

食品饮料策略：紧握确定性成长

2022食品饮料年度策略系列之一

2021年12月7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
研究助理	韦香怡 电话：010-66554023 邮箱：weixy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070032

投资摘要：

2021年食品饮料行业总体需求表现略低于年初我们的预期，对应表现在食品饮料企业的业绩上的增速放缓，我们认为主要有几点原因：1是今年在疫情影响下，居民收入增长不及预期，进而导致消费意愿降低；2是受社区团购等新兴渠道影响，商超渠道的客流下降，带来主流消费品企业商超渠道收入影响明显；3是家庭端库存较高，今年逐渐在去家庭端和渠道库存。4是疫情带来大量的消费场景缺失以及假日经济、旅游业的疲软仍没有完全恢复。

对于2022年我们对食品饮料行业需求仍然持乐观的态度，认为食品饮料消费环境会有这样几个趋势：1是预计国外主流经济体经济增速放缓，给我国出口带来压力，内需中投资和消费仍是经济增长的重要支撑，如果房地产融资环境在明年有改善，房地产投资提速对消费也形成利好；2是明年收入结构上，预计明年居民收入整体会有回升，中产阶级收入有望回暖；3是大宗商品价格上行，对明年非猪肉类食品价格形成较大的压力。

投资策略：在上述消费环境下，我们认为明年食品饮料投资有三条主线：1是需求会较今年向好，今年受损的行业或者渠道，在明年或有改善的机会，譬如餐饮产业链、预制菜领域、以商超为主要销售渠道的休闲食品等。2是预期消费两极化趋势仍会持续，但是会较今年有缓解，对高端和次高端白酒需求形成支撑。3是成本压力下，有向下游传导成本压力能力的企业业绩会得到改善。

具体到行业的投资思路，我们认为明年食品饮料整体需求会较今年向好，白酒行业基本面继续保持稳中有升的趋势，高端白酒景气持续；乳制品需求仍然向好，原奶价格或在明年年中见到拐点，对竞争力度的观察成为判断乳制品盈利能否继续加强的关键；调味品行业将会进一步去库存，随着餐饮行业的进一步恢复，明年调味品行业将会逐渐走上复苏之路；此外新消费高速增长的领域同样值得关注，预制菜等新赛道仍会保持较快的增长，有望成为明年高增长赛道。

风险提示：宏观经济大幅波动影响需求变化，疫情失控导致需求恶化，上市公司经营决策失误，食品安全问题等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
贵州茅台	37.17	41.90	48.85	56.46	53.40	47.37	40.64	35.16	13.84	强烈推荐
五粮液	5.14	6.17	7.36	8.65	43.71	36.42	30.53	25.97	8.90	强烈推荐
伊利股份	1.17	1.48	1.74	2.00	33.97	26.79	22.85	19.91	7.13	强烈推荐
海天味业	1.98	1.61	1.95	2.29	57.32	70.62	58.22	49.62	21.48	-
绝味食品	1.15	1.87	2.11	2.58	54.80	33.72	29.81	24.42	7.66	-

资料来源：公司财报、万德一致预期、东兴证券研究所

目 录

1. 食品饮料：需求持续复苏，紧握确定性成长	3
1.1 预期投资或提速，消费仍是经济主要支撑	3
1.2 消费意愿降低，消费结构呈两极化	5
1.3 大宗商品上行，关注提价行情	6
1.4 新消费成为关注焦点	7
2. 2022 年投资三条主线	8
3. 风险提示	8
相关报告汇总	9

插图目录

图 1： 我国出口额及同比（单位：亿美元）	3
图 2： GDP 和工业增加值（右轴）	3
图 3： 房地产投资增速	4
图 4： 社会融资规模变化	4
图 5： 社会消费品零售总额复苏情况	5
图 6： 餐饮销售数据	5
图 7： 个人所得税累计（同比）	5
图 8： 城镇调查失业率	5
图 9： 人均可支配收入	6
图 10： CPI、PPI 走势	6
图 11： 食品饮料企业净利润增速和毛利率对比	6
图 12： 新消费融资情况	7

表格目录

1. 食品饮料：需求持续复苏，紧握确定性成长

2021 年食品饮料行业总体需求表现略低于年初我们的预期，对应表现在食品饮料企业的业绩上的增速放缓，我们认为主要有几点原因：1 是今年在疫情影响下，居民收入增长不及预期，进而导致消费意愿降低；2 是受社区团购等新兴渠道影响，商超渠道的客流下降，带来主流消费品企业商超渠道收入影响明显；3 是家庭端库存较高，今年逐渐在去家庭端和渠道库存。4 是疫情带来大量的消费场景缺失以及假日经济、旅游业的疲软仍没有完全恢复。

对于 2022 年我们对食品饮料行业需求仍然持乐观的态度，认为食品饮料消费环境会有这样几个趋势：1 是预计国外主流经济体经济增速放缓，给我国出口带来压力，内需中投资和消费仍是经济增长的重要支撑，如果房地产融资环境在明年有改善，房地产投资提速对消费也形成利好；2 是明年收入结构上，预计明年居民收入整体会有回升，中产阶级收入有望回暖；3 是大宗商品价格上行，对明年非猪肉类食品价格形成较大的压力。

在上述消费环境下，我们认为明年食品饮料投资有三条主线：1 是需求会较今年向好，今年受损的行业或者渠道，在明年或有改善的机会，譬如餐饮产业链、预制菜领域、以商超为主要销售渠道的休闲食品等。2 是预期消费两极化趋势仍会持续，但是会较今年有缓解，对高端和次高端白酒需求形成支撑。3 是成本压力下，有向下游传导成本压力能力的企业业绩会得到改善。

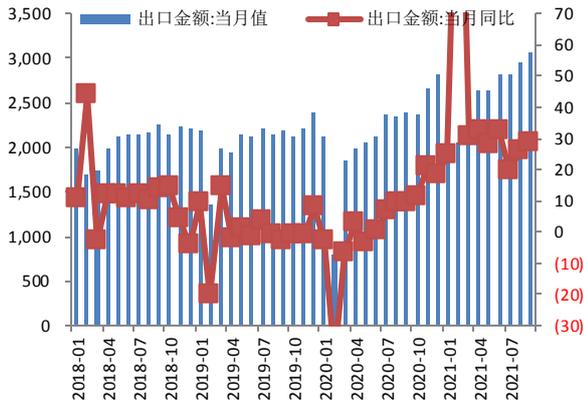
具体到投资思路，我们认为明年食品饮料整体需求会较今年向好，其中有向下游传导成本压力的企业业绩会得到改善。白酒行业基本面继续保持稳中有升的趋势，高端白酒景气持续；乳制品需求仍然向好，原奶价格或在明年年中见到拐点，对竞争力度观察成为判断乳制品盈利能否继续加强的关键；调味品行业将进一步去库存，随着餐饮行业的进一步恢复，明年调味品行业将会逐渐走上复苏之路；预制菜等新赛道仍会保持较快的增长，有望成为明年高增长赛道。

1.1 预期投资或提速，消费仍是经济主要支撑

受疫情影响，美国等主要发达国家经济复苏但是产业链修复滞后，对中国进口需求较强。所以 2021 年我国经济更多是依赖出口的支撑，弥补工业下滑对经济的拖累。今年前三季度我国 GDP 增长 13.88%，其中出口增长 22.7%，固定资产投资增长 7.3%，社会消费品零售额增长 16.4%，出口对经济拉动作用明显。

图1：我国出口额及同比（单位：亿美元）

图2：GDP 和工业增加值（右轴）



资料来源: wind, 东兴证券研究所

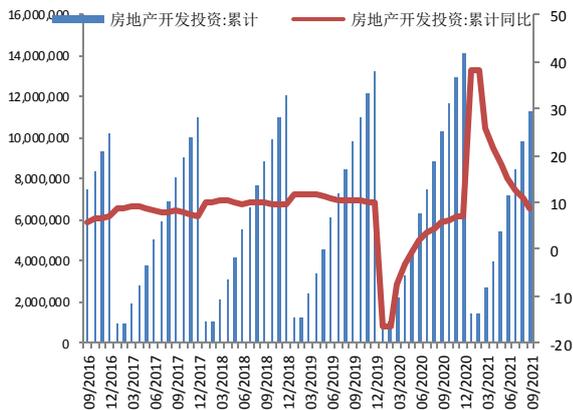


资料来源: wind, 东兴证券研究所

伴随着海外国家供应能力逐步修复,中国对其他国家出口替代效应减弱,预计明年中国出口会有所回落。事实上,今年9月开始,伴随着出口、房地产、金融等一系列的调整,宏观经济已经有一些下行的表现,如社融增速回落、居民的中长期贷款、企业贷款都有较大的下行。特别是由于地方政府隐性债务压力和地方政府防风险的大趋势,目前国内投资在基建投资上还存在着缺口。

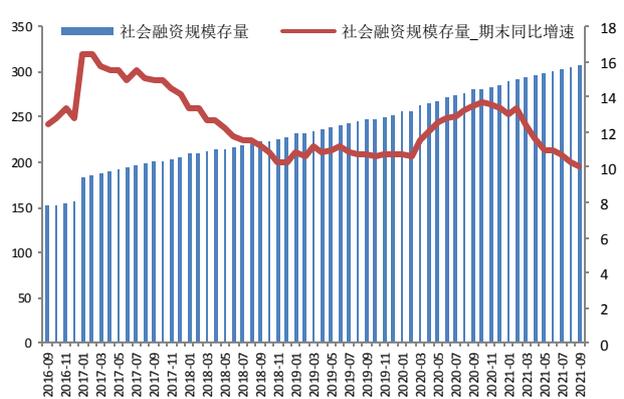
我们判断明年面对出口增速回落、房地产投资增速放缓,国家会出台加大基建投资的政策,将会对消费形成支撑。同时随着疫情进一步好转,消费有望持续回暖。

图3: 房地产投资增速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图4: 社会融资规模变化



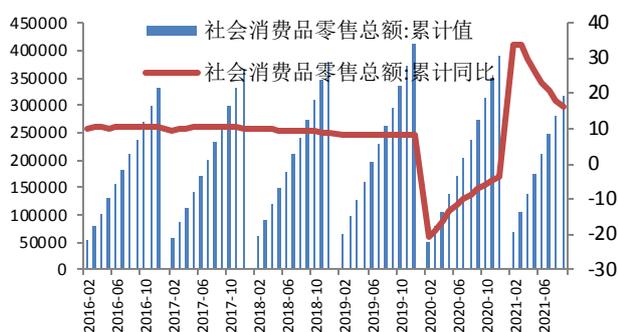
资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2 消费意愿降低，消费结构呈两极化

今年消费端修复的状态并不理想，2021 年前三季度社会消费品零售总额实现 31.80 万亿元，同比增长 16.4%，较 2019 年增长 7.07%，如果扣除物价上涨的影响，2021 前三季度社零较 2019 年实际增长 0.97%，消费仍是较疲弱的状态。

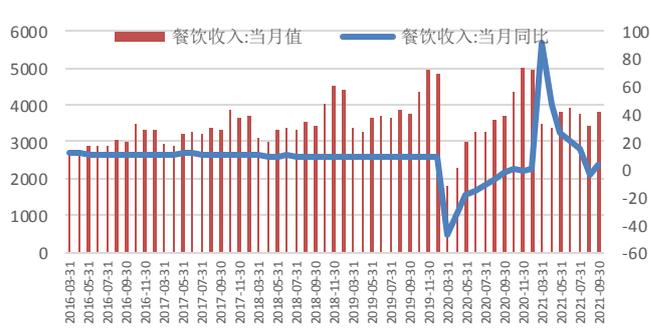
对于消费端，我们认为消费修复不及预期核心的原因有，1 是今年在疫情影响下，居民收入增长不及预期，进而导致消费意愿降低；2 是家庭端库存较高，今年逐渐在去家庭端和渠道库存。3 是疫情带来大量的消费场景缺失以及假日经济、旅游业的疲软仍没有完全恢复；4 是今年居民实际收入仍未得到恢复。

图5：社会消费品零售总额复苏情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：餐饮销售数据



资料来源：wind，东兴证券研究所

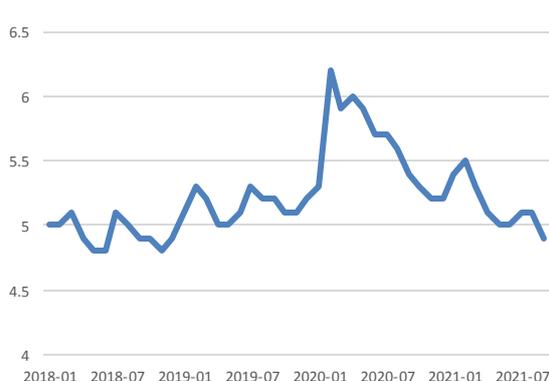
今年前三季度，全国居民人均可支配收入 8.7%，略低于 9.8% 的经济增速。从个人所得税增幅来看，今年较去年增幅较大，一定程度上影响到居民收入。加之疫情居民对收入预期较为悲观，对消费形成一定的压力。

图7：个人所得税累计（同比）



资料来源：wind，东兴证券研究所

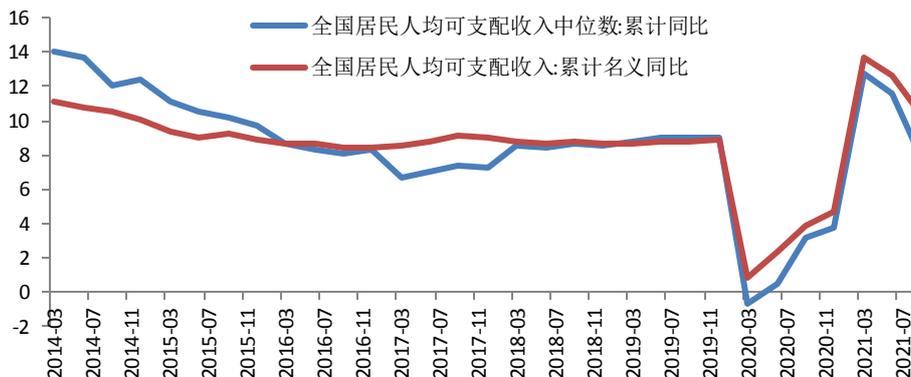
图8：城镇调查失业率



资料来源：wind，东兴证券研究所

2016年3月以来，全国居民人均可支配收入增速一直在全国居民人均可支配收入之下，特别是今年以来，前三季度居民收入中位数收入增速8%，低于全国居民可支配收入10.4%，这意味着目前的收入分配在两端上有增长。

图9：人均可支配收入



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 大宗商品上行，关注提价行情

2021年大宗商品价格经历突飞猛涨，大宗商品价格直接推动PPI在2021年几月达到10.7%，直接推动企业的成本高涨。食品企业也经历着油脂、包装物、物流等成本的增加。而从CPI来看，0.7%，直接意味着企业的成本挤压，而很难向下游传导。这个成本挤压直接导致大量的企业利润在利润转移和利润侵蚀中间出现了大幅分化。

以食品饮料板块为例，今年食品饮料企业在Q1毛利率达到年内的高点，随后受成本上涨，Q2、Q3毛利率下行。

图10：CPI、PPI走势

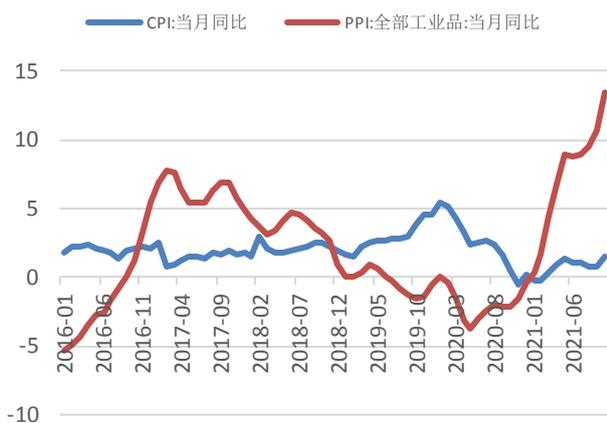
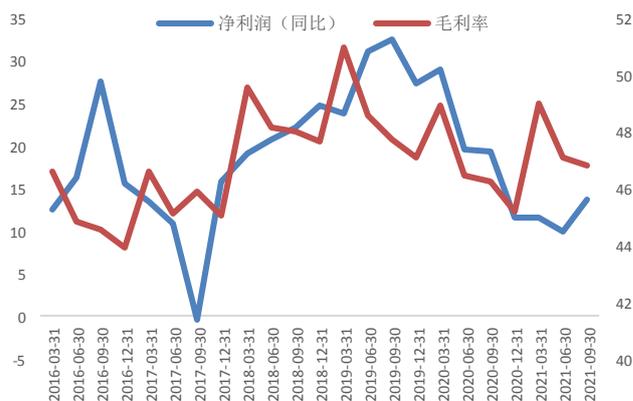


图11：食品饮料企业净利润增速和毛利率对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

资料来源：wind，东兴证券研究所

PPI 向 CPI 传导并不通畅，这与当前整体消费疲弱有关。总体消费疲弱再加上下游大量的中小民营企业竞争激烈，导致中国下游行业提价能力较弱，上游价格上涨并未完全传导到下游。

在需求主导的通胀下，PPI 上涨后，一般 2 个季度左右会传导到 CPI 上来。但是本轮 PPI 上涨主要是国内外资源品供给约束带来的，预计明年供给端会有较大的改善，判断本轮 PPI 上涨对 CPI 的影响偏短期。但是粮食、油脂这类大宗商品价格的上涨会直接影响到食品企业的利润，对于明年我们认为具有向下游传导压力的企业，在明年会有更多的机会。提价将成为明年的一个重要投资主线。

1.4 新消费成为关注焦点

根据创业邦睿兽数据显示，2020 年之后中国新消费行业投资热度迅速攀升，2020 年以 462 起投资案例数目创下 5 年来的新高，2021 年前三个季度的消费企业融资案例数量更是高达 520 起，已经超过了 2020 年全年的融资案例数量。

我们认为新消费赛道受资本关注主要有几个原因：1 是近几年食品饮料板块整体业绩向好，推动估值上行，一级和二级市场估值差拉大；2 是疫情以来，创造了很多新消费场景，很多新消费公司契合这些需求，快速成长，吸引了资金关注；3 是在经济环境偏弱的环境下，食品饮料具有较好的抗风险性，受到资金的偏爱。

从目前来看，食品饮料的四大赛道最受资本关注，包括餐饮服务、现制茶饮、复合调味品和代餐轻食的市场等，目前这几个板块也是二级市场关注的焦点，很多传统的食品饮料制造企业也在抓住新的需求向这些方向在拓展。

对于新赛道的崛起，我们看好这些赛道长期的市场空间，虽然目前这几个赛道的市场集中度还比较低，参与模式也还在探索中，产业资本的布局未来会带来这一领域的快速增长。建议关注在新领域布局的企业，包括布局餐饮供应链的千味央厨和安井食品、布局复合调味品的海天味业、布局功能性食品良品铺子和三只松鼠等企业。

图 12：新消费融资情况

公司	融资金额	融资时间	投资企业
加点滋味	近千万美元	2021 年 2 月	高瓴创投、IDG 资本等
哆猫猫	1000 万美元	2021 年 4 月	三七互娱、星纳赫资本
新宏业食品	7.17 亿人民币	2021 年 6 月	安井食品
小熊驾到	未披露	2021 年 9 月	星纳赫资本等
利和味道	1200 万美元	2021 年 9 月	华盖资本、飒翎资本等

资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 2022 年投资三条主线

在上述消费环境下，我们认为明年食品饮料投资有三条主线：1 是需求会较今年向好，今年受损的行业或者渠道，在明年或有改善的机会，譬如餐饮产业链、预制菜领域、以商超为主要销售渠道的休闲食品等。2 是预期消费两极化趋势仍会持续，但是会较今年有缓解，对高端和次高端白酒需求形成支撑。3 是成本压力下，有向下游传导成本压力的企业业绩会得到改善。同时新消费高速发展的领域同样值得关注。

具体到行业，我们判断白酒行业基本面继续保持稳中有升的趋势，高端白酒景气持续；乳制品需求仍然向好，原奶价格或在明年年中见到拐点，对竞争力度的观察成为判断乳制品盈利能否继续加强的关键；调味品行业将会进一步去库存，随着餐饮行业的进一步恢复，明年调味品行业将会逐渐走上复苏之路；以休闲食品。接下来我们会陆续推出行业策略报告，进一步阐述行业明年的策略观点。

白酒：

2021 年白酒消费继续复苏，行业呈现平稳增长，受消费两极化影响，高端白酒和光瓶酒增速更为亮眼，次高端白酒中名酒对地产酒的挤压也更为明显。受去年疫情基数影响，白酒企业业绩整体呈现前高后低的趋势，从全年任务完成情况来看，由于今年酒企打款进度较为靠前，主流酒企完成全年任务的压力并不大。展望明年，我们认为需求会进一步回升，疫情的好转会推动白酒消费，行业景气仍可持续，同时消费两级化仍然存在，预计高端白酒表现会强于行业增长，精选高成长个股。

调味品：

疫情对餐饮扰动较大，因此近两年调味品需求主要看餐饮。在疫情可控的前提下，最差的时间已经过去，随着明年经济的逐步恢复，餐饮需求带来的量的改善以及提价带来的价的改善将共同发力带动企业利润明显改善，股价有望迎来戴维斯双击。但因大豆和白糖的价格压力一般滞后 6 个月左右才能在财报上被体现，因此 Q4 开始基础调味品公司原材料压力会更大。我们判断明年成本压力持续存在，涨价和需求恢复均是改善逻辑，估值空间不宜预期过大。

乳制品：

从行业空间看，我国乳制品人均消费量距离发达国家仍有一定距离（欧美 100kg、日韩 50kg，我国仅 20kg 左右），长期行业前景广阔；短期叠加疫情带来的健康意识催化，2022 年行业需求有望保持高增，尤其是白奶赛道。同时，造成行业成本端压力的原奶价格涨幅在 2022 年也有望放缓；费用端方面，在液体乳较为成熟稳定的竞争格局下，我们预期行业促销费用投放有望比上一周期趋缓，格局将持续稳定优化。总体而言，2022 年乳制品行业利润压制因素减退，毛销差有望扩大，并释放行业利润率，龙头公司有望更为受益。

3. 风险提示

宏观经济大幅波动影响需求变化，疫情失控导致需求恶化，上市公司经营决策失误，食品安全问题等。

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：食饮新消费受资本关注，产业资本布局新方向	2021-11-22
行业普通报告	食品饮料行业：双十一落下帷幕，酒类、休闲零食等板块火爆	2021-11-16
行业普通报告	食品饮料行业周观点：继续寻找提价受益个股	2021-11-08
行业普通报告	20211031 东兴食饮周报：三季度报印证需求回暖，关注明年提价预期	2021-11-02
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关于白酒周期波动的几点思考	2021-10-26
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极，白酒景气度不改	2021-10-13
行业深度报告	植物蛋白饮品系列报告（一）：乘风健康消费，空间广阔、赛道革新	2021-09-16
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒股价 Q4 能否复苏的两个可观察指标	2021-09-13
行业深度报告	食品饮料：以日鉴中，日本消费格局演变观察	2021-08-24
行业普通报告	食品饮料行业周观点：白酒企业被约谈引发市场走低，维稳出发点利好长期行业发展	2021-08-22
公司深度报告	洋河股份（002304）：改革路径渐清晰，复兴之路重启	2021-02-09
公司普通报告	伊利股份（600887）：盈利改善逻辑不断兑现，各细分板块剑指行业第一	2021-10-29
公司普通报告	伊利股份（600887）：盈利改善逻辑持续验证，利润率长期释放可期	2021-09-02
公司普通报告	绝味食品（603517）：毛利率提升，疫情后迎来新一轮增长	2021-04-27

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。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

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（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

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（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

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