

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

成本下降，盈利改善，关注资产业绩弹性

——食品饮料行业 2022 年下半年度投资策略

证券研究报告-行业半年度策略

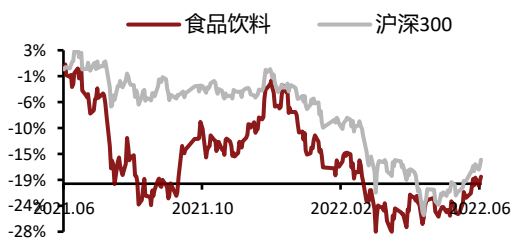
强于大市(调升)

发布日期：2022 年 06 月 24 日

盈利预测和投资评级

公司简称	21EPS	22EPS	22PE	评级
五粮液	6.02	7.03	25.65	买入
水井坊	2.45	2.92	28.73	买入
舍得酒业	3.78	5.56	33.95	买入
汤臣倍健	1.06	1.20	17.25	买入
仙乐健康	1.29	1.56	16.88	买入
立高食品	1.82	1.81	46.58	买入
千味央厨	1.25	1.23	38.43	买入
双塔食品	0.22	0.25	32.98	增持

食品饮料相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《食品饮料行业分析报告：估值回落，盈利上升，消费转暖》 2022-06-15

《食品饮料行业分析报告：销售常态增长，成本侵蚀利润》 2022-05-26

《食品饮料行业分析报告：啤酒消费升级显著，品牌进入获利期》 2022-05-19

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 2022 年下半年，如果市场流通稳定，在假期和佳节的促进下，食品饮料板块的销售增长应好于上半年。一是，当前白酒销售增长强劲；二是，食品消费低迷过后，往往会出现销售的回补和高增。此外，下半年猪肉价格有望继续回升，带动食品板块的收入增长。
- 原料价格于上年三、四季度已经局部地松动。5 月份，物流阻滞暂时地阻碍了国内成本回落，但是我们预计 6 月之后大多数价格将重拾跌势。我们认为，食品饮料未来大概率步入“成本降，盈利升”的阶段，主要因为成本见顶是大概率事件，而食品饮料消费并不弱，并且下半年消费仍有提升的空间。
- 食品饮料本轮下跌表现出历时长、跌幅大、食品下跌甚于酒水等特征。2022 年下半年开始，食品饮料有望自行情底部逐步上行。
- 经历长期下跌后，食品饮料的估值大幅回落，局部估值“拦腰”减半。尽管整体估值仍较高，但是自下而上的结构性机会已经出现：目前，高增长资产的估值普遍偏低，而部分蓝筹资产的估值也暗示了合适的投资位置。
- **投资策略：**制造成本将进一步回落，蓝筹资产的股东回报率将有所改善，这将会反映在股价当中。细分市场中的成长型资产仍有望持续获取超额收益，包括：预制菜、保健品、冷冻烘焙、奶酪制品、益生菌、植物蛋白等细分行业的上市资产。白酒的基本面超出预期，高端白酒有估值修复的要求。基于上述逻辑，我们推荐蓝筹类标的，包括五粮液、水井坊、舍得酒业和汤臣倍健；推荐成长类标的，包括仙乐健康、立高食品、千味央厨和双塔食品。

风险提示：原料价格持续高位，尤其粮食价格在地缘冲突的波及下仍有上行风险；国内消费进一步恶化；由于海外需求减少，上市公司出口量或海外工厂的产量下降。

1. 回顾：销售增长整体回落

1.1 销售增长整体回落

2021 年，食品饮料板块的营业收入录得 11.52% 的较高增长，情况理想，其中提价因素贡献较大。

新近的上市公司为二级市场提供了投资朝阳业态的机会，同时自身也以高增长彰显了新业态、新产品在中国消费市场的蓬勃发展。其中包括以植物提取、生物发酵、益生菌等为主业务构成的细分板块，有效替代方便食品和餐饮的预加工食品、烘焙食品、熟食，以及消费市场日臻成熟的保健品板块，上述板块在 2021 年分别录得了 13.61%、17.09%、14.67%、15.23%、14.71% 的较高增长。

传统板块中，白酒、啤酒保持了稳定较高的收入增长。2021 年，白酒和啤酒分别录得收入增长 17.9% 和 10.62%，收入增长主要来自直接提价和产品升级。

但是，2021 年传统食品制造板块销售恶化，十年来销售增长首次录得负值（-4.37%）；上一次较弱的表现出现在 2014 至 2015 年，分别增长 3.8% 和 0.75%。乳品、软饮料、休闲食品、速冻食品和调味品等传统产业由于自身的市场基础较大、消费较为饱和，从而缺少增长弹性，因而在消费环境恶化时期受冲击也较大。

2022 年一季度，除白酒外，食品饮料各子项的收入增长均较 2021 年进一步走弱。考虑到二季度疫情的情况，我们认为 2022 年二季度食品饮料消费将进一步走弱，上市公司的销售增长数据大概率不及一季度。2022 年一季度，除白酒外，食品饮料各子项的收入增长均较 2021 年进一步走弱，包括预加工食品、保健品、啤酒、其他酒、软饮料、乳品、休闲食品和调味品。其中，白酒、预加工食品、乳品和调味品保持双位数增长，其余多数板块回落至或低个位数、或负增长。考虑到二季度疫情的情况，我们认为 2022 年二季度食品饮料消费将进一步走弱，上市公司的销售增长数据大概率不及一季度。

图 1: 食品饮料各子板块营业收入增长 (2021, %)

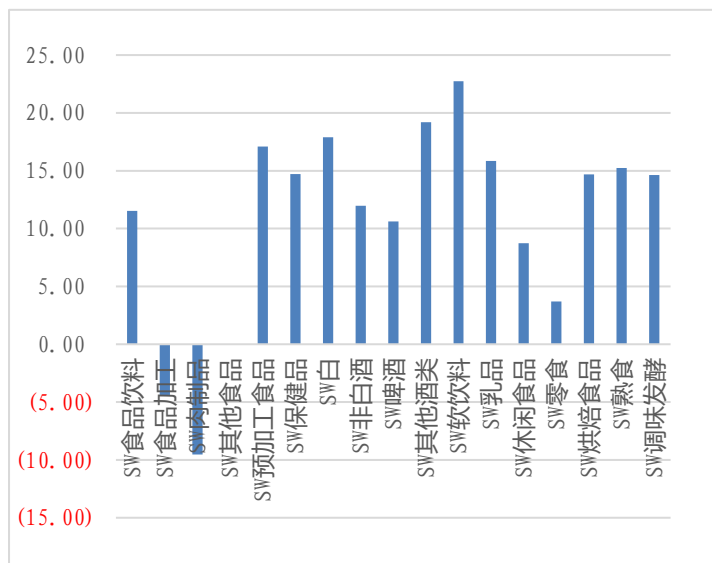
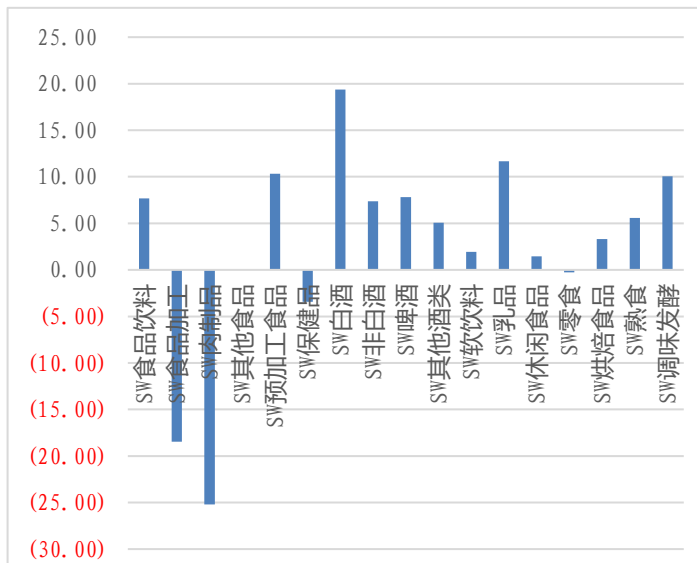
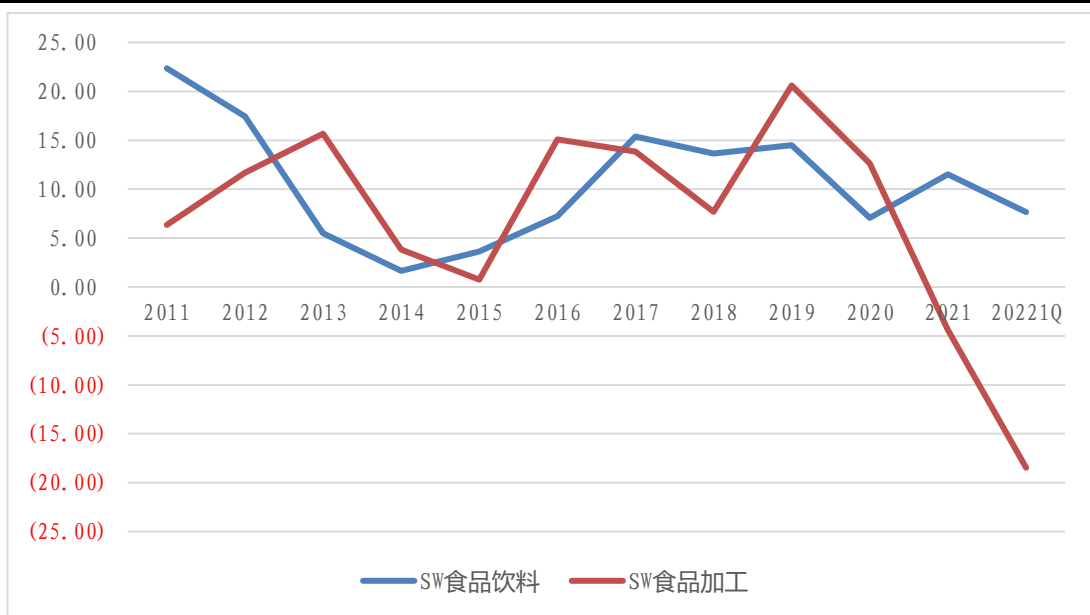


图 2: 食品饮料各子板块营业收入增长 (20221Q, %)



资料来源: 中原证券 WIND

图 3: 食品和饮料板块的营业收入增长 (2011-20221Q; %)



资料来源: 中原证券 WIND

1.2 产品盈利普遍下滑，20221Q 出现回升迹象

2021 年，由于原料和能源等生产成本上涨幅度过大，包括乳品、肉制品、调味品、休闲食品和速冻食品等在内的食品制造业的毛利率普遍下滑，并且多数板块已经连续三年下滑，出现了盈利走弱的中期趋势。

食品饮料大部分的子板块的盈利均不同幅度地下滑，比如调味品下滑 9.2 个百分点，乳品下滑 4.9 个百分点，肉制品下滑 2.74 个百分点，速冻食品下滑 3.56 个百分点，休闲食品下滑 1.39 个百分点，啤酒和软饮料的毛利率分别下滑了 2.1 和 3.6 个百分点。

白酒的产品盈利仍在持续走强，一是因为白酒的利润空间大，受成本波动的影响较小；二是因为高档白酒的客户粘性大，并具有储备价值，因而提价相对顺畅，通过“以量换价”推动增长已经成为白酒的常态化策略。

新业态的产品毛利率普遍偏低，包括预加工食品、熟食、零食、烘焙等，上述板块的毛利率当前分别为 22.1%、32.03%、31.25%、33.47%，低于食品饮料的均值 36.21%。新兴市场在快速发展阶段往往伴随着激烈的竞争，竞争挤压了产品利润；随着运营模式臻于成熟，以及随着对细分市场整合的推进，相关上市公司的产品盈利将会较目前有所改善。

2022 年一季度，食品饮料板块的毛利率环比 2021 年回升。食品制造业的产品盈利整体回升，一是因为产品价格上涨，二是因为成本高位松动，各项原料的价格于 2021 年 11 月份即出现下行迹象。其中，肉制品、预加工食品、保健品、乳品、调味品的毛利率回升明显；白酒的毛利率进一步逆势上行；休闲食品、啤酒和饮料的毛利率进一步下滑。食品制造业的产品盈利整体回升，一是因为产品价格上涨，二是因为成本高位松动，各项原料的价格于 2021 年 11 月份即出现下行迹象。

图 4：2021 年食品饮料毛利率普遍下滑

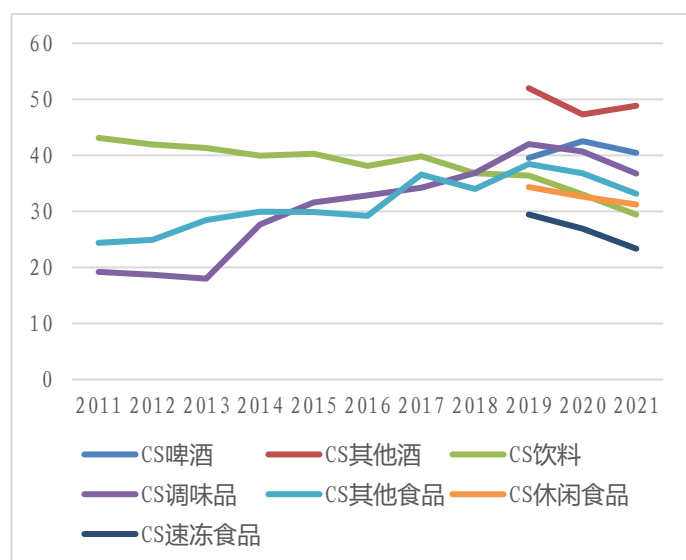
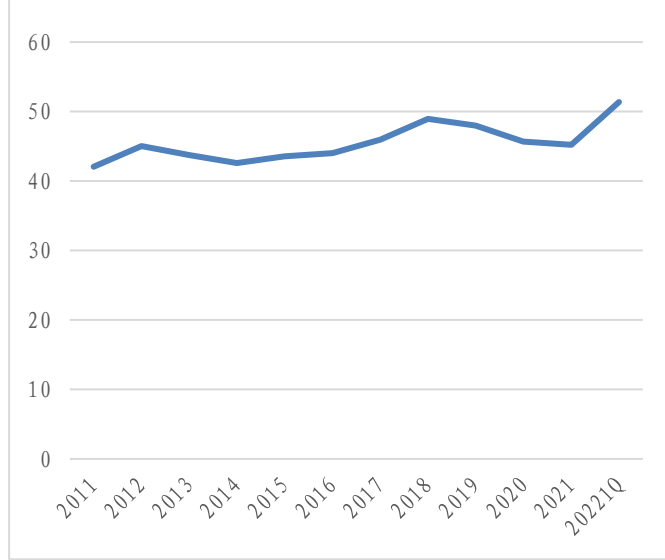
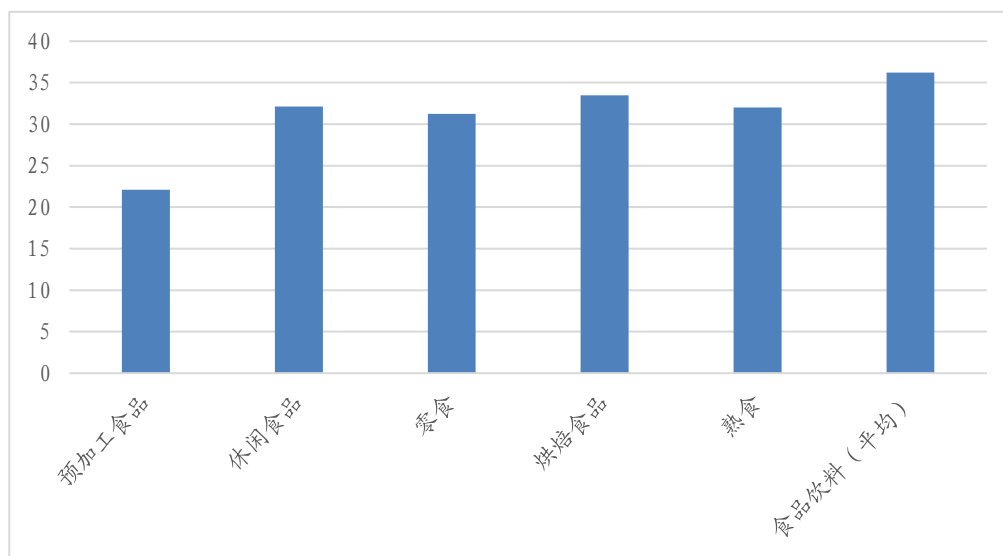


图 5：20221Q 食品饮料毛利率环比 2021 年回升



资料来源：中原证券 WIND

图 6：新业态的板块毛利率（%）



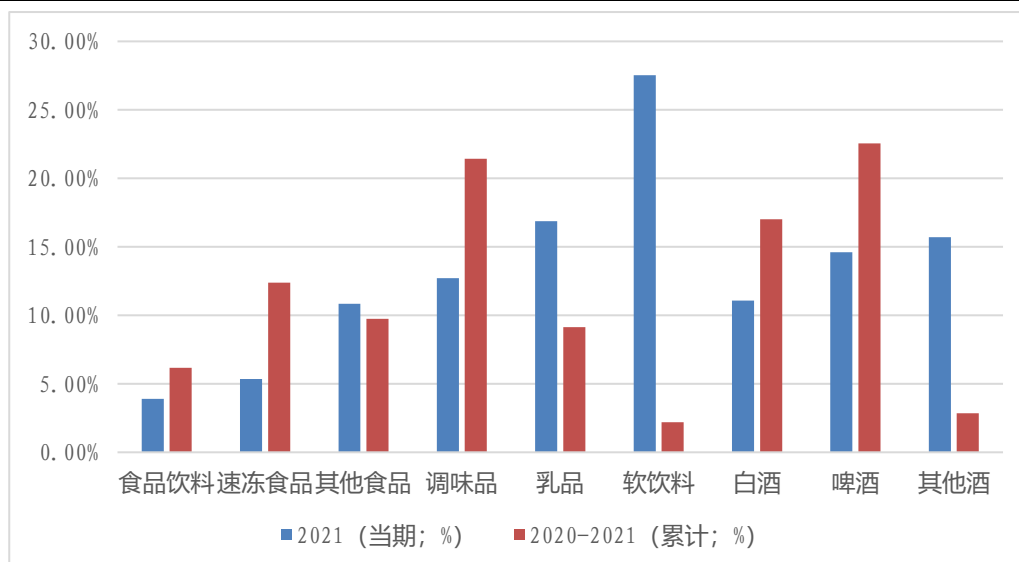
资料来源：中原证券 WIND

1.3 盈利恶化的主因：成本大幅上涨

2021 年，食品饮料的营业成本大面积、大幅度地上涨，如果考虑到同期收入的下滑，成本上涨对于盈利的负面影响被进一步放大。

2021 年，食品饮料各子项的营业成本不同幅度地上涨，是 2020 年下半年即开始的成本环境恶化的延续和放大。比如，速冻食品的成本 2020、2021 两年累计上涨 12.39%，调味品上涨 21.43%，乳品上涨 9.14%，白酒和啤酒分别上涨 17.01%和 22.55%。

图 7：2020、2021 年食品饮料营业成本上涨幅度

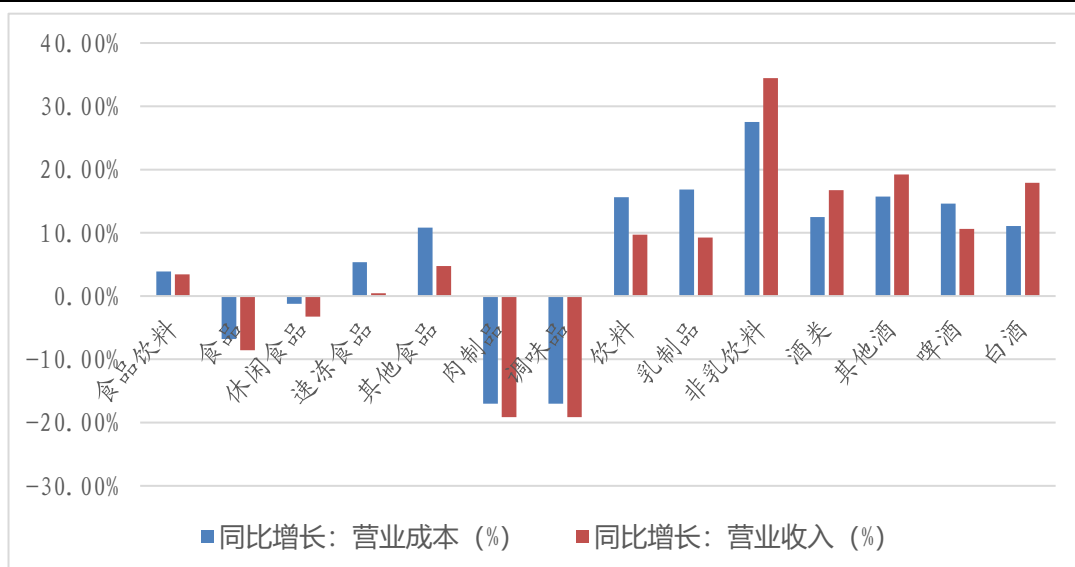


资料来源：中原证券 WIND

考虑到 2021 年各子项的收入增长或放缓或负增，成本上涨对盈利造成的负面影响被强化。2021 年，除软饮料、白酒和调制酒，食品饮料的营业成本涨幅普遍大于营业收入，乳品、啤酒、速冻食品、休闲食品、其他食品、肉制品、调味品等板块的成本涨幅分别高出收入 7.63、3.98、

4.89、2.00、6.08、2.13 和 2.13 个百分点，增长放缓和成本升高合力导致了食品制造业的局部滞涨。

图 8：2021 年食品饮料营业收入和营业成本上涨幅度对比



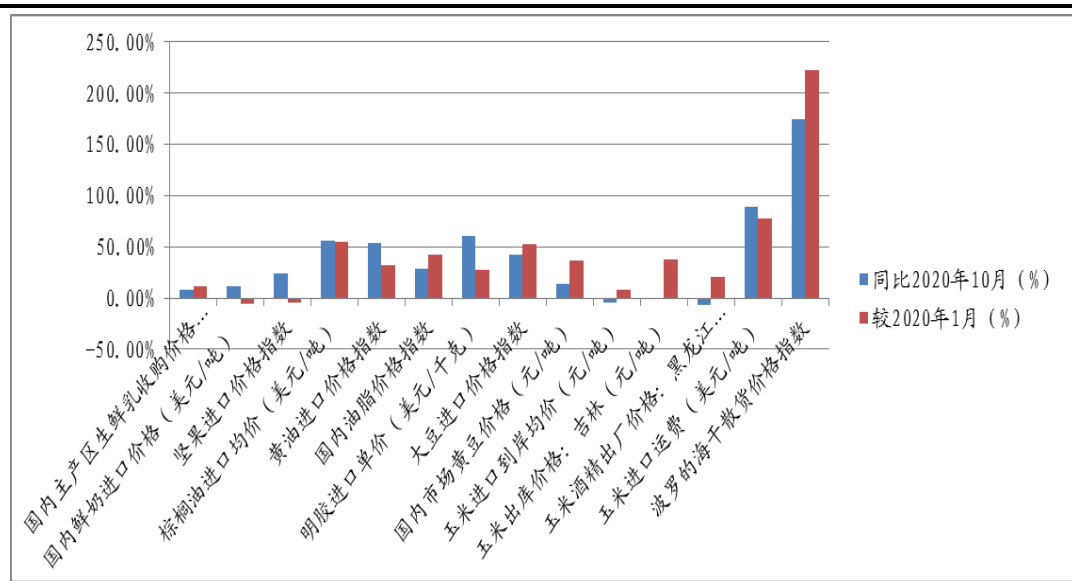
资料来源：中原证券 WIND

2020 年下半年之后，在宽松货币政策的刺激下，包括能源、物流、化工产品、农产品等广泛领域的商品价格在全球范围内迅速窜涨。中国作为重要的工业品出口方，大幅上涨的原料进口价格推升了国内通胀水平，输入型通胀较国内通胀更为严重。食品饮料行业上游原材料横跨农产品、化工产品、能源、物流、人工等，近两年来各项成本均大幅上涨；多数上市公司通过提价应对成本压力，但是由于成本上涨过甚，提价的对冲效果有限，无法扭转盈利下滑的势头。

我们整理了行业的主要原料价格上涨情况，包括黄豆、玉米、糖蜜、大/小麦、黄油、棕榈油、生鲜乳、糖、面粉、进口坚果等重要原料的价格，以及铝罐、玻瓶、瓦楞纸等包材价格；此外，考虑到出口型企业的海上运输费用，波罗的海干散货价格指数也是观察指标之一。

比如，2020 年 6 月至 2021 年 12 月期间，波罗的海干散货价格指数累计上涨 23.24%，瓦楞纸和易拉罐累计上涨 28.88%和 51.37%，国内生鲜乳价格上涨 19.22%，坚果的进口价格上涨 16.56%，大豆进口均价上涨 31.62%，国际和国内的小麦价格分别上涨 64.86%和 21.88%，国内油脂油料价格指数上涨 46.55%，国内玉米的批发均价上涨 51.49%，国内糖蜜价格上涨 39.07%，国内面粉出厂价格上涨 6.23%，国内水产品价格指数上涨 3%，棕榈油的进口均价上涨 109.37%，黄油进口价格指数上涨 38.8%。

图 9：行业各项成本大幅上涨



资料来源：中原证券 WIND

2021 年，食品饮料的盈利明显恶化，包括毛利率和股东回报率在内的各项盈利指标均下滑，盈利恶化一是因为制造成本居高，二是因为各项消费都较为疲弱。比如，2021 年，食品饮料板块的毛利率较 2020 年下降 0.24 个百分点，较 2019 年下降 2.37 个百分点；2021 年，食品饮料板块的 ROE 较 2020 年下降 0.49 个百分点，较 2019 年下降 0.49 个百分点。2021 年，食品饮料的盈利恶化一是因为制造成本居高，二是因为各项消费都较为疲弱。

近两年，饮料（包括酒类）的盈利与食品形成反向走势：2020 年，酒水的盈利恶化，主要由当年消费断崖、动销阻滞所致；2021 年，随着餐饮娱乐的复苏，酒水消费反弹，尽管没有修复至 2019 年及其之前的水平，但是提价后酒水的盈利回升明显。食品的情况正相反：2020 年食品消费旺盛，各品类处于供不应求的满产状态，动销快、需求大、广告投入和促销大幅减少，上市公司盈利较强；2021 年，特殊时期的特殊需求陡降，食品销售增长高位回落，尽管各品类均有提价，但是仍难覆盖成本的上升，而市场投入和促销重回常态，且 2020 年的社保补贴退坡，食品盈利对于上述负面因素较为敏感，导致盈利走弱。

图 10：2021 年食品饮料毛利率下滑

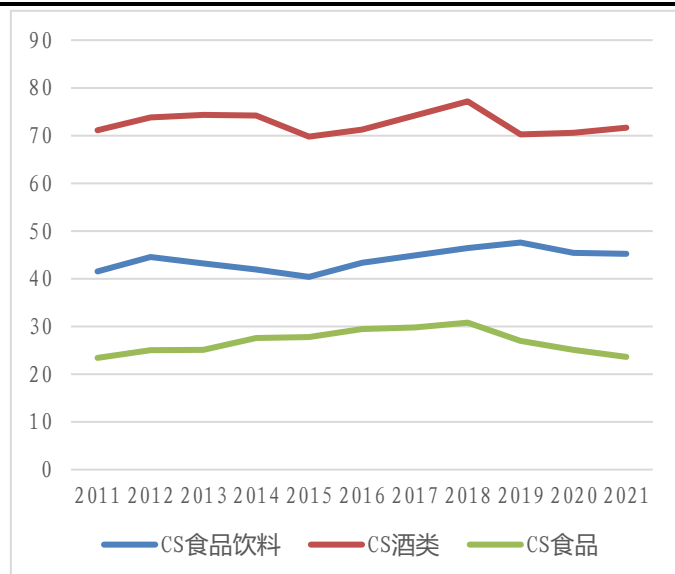
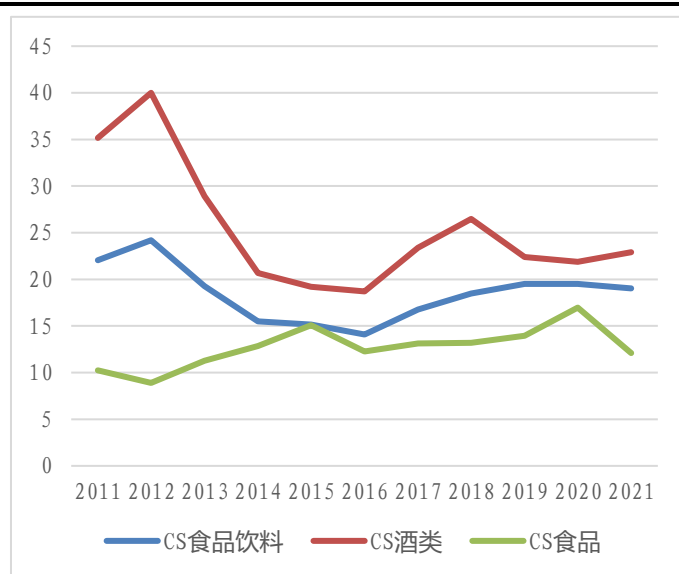


图 11：2021 年食品饮料 ROE 下滑



资料来源：中原证券 WIND

1. 展望：销售转好，成本回落，盈利上行

2.1 销售转好

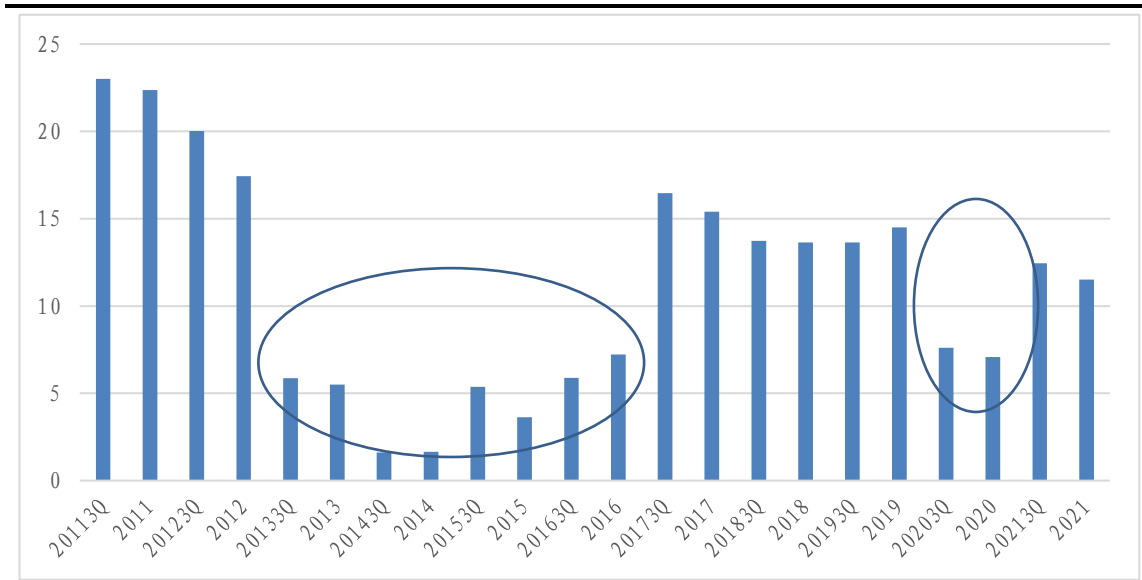
2022 年下半年，如果市场流通稳定，在假期和佳节的促进下，食品饮料板块的销售增长应好于上半年。一是，当前白酒销售增长强劲；二是，食品消费低迷过后，往往会出现销售的回补和高增。此外，下半年猪肉价格有望继续回升，带动食品板块的收入增长。

2011 年至 2021 年十年期间，食品饮料上市公司的年均销售增长达到 10.9%。2022 年一季度，销售增长降至 7.67%；考虑到二季度的疫情，我们认为二季度的增长将降至 5% 上下。整体看，在各品类纷纷提价的前提下，2022 年上半年板块的收入增长仍弱于 2021 年，甚至弱于 2020 年。但是，我们认为，这种偏弱的局面在 2022 年下半年将会得以扭转，一是作为食品饮料的基石，白酒当前的基本面较好，二是食品消费低迷过后，将会有一轮回补。

2021 年以来，白酒销售增长强劲，渠道动销修复较好，高端白酒的回补需求尤其大。白酒的基本面趋好，构成食品饮料板块的预期基石。从历史情况来看，食品饮料三、四季度的销售增长普遍较高。比如 2011 至 2021 年期间，食品饮料板块在三、四季度的销售均增达到 11.16%，其中食品 10.18%，白酒 16.53%。在十年样本中，2013、2014、2015 和 2020 年的三、四季度食品饮料收入增长落至低个位数，其中白酒的负面拉动是主因：2013、2014、2015 年是由于白酒受到政策冲击，销售恶化；2020 年，疫情导致白酒消费断崖式减少。可见，白酒的销售增长为食品饮料板块贡献了较大的权重；白酒稳，则食饮稳。2021 年以来，白酒的市场销售较快地修复：2021 年三、四季度，以及 2022 年一季度，白酒的销售增长分别为 19.39%、17.9%、19.36%。从历史上看，只要没有系统性风险的扰动，白酒的销售增长往往保持在双位数的强增水平；因而，我们认为 2022 年下半年，白酒的增长趋势有望延续。

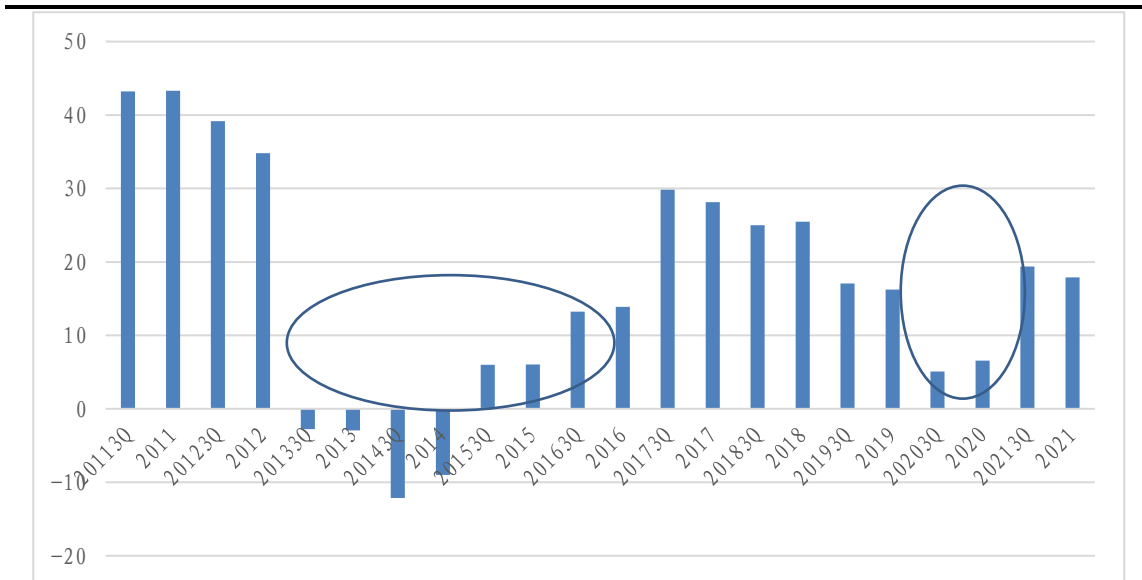
食品消费低迷过后，往往会出现一轮回补增长。就食品而言，食品板块在 2014、2015 和 2021 年经历了三次销售低迷：2014、2015 年的销售低迷与环保限产有关，2021 年与需求走弱有关。但是，总体来看，在增长低迷期之后，社会上都会出现对食品较大的补库需求，从而逢遇一轮高增长。食品在 2021 年三、四季度，以及 2022 年一季度的销售增长-2.93%、-4.37%和-18.47%，经历了几个季度的消费低迷，食品板块酝酿着一轮潜在的增长趋势。

图 12：食品饮料的两次销售低增长



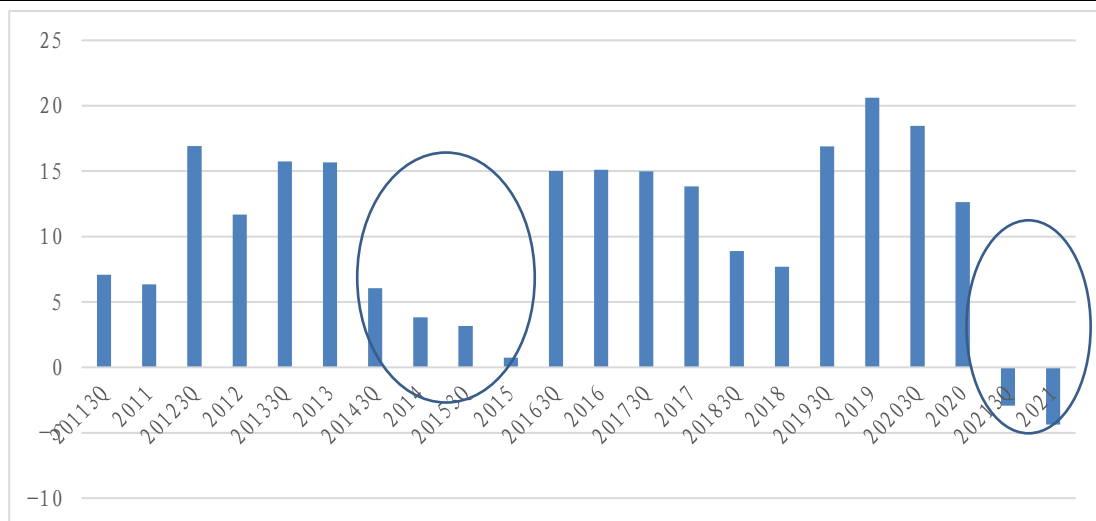
资料来源：中原证券 WIND

图 13：白酒的两次销售恶化



资料来源：中原证券 WIND

图 14：食品的两度销售恶化



资料来源：中原证券 WIND

2.2 成本回落

通胀回落往往在货币紧缩政策实施之后六个月；考虑到美联储实施货币紧缩政策始于 2022 年 3 月，因而，理论上 2022 年下半年全球商品价格将会回落，通胀有望见顶。但是，地缘冲突与中国疫情成为预期之外的干扰因素，不确定性正在增加。

原料价格于上年三、四季度已经局部地松动。从实际来看，食品饮料上游的原料价格于上年的三、四季度已经局部地开始回落，其中包括部分进口品类。但是，油脂、小麦及面粉、玉米、豌豆、棕榈油等与地缘冲突关联较大的粮食类价格仍居高。

物流阻滞暂时地阻碍了国内成本回落，但是我们预计 6 月之后大多数价格将重拾跌势。此外，进入 5 月份后，一季度已形成跌势的原料价格再度反弹，比如黄豆、玉米油、食用油、油料油脂、糖蜜等。主要因为 5 月份期间，国内的物流阻滞较为严重，暂时阻碍了成本回落，但是价格下跌的总体趋势不变，我们预计 6 月之后大多数价格将重拾降势。

表格 1:主要原料价格下跌情况

	价格见顶时间	迄今跌幅
生鲜乳	2021.8	-5.54%
易拉罐	2021.9	-7.97%
瓦楞纸	2021.10	-8.16%
麦芽	2021.1	-22.23%
进口坚果	2021.12	-5.40%
进口大豆	2021.9	-8.90%
进口维生素	2021.8	-16.30%

进口明胶	2021.1	-20.60%
进口黄油	2021.11	-6.62%
波罗的海干散货指数 (BDI)	2021.9	-53.50%
生猪价格	2020.2	-57.82%

资料来源：中原证券 WIND

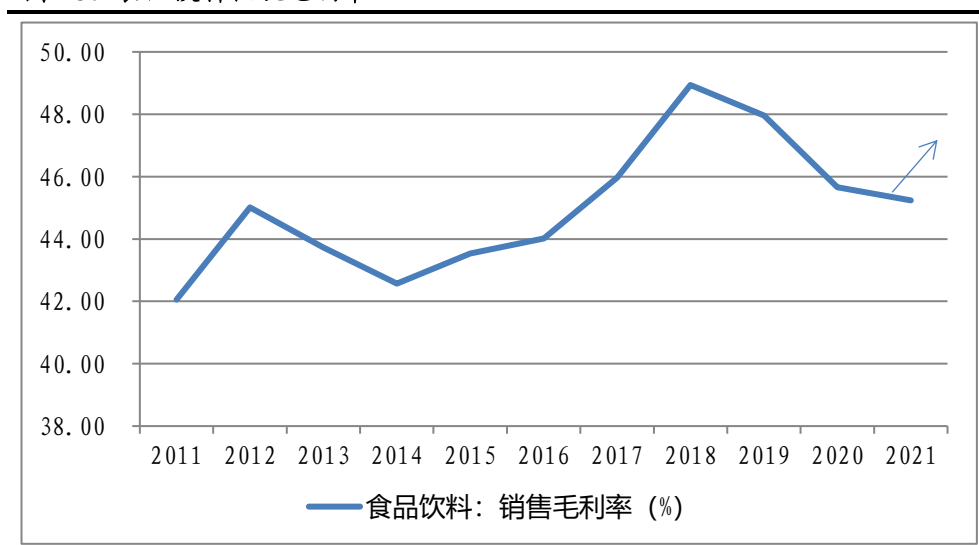
注：考虑到国内物流阻滞的影响，终止价格设定为 2022 年 1 至 5 月期间孰低者。

2.3 盈利改善

从历史数据分析，上市公司的营业成本和销售毛利率之间有四种关系：一，成本和毛利率同时上升。此时经济正处于扩张期，在经济繁荣的氛围中，消费品市场增长快、产品量价齐升，因而即使成本上升，公司盈利也能够持续改善。二，成本降，而毛利率上升。此时经济往往处于良好的发展阶段，经济在低成本的环境中运行，社会消费和企业投资能力增强，公司盈利从成本和销售两方面得到改善。三，成本上升，销售增长放缓，上市公司的毛利率下滑。此时经济处于滞涨阶段，比如 2021 年的情形正是如此。四，成本虽然下降，但是销售增长却进一步停滞，上市公司的毛利率持续下滑，经济进入收缩阶段。即使成本下行，但是由于消费疲弱、产品动销困难，公司的盈利仍有可能进一步恶化。

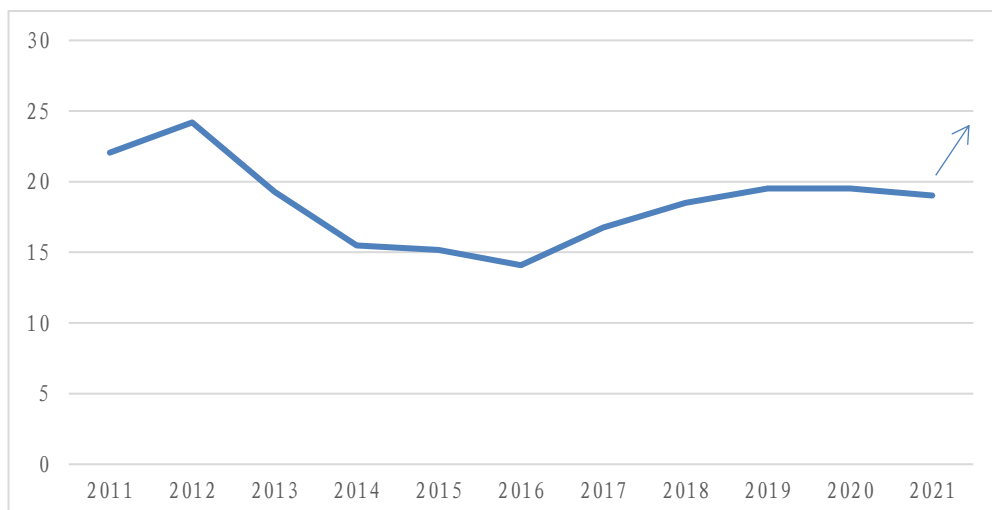
我们认为，食品饮料未来大概率步入“成本降，而毛利率上升”的阶段，主要因为成本见顶是大概率事件，而食品饮料消费并不弱，并且下半年仍有提升的空间。成本见顶的判断较为笃定，鉴于此，下半年上市公司的盈利是否能够改善，取决于社会消费和食品饮料消费的荣枯。我们认为，正常情况下，食品饮料消费将会重拾常态增长，可能达不到过往十年的高增，但是好于 2021 年和 2020 年的水平。在消费平稳修复的前提下，上市公司下半年的盈利有望持续改善。

图 15：食品饮料板块毛利率



资料来源：中原证券 WIND

图 16: 食品饮料板块 ROE



资料来源：中原证券 WIND

3. 市场和估值

3.1 市场：底部反转

2022 年下半年开始，食品饮料有望自行情底部逐步上行。食品饮料自 2020 年 8 月即开始向下调整，是对 2020 年上半年急涨以及 2019 年全年上涨的修正；但是，2020 年的调整仅涉及局部，幅度也不大。2021 年 1 月开始，食品饮料行情进入全面的震荡下跌阶段，直至 2022 年 5 月，历时 17 个月。我们认为本轮调整基本结束；2022 年下半年，板块有望自行情底部逐步上行，开启新一轮的周期。

食品饮料本轮下跌表现出历时长、跌幅大、食品下跌甚于酒水等特征。

食品饮料本轮下跌历时 17 个月，是十年来的四次调整中用时最长的一次。十年来，食品饮料经历了四次下跌：第一次为 2012 年 6 月至 2014 年 6 月期间，历时 12 个月，跌幅 6.5%，白酒的全面调整直接导致了此次下跌；第二次为 2015 年 6 月至 2016 年 2 月，历时 8 个月，跌幅 24.5%，金融领域去杠杆是其主要动因；第三次为 2018 年 6 月至 2018 年 12 月，历时 6 个月，跌幅 24.1%，全球贸易争端兴起，引发市场悲观情绪，造成了市场短暂的调整；第四次为 2021 年 1 月至 2022 年 5 月，历时 17 个月，跌幅 12.8%。此轮下跌历时较长，期间下跌的动因也经历数次演变：从对高估值的修正演变为市场对国内消费的悲观预期，之后美联储的紧缩货币政策造成了资本外流，从而加剧了下跌行情。

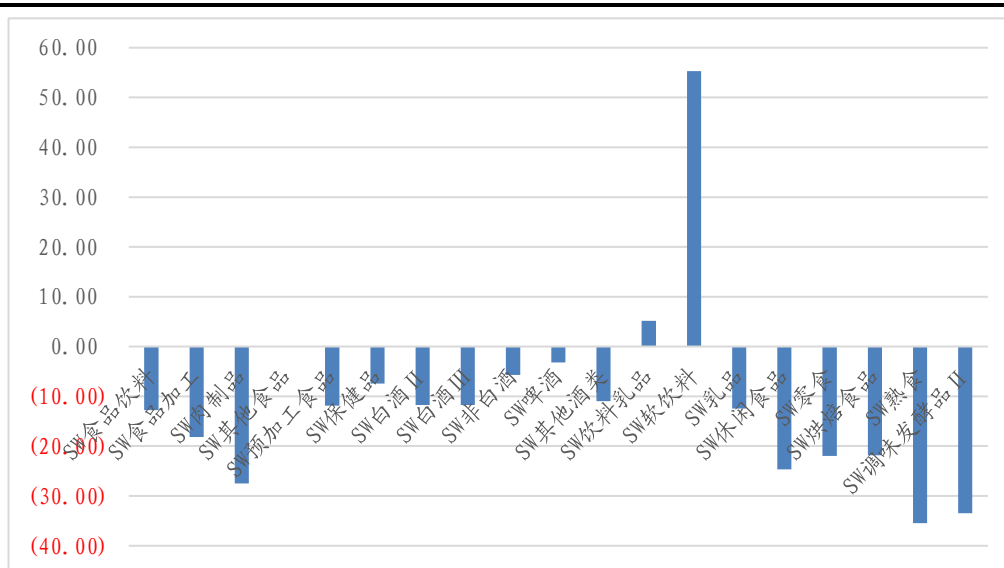
表格 2: 食品饮料板块的四次调整行情

下跌期间	下跌时长（月）	跌幅（%）
2012.6—2014.6	12	-6.5%
2015.6—2016.2	8	-24.5%
2018.6—2018.12	6	-24.1%
2021.1—2022.5	17	-12.8%

资料来源：中原证券

2021 年 1 月 1 日至 2022 年 5 月 31 日，食品饮料板块下跌 12.75%，除软饮料的情况较为特殊外，各子项悉数下跌，调整涉及面大、跌幅大。其中，食品加工下跌 18.17%，白酒下跌 11.73%，啤酒下跌 3.18%，调味品下跌 33.48%，休闲食品下跌 24.66%，食品项的跌幅远大于饮料项。此轮调整中，食品下跌得更为猛烈，一是因为食品受到成本升高的冲击更大，盈利恶化程度甚于酒水；二是食品立足于民生消费，而民生消费受到的影响大于高端消费。

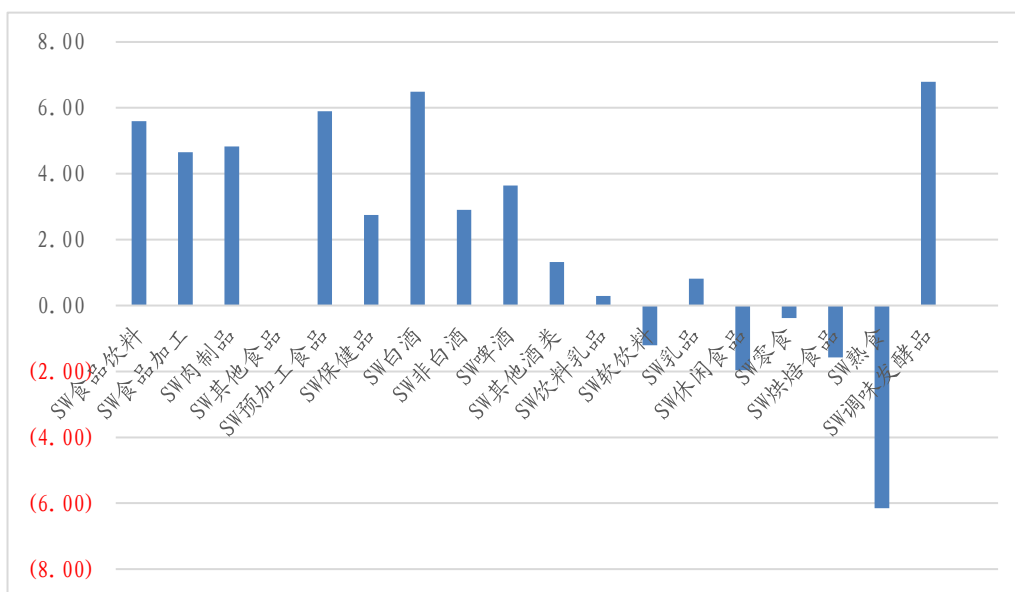
图 17: 食品饮料板块涨跌幅（2021.1.1 至 2022.5.31）



资料来源：中原证券 WIND

食品饮料板块的此轮调整基本结束，反转行情在 2022 年 4 月就初见端倪，未来一个阶段板块或将震荡向上。2022 年 4 月 1 日至 6 月 22 日，食品饮料板块上涨 5.59%，除休闲食品表现仍较弱外，白酒、啤酒、调味品、肉制品、预加工食品、保健品等分别上涨 6.49%、3.64%、6.79%、4.82%、5.89%、2.75%。迄今，食品饮料板块已经连续上涨 3 个月，我们认为食品饮料的调整基本结束，未来一个阶段板块或将震荡向上。

图 18：食品饮料板块涨跌幅（2022.4.1 至 2022.6.22）



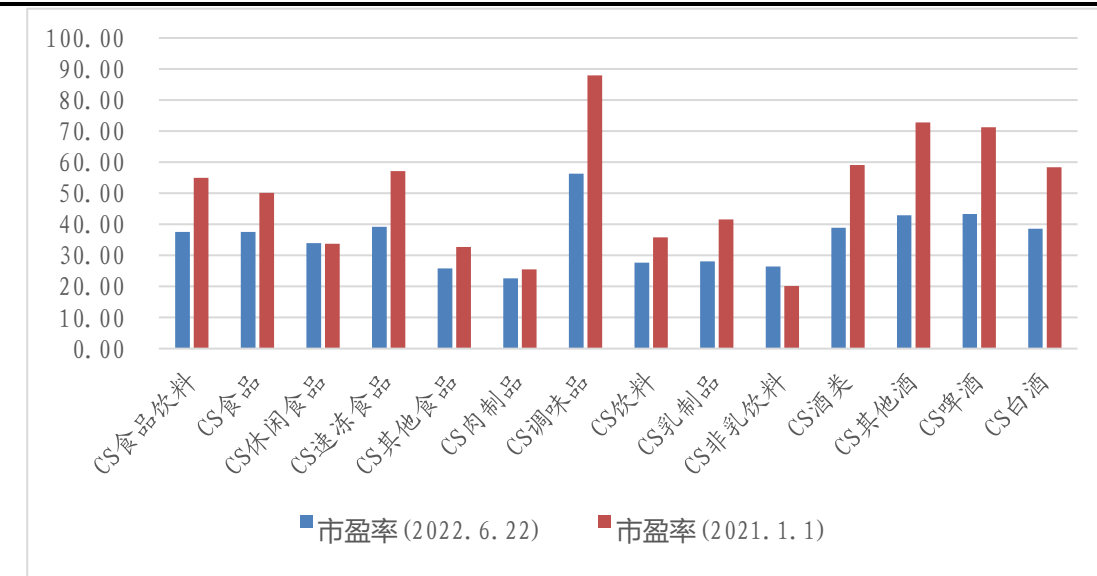
资料来源：中原证券 WIND

3.2 估值：大幅回落

经历长期下跌后，食品饮料的估值大幅回落，局部估值“拦腰”减半。截至 6 月 22 日，食品饮料的市盈率为 37.6 倍，较 2021.1.1 日 55 倍的市盈率下降 31%。其中，白酒板块的市盈率从 58.42 倍降至 38.63 倍，啤酒从 71.31 倍降至 43.33 倍，调味品从 88.02 倍降至 56.29 倍，食品加工从 50.12 倍降至 37.56 倍，乳制品从 41.58 倍降至 28.06 倍。

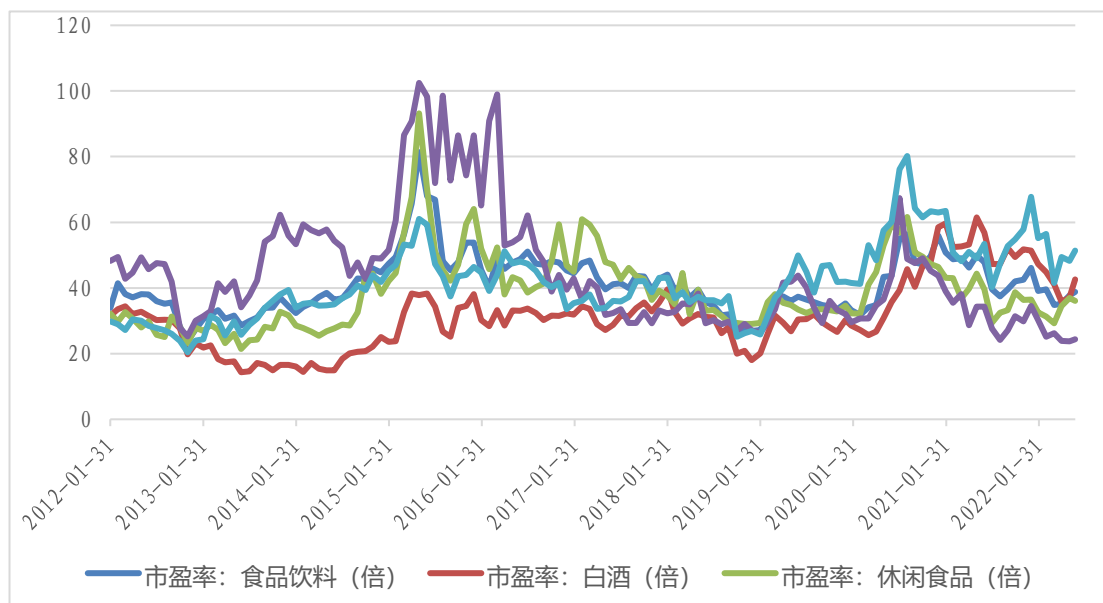
食品饮料当前的估值处于历史上的中位水平，与 2019 年中期以及 2014 年年初的水平相当。尽管整体估值仍较高，但是自下而上的结构性机会已经出现：目前，高增长资产的估值普遍偏低，而部分蓝筹资产的估值也暗示了合适的投资位置。

图 19：食品饮料估值大幅回落



资料来源：中原证券 WIND

图 20：食品饮料的估值位于历史中位水平



资料来源：中原证券 WIND

4. 投资策略

4.1 投资策略

2022 年下半年，食品饮料中的蓝筹资产和成长资产都具有良好的结构性投资机会。

蓝筹资产

下半年，制造成本将进一步回落，蓝筹资产的股东回报率将有所改善，这将会反映在股价当中。在此轮调整中，核心蓝筹资产的市场表现相对平稳，股价下跌有限，印证了在基本消费领域，蓝筹资产具备良好的抗跌属性。蓝筹资产一般隶属于传统制造产业，如啤酒、调味品、食品加工等。下半年，制造成本将进一步回落，蓝筹资产的股东回报率将有所改善，这将会反映在股价当中。

表格 3: 核心蓝筹资产的成本情况

子行业	主要原料	主要原料价格涨幅 (2020.03 至 2021.10)	主要原料价格近期跌幅
生物发酵	糖蜜	67.51%	-23%
乳制品	原奶	16.22%	-5%
调味品	大豆	47.30%	-9%
啤酒	包材、麦芽		
	瓦楞纸	39.99%	-4.6%
	易拉罐	63.29%	-7%
	麦芽进口价格指数	17.74%	-19.4%

资料来源: 中原证券 WIND

表格 4: 蓝筹资产市场表现及当前估值

	区间涨跌幅 (2021-01-01 至 2022-05-26; %)	市盈率 PE (2022-05-26; 倍)		区间涨跌幅 (2021-01-01 至 2022-05-26; %)	市盈率 PE (2022-05-26; 倍)
泸州老窖	-11.96	33.71	重庆啤酒	-0.99	48.01
古井贡酒	-25.98	42.73	水井坊	-15.16	29.25
五粮液	-45.61	24.56	山西汾酒	-8.34	44.16
双汇发展	-32.11	22.45	广州酒家	-18.56	23.77
三全食品	-13.03	28.27	迎驾贡酒	67.76	31.31
洽洽食品	1.31	33.86	海天味业	-47.30	53.36
洋河股份	-33.30	27.62	今世缘	-22.37	24.89
汤臣倍健	-16.21	22.24	口子窖	-27.17	19.05
安琪酵母	-19.40	36.86	桃李面包	-50.29	26.49

资料来源: 中原证券 WIND

成长资产

细分市场中的成长型资产仍有望持续获取超额收益，包括：预制菜、保健品、冷冻烘焙、奶酪制品、益生菌、植物蛋白等细分行业的上市资产。我们考察相关上市公司近三年及近五年的业绩年均增长情况，其增幅保持在高双位数区间，高于传统的食品饮料资产。成长型公司前期经历了大幅调整，目前市盈率普遍下降，部分已经降至偏低的水平。细分市场的增长基本上保持在双位数水平，短期扰动不能阻挡一个领域长期的发展趋势，而上市资产往往是细分领域的优质资产，一个阶段内仍有望贡献超额收益。

表格 5：快速增长的消费细分市场及其上市公司

	所属行业	净利润三年平均增速 (%; 2019-2021 年)	净利润五年平均增速 (%; 2017-20213Q)
妙可蓝多	奶酪研发、销售以及品牌建设。	246.10	(94.49)
汤臣倍健	保健品研发、生产及销售。	74.69	60.26
仙乐健康	保健品研发、生产及销售（包括出口）。	17.92	31.95
双塔食品	植物蛋白的研发和出口。	64.30	187.53
千味央厨	预制糕点和菜品。	29.29	28.95
科拓生物	国产益生菌的研发、生产和市场开拓。	109.91	87.77
海融科技	烘焙原料生产及批发销售。	39.24	26.82
南侨食品	烘焙原料、速冻烘焙食品的研发、生产和批发销售。	16.14	61.43
立高食品	烘焙原料、速冻烘焙食品的研发、生产和批发销售。	52.84	62.57

资料来源：中原证券

表格 6：高成长核心资产的估值大幅下降

	市盈率 (倍; 2022.5.26)	市盈率 (倍; 2020.12.31)	区间涨跌幅 (%; 2021.1.1-2022.5.26)
妙可蓝多	108.33	1469.19	-41.5%
汤臣倍健	22.24	(490.22)	-16.2%
双塔食品	50.35	57.75	-41.3%
千味央厨	51.96	/	126.88
科拓生物	39.39	58.77	-33.1%
海融科技	35.78	61.10	-29.8%

立高食品	53.37	/	-27.5%
仙乐健康	26.40	61.47	-60.5%

资料来源：中原证券 WIND

白酒

白酒的基本面超出预期，高端白酒有估值修复的要求。2021 年以来，白酒的量价增长较好，高端白酒市场更具韧性，白酒整体的基本面超出既有预期。下半年，白酒的基本面有望进一步得到优化，高端白酒的业绩尤其保持高增势头——增长既稳且好。此轮调整以来，白酒板块下跌 11.73%，当前板块市盈率为 38.63 倍，其中高端白酒的估值低于整体水平，比如：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊的动态市盈率分别为 33.69、21.74、26.65、35.39、22.93 倍，从估值来看，高端白酒的投资价值好于调整前期。

投资组合

基于上述逻辑，我们推荐蓝筹类标的，包括五粮液、水井坊、舍得酒业和汤臣倍健；推荐成长类标的，包括仙乐健康、立高食品、千味央厨和双塔食品。

表格 7：重点推荐公司的估值情况（截至 6 月 22 日；亿元；倍）

代码	简称	股价	总市值	EPS		PE		PEG		PB	评级
				2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E		
000858	五粮液	178.07	6911.98	7.03	8.19	25.65	22.03	1.53	1.34	6.29	买入
600779	水井坊	84.40	412.18	2.92	3.66	28.73	22.93	1.51	0.91	13.97	买入
600702	舍得酒业	188.88	627.16	5.56	7.55	33.95	24.98	0.71	0.70	11.77	买入
300146	汤臣倍健	20.53	349.07	1.20	1.44	17.25	14.36	1.02	0.71	3.95	买入
300791	仙乐健康	25.85	46.57	1.56	1.93	16.88	13.65	0.80	0.58	2.03	买入
300973	立高食品	81.25	137.59	1.81	2.58	46.58	32.78	5.48	0.78	6.73	买入
001215	千味央厨	46.68	40.44	1.23	1.59	38.43	29.88	1.84	1.04	4.18	买入
002481	双塔食品	8.07	100.34	0.25	0.29	32.98	28.24	2.27	1.68	3.61	增持

资料来源：中原证券 WIND

4.2 风险提示

下半年，消费领域面临的投资风险主要包括：

- 1，原料价格持续高位，尤其粮食价格在地缘冲突的波及下仍有上行风险；
- 2，国内消费进一步恶化；
- 3，由于海外需求减少，上市公司出口量或海外工厂的产量下降。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。