

# 食品饮料行业：长风破浪会有时

## ——2024 年中期策略报告

2024 年 8 月 1 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：021-25102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

### 投资摘要：

纵观 2024 年上半年，食品饮料板块主导板块资产定价的要素依然是来自需求侧的变化和预期。由于需求端恢复偏慢，2024 年食品饮料整体资产价格上半年整体走弱，特别是白酒企业，在渠道一批价向下的趋势中，导致市场对于未来需求端的悲观，资产价格表现体现市场这一悲观预期。

经过股价持续调整，食品饮料板块估值跌至历史底部区间。从估值角度看，行业 PE(TTM)已从 2020 年年底高点约 53x 调整至当前 21x 的低位。与申万其他一级行业对比，PE(TTM)排名 18/31，已经具备估值性价比。

展望 2024 年下半年，食品饮料资产定价在基本面端的主导仍是需求端变化，即经济复苏的强弱决定了食品饮料企业盈利的强弱。对于 2024 年下半年，我们认为引导食品饮料板块资产定价的因素有两个：1 是经济总量上的变化，即经济进一步复苏所带来的需求端的改善，下半年整体物价水平的回正将是重要的观察指标。2 是从利率水平来看，美债收益率水平的变化，或直接带来食品饮料板块资产定价的回暖。

白酒价格有望随着整体商品价格的回升而回升。我们看到茅台价格一方面与国内资产价格走势一致，另一方面与国内内需商品价格波动趋势预期一致。从长期来看，当前国内 GDP 平减在收缩，国内商品和资产的价格都是收缩预期，未来资产价格变化预期影响着茅台长期价格预期。短期来看，国内商品价格的触底，或带来茅台批价的触底。随着 PPI 指数在下半年的回正，有望对茅台价格形成支撑，对白酒板块的资产定价也有望形成支持。

我们认为新产品、新渠道和市场红利的趋势仍将持续，譬如平价零食、预制菜等行业仍保持增长。竞争格局的优化也将进一步改善盈利，譬如白酒、休闲行业的龙头将会进一步提升市场占有率。综合年度的判断，我们重点推荐贵州茅台、三只松鼠等标的，五粮液同样值得关注。

### 风险提示：

经济复苏不及预期，茅台批价继续下降；行业竞争加剧；食品安全问题。

## 目 录

1. 我们的观点.....	3
2. 食品饮料行业：消费预期悲观拖累整体走势.....	3
2.1 行业估值回落至低位.....	3
2.2 内需不足影响下的消费.....	5
3. 静待需求恢复.....	6
4. 结论.....	8
5. 风险提示：.....	8
相关报告汇总.....	9

## 插图目录

图 1： 申万一级行业 2024 年半年涨跌幅： %.....	3
图 2： 食品饮料二级行业 2024 年半年涨跌幅： %.....	3
图 3： 申万一级行业 PE(TTM) (2024 年 6 月 28 日) .....	4
图 4： 食品饮料板块 5 年 PE(TTM)变化.....	4
图 5： 2024 年食品饮料 PE 走势.....	4
图 6： 申万食品饮料指数历史 PEBand.....	4
图 7： 社会融资规模存量同比： %.....	5
图 8： 金融机构中长期贷款余额同比： %.....	5
图 9： 房地产累计开发投资 (%) .....	5
图 10： 商务宴请白酒价格带下移.....	6
图 11： 食品饮料企业季度销售费用率同比 (%) .....	6
图 12： 食品饮料 ROE 与社会零售品消费总额同比增长： %.....	7
图 13： 食品饮料净利润同比增长与社零同比增长： %.....	7
图 14： 食品饮料净利润同比增速与制造业 PMI： %.....	7
图 15： 食品饮料净利润同比增速与房地产投资同比增速： % .....	7
图 16： CPI 同环比.....	7
图 17： PPI 及 CPI .....	7

## 1. 我们的观点

纵观 2024 年上半年，食品饮料板块主导板块资产定价的要素依然是来自需求侧的变化和预期。由于需求端恢复偏慢，2024 年食品饮料整体资产价格上半年整体走弱，特别是白酒企业，在渠道一批价向下的趋势中，导致市场对于未来需求端的悲观，资产价格表现体现市场这一悲观预期。

所以在上半年食品饮料板块资产定价中，主要反应市场两个预期，一是对未来宏观经济的担心，即对食品饮料企业未来现金流的担心，一是在消费降级市场下，市场对食品饮料行业龙头企业市场集中度能否提升的质疑。

展望 2024 年下半年，食品饮料资产定价在基本面端的主导仍是需求端变化，即经济复苏的强弱决定了食品饮料企业盈利的强弱。对于 2024 年下半年，我们认为引导食品饮料板块资产定价的因素有两个：1 是经济总量上的变化，即经济进一步复苏所带来的需求端的改善，下半年整体物价水平的回正将是重要的观察指标。2 是从利率水平来看，美债收益率水平的变化，或直接带来食品饮料板块资产定价的回暖。

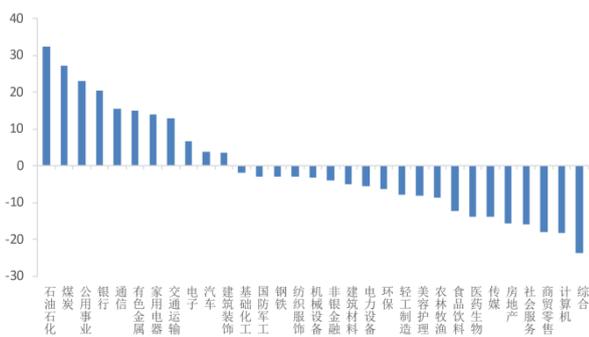
我们认为新产品、新渠道和市场红利的趋势仍将持续，譬如平价零食、预制菜等行业仍保持增长。竞争格局的优化也将进一步改善盈利，譬如白酒、休闲行业的龙头将会进一步提升市场占有率。综合年度的判断，我们重点推荐贵州茅台、三只松鼠等标的。

## 2. 食品饮料行业：消费预期悲观拖累整体走势

### 2.1 行业估值回落至低位

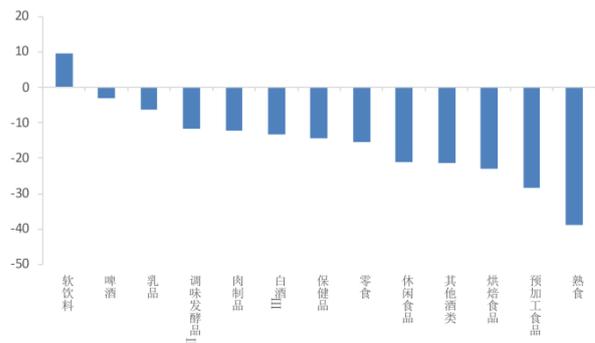
今年以来（截止至 6 月 28 日），申万食品饮料板块下跌 12.14%，在申万一级子行业中排名 24/31。市场整体消费需求相对疲软，消费预期较悲观。食品饮料各子行业中，涨跌幅依次为：软饮料 9.60%，啤酒-3.08%，乳品-6.27%，调味发酵品-11.60%，肉制品-12.14%，白酒-13.23%，保健品-14.48%，零食-15.32%，休闲食品-21.13%，其他酒类-21.33%，烘焙食品-22.88%，预加工食品-28.42%，熟食-38.82%。

图1：申万一级行业 2024 年半年涨跌幅：%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：食品饮料二级行业 2024 年半年涨跌幅：%

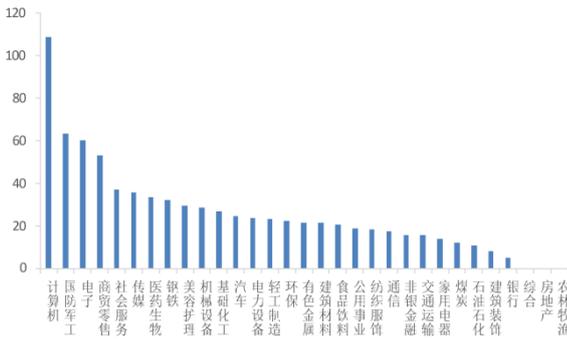


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

经过股价持续调整，食品饮料板块估值跌至历史底部区间。从估值角度看，行业 PE(TTM)已从 2020 年年底高点约 53x 调整至当前 21x 的低位。与申万其他一级行业对比，PE (TTM) 排名 18/31，已经具备估值性价比。

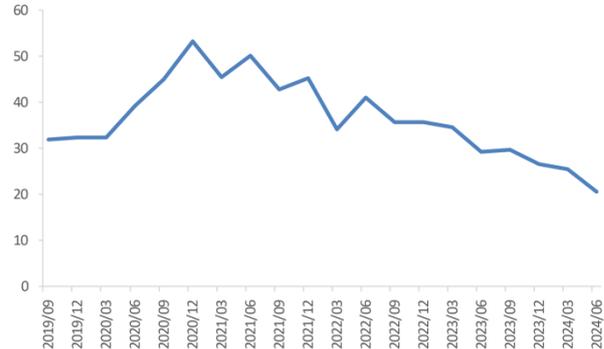
分板块看，食品加工/白酒/非白酒/饮料乳品/休闲食品/调味发酵品的 PE(TTM)分别为 27/20/25/18/22/27/21X，较年初分别同比-5/-4/-2/-5/-9/-5/-4X。

图3：申万一级行业 PE(TTM) (2024 年 6 月 28 日)



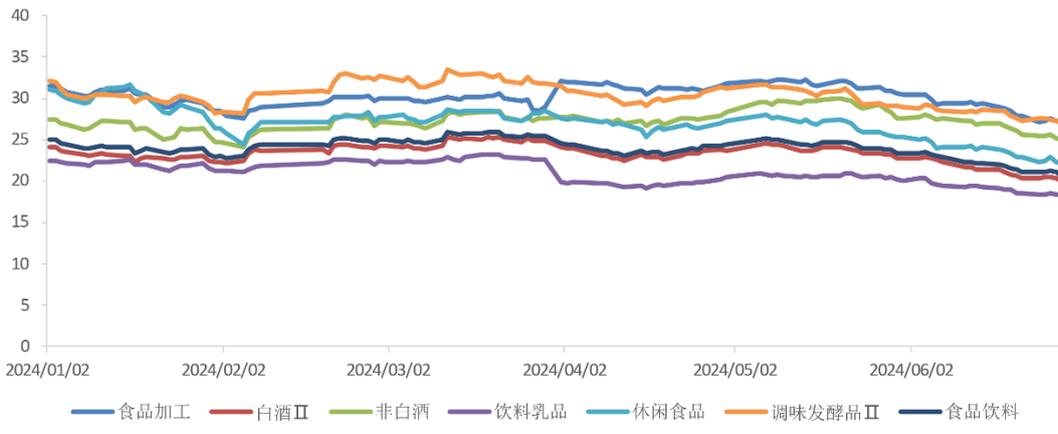
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：食品饮料板块 5 年 PE(TTM)变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：2024 年食品饮料 PE 走势



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：申万食品饮料指数历史 PE Band



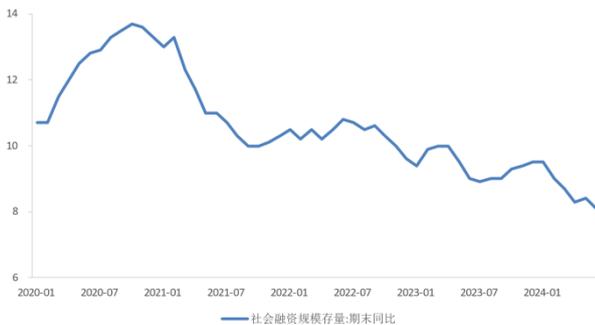
资料来源：iFinD、东兴证券研究所

## 2.2 内需不足影响下的消费

在上半年食品饮料板块资产定价中，主要反映市场的两个担忧：一是对未来宏观经济的担心，即对食品饮料企业未来现金流的担心，一是在消费降级市场下，市场对食品饮料行业龙头企业市场集中度能否提升的质疑。

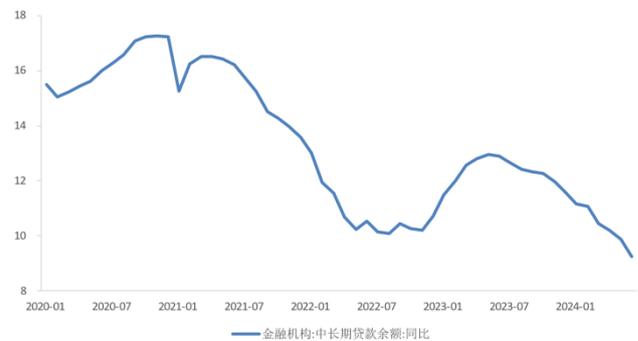
从宏观来看，今年有效需求不足是影响消费景气的最直接因素。今年上半年总量金融数据偏弱，有效需求不足。社融存量和金融机构中长期贷款余额上半年连续6个月同比少增，处于历史较低位置。

图7：社会融资规模存量同比：%



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

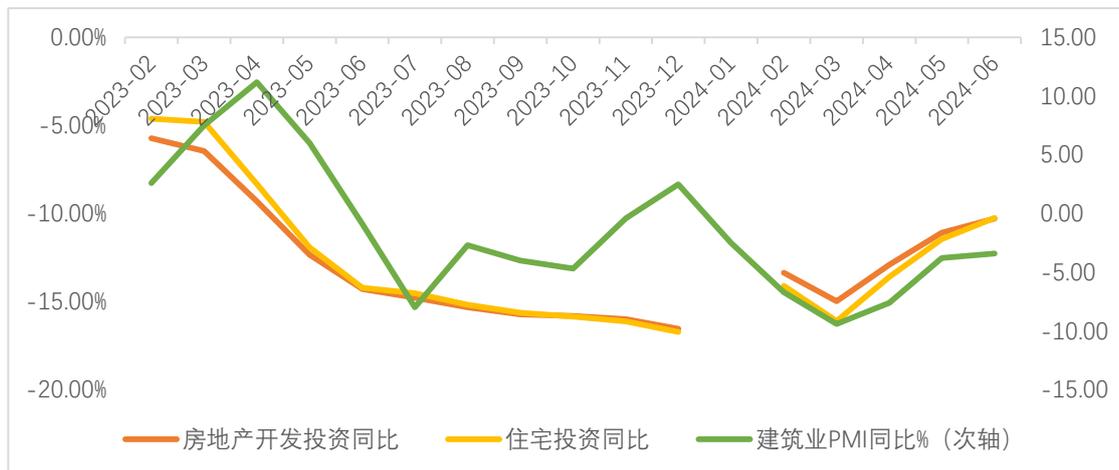
图8：金融机构中长期贷款余额同比：%



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

与食品饮料消费景气相关度较高的房地产投资上半年仍处于缓慢恢复中。2024年1-6月份，全国房地产开发投资52529亿元，同比下降10.1%；其中，住宅投资累计39883亿元，同比下降10.25%。建筑业活动指数为52.3%，比上月下降2.1个百分点。今年以来以上三个指标的降幅均有所收窄，但因去年基数也逐步降低，从数据来看，今年逐月收窄幅度不大，我们认为房地产投资仍处于缓慢恢复中，尚待有效复苏。

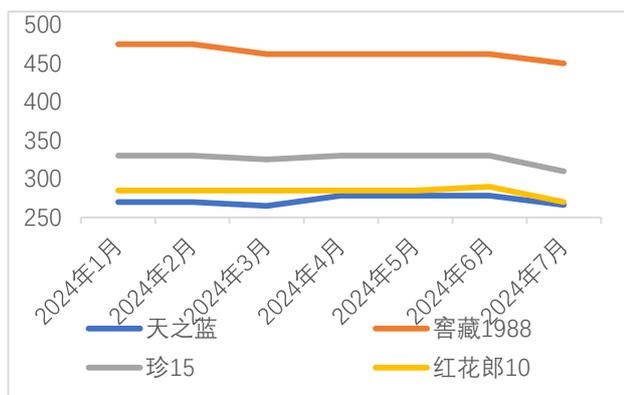
图9：房地产累计开发投资（%）



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

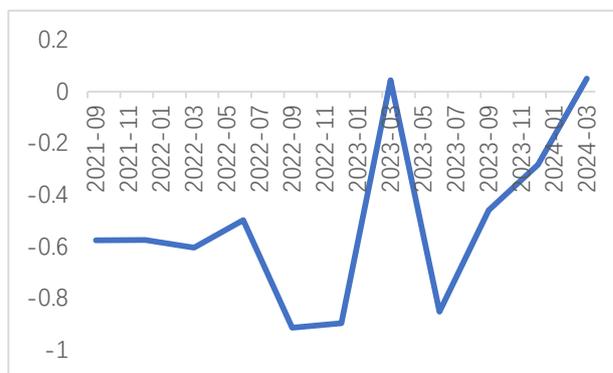
在有效需求不足的预期下，食品饮料终端产品价格走弱。酒类消费价格带出现下移，除了茅台价格下跌，以400元价位带为核心价格带的商务宴请消费也有向300元价位带下移的趋势。平价零食店的扩张，也让传统休闲食品过去的增长逻辑发生变化。食品饮料企业季度销售费用率同比数据由负转正，预示着企业规模效应的减弱，在激烈的竞争环境下企业倾向于支出更高的销售费用以获取市场份额。

图10：商务宴请白酒价格带下移:元/瓶



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

图11：食品饮料企业季度销售费用率同比 (%)



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

### 3. 静待需求恢复

消费复苏迹象初显。根据社零数据显示，在23年社会消费品零售总额高基数下，今年3-6月份社会消费品零售总额保持3%左右的同比增速。其中，餐饮业以5%左右的同比增速高于总体消费品零售总额，处于领先复苏的趋势中。从历史来看，食品饮料行业繁荣程度与经济周期趋势基本一致。我们将申万食品饮料板块ROE，归母净利润增速与社会零售品消费总额数据进行比较，三者趋势上具有一致性。整体来看，消费整体处于缓慢复苏的趋势中，会持续改善食品饮料利润表现。

图12：食品饮料 ROE 与社会零售品消费总额同比增长：%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：食品饮料净利润同比增长与社零同比增长：%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

此外，食品饮料净利润与制造业 PMI、房地产投资趋势较为一致。2024 年上半年，制造业采购经理指数 (PMI) 保持在 50%，显示出制造业整体景气度基本稳定。4 月以来，各地推出房地产新政，但房地产投资增速回落，但政策成效尚待时日。今年下半年会是消费复苏重要观察窗口，随着政策导向下房地产发展进入新阶段，宏观经济的向好使得消费活动会更加活跃，食品饮料的需求将会得到支撑。

图14：食品饮料净利润同比增速与制造业 PMI：%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：食品饮料净利润同比增速与房地产投资同比增速：%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

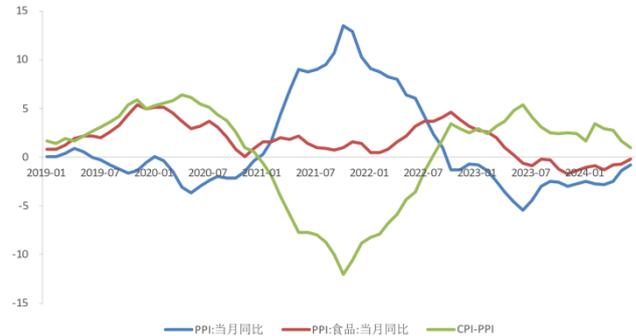
从价格来看，受国际大宗商品价格波动及国内部分工业品市场需求不足等因素影响，6 月 PPI 环比转跌，下降 0.2%，PPI 同比下降 0.8%，虽然今年 PPI 同比降幅持续收窄，但主要是因为去年同期基数大幅下降，工业品价格能够企稳回升仍待观察。6 月份，CPI 同比上涨 0.2%，连续 5 个月保持正增长。食品 CPI 下降 2.1%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，但比 1-4 月份明显好转。虽然我们认为食品价格的好转主要源于猪肉价格的上涨，但也一定程度反映了食品需求有恢复迹象。

图16：CPI 同环比：%

图17：PPI 及 CPI：%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 4. 结论

根据此前报告《茅台批价还会跌吗》（2024年4月12日），我们看到茅台价格一方面与国内资产价格走势一致，另一方面与国内内需商品价格波动趋势预期一致。从长期来看，当前国内GDP平减在收缩，国内商品和资产的价格都是收缩预期，未来资产价格变化预期影响着茅台长期价格预期。短期来看，国内商品价格的触底，或带来茅台批价的触底。随着PPI指数在下半年的回正，有望对茅台价格形成支撑，对白酒板块的资产定价也有望形成支持。

随着宏观经济进一步回暖，对食品饮料需求也有望形成支撑。对于2024年下半年，我们认为引导食品饮料板块资产定价的因素有两个，1是经济总量上的变化，即经济进一步复苏所带来的需求端的改善，下半年整体物价水平的回正将是重要的观察指标。2是从利率水平来看，美债收益率水平的变化，或直接带来食品饮料板块资产定价的回暖。

我们认为新产品、新渠道和市场红利的趋势仍将持续，譬如平价零食、预制菜等行业仍保持增长。竞争格局的优化也将进一步改善盈利，譬如白酒、休闲行业的龙头将会进一步提升市场占有率。综合年度的判断，我们重点推荐贵州茅台、三只松鼠等标的，五粮液同样值得关注。

## 5. 风险提示：

经济复苏不及预期，茅台批价继续下降；

行业竞争加剧；

食品安全问题。

## 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：国际奶价持续震荡，国内奶价仍处下行周期	2024-07-11
行业普通报告	食品饮料行业：白酒消费税改革的思考	2024-07-11
行业普通报告	食品饮料行业：头部酒企传递发展信心，酒企齐心稳定市场秩序	2024-07-03
行业普通报告	食品饮料行业：618 数据体现消费弱复苏，部分食品饮料公司线上表现不俗	2024-06-27
行业普通报告	食品饮料行业：茅台稳定批价组合拳出击，将稳定市场预期	2024-06-25
行业普通报告	食品饮料行业：关注价格回升对酒类价格影响	2024-06-13
行业普通报告	食品饮料行业：美降息预期加强，利好白酒资产定价	2024-05-08
行业深度报告	食品饮料行业：茅台批价还会跌吗？	2024-04-12
行业普通报告	食品饮料行业：糖酒会酒企反馈积极，悲观预期修复	2024-03-25
行业普通报告	食品饮料行业：食品饮料视角看政府工作报告	2024-03-13
公司普通报告	三只松鼠 (300783.SZ)：业绩连续四个季度回升，战略转型效果持续释放	2024-07-18
公司深度报告	三只松鼠 (300783.SZ)：企业改革成效凸显，业绩拐点出现	2024-05-27
公司普通报告	贵州茅台 (600519.SH)：业绩表现优异，24 年势能不减	2024-04-10
公司深度报告	食品饮料行业 2024 年投资展望：顺周期优先	2023-11-29
公司普通报告	安井食品 (603345)：增长稳健，盈利能力持续提升	2023-08-04

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，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

## 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法律责任。

## 行业评级体系

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。

## 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23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