

2023年度策略

2022年12月2日

食品饮料：迎接曙光

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



www.dxzq.net.cn

- **全年策略：迎接曙光**
- 白酒：次高端有望提速
- 乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏
- 调味品：或迎来景气周期
- 速冻食品：板块恢复进行时

➤ 核心观点

影响食品饮料定价的4个核心因素：

- 假设国内疫情管控会逐渐优化，食品饮料需求消费复苏可能会有波折，但趋势增速逐步回升是大方向。
- 居民收入取决于名义GDP，消费意愿会随着经济复苏带来的就业压力扭转和消费场景恢复得到加强。
- 随着明年大宗成本下降，（CPI-PPI）剪刀差继续拉大，利润有望回流向食品企业。
- 叠加美债利率下行，明年食品饮料的整体估值环境是友好的。

按照资本市场定价模型，明年大概率就形成分母端向上，分子端向下的趋势，对食品饮料资产定价形成较好的环境，所以大方向上我们看好明年整个食品饮料的投资机会。

核心推荐：

我们在对明年全年策略展望时认为上半年食品板块机会优于饮料板块，下半年复苏会成为食品饮料行业主要推动因素。

上半年我们重点推荐食品板块，包括休闲零食、预制菜、乳制品等行业，下半年重点推荐与餐饮产业链复苏相关的白酒、调味品、啤酒等板块。
重点推荐：贵州茅台、五粮液、古井贡酒、安井食品、千味央厨、伊利股份等。

戈登模型
$$P = \frac{D1}{r-g}$$

2022年影响食品饮料资产定价有4个因素：

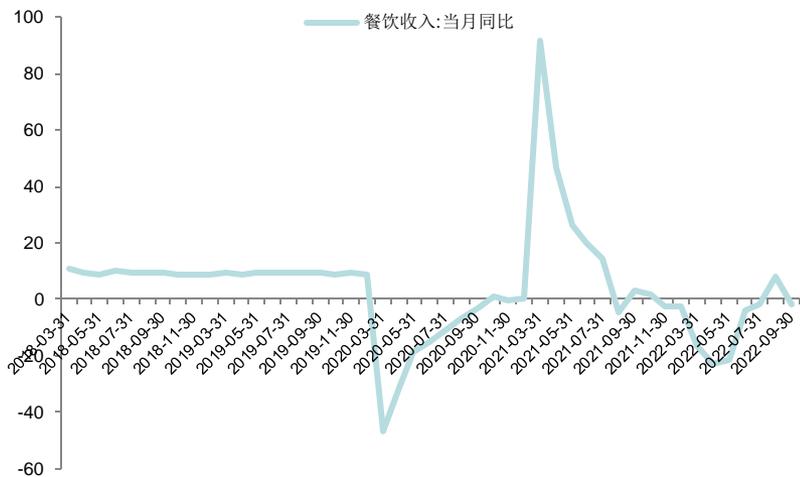
- (1) 需求复苏预期，即短期防疫政策的影响以及中期宏观经济复苏对需求的影响。
- (2) 居民收入水平和消费意愿的反应。
- (3) 成本和终端定价（CPI-PPI）对企业利润的影响。
- (4) 利率水平对资产价格的影响。

上述4个影响因素相互作用，由于我国疫情叠加金融周期的下行，使得疫情后我国需求下滑幅度超过供给，所以需求侧的影响在现阶段更为主导，即短期受防疫政策的影响，中期看经济周期的复苏，需求侧变化决定资产定价的方向。经济的复苏程度一定程度上影响就业和居民的消费水平，消费能力决定资产定价的时间长度，而企业利润的变化决定食品饮料资产定价的高度。利率主要影响食品饮料的估值水平。

1、需求复苏预期因素

短期需求端影响主要是疫情。2022年11月11日，国务院联防联控机制发布了《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》，对防疫安排进行较大调整。政策出台后，市场开始预期国内管控政策完全转向之后，疫情管制对经济影响会减弱，但是防疫政策放松后是否会引发大面积的感染从而影响消费，又成为需求的不确定性。

图：餐饮收入同比变化



数据来源：同花顺，东兴证券研究所

图：社会消费品零售总额同比变化

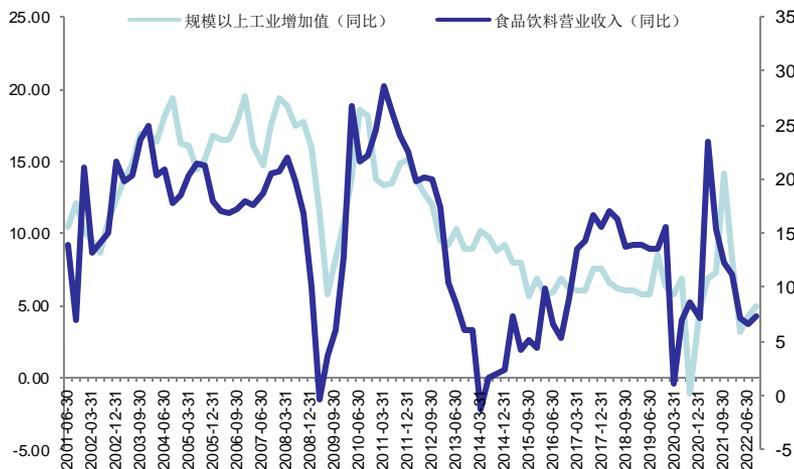


数据来源：同花顺，东兴证券研究所

一、全年策略：迎接曙光

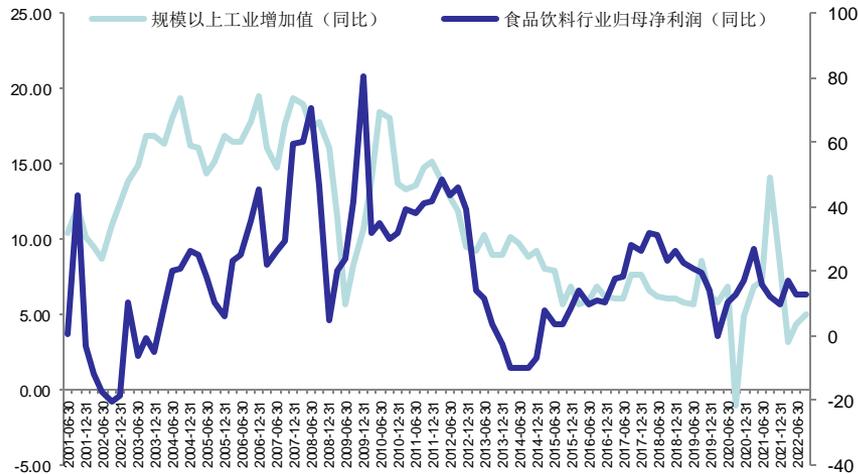
从中期来看，经济复苏程度是决定食品饮料需求复苏强弱的最根本影响。从历史来看，食品饮料行业需求繁荣度跟经济周期走势基本一致，利润表现略滞后于经济周期。在外需走弱、内需不足的“双困”之下，今年国内经济表现低于潜在经济增长水平，食品饮料板块收入和利润与经济走势基本一致。明年经济的复苏程度，我们认为是食品饮料定价中期影响因素的最为核心的指标。

图：规模以上工业增加值同比与食品饮料板块收入同比



数据来源：同花顺，东兴证券研究所

图：规模以上工业增加值与食品饮料板块利润同比



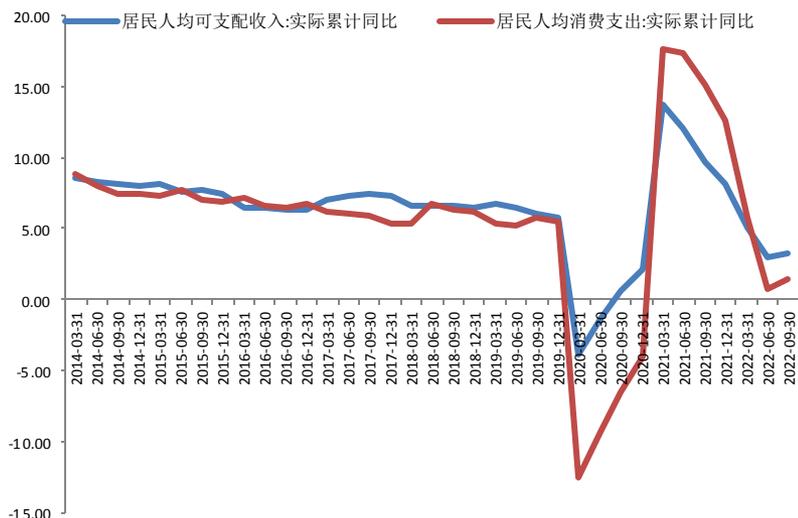
数据来源：同花顺，东兴证券研究所

一、全年策略：迎接曙光

2、收入水平和消费意愿

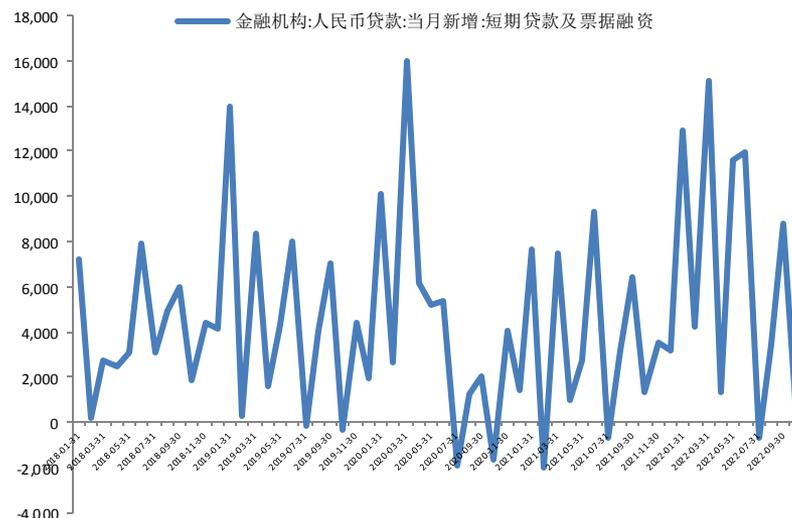
经济波动反应在居民收入水平和就业上，形成消费意愿和消费能力波动，对食品饮料需求端直接影响。今年前三季度全国居民人均可支配收入同比增长 3.2%，居民人均消费支出同比增长1.5%，消费意愿恢复显著低于收入增长。2022 年 10 月居民短期贷款累计同比增速明显下滑 37.9%，降幅进一步扩大，且单月短期贷款金额为-512 亿元，处于 2022 年 4 月以来的次低点。

图：居民人均可支配收入和消费支出同比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图：金融机构人民币短期贷款新增

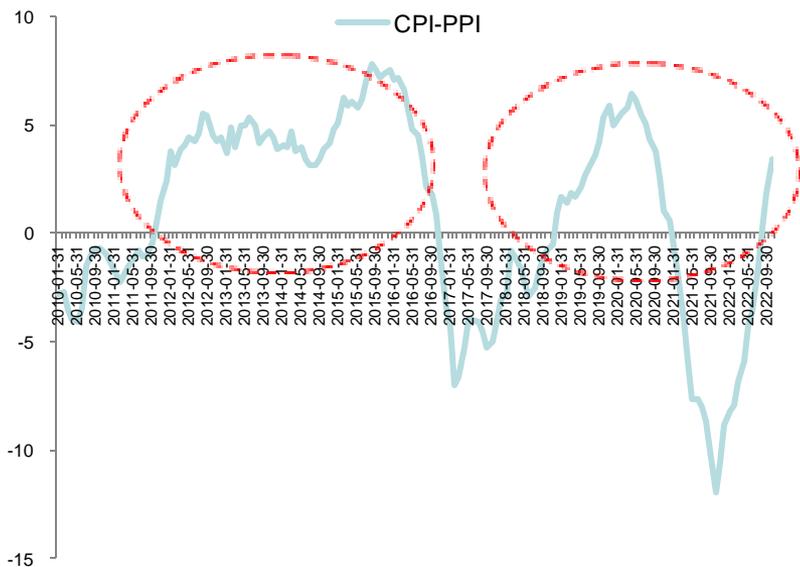


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3、成本与定价

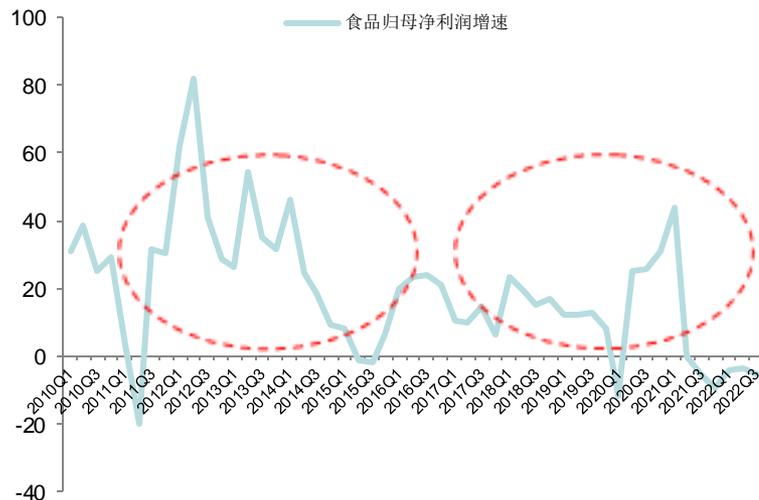
一般用CPI 代表下游价格，PPI 代表上游价格及上游成本，CPI与PPI剪刀差收窄代表利润空间从上游向下游回吐，对应下游行业毛利率的显著改善。本轮CPI-PPI 剪刀差自 2021 年 1 月进入负增长，持续 19 个月，2022年8月首月回正，2022 年 9 月上行至 1.9%。

图：CPI-PPI剪刀差



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图：食品企业归母净利润增速

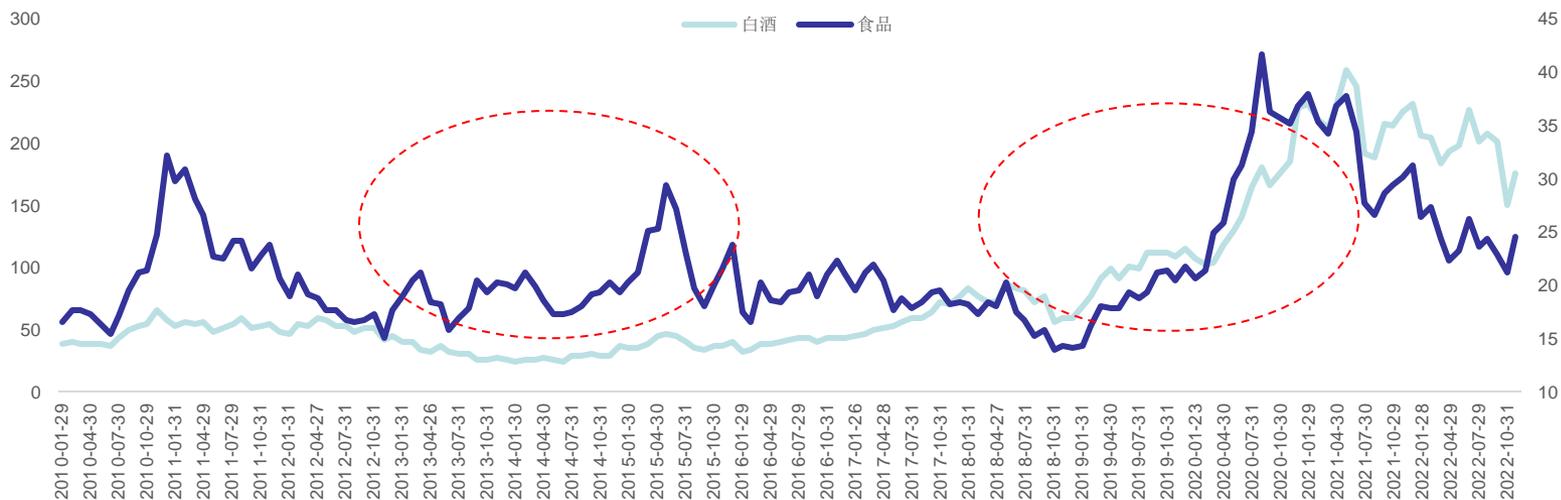


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

一、全年策略：迎接曙光

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。食品板块的股价也有较好的表现。

图：白酒和食品板块股价走势



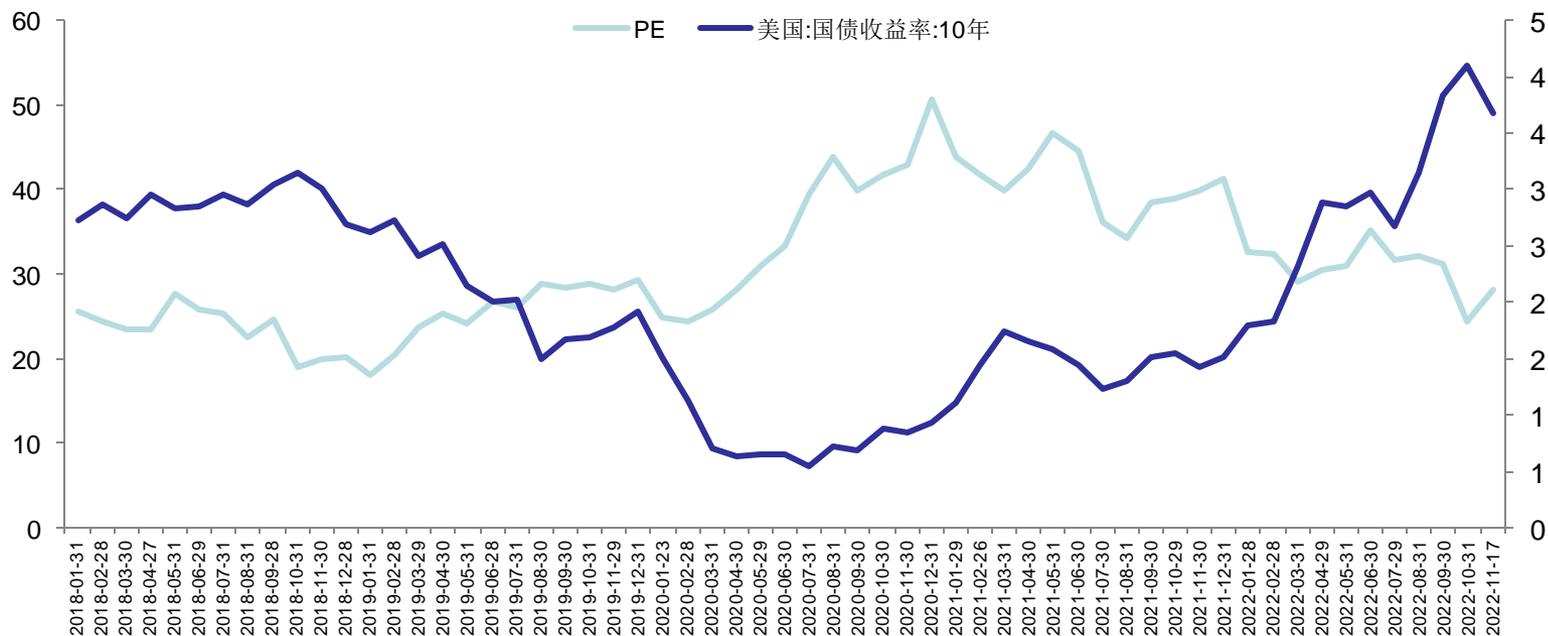
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

一、全年策略：迎接曙光

4、美国国债利率

美国利率水平与国内资产定价是负相关的，即美国利率下行期，食品饮料板块估值往往有较好的表现。

图：美国国债收益率与国内食品饮料板块估值

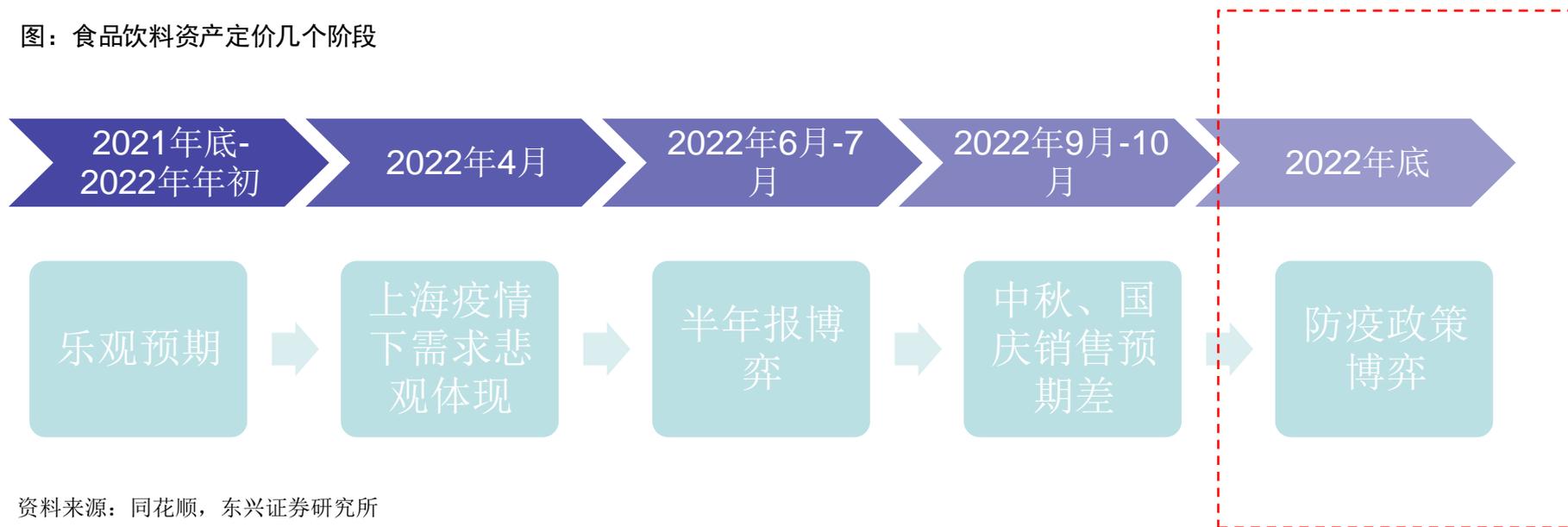


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

微观来看

2022年以来，食品饮料资产定价先后经历了这样几个阶段：一是去年底到今年年初乐观预期，二是疫情影响下对需求的悲观体现，三是半年报预期博弈，四是中秋国庆销售旺季预期差，五是防疫政策博弈。当前市场正处于第五个阶段，防疫政策变化对资产定价影响进入新的博弈区间。

图：食品饮料资产定价几个阶段



一、全年策略：迎接曙光

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，我们在对明年全年策略展望时认为上半年食品板块机会优于饮料板块。

图：食品饮料板块毛销差的变化（%）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3
食品饮料	23.77	23.27	23.13
白酒	55.50	53.14	52.81
啤酒	20.53	23.82	24.19
软饮料	18.83	18.88	20.18
肉制品	11.01	10.65	10.12
调味发酵品	22.16	21.72	21.36
乳品	10.68	11.26	10.59
食品综合	17.88	17.24	17.59

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

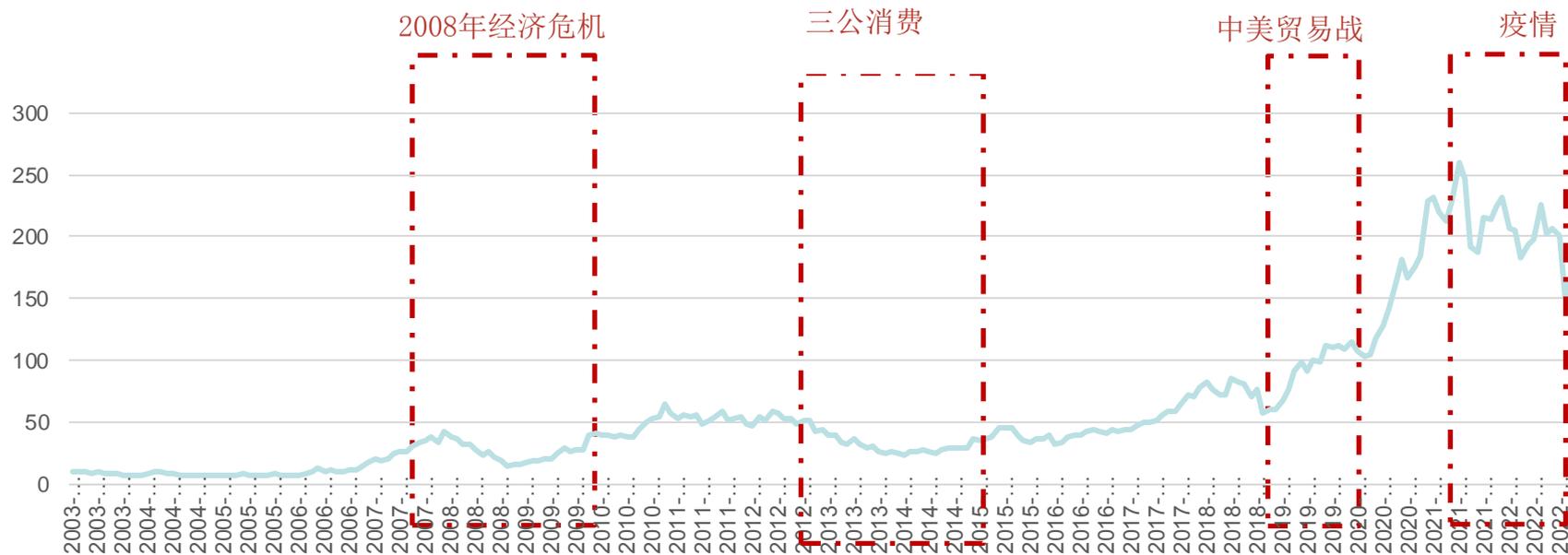
敬请参阅报告结尾处的免责声明

- 全年策略：迎接曙光
- **白酒：次高端有望提速**
- 乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏
- 调味品：或迎来景气周期
- 速冻食品：板块恢复进行时

二、白酒：次高端有望提速

- ▶ 白酒几次较大的周期均是在供给侧扩张时，也就是酒企产能快速扩张的阶段，需求侧出现较大的问题，强化了白酒自身的周期。

图表：白酒行业受疫情影响深回撤



数据来源：同花顺，东兴证券研究所

二、白酒：次高端有望提速

➤ 2010年后酒企的产能扩张，是依靠抢占其他酒企的市场占有率来释放的，所以近几年白酒一直都是挤压式发展趋势，同时依靠产品消费升级，低端酒向次高端消费升级实现的。在这个过程中，很多地方小酒企被淘汰。这一轮判断这个趋势会更加强化，市场竞争会更加激烈。

图：白酒产量（万千升）与同比（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

二、白酒：次高端有望提速

- 批价表现的背后，是渠道库存压力较大表现。从今年的情况来看，大部分酒企完成全年任务仍可期，但是绝大部分酒企库存在渠道和终端有积压。即将而来的是明年春节的打款，明年春节及之后批价的稳定程度就成为检验整个酒企板块景气程度的重要观察点。

图：酒企今年目标及达成情况

	2022年度目标（年报披露口径）	2022年前三季度营业收入同比增长率（%）	2022年前三季度归母净利润同比增长率（%）
贵州茅台	营业总收入较上年度增长15%左右	16.52	17.14
五粮液	公司营业总收入继续保持两位数的稳健增长	12.19	15.84
泸州老窖	力争实现营业收入同比增长不低于15%	24.2	32.21
山西汾酒	力争营业收入较上年度增长25%左右	28.32	43.94
洋河股份	实现营业收入同比增长15%以上	20.69	25.56
古井贡酒	2022年计划实现营业收入153亿元，较上年增长15.30%； 2022年计划实现利润总额35.50亿元，较上年增长11.94%。	26.35	35.11
水井坊	主营业务收入增长15%左右，净利润增长15%左右。	10.15	5.45
口子窖	——	3.67	2.56

资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

二、白酒：次高端有望提速

- **明年展望：**疫情之后由于消费场景缺失，次高端需求受到较大的影响，所以白酒板块呈现两极分化，次高端酒整体受到冲击。展望明年，如果疫情防控政策能够边际改善，市场需求逐渐恢复，次高端酒的弹性会高于高端酒。同时低端酒的消费升级趋势仍会延续。

图：白酒企业疫情以来各个季度收入表现

营业收入	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
贵州茅台	12.54%	8.79%	7.18%	12.12%	10.93%	11.41%	9.99%	14.05%	18.25%	15.89%	15.23%
五粮液	15.05%	10.13%	17.83%	13.92%	20.19%	18.02%	10.61%	11.19%	13.25%	10.04%	12.24%
泸州老窖	-14.79%	6.20%	14.45%	16.45%	40.85%	5.67%	20.89%	29.26%	26.15%	24.09%	22.28%
洋河股份	-14.89%	-18.57%	7.57%	7.82%	13.51%	20.74%	16.66%	55.80%	23.82%	17.10%	18.37%
山西汾酒	1.71%	18.44%	25.15%	33.12%	77.03%	73.23%	47.88%	-24.79%	43.62%	0.35%	32.54%
水井坊	-21.63%	-90.08%	18.86%	19.32%	70.17%	691.49%	38.93%	14.05%	14.10%	10.36%	6.99%
古井贡酒	-10.55%	-3.51%	15.13%	0.39%	25.86%	28.56%	21.37%	42.51%	27.71%	29.55%	21.58%
口子窖	-42.92%	-25.07%	6.75%	9.77%	50.90%	35.05%	24.02%	5.72%	11.80%	-7.87%	5.69%
舍得酒业	-42.02%	18.83%	18.40%	16.56%	154.21%	119.34%	64.84%	44.89%	83.25%	-16.27%	30.91%
酒鬼酒	-9.68%	12.89%	56.37%	28.50%	190.36%	96.82%	128.66%	10.81%	86.04%	5.25%	2.47%
顺鑫农业	15.93%	9.45%	9.57%	-19.44%	-0.70%	-7.26%	-16.54%	5.38%	-28.78%	-29.52%	6.94%

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：公司公告，东兴证券研究所

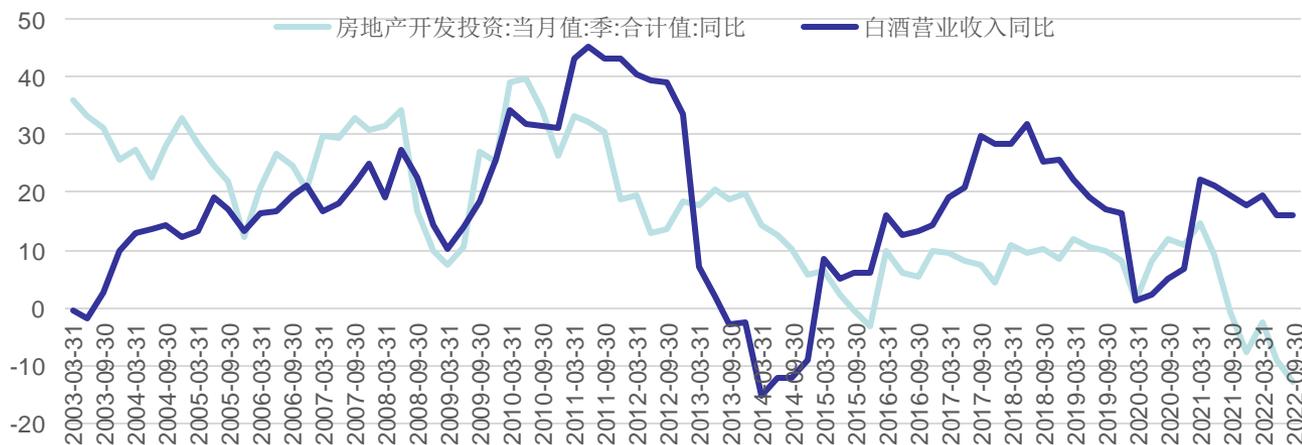
二、白酒：次高端有望提速

我们的观点：

- 明年需求有两个支撑：疫情防控政策更加精准，宏观经济复苏带来的需求支撑。
- 渠道库存的情况：次高端》中低端》高端。一旦经济复苏、消费复苏，我们判断次高端的弹性会更大，明年更看好次高端的恢复。
- 长期来看，白酒消费升级大趋势没有变。2015年以后全国大部分地区宴席用酒价位带从百元价位带提升至200元价位带，发达经济省份价位带提升至400价位带，未来白酒消费仍有进一步升级的空间。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、古井贡酒等。

图：房地产投资与白酒营业收入同比（%）

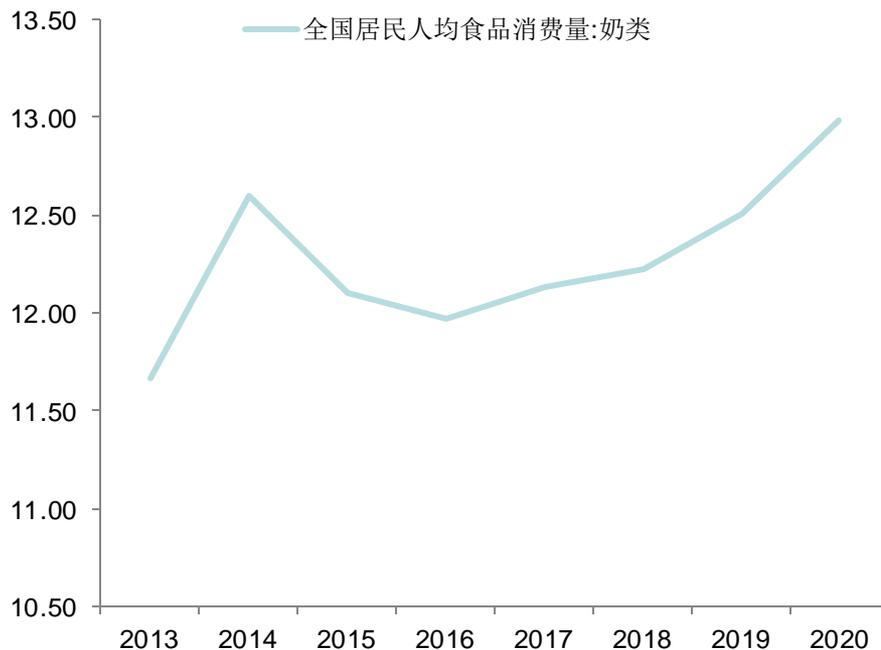


- 全年策略：迎接曙光
- 白酒：次高端有望提速
- **乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏**
- 调味品：或迎来景气周期
- 速冻食品：板块恢复进行时

三、乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏

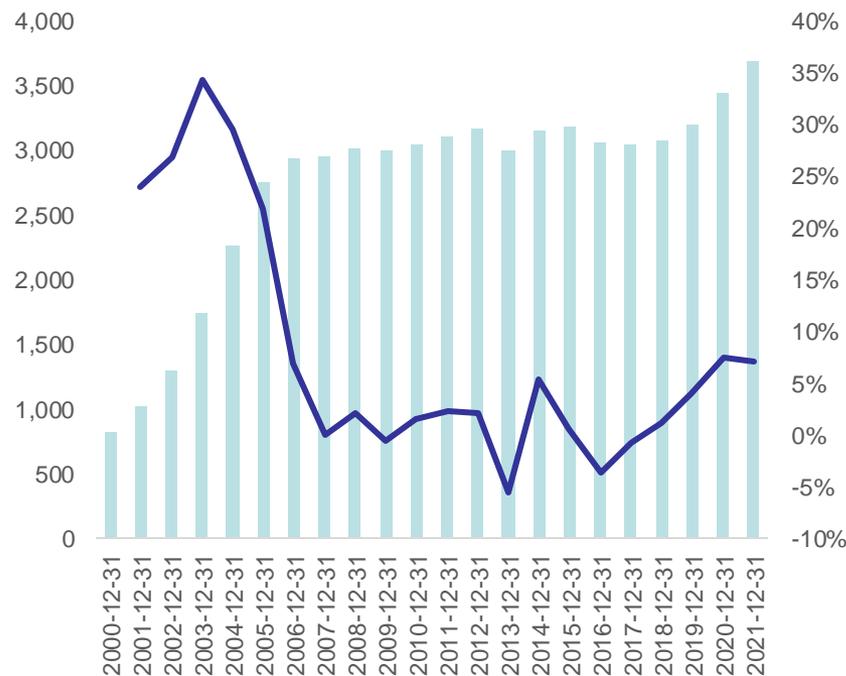
- **需求快速增长。**受疫情影响，消费者对健康更加关注，对蛋白质的摄取更为重视，带动原奶需求稳定增长。

图：全国居民人均奶类消费量



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图：全国牛奶产量（万吨）

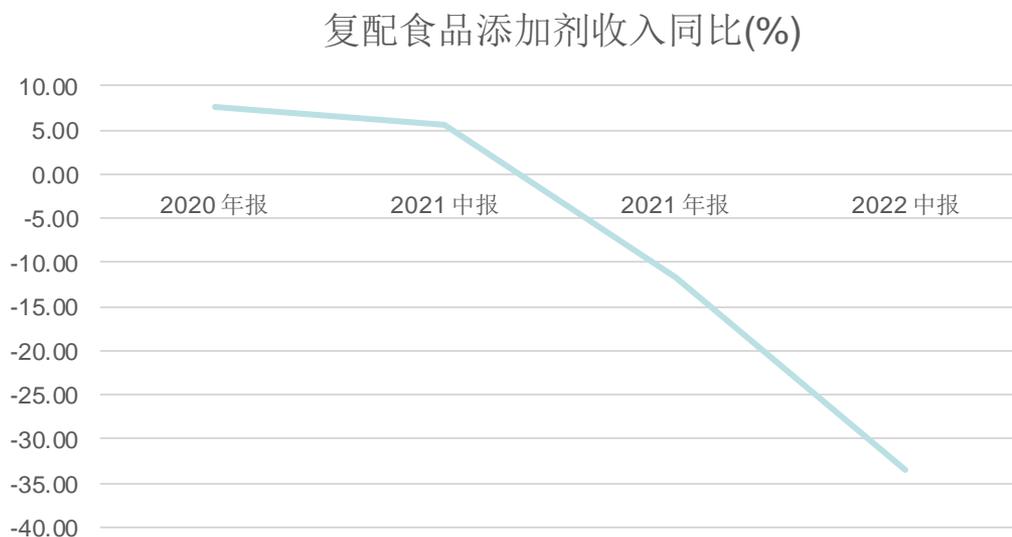


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

三、乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏

➤ 送礼场景缺失，但消费升级趋势延续。

图：科拓食品复配板块收入同比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图：伊利金典销售超过200亿元



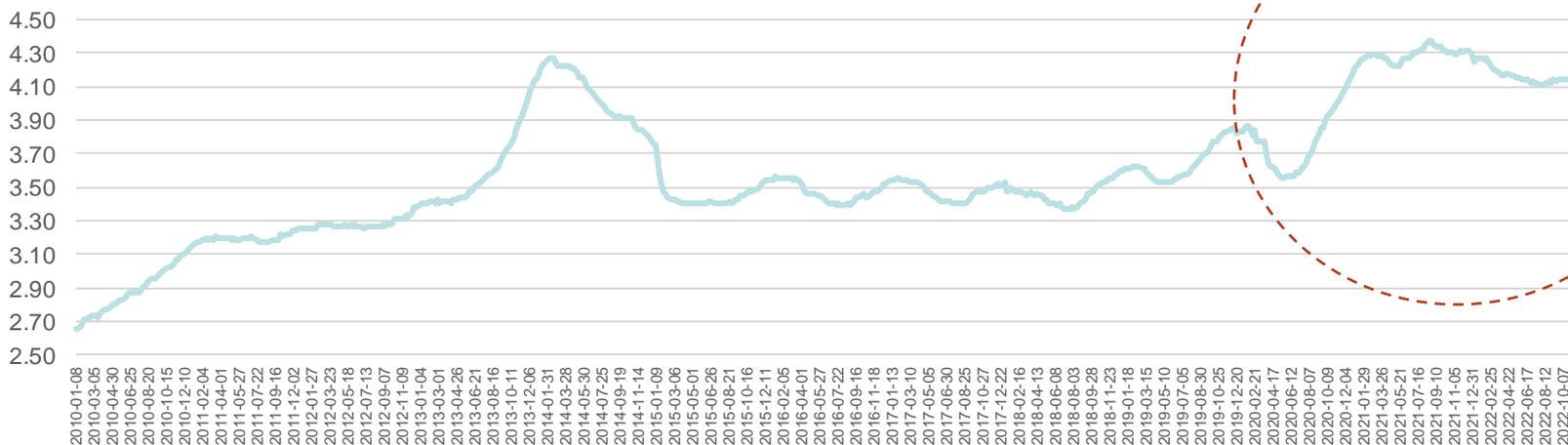
资料来源：新浪网，东兴证券研究所

三、乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏

➤ 供给：原奶周期逐渐显现。

图：原奶价格变化

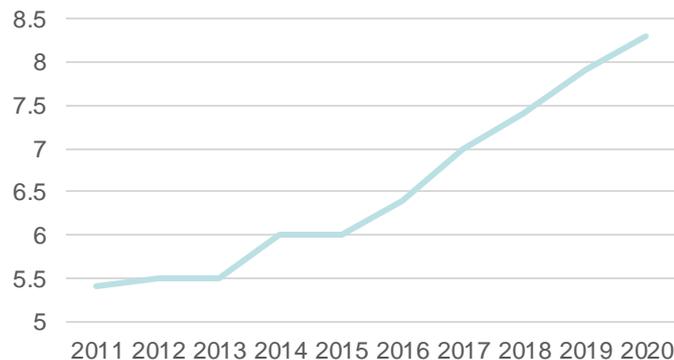
资料来源：同花顺，东兴证券研究所



图：奶牛存栏量 (万头)



图：奶牛单产量 (公斤)



资料来源：农业农村部，农业大学，东兴证券研究所

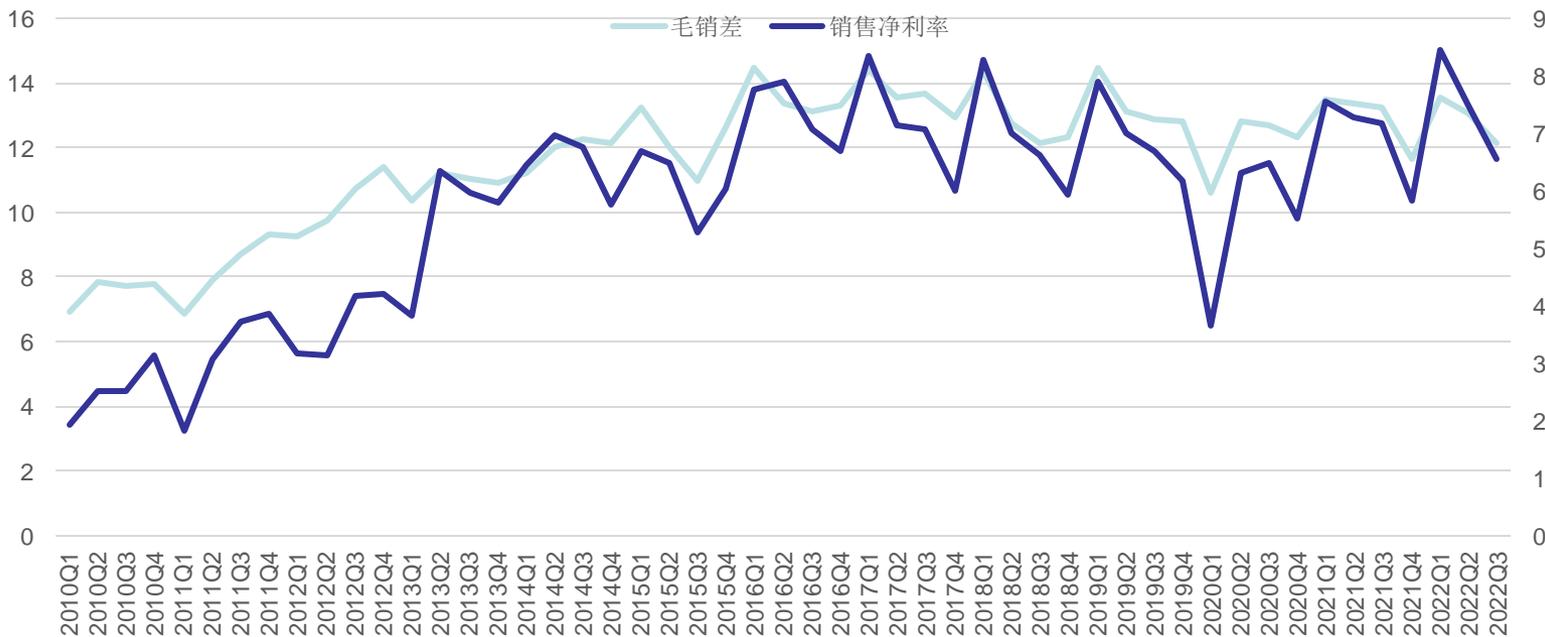
资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

敬请参阅报告结尾处的免责声明

三、乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏

- 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。
- 重点推荐：伊利股份

图：乳企销售毛销差



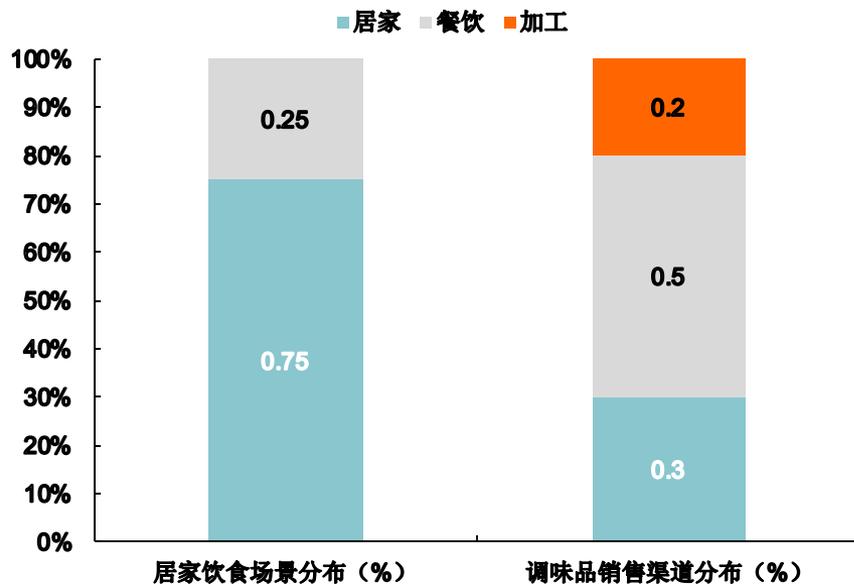
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

- 全年策略：景气不变，曲折上行
- 白酒：次高端有望提速
- 乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏
- **调味品：或迎来景气周期**
- 速冻食品：板块恢复进行时

➤ 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，调味品企业在B端的销售受到影响。
- 2、疫情多点频发，导致生产环节，物流运输受阻。
- 3、上游成本不断上涨，企业经营压力增加。
- 4、终端需求疲弱，企业销售费用和市场投入有增加。

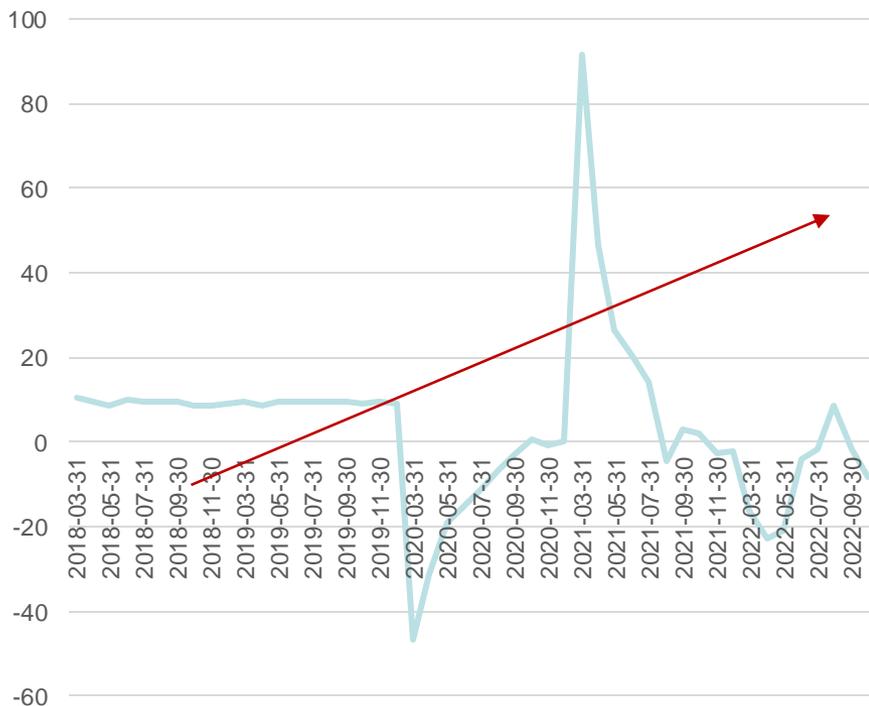
图：调味品渠道分布



资料来源：中国调味品协会，东兴证券研究所

四、调味品：或迎来景气周期

图：社会消费品零售额餐饮行业同比 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

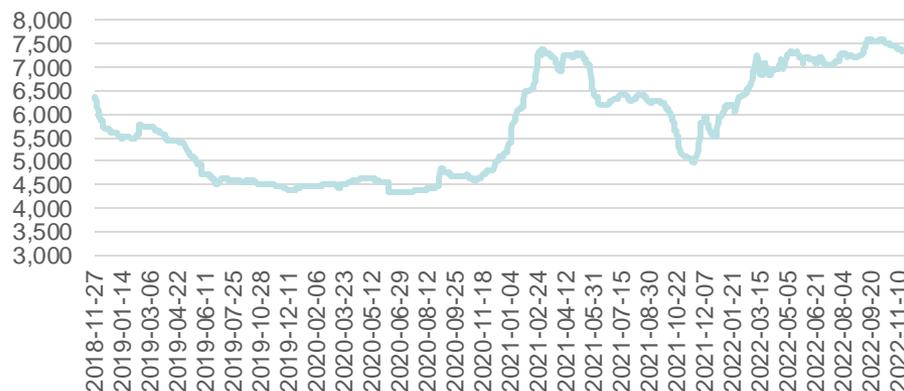
图：豆粕 (元/千克) 和纸浆价格 (元/吨)

22个省市:平均价格:豆粕



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

现货价:纸浆



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

四、调味品：或迎来景气周期

- 由于成本上涨，2021年底调味品企业开启提价潮，经过3个季度调整，目前提价基本完成，如果明年大宗成本有回调，调味品行业业绩有望看到拐点。

图：调味品行业提价信息

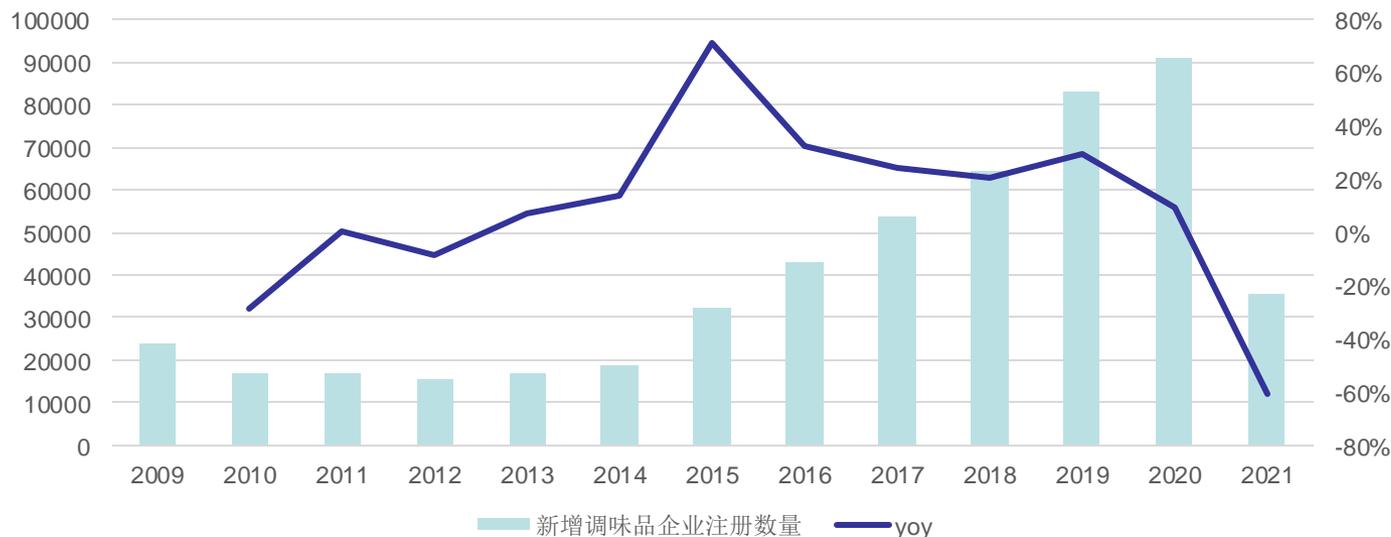
	消费场景	提价时间	累计提价
海天味业	B:C=60%:40%	2021/10/13	对酱油、蚝油、酱料等部分产品出厂价提3%-7%，综合5%
中炬高新	B:C=25%:75%	2021年11月下旬	70%产品提价3-10%
千禾味业	B:C=10%:90%	2021年11月5日	非核心中低端产品5%
恒顺醋业	B:C=15%:85%	2021/11/3	部分产品5-15%
天味食品	B:C=25%:75%	2021年11月5日	部分产品提价
涪陵榨菜	B:C=2%:98%	2021年11月15日	产品提价3-19%

资料来源：公司公告整理，东兴证券研究所

四、调味品：或迎来景气周期

- ▶ **市场竞争格局加速集中。**我国调味品行业新增企业数量持续增加，但是因为疫情增速在2020年之后有明显降低，2021年调味品企业新增增速创出近年来新低，同比减少 60.7%。需求端的持续不稳定叠加成本上行，中小型企业生存空间被进一步挤压，或带来行业格局走向加速集中。

图：国内新增调味品企业数量



我们的观点：

- 展望明年，判断防疫政策会有所调整，餐饮将得到恢复，调味品行业也会随之复苏。
- 成本端，明年大宗商品价格有望回落，调味品企业成本压力减轻，业绩有望看到拐点。
- 行业发展两大趋势：**竞争格局提升+消费升级趋势将持续。**
- 重点推荐：**海天味业**

- 全年策略：景气不变，曲折上行
- 白酒：次高端有望提速
- 乳制品：原奶周期确立，看好需求复苏
- 调味品：或迎来景气周期
- **速冻食品：板块恢复进行时**

五、速冻食品：板块恢复进行时

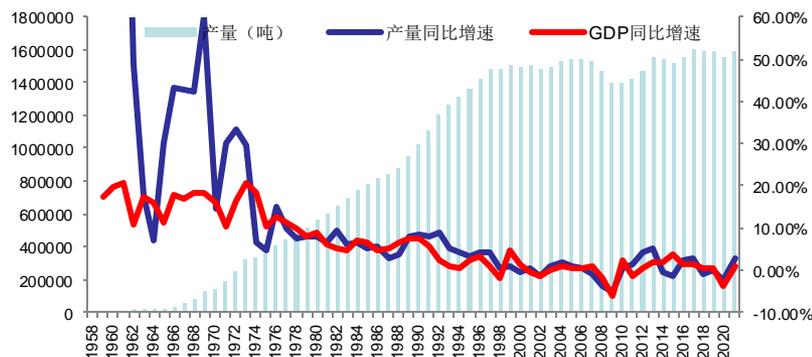
□ 我国速冻行业正在高速发展阶段：

图：我国速冻行业市场规模变化



资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

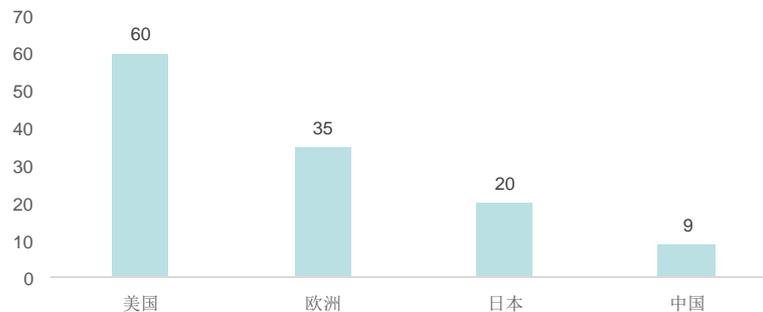
图：日本速冻食品产量及增速



资料来源：日本速冻食品协会，东兴证券研究所

敬请参阅报告结尾处的免责声明

图：2019年主要国家人均速冻食品消费量（单位：千克）



资料来源：中国食品监督局，东兴证券研究所

五、速冻食品：板块恢复进行时

- 据Frost & Sullivan数据，我国速冻食品行业16-21年市场规模CAGR为10.71%，21年行业规模达1755亿元，判断未来五年我国速冻行业将保持10%以上的增长速度。

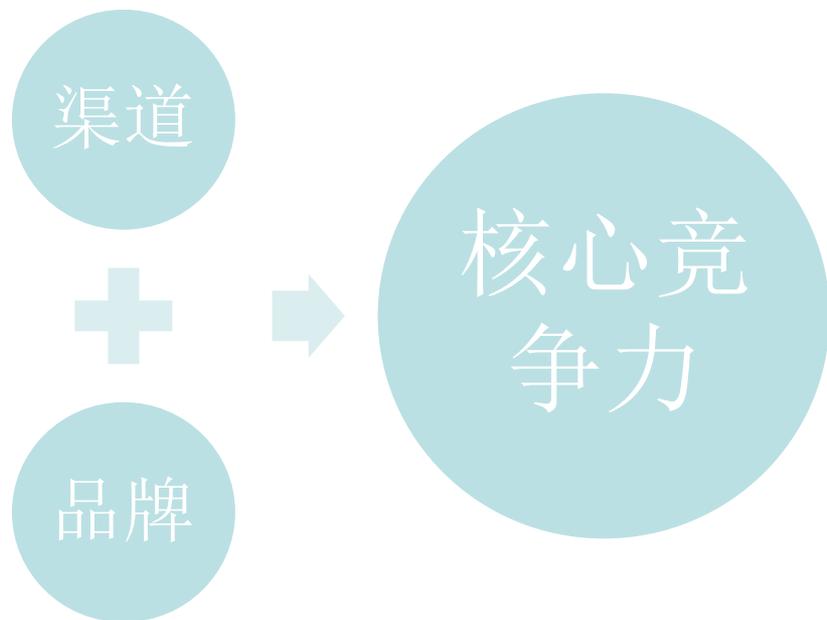
图：我国速冻行业市场增长潜力



资料来源：东兴证券研究所

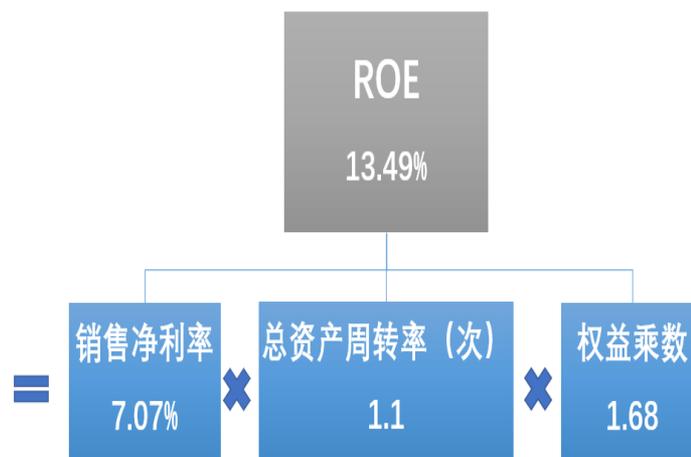
□ 量价齐增驱动增长，渠道和品牌决定企业的竞争力

图：我国速冻行业核心竞争力



资料来源：东兴证券研究所

图：速冻行业杜邦分析



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

对于速冻食品龙头企业而言，扩展渠道进一步做产品市场渗透，并进一步整合优化供应链，强化品牌影响，将成为在行业内保持相对竞争力的核心要素。看好速冻行业龙头企业：安井食品。

- 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。
- 5、食品安全等。

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。

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责任。

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。

谢谢大家 欢迎交流