

分析师：刘冉

登记编码：S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

行业中枢下沉，寻找相对高增的资产

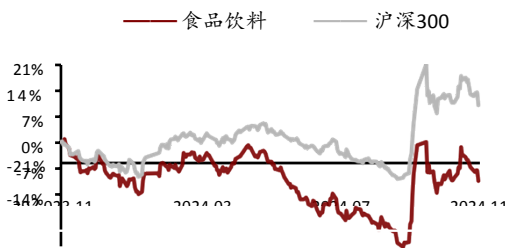
——食品饮料行业 2025 年投资策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 11 月 27 日



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

《食品饮料行业分析报告：收入增长回落，业绩表现进一步分化》 2024-11-15

《食品饮料行业月报：重拾跌势，反弹证伪，估值回落》 2024-10-31

《食品饮料行业专题研究：销售增长突出，重视研发和投入》 2024-10-25

联系人：李智

电话：0371-65585753

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点：

- 2020 年以来，食品饮料板块的收入增长普遍放缓；2024 年以来，食品饮料板块的收入增长较 2020 至 2023 年期间继续收窄。此外，在所有子板块中，仅白酒、调味品、软饮料和零食的收入录得正增长，其余均录得负增长。
- 2024 年以来，在 PPI 下行的背景下，行业的成本优势凸显，促使多数食品饮料子项的毛利率抬升。但是我们认为，食品饮料板块的盈利普遍上升，主要来源于上游价格的下降而非自身产品结构的升级，是外力所致而非内功。
- 相比 2016 至 2019 年阶段以及 2020 至 2023 年阶段，食品项的股东回报率持续下行，白酒、啤酒两项的股东回报率持续上行，乳品较为稳定，而零食和软饮料的波动较大。此外，不同于白酒和啤酒，其它酒类的股东回报率下行。股东回报率长期上行或者保持稳定的子项多为市场相对集中、竞争格局相对友好的行业，如白酒、啤酒和乳品，经过多年发展这些行业的格局趋于稳定，头部公司掌握着市场红利；股东回报率持续下行的子项多为市场高度竞争的行业，如预制菜、保健品、烘焙和熟食等。除市场竞争过于激烈外，社会消费增长放缓以及局部价格体系下沉导致了食品类资产回报率的持续下滑。
- 食品饮料板块在二级市场的表现完全是对基本面的反映。2021 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 25 日期间，食品饮料板块在 2021、2022、2023 年连续三年收跌，2024 年以来板块再下跌 5.02%。从 2021 年的阶段高点迄今，板块已经累计下跌 51.98%。2021 年以来，食品饮料中仅软饮料和零食录得二级市场正收益，其余子项均录得负收益。
- 食品饮料板块的估值降至阶段低位，估值中枢下沉是对业绩增长变化的提前适应和调整。由于基本消费品市场的增长正在放缓，食品饮料板块的估值中枢将会寻找新的合理位置，该位置应低于过往时期形成的中枢。
- 投资策略：2025 年食品饮料上市公司的收入增长有望保持在个位数水平，增幅略高于行业整体；而更长期来看，食品饮料板块的收入增长大概率会进一步收窄。基于宏观形势，我们判断 2025 年的成本环境依然友好，上市公司的成本压力相对小，在收入增长大幅放缓阶段，这对企业利润起到托扶的作用。尽管相比十年前，当前食品饮料行业整体的高增长收敛，但是其内部新兴的市场却层出不穷，比如预制菜、烘焙、茶饮等，其增长之快、品类之多、升级之快，都在小市场内体现出居民消费升级的大趋势，显示了食品饮料消费向更高层级迈进的特

征，凸显了享有和娱乐的消费特质。2025 年，我们推荐关注预制菜、烘焙、预调酒、保健品、零食和酵母等板块的投资机会。

风险提示：居民收入和国内市场消费修复不及预期，国内消费市场持续低迷；海外市场面临政策调整的风险，出口关税的不确定性较大；部分上游原料面临价格上涨的风险。

1. 食品饮料行业当下的特征

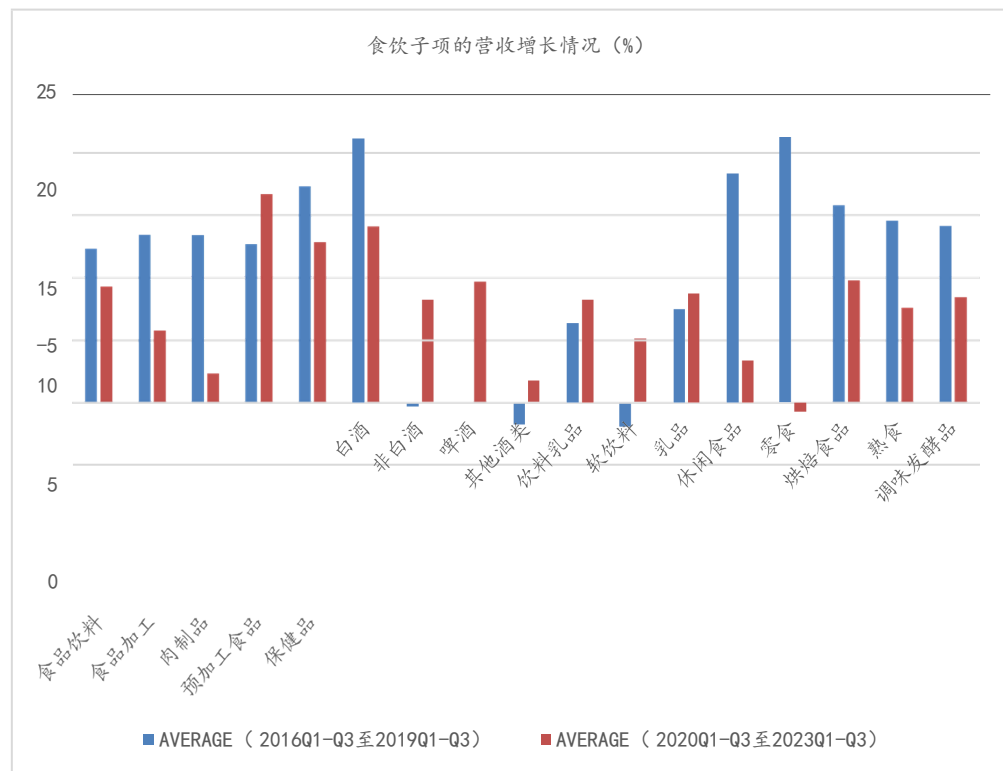
2020 年以来，食品饮料行业的基本面发生了深刻的变化：行业以往的高增长显著回落，行业从高增长行进至合理增长阶段，2024 年该增长进一步收窄。此外，基于增长收窄以及产品结构升级滞缓，食品饮料资产的股东回报率较历史水平下降。尽管如此，行业中不乏有新兴市场的崛起和繁荣，比如预制菜、烘焙、保健品、茶饮等，小市场代表了居民消费升级的大趋势，也体现了食品饮料消费向享有和娱乐迈进的发展特征。

1.1. 收入增长普遍放缓

2020 年以来，食品饮料板块的收入增长普遍放缓。我们希望考察在 2020 至 2023 年期间，食品饮料板块的收入增长是否普遍低于之前——通过将 2016 至 2019 年期间的收入增长均值与 2020 至 2023 年的均值相比较，我们发现情况确实如此。

具体地，2020 至 2023 年期间食品饮料板块的收入年均增长低于 2016 至 2019 年期间 3.03 个百分点，其中白酒、调味品、保健品、休闲食品等子项分别低于之前 7.06、5.57、4.47、14.93 个百分点，白酒和休闲食品的收入增长受到相对更大的冲击。

图 1：2020 至 2023 年期间与 2016 至 2019 年期间的收入增长比较

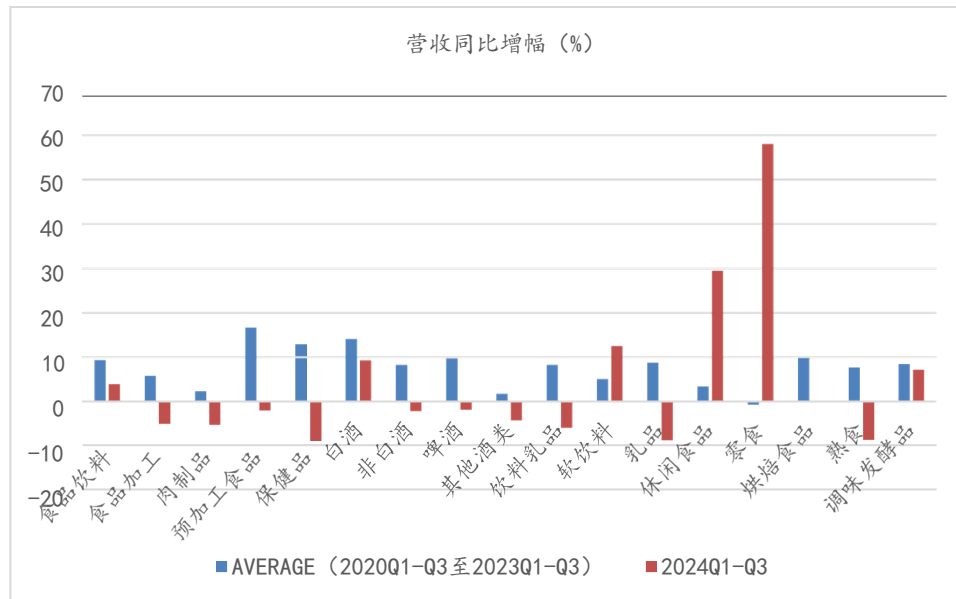


资料来源：中原证券研究所 IFIND

2024 年以来，食品饮料板块的收入增长较 2020 至 2023 年期间继续收窄，增长进一步放缓。2024 前三季度，食品饮料板块收入同比增长 3.92%，较 2020 至 2023 年的同期均值 9.3% 进一步收窄 5.38 个百分点。

食品饮料各子板块的收入增长普遍大幅收窄，情况较前三年进一步偏向负面，比如白酒的收入增长下降 4.84 个百分点，啤酒下降 11.59 个百分点，调味品下降 1.28 个百分点，预加工食品下降 18.73 个百分点，烘焙食品下降 10.01 个百分点，熟食下降 16.33 个百分点，软饮料下降 5.09 个百分点，乳品下降 8.73 个百分点，保健品下降 21.73 个百分点。

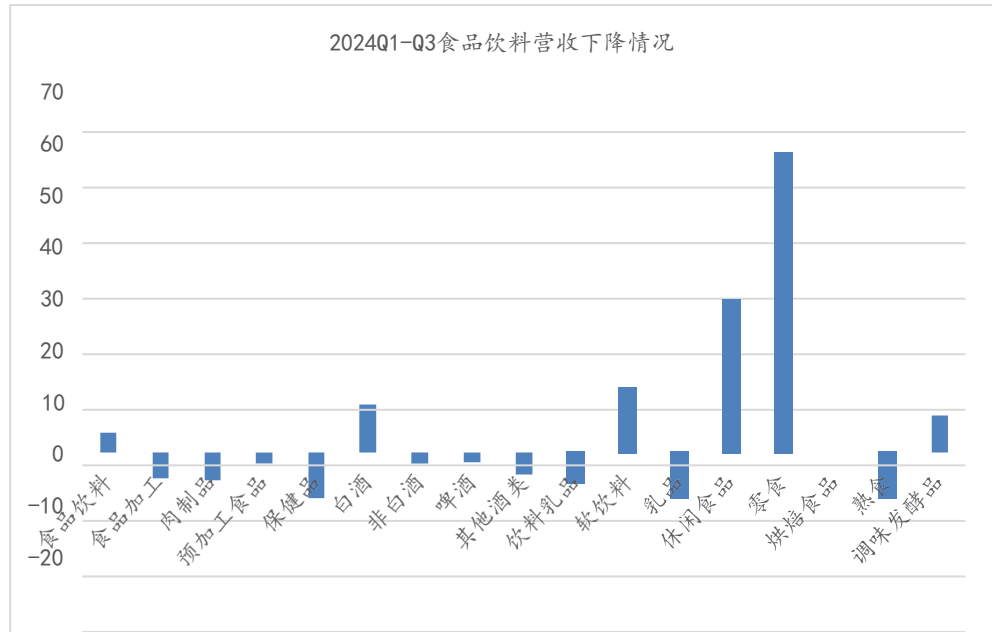
图 2：2020 至 2023 年期间与2024 年期间的收入增长比较



资料来源：中原证券研究所 IFIND

此外，在所有子板块中，仅白酒、调味品、软饮料和零食的收入录得正增长，其余均录得负增长，这是较为罕见的。2023 年同期，我们发现相比历史阶段，食饮中能够实现销售较高增长的板块明显减少：以 2016 至 2019 年的增长均值作为比较基准，在该阶段收入实现双位数较高增长的子项占食饮板块的 66.67%，而 2023 年该占比降至 41.67%。时隔一年，我们发现收入录得正增长的子项仅有白酒、调味品、软饮料和零食，其余如预制菜、熟食、烘焙、保健品、啤酒、乳品等子项均录得负增长，即收入同比下降。上述情况表明，2024 年以来局部消费的衰退趋势延续并且加快。

图 3：2024 年前三季度食品饮料营收下降情况



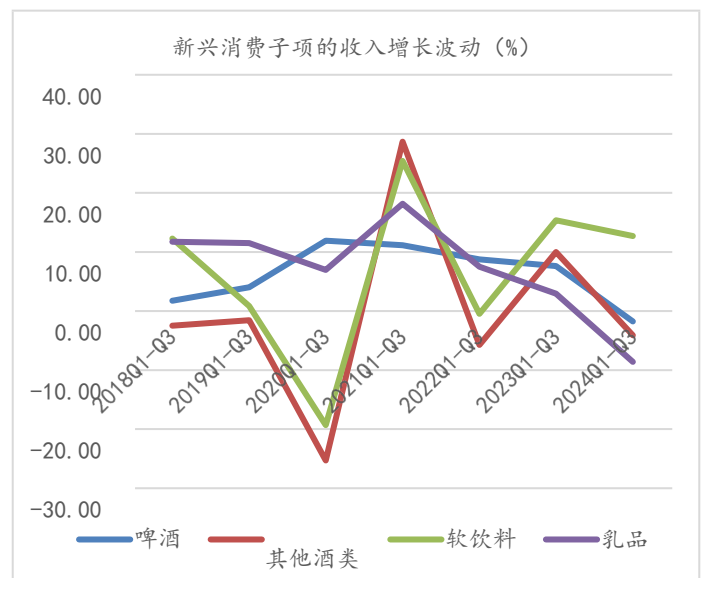
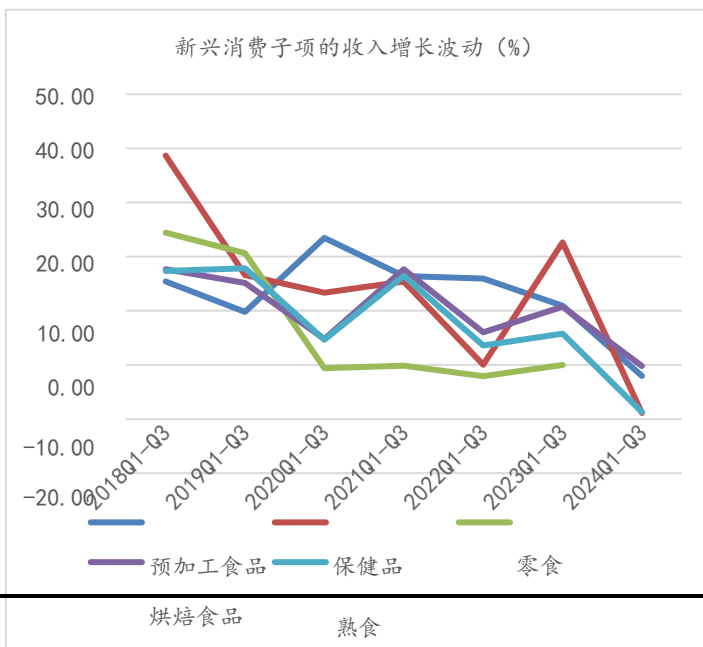
资料来源：中原证券研究所 IFIND

但是，消费增长也会呈现周期波动的特征，如预加工食品、烘焙、软饮料、保健品等享有型饮食消费，它们近年的收入增长就呈现出较大的起伏。所以，短期内的衰减并不说明未来长期趋势的逆转。着眼未来，预制菜、啤酒、其它酒、软饮料、乳品、保健品、烘焙等子项仍然是消费升级的主选项。在成熟市场增长放缓的同时，往往会有新兴的消费市场兴起并通过高增长拉动全局。近些年，我们也看到了这样的情况，比如：传统的食品加工业增长低迷，而更为细分的预制菜市场却呈现出高增长势头；零食市场在低增长甚至负增长区间盘桓，但软饮料板块的销售却出现良好的增势；在肉制品板块表现疲弱时，保健品市场的增长却相当突出。具体地，近些年预制菜、啤酒、其它酒、软饮料、乳品等子项的增长表现却较为突出：其中预制菜市场近几年应运而生、发展较快；而啤酒、其它酒和软饮料的增长来自消费终端的量价齐升。

近几年，酒水的结构升级卓有成效：蛋白饮料、功能饮料、啤酒、预调酒等酒水市场展现出积极的发展性特征。以上市公司作为样本，我们考察了啤酒、植物蛋白饮料、复合蛋白饮料、功能饮料和预调酒的增长情况：2020年以来，啤酒的量价均呈现稳健小幅的增长；植物蛋白市场由于竞争激烈，销量得以削减，但结构提升；复合蛋白饮料显示了量价上涨的上升势头；功能饮料和预调酒市场处于产能释放期，伴随着销量的大幅增长，其消费市场快速大幅地扩容，但产品价格下降较多。因而，或从量的维度，或从价的维度，近几年酒水消费的升级都是卓有成效的。

图 4：新兴消费子项的收入增长波动（单位：%）

图 5：新兴消费子项的收入增长波动（单位：%）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2. 盈利下滑较多

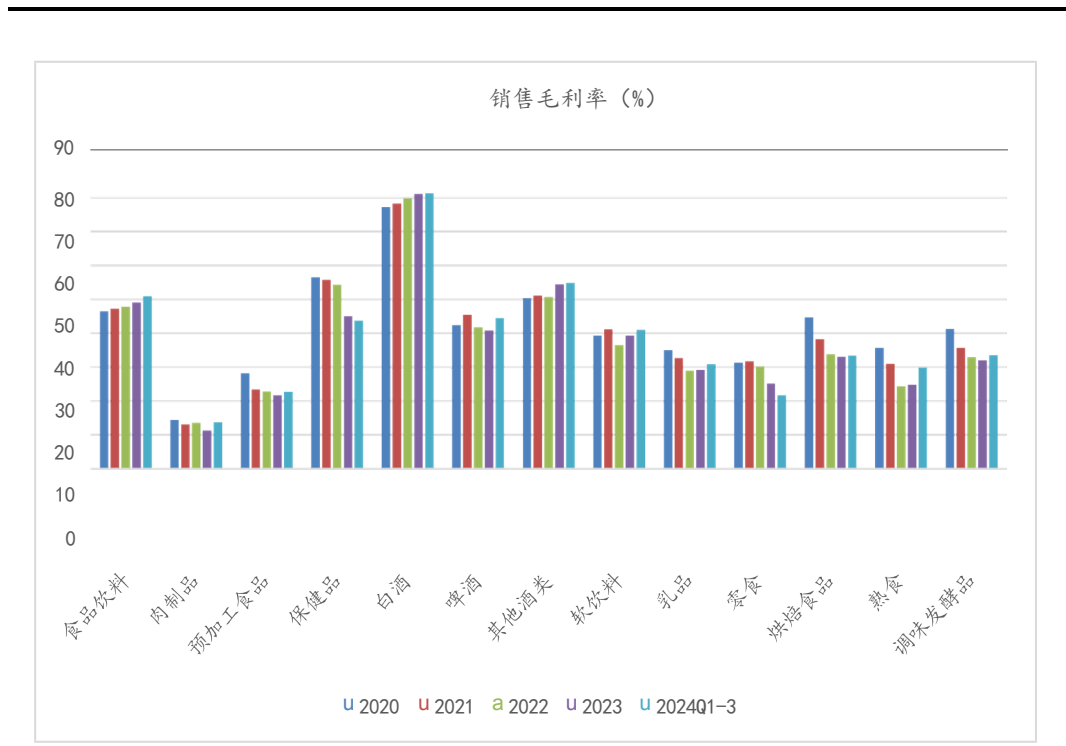
1.2.1. 成本向下，毛利率上升

2024 年以来，在 PPI 下行的背景下，行业的成本优势凸显，促使多数食饮子项的毛利率抬升。具体地，2024 年前三季度，食品饮料板块的毛利率相比 2023 年全年升高 1.86 个百分点，板块毛利率升至 50.92%。

除了保健品和零食，其余子项 2024 年前三季度的毛利率都较 2023 年抬升：白酒升高 0.19 个百分点，啤酒升高 3.72 个百分点，肉制品升高 2.49 个百分点，预制食品升高 1.09 个百分点，软饮料升高 1.66 个百分点，乳品升高 1.68 个百分点，熟食升高 5 个百分点，调味品升高 1.52 个百分点。

但是我们认为，食品饮料板块的盈利普遍上升，主要来源于上游价格的下降而非自身产品结构的升级，是外力所致而非内功。

图 6：食品饮料各子板块的毛利率变动情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2.2. ROE 长期下行

由于产品毛利率有着来自成本的周期特征，因而不具有中期观察价值，故我们考察了 2016 年以来食饮板块的 ROE 指标的变化，发现：相比 2016 至 2019 年阶段以及 2020 至 2023 年阶段，食品项的股东回报率持续下行，白酒、啤酒两项的股东回报率持续上行，乳品较为稳定，而零食和软饮料的波动较大。此外，不同于白酒和啤酒，其它酒类的股东回报率下行。

具体地，我们考察了 2016 年迄今食饮板块的股东回报率指标，将 2016 至 2019 年与 2020 至 2023 年前后各四年划分为两个阶段，将其前三季度 ROE 指标与 2024 年前三季度 ROE 指标相比较，以期发现股东回报率的趋势性变化。我们发现：

食品项的股东回报率持续下行，包括预制食品、保健品、烘焙食品、熟食、调味品和肉制

品等子项，其股东回报率呈趋势下行态势。整个食品项资产的股东回报率从第一阶段的 13.73% 降至第二阶段的 12.36%，至 2024 年三季度降至 8.78%，回报率长期下行。

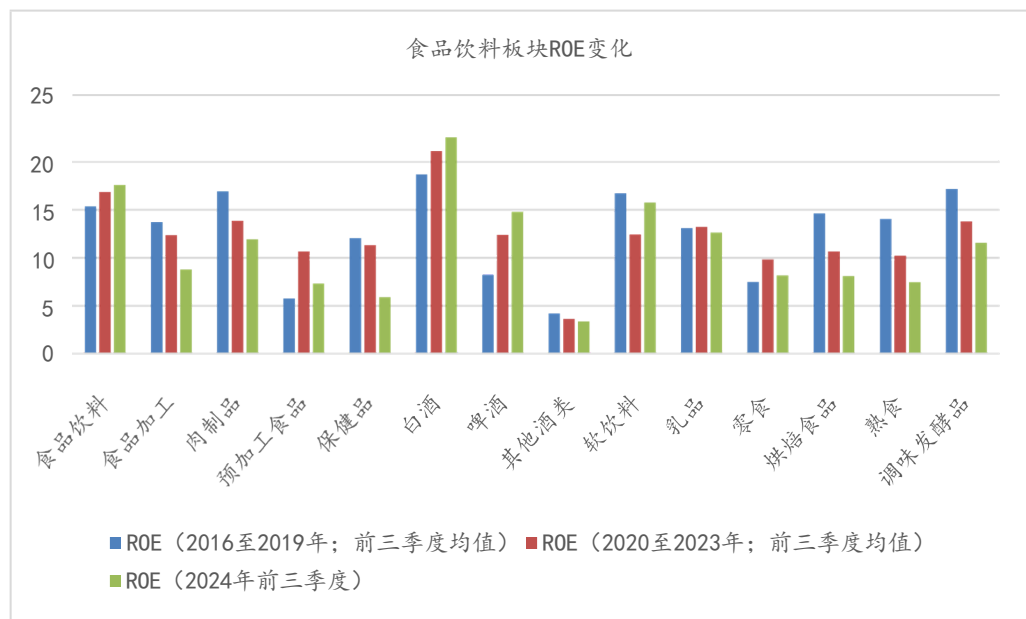
白酒、啤酒两项的股东回报率持续上行。白酒的股东回报率从第一阶段的 18.71% 升至第二阶段的 21.14%，2024 年进一步升至 22.58%。除一路上升外，白酒的股东回报率在各子项中也是最高的。啤酒的股东回报率从第一阶段的 8.21% 升至第二阶段的 12.38%，2024 年进一步升至 14.8%。

乳品的股东回报率相对稳定，但 2024 年有所下滑。乳品的股东回报率从第一阶段的 13.1% 升至第二阶段的 13.21%，2024 年三季度回落至 12.63%。

零食和软饮料的波动较大。此外，不同于白酒和啤酒，其它酒类的股东回报率下行。

股东回报率长期上行或者保持稳定的子项多为市场相对集中、竞争格局相对友好的行业，如白酒、啤酒和乳品，经过多年发展这些行业的格局趋于稳定，头部公司掌握着市场红利；股东回报率持续下行的子项多为市场高度竞争的行业，如预制菜、保健品、烘焙和熟食等。

图 7：食品饮料板块的股东回报率变化



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2.3. ROE 下行的原因

除市场竞争过于激烈外，社会消费增长放缓以及局部价格体系下沉导致了食品类资产回报率的持续下滑。2020 年之后，无论针对新品类还是传统品类，除白酒和啤酒外的食品饮料资产的股东回报率普遍下行，消费增长乏力，收入增长放缓以及产品结构升级受阻是其主要原因。概言之，量价增长均受阻是 ROE 下行的核心原因。

无论是产品盈利，还是股东回报，自 2020 年后食品资产都经历了大幅下滑，而酒类资产稳步上升。对于食饮类资产回报率的明显下行，成本波动、市场竞争、消费增长和产品结构都是较为合理的解释维度。但是，由于原料价格和经营成本呈周期波动的形态，因而成本波动很难解释盈利较长时间内系统性的下滑。趋于激烈的市场竞争将会导致参与企业的盈利长期下滑，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/435023004204012003>