

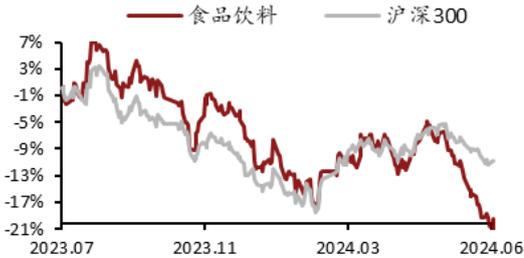
## 发展进入新阶段，不宜抱守旧逻辑

### ——食品饮料行业 2024 年下半年投资策略

#### 证券研究报告-半年度策略

发布日期：2024 年 7 月 8 日

#### 食品饮料相对沪深 300 指数表现



#### 相关报告

《食品饮料行业月报：行业投资提振，多数商品价格企稳》 2024-06-04

《食品饮料行业分析报告：降本增效，股东盈利增厚，周转普遍提升》 2024-05-30

《食品饮料行业专题研究：预制菜产业之河南发展现状》 2024-05-28

联系人：马焱琦

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：

- 以 2021 年 8 月为界碑，食品饮料板块开启下跌行情，被动结束了被市场高估值和高聚焦的阶段，以及开启了市场蓝筹从估值上升转而进入泡沫去化、估值回落、受关注度降低的新阶段。2024 年 1 月 1 日至 6 月 28 日期间，上证 50 和红利指数分别上涨 0.53% 和 2.44%，而消费板块仍然延续了下跌的趋势，反映了传统工业和央国企价值重估以及倡导企业分红的政策背景，也反映出市场避险情绪渐浓。
- 疫情之后，全球几大阵营的对抗加剧，“去全球化”思潮泛滥，发达国家增强了对核心技术的保护力度。科技是第一生产力，也是社会经济增长的源头动力。中国企业在科技领域实现突破，并引领经济进入全新发展阶段，是较为清晰的发展路径。在这样的背景下，市场资金流向科技板块蔚然成势。在存量资金的博弈下，流入科技板块的资金增加，意味着食品饮料作为传统的热门蓝筹，很难像过往时期那样获得资金加持。市场主题从以白酒为代表的食品饮料向科技创新更张易弦，资本市场必将与时代同步，并配合新阶段的要求，与实体经济共同完成升级换挡的历史任务。
- 历史上，食品饮料板块的表现与社会消费增速、基建和房地产投资增速等宏观指标有一定关联，因而从宏观维度也可以解释食品饮料板块的表现。消费增长降速的大环境下，食品饮料消费作为消费的重要部分，其增长走弱是难以逆转的趋势。在经济从“高速发展”向“高质量发展”的换挡阶段，伴随房地产从核心地位退居于辅助地位，未来的白酒增量有待新的需求来承接。
- 投资策略：我们认为，食品饮料板块的未来表现是结构性的，大级别行情难以再现。下半年，行业指数即使反弹，幅度也将有限。对于板块应看淡、看平，摒弃“抄底”思维，并以寻找阶段的、点状的机会为主。尽管食品饮料板块呈现系统性上涨行情的机会并不大，但是行业自身的发展以及上市公司的基本面均偏乐观，表现为：行业不断裂变出新的细分市场和从业领域；在增长降速的同时上市公司的盈利却大幅优化、对成本的控制能力更强；以及，在消费环境的逆风阶段部分消费品类的周转率不降反升。对于 2024 年下半年，我们建议从以下几个方面入手选股：一，盈利稳定、股利较高的上市公司提供了“类债”的投资机会，可作为重点配置。二，保健品、调味酒、软饮料、烘焙、零食等细分市场仍保持了较高增长。三，把握传统蓝筹股中存在的超跌机会。2024 年下半年行业投资组合如下：零食板块推荐劲仔食品；预制菜推荐千味央厨；烘焙推荐立高食品；酵母板块推荐安琪酵母；保健品推荐仙乐健康。

**风险提示：**市场风险：股价超跌或 PEG 值位于良好区间并不意味着股价将要触底反弹，板块行情启动仍需要多种因素的共同作用；行业风险：细分领域的较高增长由过往数据提供，并不意味着未来一定会延续。

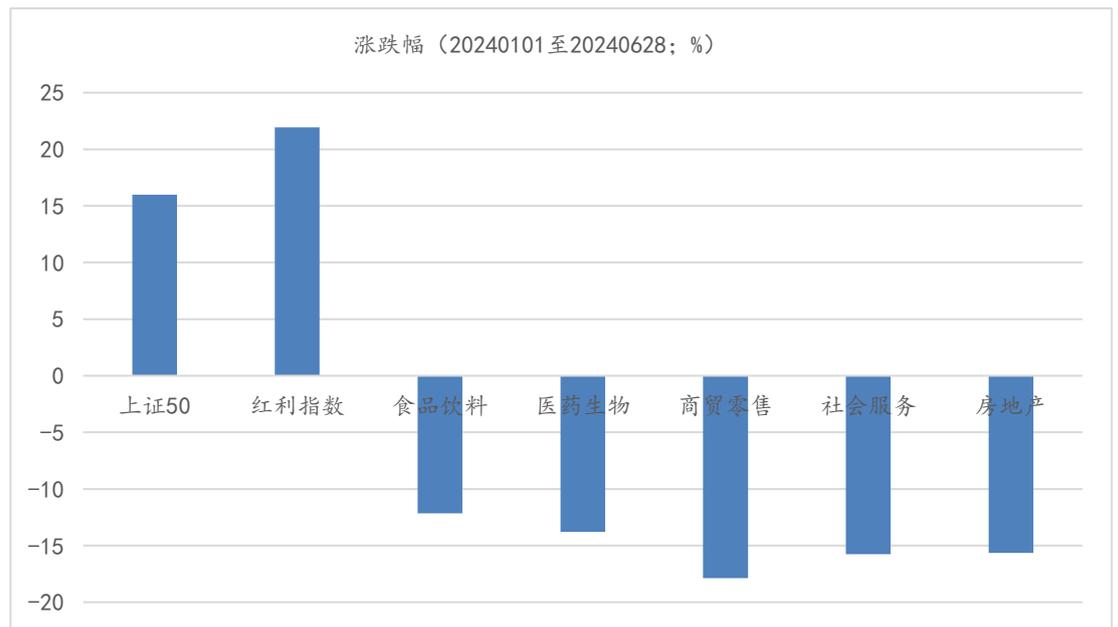
## 1. 发展进入新阶段，更张易弦，不宜抱守旧逻辑

### 1.1. 市场表现

以 2021 年 8 月为界碑，食品饮料板块开启下跌行情，被动结束了被市场高估值和高聚焦的阶段，以及开启了市场蓝筹从估值上升转而进入泡沫去化、估值回落、受关注度降低的新阶段。根据 IFIND，食品饮料板块在 2022 年、2023 年、2024 年 1 月 1 日至 6 月 28 日期间，分别下跌 11.81%、9.47%和 12.14%，累计下跌 33.42%。食品饮料在二级市场中地位的变化反映了中国社会从大规模生产到产业全面升级，从全民消费到聚焦科技创新，开启以科技创新为首的新的发展阶段。

2024 年 1 月 1 日至 6 月 28 日期间，上证 50 和红利指数分别上涨 0.53%和 2.44%，而消费板块仍然延续了下跌的趋势，意味着代表传统工业的央国企价值重估历程开启，以及反映了倡导企业分红的政策背景，同时也折射出市场避险情绪逐渐趋浓。根据 IFIND，2024 年 1 月 1 日至 2024 年 6 月 28 日期间，上证 50、红利指数、食品饮料、医药生物、商贸零售、社会服务和房地产分别上涨 16%、21.94%、-12.14%、-13.77%、-17.86%、-15.75%和-15.65%。

图 1：2024 年上半年部分板块的市场表现



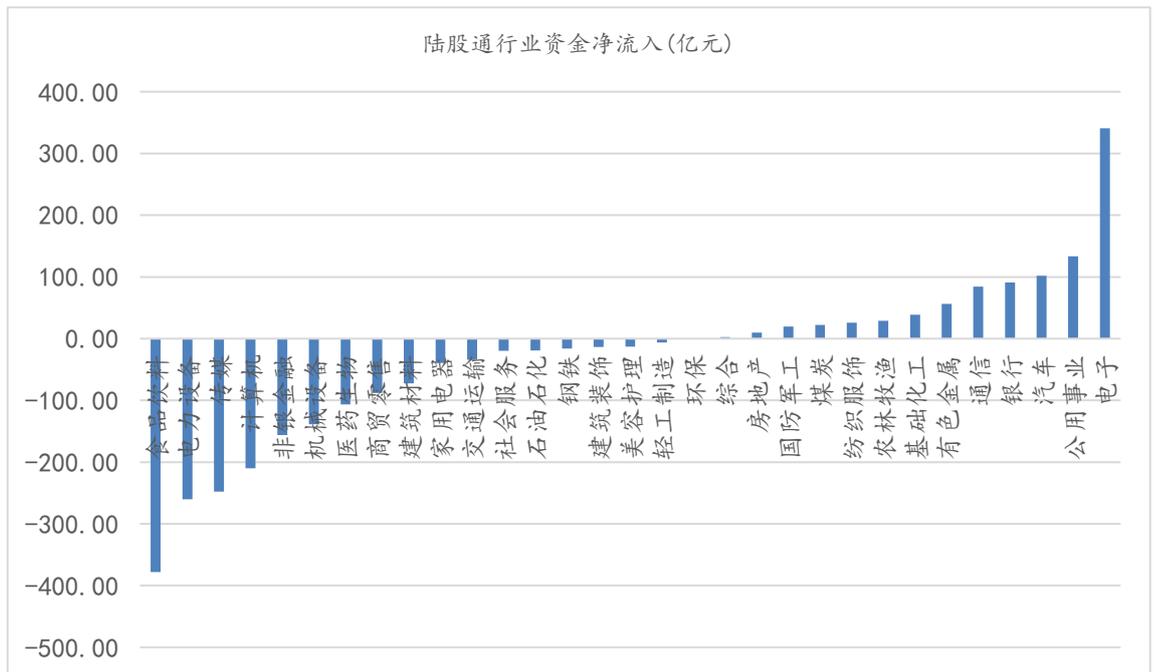
资料来源：中原证券研究所 IFIND

## 1.2. 资金流动

从资金的走向来看，资金对于食品饮料形成“逆风”，资金离去加快了板块下跌。

北向资金的走向一定程度上解释了食品饮料板块近年来的连续下跌行情。2023年6月28日至2024年6月28日期间，北向资金净流出食品饮料板块达378亿元，在申万一级行业中净流出排名第一；其它消费板块中，传媒、医药、商贸、家电和社服等行业均遭遇不同幅度的资金净流出。同期，北向资金对于电子、公用事业、汽车、银行、通信等行业的净流入量相对较大。北向资金的走向一定程度上解释了食品饮料板块近年来的连续下跌行情。

图2：北向资金向一级行业的资金流入



资料来源：中原证券研究所 IFIND

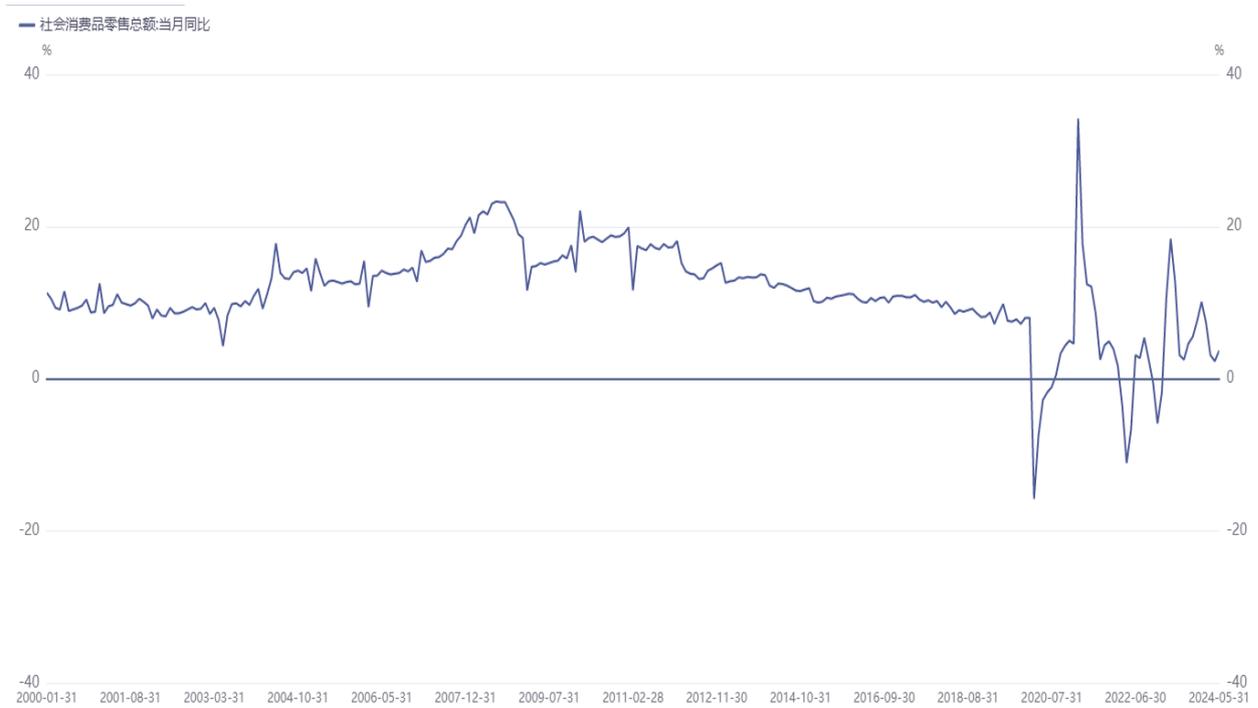
## 1.3. 宏观维度

历史上，食品饮料板块的表现与社会消费增速、基建和房地产投资增速等宏观指标有一定关联，因而从宏观维度也可以解释食品饮料板块的表现。消费增长降速的大环境下，食品饮料消费作为消费的重要部分，其增长走弱是难以逆转的趋势。在经济从“高速发展”向“高质量发展”的换挡阶段，伴随房地产从核心地位退居于辅助地位，未来的白酒增量有待新的需求来承接。

根据 IFIND，2000年至2024年5月，社会消费品零售总额增速从2000年至2017年期间的13.2%（月度均值，下同），降至2018年至2024年5月期间的5.1%，期间2018年是增长从双位数到单位数的分水岭。可见，随着发展的推进，消费增量渐次收窄。根据 WIND，中国食品制造业的营收增长从2017年的8.79%，降至2024年1至5月的2.05%；饮料、酒类和茶制造业的营收增长从2017年的9.28%，降至2024年1至5月的5.44%。消费增长降速的大环境下，食品饮料消费作为消费的重要部分，其增长走弱是难以逆转的趋势。

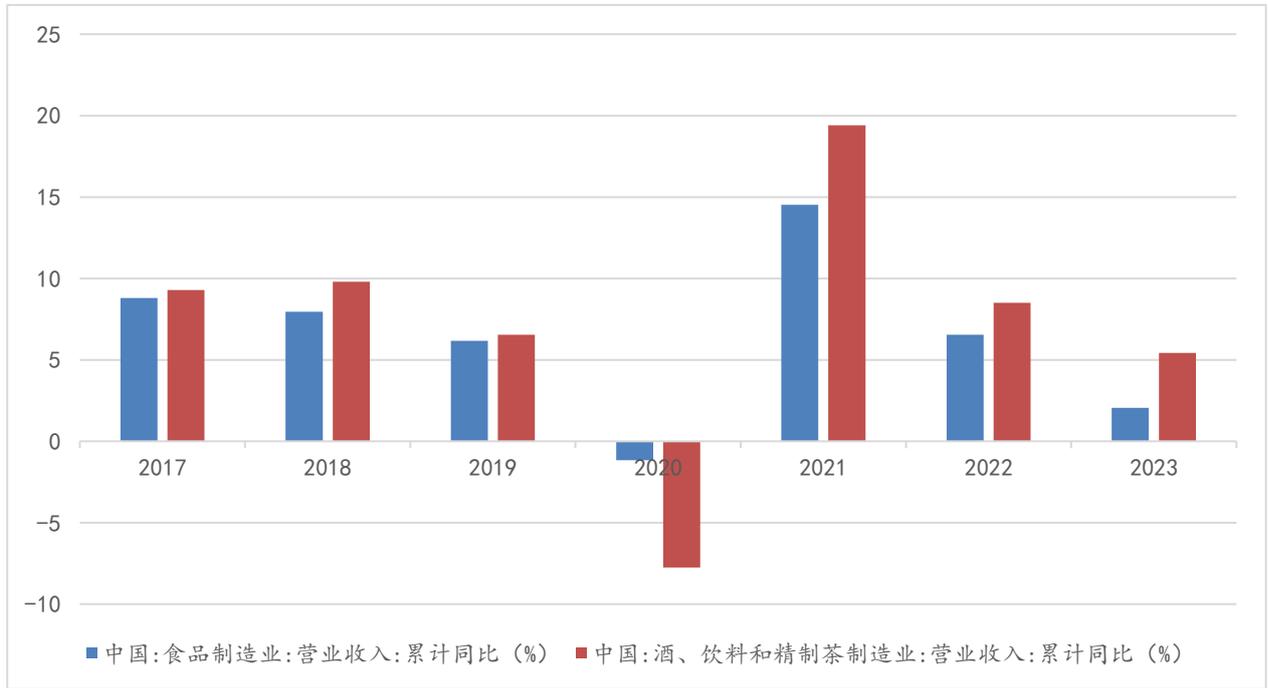
根据 IFIND 和 WIND，房地产开发投资增长从 2010 年 35.93% 的高增长降至 2023 年的 -7.95%。白酒企业营收增长与房地产投资增长呈现一定的同步特征，白酒营收增长从 2010 年的 31.23% 降至 2023 年的 15.97%，增长中枢同步下沉。在经济从“高速发展”向“高质量发展”的换挡阶段，伴随房地产从核心地位退居于辅助地位，未来的白酒增量需要有新的需求承接。

图 3：社会消费品零售总额增长（%）



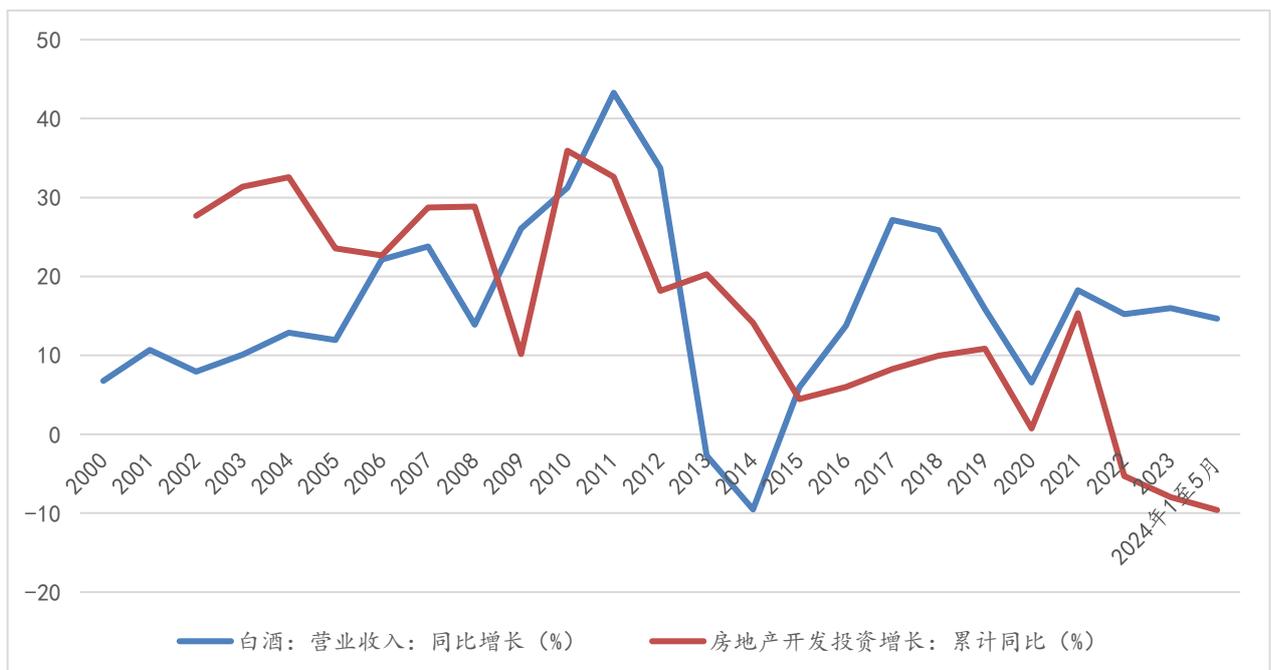
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 4：食品制造业以及饮料、酒和茶制造业营业收入增速（%）



资料来源：中原证券研究所 WIND

图 5：房地产投资增速与白酒收入增速



资料来源：中原证券研究所 IFIND

## 1.4. 结论

食品饮料板块已经连续三年下跌，目前仍处于熊市阶段。2024 年以来，食品饮料板块行情进一步下挫。从资金流向来看，食品饮料所获资金持续减少。从社会消费零售额增长来看，2018 年以来社会消费增长的中枢大幅下沉，食品饮料板块的收入增长也同步收敛。房地产投资与白酒消费出现一定的同步特征，地产市场从大规模扩张到当前去库存、调结构，其中逻辑变更对于白酒行业产生了深远的影响。

疫情之后，全球几大阵营的对抗加剧，“去全球化”思潮泛滥，发达国家增强了对核心技术的保护力度。科技是第一生产力，也是社会经济增长的源头动力。中国企业在科技领域实现突破，并引领经济进入全新发展阶段，是较为清晰的发展路径。在这样的背景下，市场资金流向科技板块蔚然成势，而且也将会成为未来的趋势。在存量资金的博弈下，流入科技板块的资金增加，意味着食品饮料作为传统的热门蓝筹，很难像过往时期那样获得资金加持。市场主题从以白酒为代表的食品饮料向科技创新更张易弦，资本市场必将与时代潮流同步，并配合新阶段的要求，与实体经济共同完成升级换挡的历史任务。

基于此，我们认为，食品饮料板块的未来表现是结构性的，大级别行情难以再现。下半年，行业指数即使反弹，幅度也将有限。对于板块应看淡、看平，摒弃“抄底”思维，并以寻找阶段的、点状的机会为主。此外，行业底层逻辑改变后，市场对于“底部”的评估也会随之改变。

## 2. 投资策略：摒弃“抄底”思维，寻找震荡下行中的结构性机会

尽管食品饮料板块出现系统性上涨行情的机会并不大，但是行业自身的发展以及上市公司的基本面均偏乐观，表现为：行业不断裂变出新的细分市场和从业领域；尽管增长放缓，上市公司的盈利却大幅优化、对成本的控制能力更强；以及，在消费环境的逆风阶段，部分消费品类周转率不降反升。

如同我们在报告《食品饮料行业 2023 年年报汇总及分析》中得出的结论：

2018 年以来，尽管市场竞争普遍加剧、企业毛利率持续大幅下滑，但是上市公司的股东盈利却不断大幅上升：上市公司 2023 年的净利润率升至 20.51%，盈利水平创下新高。我们认为，在存量市场加剧博弈的阶段，收缩费用支出、增厚股东回报的经营策略已经显示出了良好的效果。

行业在发展中不断裂变出新品类、新市场、新模式，呈现出良好的增长性，代表了未来的投资方向。如 2023 年，保健品、软饮料、烘焙等活跃的新兴市场仍录得显著增长。此外，在传统品类周转放慢、动销滞缓的同时，保健品、啤酒、调味酒、软饮料、零食、烘焙和熟食等民生品类的市场周转快速修复，2023 年的周转效率提升明显，显示出基础消费市场的蓬勃活力。

对于 2024 年下半年，我们建议从以下几个方面入手选股：

一，盈利稳定、股利较高的上市公司提供了“类债”的投资机会，可作为重点配置。

二，保健品、调味酒、软饮料、烘焙、零食等细分市场仍保持了较高增长。

三，把握传统蓝筹股中存在的超跌机会。

### 2.1. 高股利标的

随着中国经济增长速度放缓，资金回报率也不断下降：根据同花顺 IFIND，十年期国债收益率从2004年的4.73%到2014年的3.62%（12月31日收益率）再到2024年的2.21%（6月28日收益率），中国的无风险收益率趋势性下行。

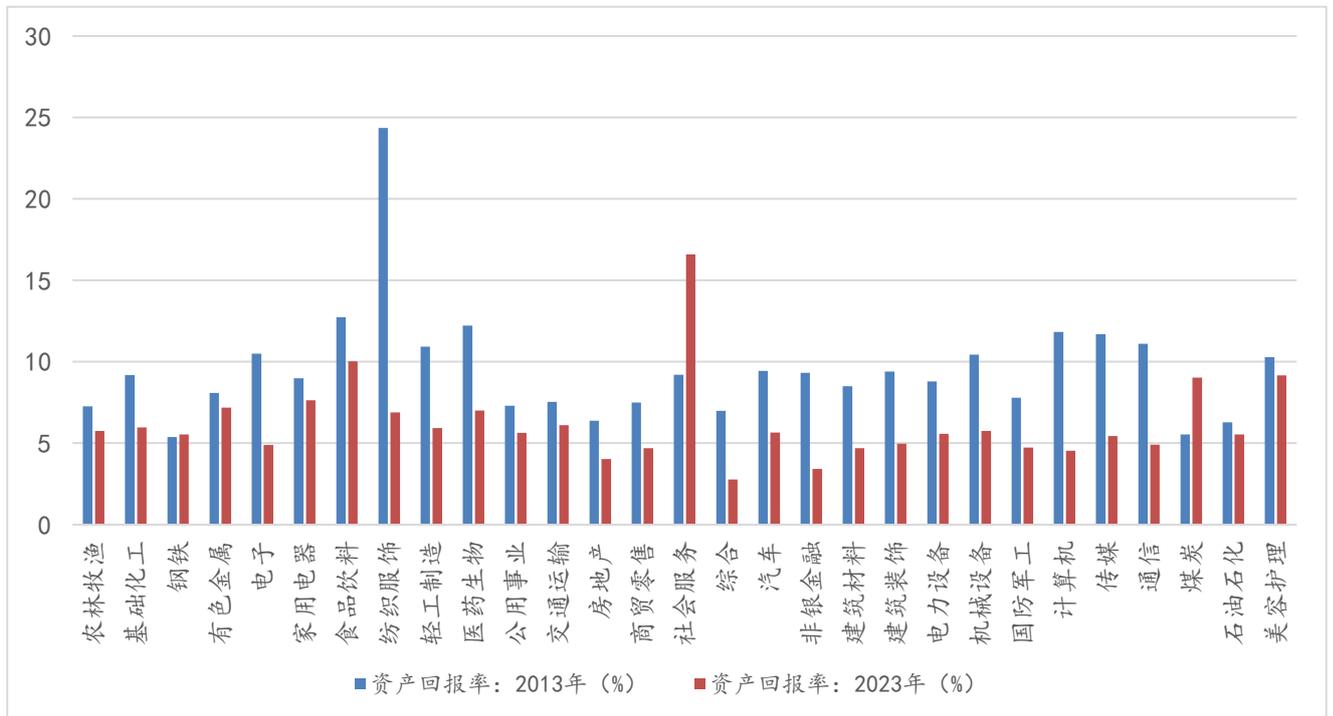
按照经济学原理，伴随无风险收益率下行，多数风险资产的收益率也会相应下行。中国经济从上个十年“三驾马车”拉动的粗犷增长迈进这个十年以科技创新为动力的高质量增长，参照发达国家的经济发展路径，随着国内经济高增长回落，无风险收益率及各项资产收益率有望长期下行。根据 IFIND，以2013、2023年为时间截面，在申万一级行业中，多数行业2023年的资产回报率低于2013年，也能印证上述结论。

图6：十年期国债收益率走势



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 7：申万一级行业资产回报率 2013、2023 年比较 (%)



资料来源：中原证券研究所 IFIND

资产回报率长期下降、市场价格波动加剧的大背景下，能够提供稳定回报的“类债”资产应受到更大比例的配置。食品饮料板块的熊市行情延续至今，相对大幅震荡的股价，上市公司的高股利提供了相对稳定的长期回报率。我们参考上市公司 2023 年的每股股利，发现板块中每股股利在 0.5 元以上的公司数量达到 39 个，多为传统蓝筹及成长蓝筹公司。如，贵州茅台 2023 年的每股股利高达 30.88 元，五粮液、泸州老窖、山西汾酒和洋河股份的每股股利也分别达到 4.67、5.4、4.37 和 4.66 元；再如，青岛啤酒和重庆啤酒 2023 年的每股股利达到 2 元、2.8 元；东鹏饮料、安井食品、盐津铺子等分属软饮料、预制菜和零食市场的头部公司，其 2023 年的每股股利也达到了 2.5、1.78 和 1.5 元。

传统的食品饮料上市公司多为“现金奶牛”型企业，所面临的市场中再投资机会较为匮乏，但是由于经营规模大、盈利模式稳固，往往有着强大的现金流。这类公司的分红稳定且高，尽管蓝筹股近三年的估值遭到重塑，但是它们股利供应能力却是科技类公司难以达到的，因而通过股利也能够为长期投资者提供良好的回报。



图 11：烘焙收入规模及其增速



资料来源：中原证券研究所 IFIND

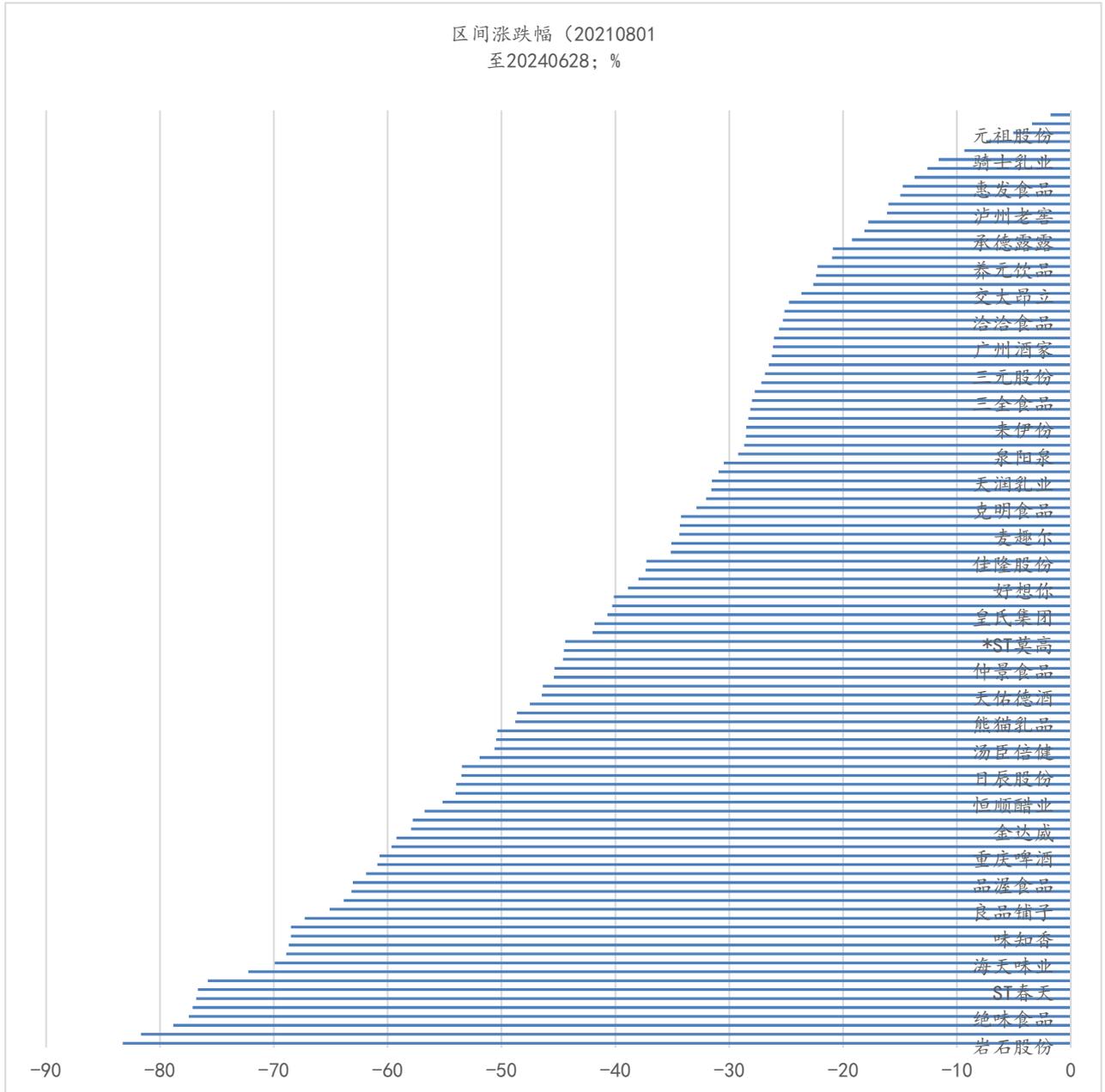
### 2.3. 超跌标的

2021年8月可被视为板块行情的拐点，之后板块从局部下跌蔓延到系统下跌，大多数股票的跌幅已经超过了以往任何一次下跌，大量蓝筹被重新定义和估值。我们考察了上市公司最新的PEG值：PEG值位于0至1区间的有46个，多为过往被资金重仓的传统蓝筹和成长蓝筹。

比如，根据同花顺IFIND，百润股份期间下跌了75.79%，立高食品下跌76.83%，海天味业下跌69.93%，良品铺子下跌65.09%，仙乐健康下跌60.9%，重庆啤酒下跌60.71%，安井食品下跌54%，日辰股份下跌53.54%，等等。

当新一轮消费行情兴起，食品饮料超跌股将会呈现较好的反弹表现。但是，消费行情再次兴起，取决于良好的社会消费数据以及良好的宏观环境等核心因素，以及需要市场资金的回归支持，因而行情启动无法一蹴而就。

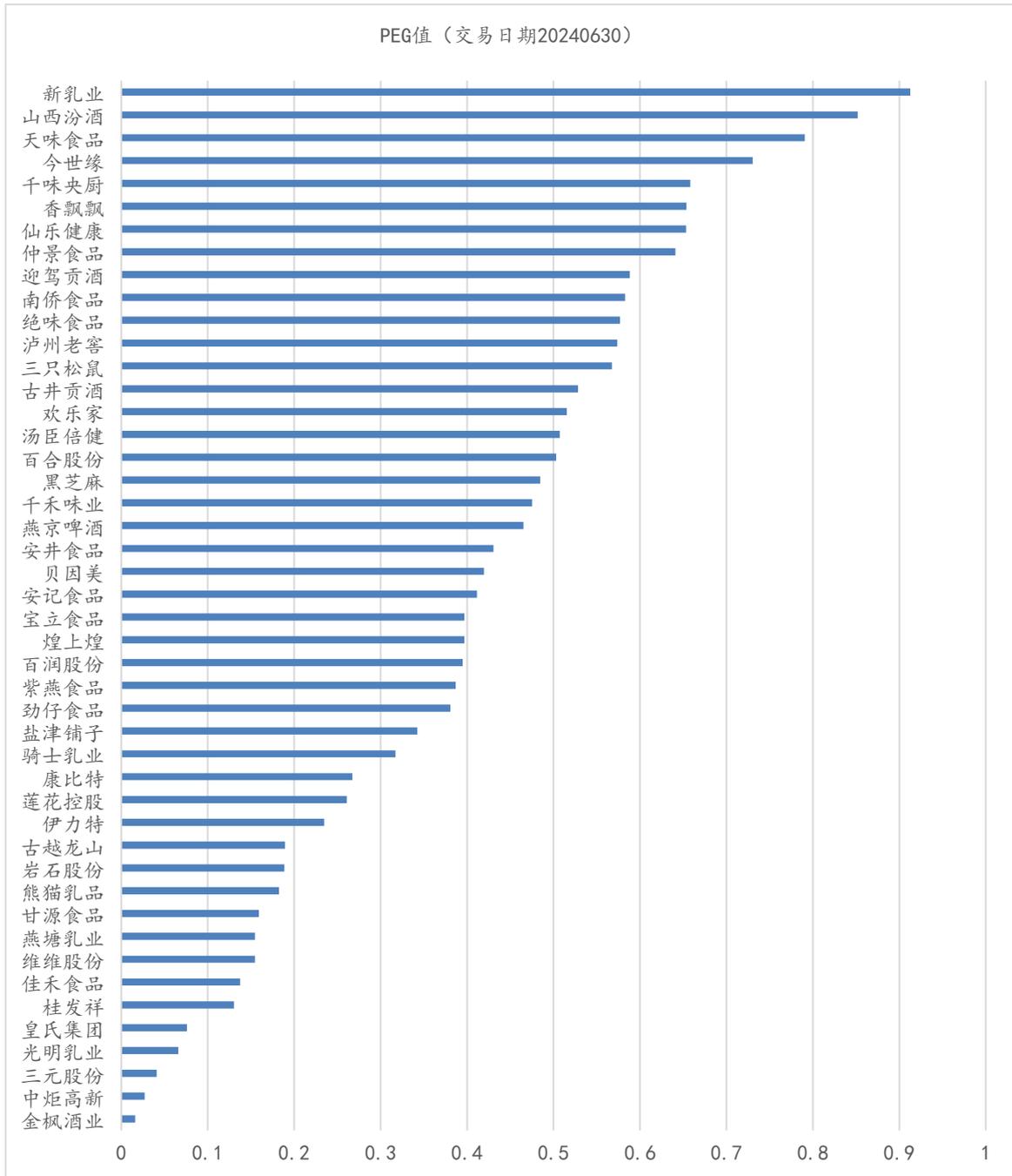
图 12：2021 年 8 月以来的下跌个股



资料来源：中原证券研究所 IFIND

根据 6 月 28 日收盘价以及 2023 年年报业绩，并剔除大量负值，食品饮料板块中 PEG 值为正值的有 75 家公司，PEG 值位于 0 至 1 区间的有 46 个，如山西汾酒、汤臣倍健、安井食品、劲仔食品等（如图 13 所示）。

图 13: PEG 值位于 0 至 1 区间的上市公司



资料来源: 中原证券研究所 IFIND

## 2.4. 投资组合

遵循上述逻辑，2024年下半年行业投资组合如下：零食板块推荐劲仔食品；预制菜推荐千味央厨；烘焙推荐立高食品；酵母板块推荐安琪酵母；保健品推荐仙乐健康。

图表 14：食品饮料行业重点投资标的（2024年下半年投资组合）

公司	总股本 (亿股)	流通股本 (亿股)	股价 (元/股)	ROE (2022)	EPS		PE		投资评级
					2024E	2025E	2024E	2025E	
劲仔食品	4.51	3.04	12.05	16.40	0.65	0.85	18.44	14.21	增持
立高食品	1.69	1.06	28.09	5.31	1.69	2.14	16.63	13.12	增持
千味央厨	0.99	0.46	28.27	10.80	1.68	2.06	16.80	13.70	增持
安琪酵母	8.69	8.66	27.93	11.43	1.58	1.83	17.68	15.30	增持
仙乐健康	2.36	1.94	25.20	11.03	2.19	2.69	11.52	9.37	增持

资料来源：中原证券研究所 IFIND

2024.6.28 日收盘价

## 2.5. 风险提示

市场风险：股价超跌或 PEG 值位于良好区间并不意味着股价将要触底反弹，板块行情启动仍需要多种因素的共同作用；行业经营风险：细分领域的较高增长由过往数据提供，并不意味着未来一定会延续。

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 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、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。