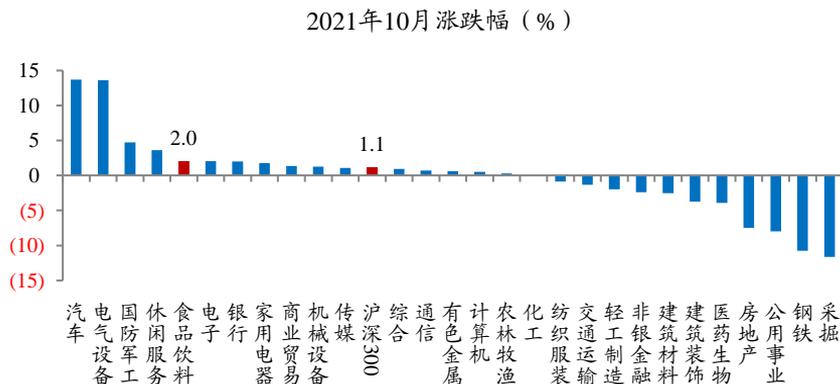


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 2021年10月食品饮料板块跑赢大盘，市场表现三季报业绩相关

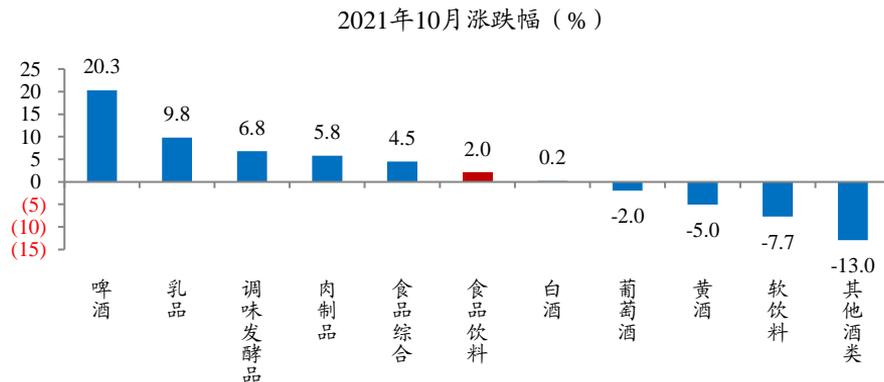
2021年10月食品饮料股价涨幅跑赢大盘。进入四季度以来，2021年10月食品饮料板块上涨2.0%，跑赢沪深300约0.9pct，在一级子行业中排名第五。分子行业看，啤酒（+20.3%）表现最好；葡萄酒（-2.0%）、黄酒（-5.0%）、软饮料（-7.7%）、其他酒类（-13.0%）等跑输食品饮料整体，且为负收益。我们分析10月市场表现与三季报业绩相关性较高。

图8：2020年10月食品饮料涨跌幅市场排名5/28



数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2021年10月30日

图9：2021年10月啤酒在食品饮料子行业中涨幅最高

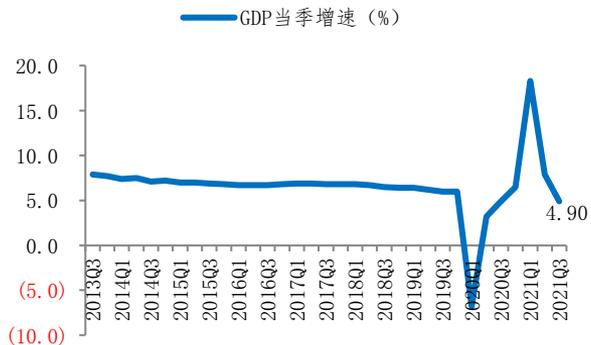


数据来源：Wind、开源证券研究所
备注：股价涨跌幅截至2021年10月30日

2.1 总量判断：宏观经济仍受疫情影响

从宏观层面来看，疫情影响导致2020年经济下滑，2021年开始后疫情时代的缓慢恢复。局部疫情间歇性对经济仍有影响，低速运行或已成为行业共识。三季度GDP与社零数据再次探底，预计四季度应有好转。整体来看宏观经济环境尚未表现出强劲增长，社零数据也在偏弱区间运行。

图10：2021Q3国内GDP增速4.9%，回落至年内低点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021年三季度社零增速回落

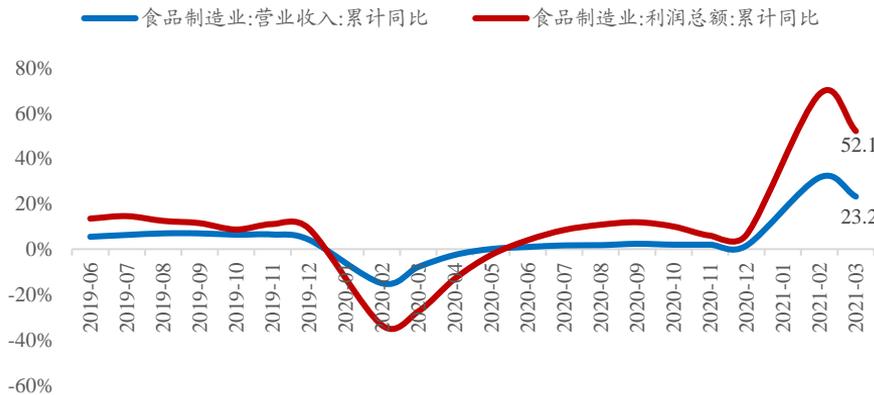


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 总量判断：疫情低基数背景下经济实现高增长

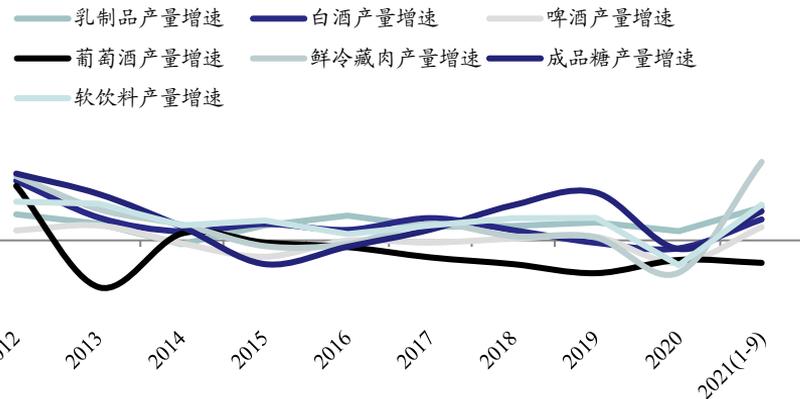
从微观层面来看产业表现：食品制造企业2021年1-9月营收增速9.7%，增速回落，应是受到基数与疫情的双重影响；利润总额同比下滑0.6%，应是源于成本提升与渠道结构变化导致费用增加的双重压力。观察行业数据，2021年1-9月多数行业产量增速在低基数效应下快速提升。其中乳制品、鲜冷藏肉在疫情期间影响较大，增速反弹更为明显；葡萄酒产量增速持续下滑。

图12：2021年食品制造企业营收与利润增速显著回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2021年乳制品、酒类增速触底后有明显反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 2021年产业节奏展望：全年呈现降速走势，预计四季度企稳

白酒：白酒春节旺销，节后迅速补货，三季度平稳，全年增速呈现前高后低。从需求端来看，一季度是白酒传统的消费旺季，春节期间疫情控制较好，消费需求有明显增长。从渠道层面来看渠道库存处于低位，春节渠道备战旺季出现补库存行为。节后厂家补货回款相较2020年积极，二季度也将实现较快增长。三季度面临高基数以及局部疫情扰动，双节动销平稳，三季度增速略有下行。白酒全年整体呈现降速格局，估计四季度增速应会企稳。

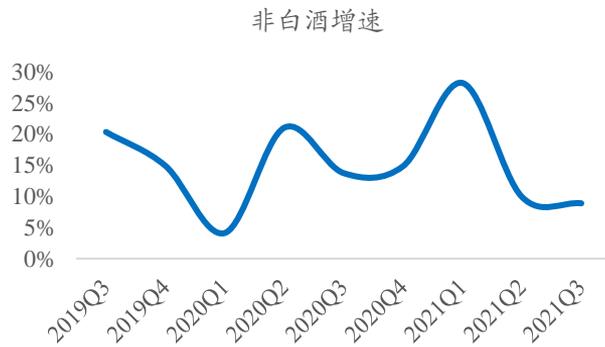
大众品：一季度快速恢复，二季度面临高基数及渠道结构转变压力，三季度疫情影响叠加消费力偏弱，增速仍处低位。疫情导致消费场景缺失，2020Q1基数较低。2021Q1疫情得到有效控制，出现较快增长。2021Q2高基数效应叠加渠道结构变化，大众品增速回落。三季度消费力偏弱，局部地区疫情影响，导致增速仍处低位。

图14：2021年白酒营收增速逐渐回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021年非白酒增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

酱酒：酱酒热原因在于：一是茅台酒带动起势；二是高渠道价差吸引经销商；酱酒热度回落，原因在于：一是供过于求，渠道库存较高；二是国家引导理性投资酱酒；三是酱酒本身出现分化，品牌力稍弱的二线酱酒已出疲态。

单品：乌苏是2021年少见的快速突围的大单品。浓啤酒的口味、借助抖音方式传播、街头文化等综合因素助力乌苏啤酒快速扩张，表现为消费者自点率较高，可迅速铺货进行市场扩张。

社区团购：内核是减少终端层级带来效率提升以及终端价格下探。实质是低价获得价格敏感消费群体。催化因素是疫情带来消费者行为习惯改变。影响在于使得产品降级以及传统渠道推力减弱。扰动在于使得厂家短期渠道秩序混乱以及报表业绩萎缩。目前社区团购的冲击正在减弱，原因在于一是各品牌厂家的严格管控，以及社区团购自身也在变得规范。

4.1 投资主线：消费升级、提价主题、乡村振兴、困境反转

往2022年展望，大背景环境是疫情后期经济活动仍在缓慢复苏。经济2021年的经济波动，消费走弱后，从基本面的角度来看，多数子行业2022年应处于回暖改善过程；从估值角度来看，食品饮料已步入合理区间。2022年估值稳定，板块仍需回归业绩增长主线。我们选取2022年食品饮料交易策略四条主线：一是紧扣消费升级主线，布局白酒；二是关注价格传导主题，布局提价品种；三是关注共同富裕背景下的乡村振兴带来的投资机会。四是2021年部分行业影响较大，2022年可能出现反转局面。具体来看：

策略一：紧扣升级主线，积极布局白酒。白酒需求韧性较足，且白酒具有社交属性，升级趋势很难逆转。在消费升级主线下，千元酒价格带与次高端价格带仍将扩容。我们建议积极布局稳健成长的高端白酒，以及持续快速增长的次高端白酒，推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、水井坊等酒企。同时关注地产酒龙头，如洋河股份、古井贡酒等。

策略二：把握价格传导主题，布局提价品种。在PPI与CPI剪刀差扩大的背景下，成本压力向下游传导成为可能。目前我们已经观测到在部分必选消费领域，已有提价现象，如安琪酵母9月底已对部分产品进行提价，海天味业也公告于10月下旬进行提价，估计后续其他调味品企业也有跟随提价可能。提价促发因素通过包括成本上涨与渠道利润变薄，正面影响在于可对冲成本压力，同时提升渠道利润率与积极性。当前除原料成本价格提升外，能源限制也带来产能缩减与成本提升，提价品种可能由必选消费扩散至可选消费，建议布局提价品种，如调味品、啤酒、速冻行业等。

策略三：关注共同富裕背景下的乡村振兴带来的投资机会。共同富裕背景下乡村振兴是重要主题。如果政策得当，三四线城市以及县级市场人均收入水平提升，将对于下线城市的消费起到较大提升作用，礼品市场升级速度有望加快，具有乡镇礼品属性的产品可能会受益。

策略四：关注基本面反转带来的投资机会。2021年部分行业由于受到基数、疫情、以及渠道结构转变影响，处于经营困境。2022年有望出现反转局面，重点关注调味品、速冻以及休闲食品行业的机会。

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		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	买入	1803.0	41.76	48.03	55.52	43.2	37.5	32.5
五粮液	买入	204.9	6.33	7.74	9.45	32.4	26.5	21.7
洋河股份	增持	186.1	5.18	6.76	8.3	35.9	27.5	22.4
山西汾酒	买入	286.7	4.71	6.27	8.3	60.9	45.7	34.5
口子窖	增持	62.2	2.65	3.16	3.69	23.5	19.7	16.9
古井贡酒	增持	234.1	4.69	5.63	6.81	49.9	41.6	34.4
金徽酒	增持	34.0	0.8	1	1.28	42.6	34.0	26.6
水井坊	增持	130.5	2.14	2.97	4.01	61.0	43.9	32.5
伊利股份	买入	42.6	1.48	1.75	2.06	28.8	24.3	20.7
新乳业	增持	16.3	0.42	0.57	0.79	38.7	28.5	20.6
双汇发展	增持	29.6	1.56	1.92	2.18	18.9	15.4	13.6
中炬高新	增持	34.6	0.95	1.15	1.39	36.4	30.1	24.9
涪陵榨菜	买入	33.7	0.94	1.16	1.4	35.9	29.1	24.1
海天味业	买入	112.9	1.67	1.96	2.31	67.6	57.6	48.9
恒顺醋业	买入	14.6	0.33	0.39	0.47	44.3	37.5	31.1
西麦食品	增持	18.3	0.68	0.81	0.98	26.9	22.6	18.7
桃李面包	买入	31.4	0.81	0.96	1.12	38.8	32.7	28.1
嘉必优	买入	45.3	1.20	1.79	2.49	37.7	25.3	18.2
绝味食品	买入	69.0	1.57	1.97	2.42	43.9	35.0	28.5
煌上煌	增持	13.7	0.66	0.78	0.93	20.8	17.6	14.8
广州酒家	增持	23.0	0.94	1.13	1.31	24.5	20.4	17.6
甘源食品	增持	54.8	1.42	2.14	2.42	38.6	25.6	22.6

资料来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为2021年11月1日)

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

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，属于机密材料，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

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16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

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