

食品饮料行业：经济复苏多久能传导到食品饮料？

2024年11月22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：

经济刺激政策利好企业盈利端。食品饮料行业的盈利，更多的由需求变化来主导，供给变化对行业影响较弱。宏观经济刺激政策出台后，我们认为在两个层面会影响食品饮料的需求，一是政策对宏观经济增长对消费的实际拉动，一是就业和对经济预期好转后，消费者的消费意愿会增加。所以预期宏观经济刺激政策对食品饮料行业需求将有明显拉动，进而利好企业盈利端。

资产定价随经济复苏而修复。我们复盘2008年以来的4次经济稳增长下的食品饮料的走势，2008年-2009年、2011年-2012年、2014年-2015年和2018年-2019年，除2013年受到塑化剂影响外，食品饮料板块的股价表现与经济稳增长政策以及社会融资规模的变动有着密切的关联。每次经济稳增长政策出台后的6-12个月，即社会融资规模同比增速开始企稳增长后的6-12个月，食品饮料板块的股价往往会创出阶段性新高。

市场进入基本面观察期。从股价的上涨过程来看，刺激政策下的资产价格上涨一般会分为几个阶段，第一阶段是整体的预期修复，第二阶段是预期的验证，第三阶段是基本面的确认和加速。在无差别上涨之后，复苏更快、业绩表现更突出的标的将会突出出来，是第二阶段领涨的领头羊。在第一阶段估值修复后，市场会进入对基本面的观察，即食品饮料企业在经济刺激下能否走出低谷，决定了下一阶段食品饮料板块的资产价格走势。

投资策略：值得注意的是，在政策升温预期下，现阶段资产价格会同时受到短期企业盈利承压的影响，资产定价波动加大是正常显现。我们建议从长期来看，关注需求复苏的逐渐改善所带来的企业盈利机会。接踵而来的元旦和25年春节消费旺季，将成为食品饮料需求复苏的重要印证时期。看好顺周期的白酒和调味品细分赛道，重点推荐贵州茅台、千味央厨、安井食品等公司。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，消费恢复不及预期，中美关系变化对经济带来影响、上游成本上涨过快导致企业盈利变化等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
贵州茅台	59.49	68.62	77.20	86.05	26.21	22.72	20.19	18.12	8.15	强烈推荐
五粮液	7.78	8.53	9.33	10.23	19.19	17.51	16.00	14.59	4.23	---
伊利股份	1.64	1.89	1.80	1.95	17.67	15.32	16.06	14.88	3.27	---
海天味业	1.01	1.12	1.24	1.38	45.06	40.56	36.59	33.06	8.59	强烈推荐
千味央厨	1.58	1.32	1.55	1.78	21.14	25.35	21.54	18.81	1.88	强烈推荐
安井食品	5.04	5.04	5.73	6.43	17.39	17.40	15.29	13.64	2.02	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

未评级企业盈利预测为同花顺市场一致预期

目 录

1. 我们的观点.....	3
2. 刺激政策多久可以传导到消费.....	3
3. 哪些板块会追随上涨.....	6
4. 顺周期优先策略.....	8
5. 风险提示.....	9
相关报告汇总.....	10

插图目录

图 1：社融同比和食品饮料板块收入同比（%）.....	4
图 2：社融同比和食品饮料板块归母净利润同比（%）.....	4
图 3：食品饮料板块归母净利润与 PPI.....	4
图 4：刺激政策下，食品饮料指数的变化.....	4
图 5：刺激政策与沪深食品饮料及食品饮料板块表现.....	5
图 6：2008 年 11 月-2019 年 7 月各个板块涨幅（%）.....	6
图 7：2018 年 1 月-2019 年 4 月各个板块涨幅（%）.....	6
图 8：2012 年 1 月-2013 年 5 月各个板块涨幅（%）.....	6
图 9：2014 年 3 月-2015 年 5 月各个板块涨幅（%）.....	6
图 10：2009 年与 2008 年各个行业持仓差（%）.....	7
图 11：2019 年中报与 2018 年各个行业持仓（%）.....	7
图 12：2008 年 11 月-2009 年 7 月食品饮料各个子板块涨幅.....	8
图 13：2018 年 11 月-2019 年 7 月食品饮料各个子板块涨幅（%）.....	8
图 14：餐饮和工业增加值变动趋势.....	8

1. 我们的观点

2021 年以来，由于资金整体是流出的趋势，食品饮料资产定价由分母端变化主导。随着近期国内一系列刺激政策的出台，A 股核心资产的资产定价，在分子端企业盈利预期加强。我们认为在无风险利率下行和风险偏好上升的阶段，接下来推动核心资产定价的主导因素将转到分子端的企业盈利上，即企业盈利的修复将决定了资产定价的高度。

而食品饮料行业的盈利，更多的由需求变化来主导，供给变化对行业影响较弱。宏观经济刺激政策出台后，我们认为在两个层面会影响食品饮料的需求，一是政策对宏观经济增长对消费的实际拉动，一是就业和对经济预期好转后，消费者的消费意愿会增加。所以预期宏观经济刺激政策对食品饮料行业需求将有明显拉动，进而利好企业盈利端。

我们将食品饮料板块的收入和归母净利润与宏观数据去做拟合，发现食品饮料的盈利复苏要快于收入的复苏，且盈利复苏与经济复苏基本一致。同时资产定价也随着盈利改善而修复，我们复盘 2008 年以来的 4 次经济稳增长下的食品饮料的走势，2008 年-2009 年、2011 年-2012 年、2014 年-2015 年和 2018 年-2019 年，除 2013 年受到塑化剂影响外，食品饮料板块的股价表现与经济稳增长政策以及社会融资规模的变动有着密切的关联。每次经济稳增长政策出台后的 6-12 个月，即社会融资规模同比增速开始企稳增长后的 6-12 个月，食品饮料板块的股价往往会创出阶段性新高。

从股价的上涨过程来看，刺激政策下的资产价格上涨一般会分为几个阶段，第一阶段是整体的预期修复，第二阶段是预期的验证，第三阶段是基本面的确认和加速。在无差别上涨之后，复苏更快、业绩表现更突出的标的将会突出出来，是第二阶段领涨的领头羊。在第一阶段估值修复后，市场会进入对基本面的观察，即食品饮料企业在经济刺激下能否走出低谷，决定了下一阶段食品饮料板块的资产价格走势。

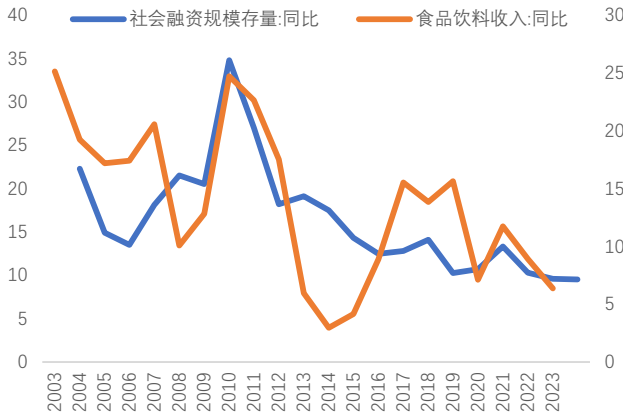
值得注意的是，在政策升温预期下，现阶段资产价格会同时受到短期企业盈利承压的影响，资产定价波动加大是正常显现。我们建议从长期来看，关注需求复苏的逐渐改善所带来的企业盈利机会。接踵而来的元旦和 25 年春节消费旺季，将成为食品饮料需求复苏的重要印证时期。看好顺周期的白酒和调味品细分赛道，重点推荐贵州茅台、千味央厨、安井食品等公司。

2. 刺激政策多久可以传导到消费

从食品饮料行业自身来说，需求影响大于供给影响。由于食品饮料行业主要通过经销商来销售，所以需求变化时，经销商库存和终端库存先发生变化，进而会传导到企业收入端，往往需要渠道库存消化期。我们将食品饮料板块的收入和归母净利润与宏观数据去做拟合，发现食品饮料的盈利复苏要快于收入的复苏，且盈利复苏与经济复苏基本一致。

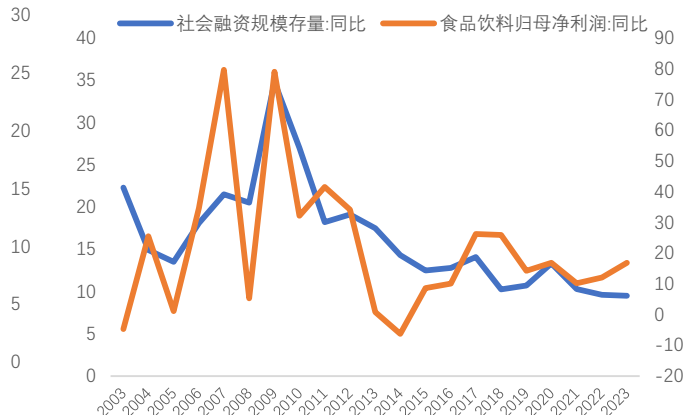
具体来看企业经营变化，我们看到食品饮料板块收入变化会落后社融增长，食品饮料板块的归母净利润变化基本与社融增长同步。图 3 我们将社融曲线右移一个单位（即社融数据向后一年），得到与食品饮料板块收入变化较为一致的变化曲线。图 4 则看到食品饮料板块归母净利润变化与社融变化几乎一致。也就是说，食品饮料的收入变化会晚于社融数据变化一年，而利润的变化基本与社融数据变化一致。

图1：社融同比和食品饮料板块收入同比（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

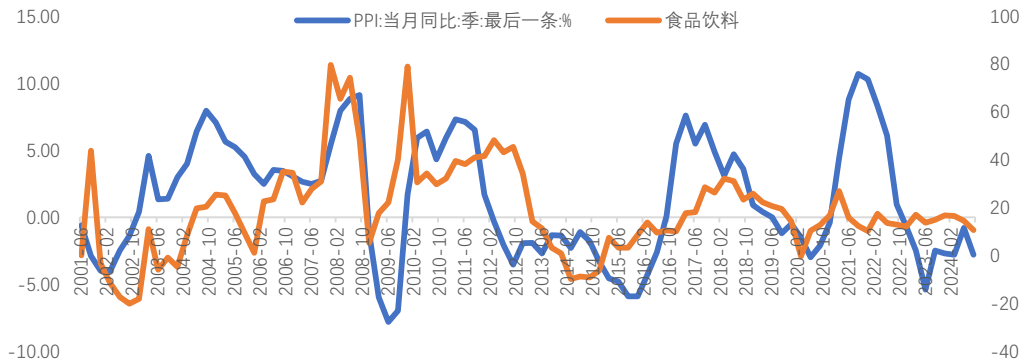
图2：社融同比和食品饮料板块归母净利润同比（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

PPI 变动往往带动工业企业利润变化，被认为是 A 股观察工业企业盈利的重要指标。从趋势上看，食品饮料板块的归母净利润与 PPI 的走势追随性也较好，即食品饮料板块的盈利与 PPI 的变动趋势一致。随着经济刺激政策的兑现，PPI 有望回到正增长，食品饮料板块的盈利也有望得到改善。

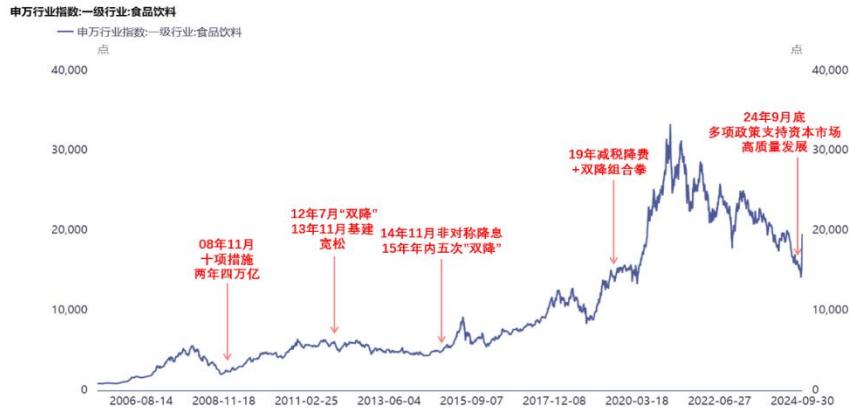
图3：食品饮料板块归母净利润与 PPI



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资产定价也随着宏观经济复苏而修复，我们复盘 2008 年以来的 4 次经济稳增长下的食品饮料的走势，2008 年-2009 年、2011 年-2012 年、2014 年-2015 年和 2018 年-2019 年，除 2013 年受到塑化剂影响外，食品饮料板块的股价表现与经济稳增长政策以及社会融资规模的变动有着密切的关联（如图所示）。每次经济稳增长政策出台后的 6-12 个月，即社会融资规模同比增速开始企稳增长后的 6-12 个月，食品饮料板块的股价往往会创出阶段性新高。

图4：刺激政策下，食品饮料指数的变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图5：刺激政策与沪深食品饮料及食品饮料板块表现

	刺激政策	沪深 300 及食品饮料板块表现
2008年-2009年	08年11月，推进进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，配套采取了两年四万亿的一揽子投资计划	08年11月-09年7月，沪深300与食品饮料板块同步上涨；沪深300涨幅125%，食品饮料板块涨幅96%。
2012年-2013年	2011年房地产调控趋紧，基建投资增速下滑明显；11年年底至到2012年7月共降准三次、降息两次；2012年5月发改委开始加速基建项目审批，基建投资发力持续至2013年。	11年12月-13年11月，沪深300涨幅3.97%，食品饮料板块跌幅19.45%。
2014年-2015年	14年11月非对称降息，其中金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。15年2月5日，央行年内首次下调金融机构人民币存款准备金率。3月1日，央行启动年内第一次降息。此后的4月、5月、6月、8月、9月，直至10月23日宣布“双降”，年内五次降准和五次降息	14年11月-15年6月，沪深300与申万食品饮料板块同步上涨；沪深300涨幅102.3%，食品饮料板块涨幅75.51%。
2018年-2019年	18年3月提出“房住不炒”，调控政策不放松，“房地产寒冬”初现。9月发布刺激消费政策。10月，个税改革第一步实施，起征点从之前的3500元/月提升至5000元/月。1月、4月、7月、10月实施四次央行降准。	18年3月-10月，沪深300与申万食品饮料板块股市表现相比政策滞后，19年整体震荡；20年3月-21年1月同步上涨，沪深300涨幅29.44%，食品饮料板块涨幅101.06%。
2024年	24年9月24日，降低存款准备金率约0.5个百分点，提供长期流动性约1万亿元。下调7天逆回购操作利率0.2个百分点至1.5%；降低存量房贷利率预计0.5个百分点，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，由25%下调至15%；创设证券、基金、保险公司互换便利，创设股票回购增持专项再贷款。9月25日，开始批量下调存款首套房贷利率。11月1日，借款人可与银行自主协商、动态调整存量房贷利率，重定价周期最短可申请调整为3个月。	24年9月24日起，A股全面放量上涨，9月24日-11月1日，沪深300跌幅3.16%，食品饮料板块涨幅19.08%。

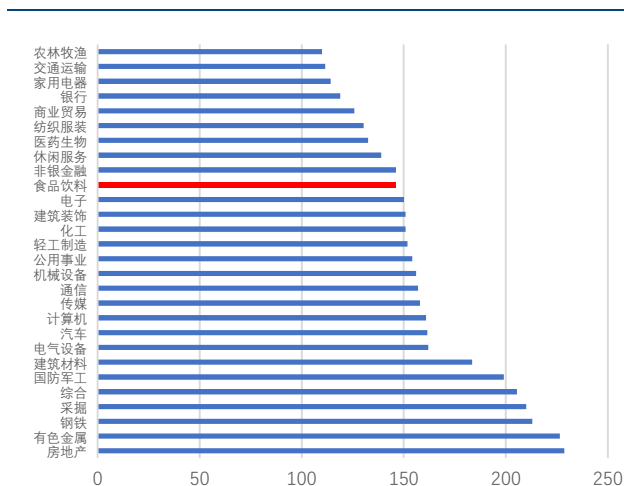
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 哪些板块会追随上涨

回顾 2000 年以来四次经济刺激政策后各个行业的涨幅，发现刺激政策后涨幅明显的行业多与当年的经济结构相关。2008 年 11 月-2009 年 7 月涨幅靠前的行业是房地产、钢铁、有色等行业。2012 年 1 月-2013 年 5 月涨幅靠前的是非银、医药和房地产行业。2014 年 3 月-2015 年 5 月，涨幅靠前的行业是国防军工、计算机和机械设备。2018 年 11 月-2019 年 7 月涨幅靠前的行业是非银、农林牧渔、通信等行业。

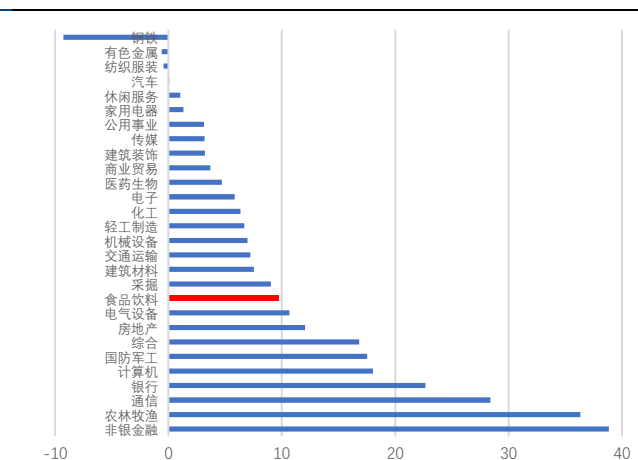
由于受三公消费政策的影响，2012 年与 2015 年食品饮料板块受政策影响较大，涨幅不具有参考意义。所以我们重点分析 2008 年和 2018 年两次经济刺激政策后食品饮料板块与各个行业的走势。在两次经济刺激中，食品饮料行业的增长位于中位数，说明食品饮料行业在经济复苏中有较强韧性。

图6：2008 年 11 月-2019 年 7 月各个板块涨幅 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

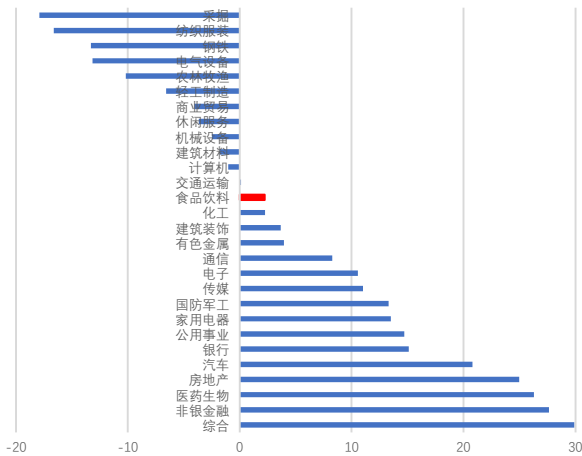
图7：2018 年 1 月-2019 年 4 月各个板块涨幅 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图8：2012 年 1 月-2013 年 5 月各个板块涨幅 (%)

图9：2014 年 3 月-2015 年 5 月各个板块涨幅 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

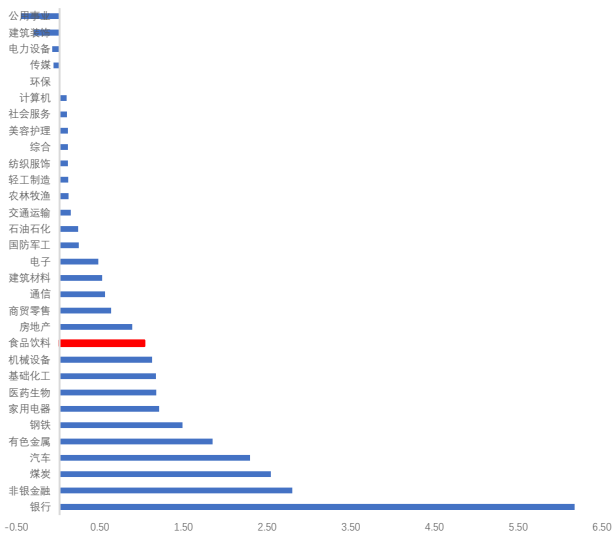


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

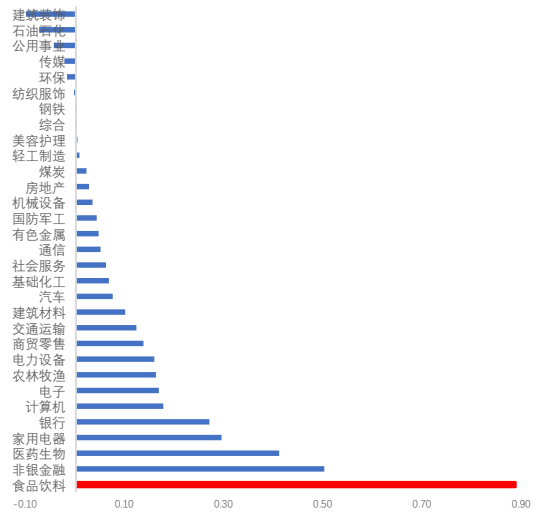
从持仓的权重来看，将刺激政策前后的基金对各个行业持仓进行相减，去观察刺激政策后资金在板块间的流动，正数默认为资金正向流入该板块，负数认为资金流出该板块。2009 年年报与 2008 年年报基金持仓差比较大的行业是银行、非银、煤炭等板块，食品饮料排在子板块中排名靠前。而在 2019 年中报与 2018 年年报的持仓差中，食品饮料持仓比例增幅排第一，此外非银、医药也排在前面。说明随着经济的复苏，资金对消费有较强的配置偏好。

图10：2009 年与 2008 年各个行业持仓差 (%)

图11：2019 年中报与 2018 年各个行业持仓 (%)



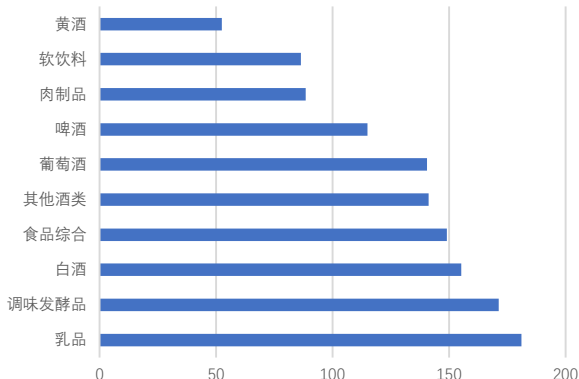
资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

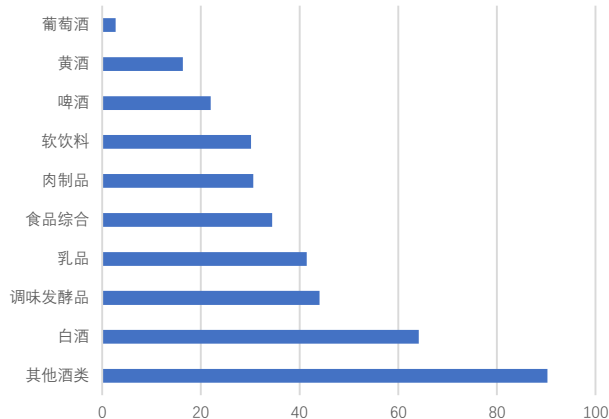
具体到食品饮料子板块的增长情况，两次刺激政策后，涨幅靠前的均是酒类、调味品、乳品这几个板块，我们认为主要是因为这几个板块与社会需求波动比较相关，进而在宏观经济刺激下业绩弹性更大。

图12：2008年11月-2009年7月食品饮料各个子板块涨幅(%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图13：2018年11月-2019年7月食品饮料各个子板块涨幅(%)

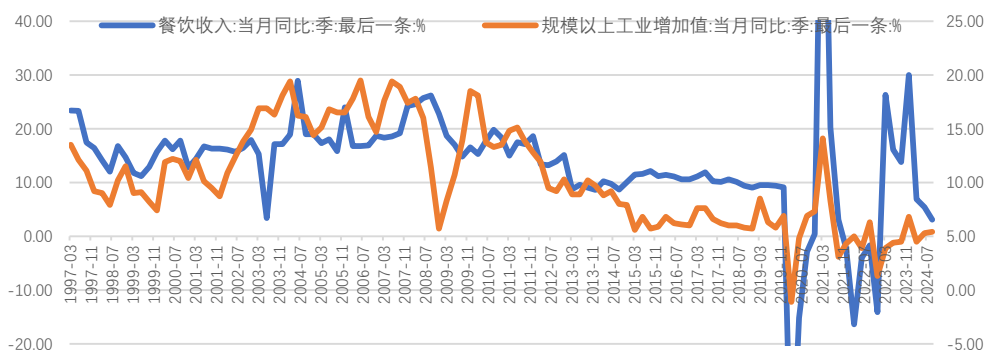


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 顺周期优先策略

随着宏观经济的复苏，国内物价逐渐走入温和通胀的环境中，食品饮料企业的盈利也将随之恢复，2025年复苏将成为食品饮料板块的投资主线。所以2025年食品饮料板块的整体投资策略是顺周期板块优先策略，白酒和餐饮产业链等这类顺周期行业会最先受益。特别是从餐饮端来看，社会消费品零售总额餐饮行业与工业增加值的变动趋势整体一致，虽然有些季度社会消费品零售总额餐饮行业波动会领先工业增加值，有些季度波动会落后，但是两个指标整体趋势保持一致。

图14：餐饮和工业增加值变动趋势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从复苏过程来看，刺激政策下的资产价格上涨一般会分为几个阶段，第一阶段是整体的预期修复，第二阶段是预期的验证，第三阶段是基本面的确认和加速。在无差别上涨之后，复苏更快、业绩表现更突出的标的将会突出出来，是第二阶段领涨的领头羊。在第一阶段估值修复后，市场会进入对基本面的观察，即食品饮料企业在经济刺激下经营能否走出低谷，决定了接下来食品饮料板块的资产价格走势。

值得注意的是，在政策升温预期下，资产价格会同时受到短期企业盈利承压的影响，资产定价波动加大是正常显现。我们建议从长期来看，关注需求复苏的逐渐改善所带来的企业盈利机会。接踵而来的元旦和 25 年春节消费旺季，将成为食品饮料需求复苏的重要印证时期。看好顺周期的白酒和调味品细分赛道，重点推荐贵州茅台、千味央厨、安井食品等公司。

5. 风险提示

宏观经济复苏程度不及预期，消费恢复不及预期，中美关系变化对经济带来影响、上游成本上涨过快导致企业盈利变化等。

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：餐饮呈现平稳增长，餐饮产业链有望持续复苏	2024-11-20
行业普通报告	食品饮料行业：白酒三季报承压，复苏趋势静待春节旺季验证	2024-11-08
行业普通报告	食品饮料行业：调味品景气度逐步改善，估值存在修复空间	2024-10-25
行业普通报告	食品饮料行业：增量政策持续发力推动市场信心回暖，关注需求改善	2024-10-22
行业普通报告	食品饮料行业：一揽子政策，如何影响食品饮料消费？	2024-09-25
行业深度报告	食品饮料行业：从利率角度观察食品饮料资产定价	2024-09-12
行业深度报告	食品饮料行业：长风破浪会有时—2024年中期策略报告	2024-08-01
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
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：Q3业绩超预期，改革效果进一步释放	2024-10-11
公司普通报告	三只松鼠（300783.SZ）：业绩符合预期，改革成效逐步显现	2024-09-02
公司普通报告	安井食品（603345.SH）：小龙虾及水产短期承压，主业依旧稳健	2024-08-22
公司普通报告	贵州茅台（600519.SH）：业绩势能不减，高分红稳定市场信心	2024-08-13
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

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