

2022年度策略

2021年12月07日



食品饮料：景气不变，曲折上行

孟斯硕
执业证书编号：S1480520070004
联系方式：mengssh@dxzq.net.cn

王洁婷
执业证书编号：S1480520070003
联系方式：wangjt@dxzq.net.cn

韦香怡
执业证书编号：S1480120070032
联系方式：weixy@dxzq.net.cn

- **全年策略：景气不变，曲折上行**
- 白酒：次高端有望提速
- 乳制品：有望迎来原奶价格拐点
- 调味品：或迎景气周期

➤ 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。

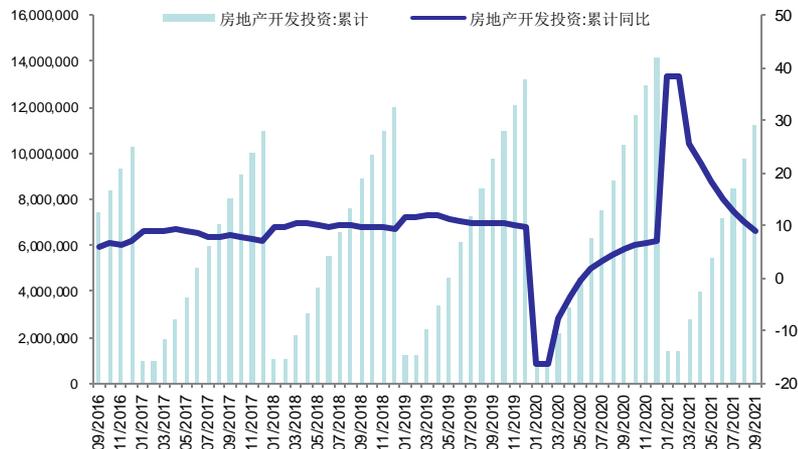
4是疫情带来大量的消费场景缺失以及假日经济、旅游业的疲软仍没有完全恢复。

一、全年策略：景气不变，曲折上行

➤ 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：

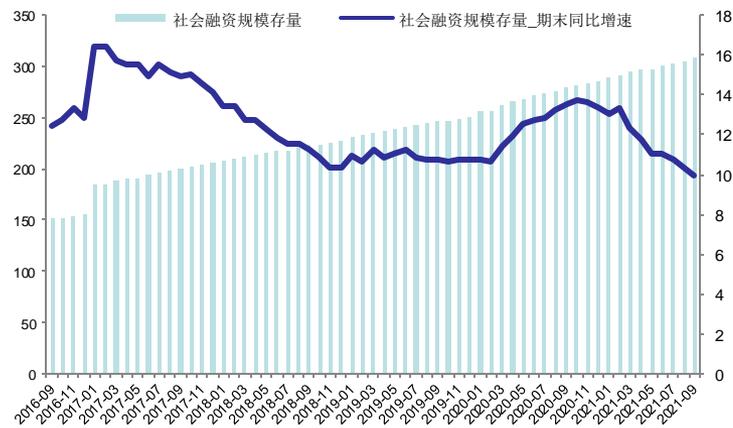
1是预计国外主流经济体经济增速放缓，给我国出口带来压力，内需中投资和消费仍是经济增长的重要支撑，如果房地产融资环境在明年有改善，房地产投资提速对消费也形成利好；

图：房地产开发投资变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图：社会投融资规模变化



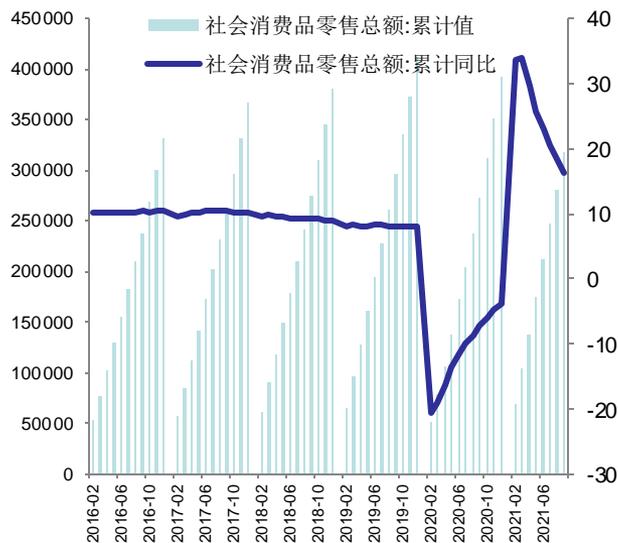
资料来源：wind，东兴证券研究所

一、全年策略：景气不变，曲折上行

2 消费结构两极化或延续，幅度会有收敛

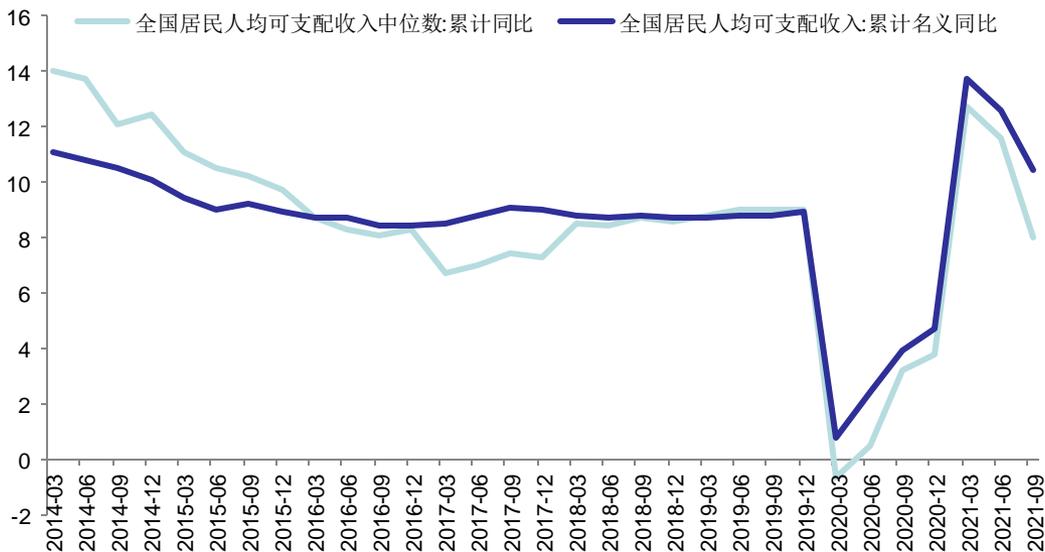
2016年3月以来，全国居民人均可支配收入增速一直在全国居民人均可支配收入之下，特别是今年以来，前三季度居民收入中位数收入增速8%，低于全国居民可支配收入10.4%，这意味着目前的收入分配在两端上有增长。我们判断2022年仍会延续这样的趋势，但是幅度会有收敛。

图：社会消费品零售总额变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图：社会消费品零售总额变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

一、全年策略：景气不变，曲折上行

3 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。

图：CPI、PPI变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图：食品饮料企业净利率和毛利率变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

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。

- 全年策略：景气不变，曲折上行
- **白酒：次高端有望提速**
- 乳制品：有望迎来原奶价格拐点
- 调味品：或迎来景气周期

二、白酒：次高端有望提速

- 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。

图表：白酒行业仍在景气中



数据来源：wind，东兴证券研究所

二、白酒：次高端有望提速

➤ 展望2022年，名酒挤压式发展持续，高端白酒是首推板块。

预期白酒消费需求较明年将继续回暖，其中名酒挤压式发展的结构仍将持续。1是从渠道来看，经销商在疫情下会更为保守，对于支线品牌的打款会更为谨慎，“守品牌”会导致渠道的资金更多的保证名酒的打款和销售；2是在弱市场下，龙头酒企凭借品牌和资金优势更易获得市场份额；3是这几年消费者购买意愿上也向名酒倾斜。

图：白酒产量和销售收入变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图：茅五泸汾酒企的收入占比提升



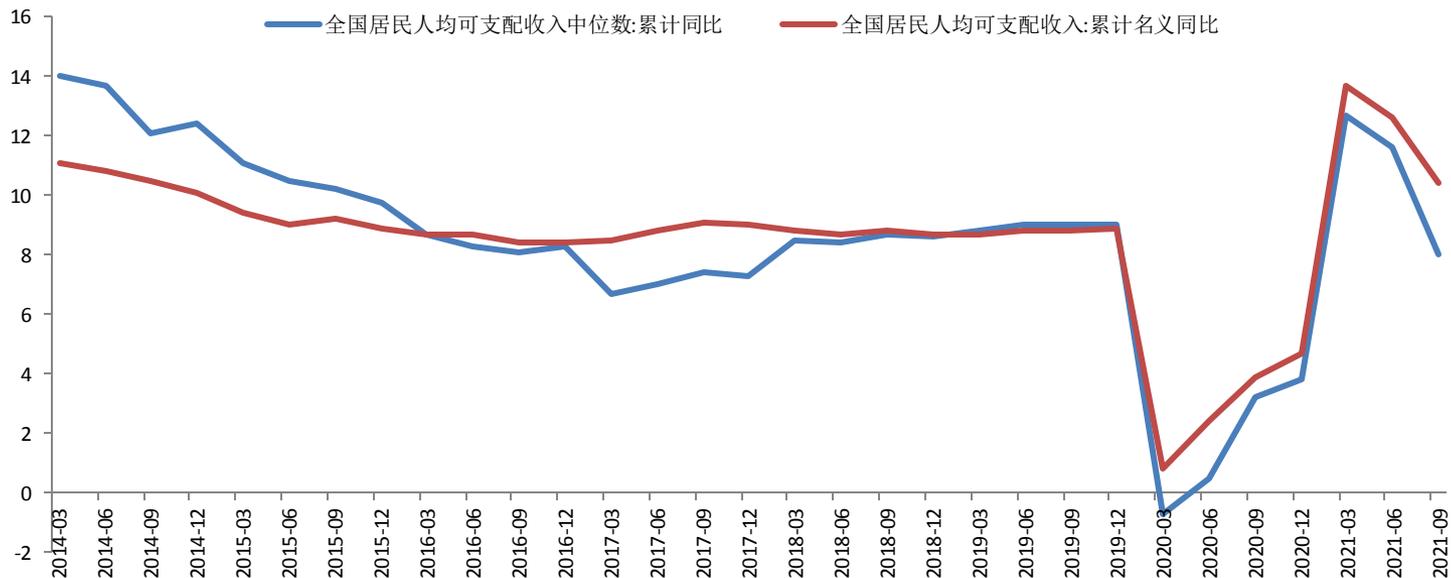
资料来源：wind，东兴证券研究所

二、白酒：次高端有望提速

► 次高端需求向好，看好次高端酒企业绩弹性

我们提到今年消费差距有拉大的趋势，如果明年宏观经济企稳，在共同富裕的大政策下，明年消费两极化趋势或有缓解，中产阶级收入的增加有利于次高端酒需求的复苏，判断次高端酒企需求呈现向好的趋势，次高端白酒业绩弹性或释放出来。

图：全国居民人均可支配收入变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

二、白酒：次高端有望提速

➤ 内部改革红利逐渐释放

随着五粮液、山西汾酒等企业国企改革的成功，越来越多的酒企也加入到改革的队伍中来，随着改革的不断深入，改革红利会逐渐释放。

图：2021年推出股权激励方案企业

上市酒企	激励时间	激励方案	解锁条件
洋河股份	2019/7/16	向包括董监高在内的不超过5100名员工授予不超过9,661,310股，约占本持股计划草案公告日公司股本总额1,506,988,000股的0.64%。存续期为36个月，锁定期为24个月。（当时股价206.41元/股）	2021年营业收入较2020年增长不低于15%且2022年营业收入较2021年增长不低于15%（以会计师事务所审计结果为准）。
水井坊	2021/9/15	向不超过6名员工（其中董事、高级管理人员共3人，中基层管理人员及核心技术（业务）骨干不超过63人，最终参与人员根据实际缴款情况确定。）授予股票。共计拟使用723,700股，占公司当前总股本0.15%。解锁时点分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起18月、3个月，最长锁定期为30个月，每期解锁的标的股票比例分别为50%、50%。（当时股价116.68元/股）	解锁安排（对标企业为白酒行业上市公司2020年营业收入排名前十，不含贵州茅台共9家对标企业。） 第一个解锁期 公司2021年、2022年度的营业收入增长率的平均值，在9家对标企业中排名前5； 第二个解锁期 公司2021年度、2022年度、2023年度的营业收入增长率的平均值，在9家对标企业中排名5。
泸州老窖	2021/9/27	公司发布公告，拟推行股权激励方案，激励对象为包括董事、高管、中层管理人员及核心骨干人员不超过521人，拟授予的限制性股票数量不超过883.46万股，约占公司股本总额的0.60%，其中高管授予股份6.28至9.59万股不等，业务骨干平均持股1.42万股，授予价格为92.71元/股（方案公布日股价为186.4元/股）。	1) 2021-2023年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；2) 相较2019年，2021-2023年净利润增长率不低于对标企业75分位值；3) 2021-2023年成本费用占营业收入比例不高于65%。

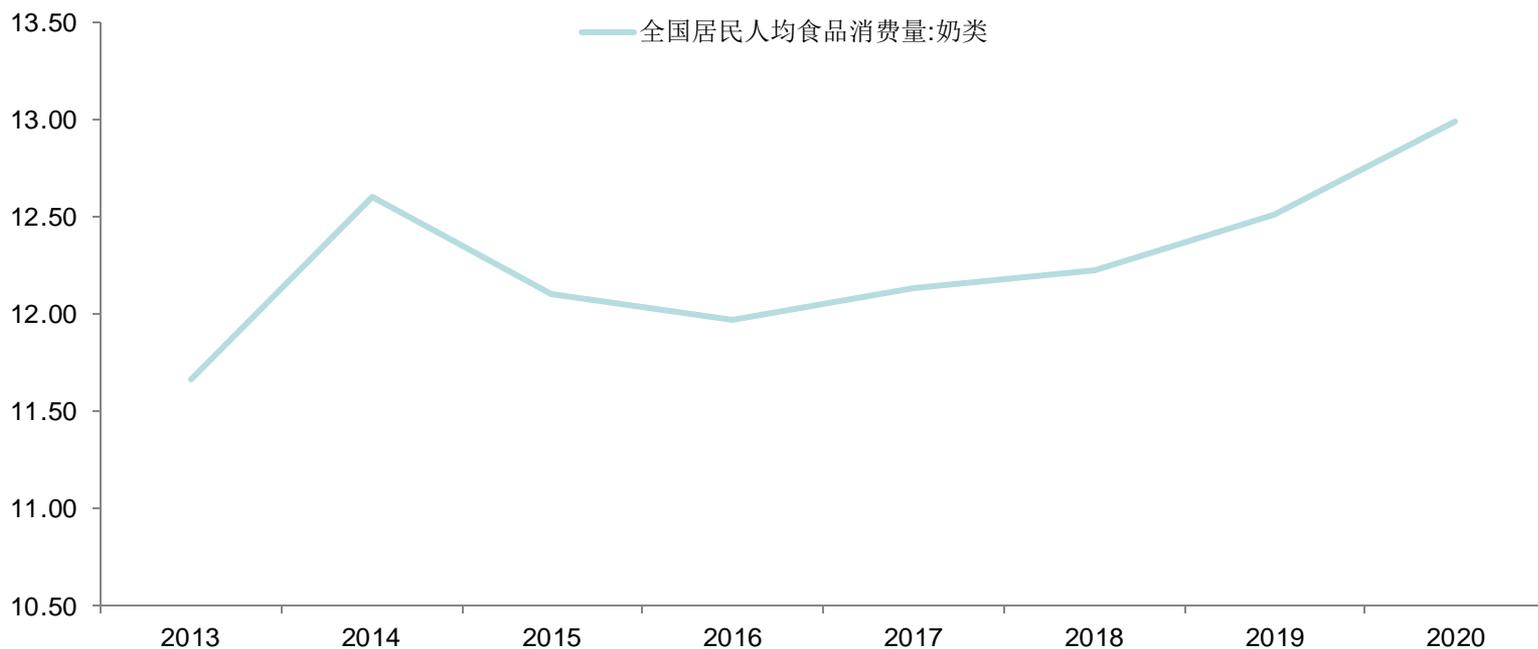
资料来源：wind，东兴证券研究所

- 全年策略：景气不变，曲折上行
- 白酒：次高端有望提速
- **乳制品：有望迎来原奶价格拐点**
- 调味品：或迎来景气周期

三、乳制品：有望迎来原奶拐点

- 受疫情影响，消费者对健康更加关注，对蛋白质的摄取更为重视，带动原奶需求稳定增长。

图：全国居民人均奶类消费量



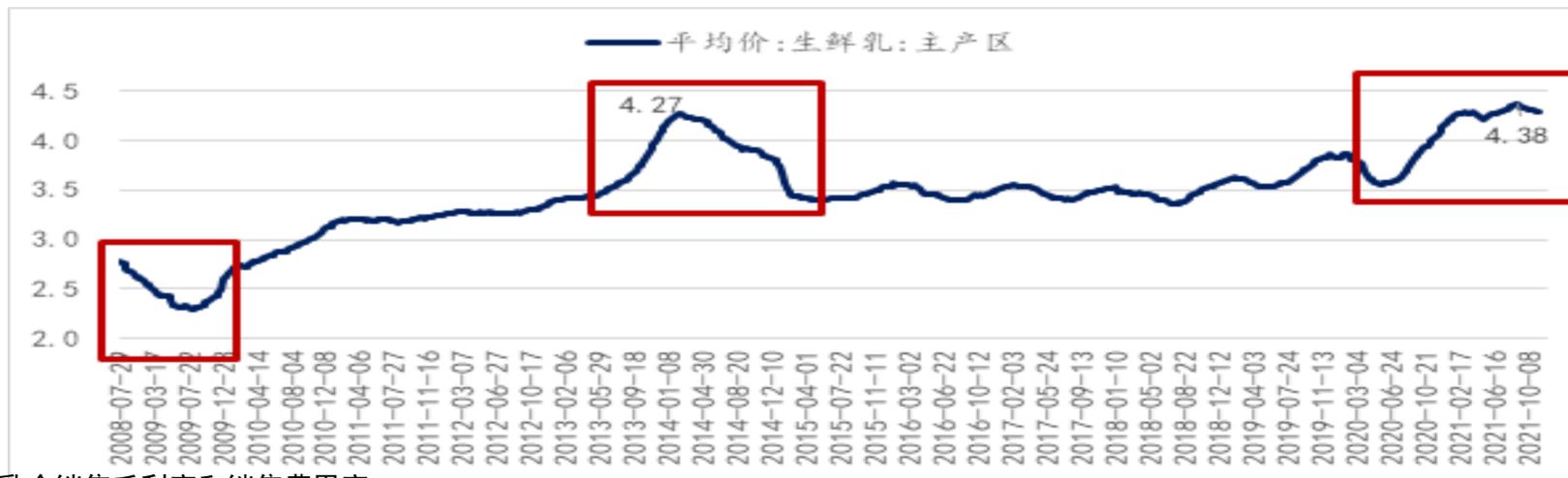
资料来源：wind，东兴证券研究所

三、乳制品：有望迎来原奶拐点

➤ 原奶周期下，逻辑逐渐兑现

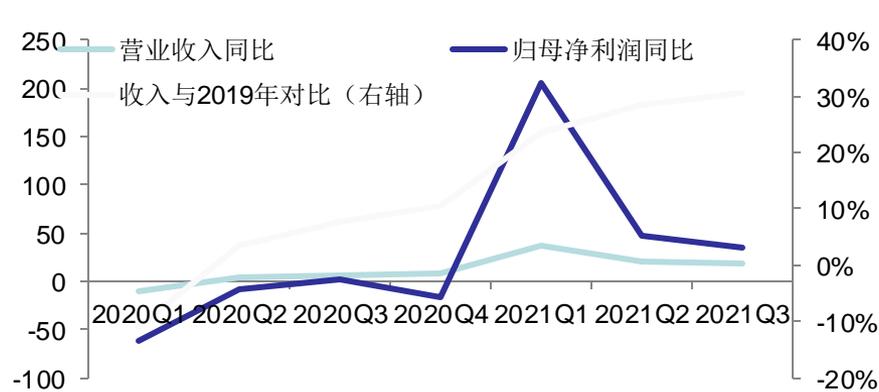
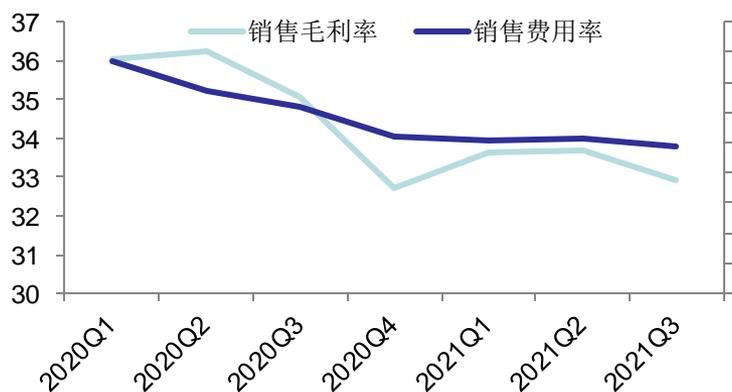
图：原奶价格变化

资料来源：wind，东兴证券研究所



图：乳企销售毛利率和销售费用率

图：乳企营业收入和归母净利润同比



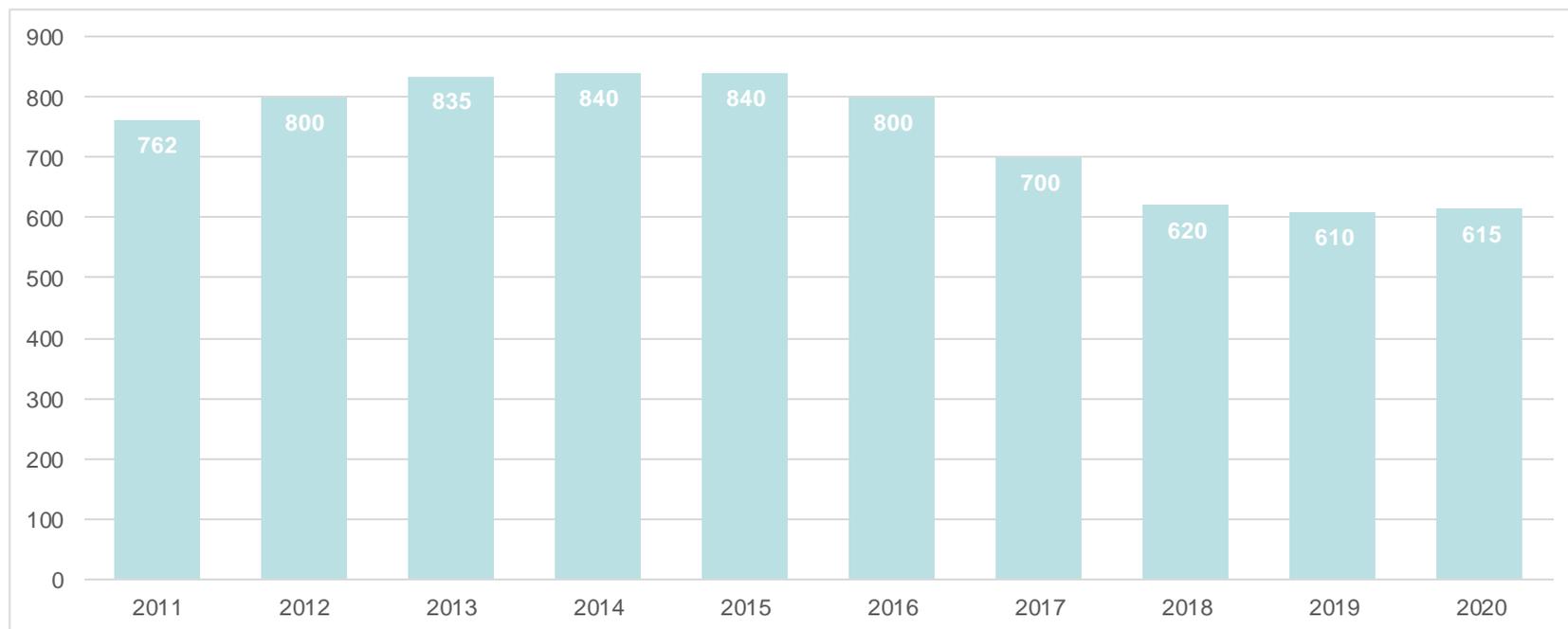
资料来源：wind，东兴证券研究所

资料来源：wind，东兴证券研究所

三、乳制品：明年有望迎来原奶拐点

- 明年Q2或迎来原奶价格拐点，对乳企的竞争程度观察成为明年判断乳制品企业利润能否释放的重要指标。

图：奶牛存栏量



资料来源：wind，东兴证券研究所

- 全年策略：景气不变，曲折上行
- 白酒：次高端有望提速
- 乳制品：有望迎来原奶价格拐点
- **调味品：或迎来景气周期**

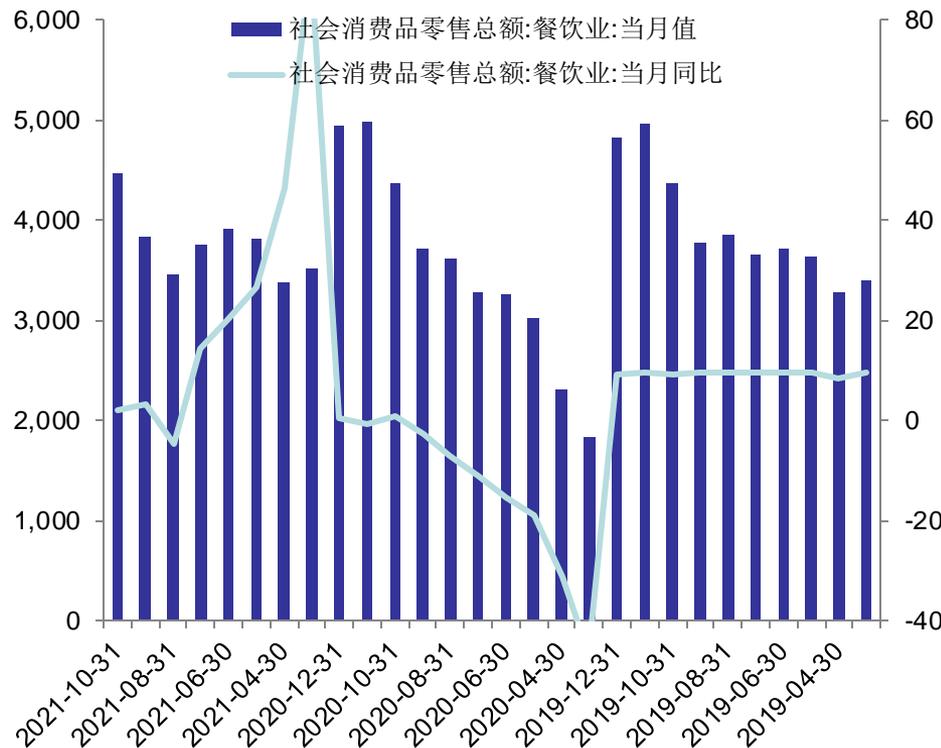
➤ 调味品行业受到的几大冲击

1、餐饮行业受到疫情冲击缓慢恢复

2、社区团购导致小品牌销量增加

3、商超流量下降，以商超为主的产品需求受到影响

图：社会消费品零售总额：餐饮行业



资料来源：wind，东兴证券研究所

四、调味品：或迎来景气周期

➤ 年底开启提价潮，明年调味品行业业绩有望看到拐点。

图：调味品行业提价信息

公司	公布时间	提价幅度	内容
海天味业	2021/10/13	3%-7%	对酱油、蚝油、酱料等部分产品
恒顺醋业	2021/11/3	5%-15%	对部分产品进行价格调整
安琪酵母	2021年9月-11月 多次提价	10%-30% 左右	大包酵母类产品提价幅度较大
天味食品	2021年11月5日		陆续对部分产品价格进行适当上调
千禾味业	2021年11月17日		对部分产品出厂价格进行调整
中炬高新	2021年11月下旬		对部分产品出厂价格进行调整

资料来源：公司公告整理，东兴证券研究所

- 1、宏观经济复苏不及预期。
- 2、疫情后，餐饮恢复、及相关需求复苏不及预期。
- 3、疫情控制不及预期，导致经济波动较大，消费带来较大的影响。
- 4、推荐的公司管理出现重大瑕疵等。

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

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。

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责任。

公司投资评级（以沪深300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。

谢谢大家 欢迎交流