

食品饮料类 ETF 投资价值分析

——FOF 配置 ETF 专题报告之一

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

食品饮料是传统消费行业中确定性较强的板块，短期主要关注白酒和乳制品行业的投资机会。伴随宏观环境上的降息落地，后续稳增长政策托底及春节传统消费旺季的到来或进一步利好消费行业，但节前投资者情绪持续低迷。随着后疫情时代消费需求进一步复苏，以及龙头企业财务报表披露，或将迎来估值进一步修复。



摘要：

食品饮料 ETF 投资价值展望：1) **宏观环境：**超预期降息利好，但节前投资者情绪持续低迷，后续稳增长政策托底及春节传统消费旺季的到来或进一步利好消费行业。2) **业绩：**受第四季度疫情反复的影响，食品饮料板块业绩增长或不及预期；近期持续关注相关公司陆续发布盈利预告。3) **估值：**疫情扰动致使近期估值再度回落，随着消费需求进一步复苏以及龙头企业财务报表披露，或将迎来估值进一步修复。整体来看，宏观和估值利好，业绩利空，短期观点中性偏多。

FOF 配置团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号 F3004355
投资咨询号 Z0010982

各行业核心逻辑：

- 1) **白酒：**高端酒品牌优势明显，主要博弈点为提价的节奏和渠道的选择；次高端酒主要博弈全国化进程，关注企业省内外营收及经销商数量变化；目前高端酒竞争格局较确定，次高端酒机会较多。
- 2) **乳制品：**疫情导致国民健康意识提升，传统液体奶市场有望迎来二次扩容；体育强基相关政策落地将有助于年轻一代养成饮奶习惯；奶粉赛道国货崛起，龙头企业有望实现量价共振。
- 3) **调味品：**行业集中度有望进一步提升；量升乏力，龙头渠道扩张进度放缓，下游餐饮市场景气度恢复较差；价升顺畅，龙头提价有望进一步提升盈利，但参与复合化健康化转型较少；估值较高，或不是较好切入点。
- 4) **啤酒：**群雄割据局面或难改变，未来博弈主要在产品高端化转型；局部市场摩擦仍有加剧可能，近期无法提升渠道议价能力；目前整体估值较高，投资不确定性高。

风险提示：新冠疫情反复风险、货币政策和流动性风险、消费需求不及预期风险等。

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目录

一、食品饮料类 ETF 介绍	4
(一) ETF 跟踪指数情况介绍	4
(二) 食品饮料类 ETF 投资价值展望	5
二、白酒行业：一超两强，群雄割据	5
(一) 消费升级，成熟稳定	5
(二) 高端酒一超两强，次高端群雄割据	8
(三) 高端酒：代销为主，发力直销	9
(四) 次高端酒：关注全国化布局进程	10
三、乳制品行业：量升价稳，国货崛起	11
(一) 疫情利好，总量驱动	11
(二) 政策红利，扩大需求	11
(三) 率先整合，议价能力强	12
(四) 液态奶仍是中流砥柱	13
(五) 常温奶市场分割完成，龙头转战低温市场	13
(六) 奶粉产品有望实现量价共振	14
四、调味品行业：高端升级，渠道为王	15
(一) 业绩稳定，餐饮为最大消费市场	15
(二) 行业集中度有望进一步提升	16
(三) 量升乏力，关注渠道下沉进程与餐饮景气度恢复	17
(四) 博弈价升，关注龙头提价节奏	17
(五) 传统调味品迎来复合化健康化转型	18
五、啤酒行业：高端转型，群雄割据	20
(一) 需求疲软，存量博弈	20
(二) 消费升级，进军高端	20
(三) 快消逻辑，渠道为王	21
(四) 总体市场划分完成，区域市场仍有摩擦	22
(五) 罐化提速，降本增效	22
六、ETF 追踪指数要素表	24
七、风险提示	24

图表目录

图表 1：中证食品饮料指数走势（截止 2021.12.31）	4
图表 2：行业构成（截止 2021.12.31）	4
图表 3：中证食品饮料指数 PE-Band	4
图表 4：食品饮料指数市盈率/万得全 A 市盈率（PE-TTM）	4
图表 5：食品饮料细分行业展望	5
图表 6：白酒行业历史发展复盘	6
图表 7：白酒产业链	6
图表 8：白酒产量同比增速放缓	7
图表 9：三公经费支出预算逐年下降	7
图表 10：消费属性的增强得益于高净值人群增长（2019 缺失）	7
图表 11：白酒企业营收变化是固定资产投资的领先指标	7
图表 12：高端酒与次高端酒营业收入及增速	8
图表 13：白酒行业市场份额占比（2020 年）	8
图表 14：白酒龙头爆款单品价增大于量减	9

图表 15: 某次高端酒厂管理费用占营收比大幅下降	9
图表 16: “批价-出厂价”衡量渠道利润	9
图表 17: 龙头酒厂销售渠道变化	9
图表 18: 白酒龙一逐渐发力直销渠道	10
图表 19: 白酒龙一代销量增长率逐年下降	10
图表 20: 次高端酒企 A 营业收入变化 (亿元)	10
图表 21: 次高端酒企 B 营收及经销商布局	10
图表 22: 中国牛奶产量情况	11
图表 23: 中国奶类消费量及价格变动情况	11
图表 24: 中国民众饮奶习惯情况	12
图表 25: 中国奶类消费量及价格变动情况	12
图表 26: 乳制品产业链	12
图表 27: 上游牧场数量-总存栏分布	13
图表 28: 生鲜乳价格对毛利率影响情况	13
图表 29: 头部企业液态奶收入占比	13
图表 30: 龙头企业各产品毛利率情况	13
图表 31: 液态奶各产品占比情况	14
图表 32: 液态奶产品 CR2	14
图表 33: 龙头企业奶粉收入情况	14
图表 34: 我国出生人口情况	14
图表 35: 调味品两轮低点分别由于供给快过库存压力大及需求端疲弱	15
图表 36: 调味品产业链	16
图表 37: 国内调味品市占率显著低于日本市场 (2020 年)	16
图表 38: 酱油占中国调味品结构中主要位置	16
图表 39: “先款后货”模式提前锁定企业营收	17
图表 40: 龙头企业经销商数量增速放缓	17
图表 41: 城镇居民人均消费性支出上升缓慢	17
图表 42: 社零数据表现不佳	17
图表 43: 调味品龙头成本结构拆分	18
图表 44: 酱油核心原材料价格上涨明显	18
图表 45: PPI 向 CPI 的顺利传导可缓解企业成本压力 (阴影部分为历次提价时点)	18
图表 46: 调味品龙头布局复合健康化产品较少	19
图表 47: 复合调味品是新的增长点	19
图表 48: 中国啤酒产量和主要消费人口情况	20
图表 49: 中国啤酒产量和主要消费人口情况	20
图表 50: 中国啤酒人均消费量和人均 GDP 增速情况	20
图表 51: 境内销售啤酒吨单价情况	21
图表 52: 境内销售啤酒厂商毛利率情况	21
图表 53: 啤酒产业链	21
图表 54: CR5 市场占有率变动情况	22
图表 55: CR3 中外对比情况	22
图表 56: 龙头啤酒厂商成本拆分	23
图表 57: 2020 年啤酒成本结构拆分 (以某龙头企业为例)	23
图表 58: 国内龙头厂商产能利用率变动情况	23
图表 59: 罐装啤酒优势分析	23
图表 60: ETF 跟踪指数要素表	24

一、食品饮料类 ETF 介绍

(一) ETF 跟踪指数情况介绍

中证食品饮料指数 (930653.CSI) 主要涵盖食品饮料行业中的四大细分板块, 包括白酒, 乳制品, 调味品和啤酒。截止 2021 年 12 月 31 日, 上述四个行业累计市值权重达到指数总体的 76.95%, 指数跟踪 ETF 规模为 156 亿。同类指数主要有中证主要消费指数 (000932.SH) 和国证食品指数 (399396.SZ), 跟踪 ETF 规模分别为 185 亿和 75 亿。综合考虑食品饮料行业市值占比和跟踪 ETF 规模, 我们认为标的指数最能刻画食品饮料行业 ETF 的景气度。

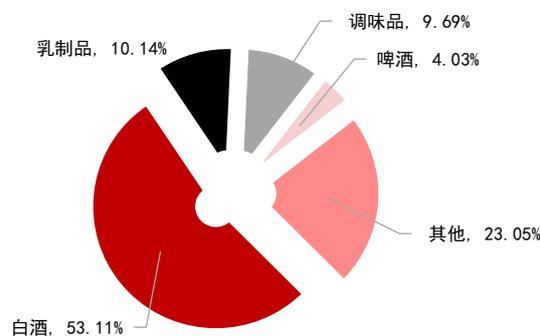
近五年来, 中证食品饮料指数绝对收益显著领先于沪深 300 和中证 800。截止 2021 年底, 指数的五年年化收益率为 25.11%, 年化波动率为 25.79%, 最大回撤 35.75%。2020 年之前, 指数市盈率 (PE-TTM) 徘徊在 30 倍水平, 此后估值中枢上行最高至 60 倍水平后回撤。目前由于 21 年财报尚未披露, 市盈率水平高于 45 倍, 预估动态市盈率在 40 倍水平上下。从 2017 年初至 2021 年末, 食品饮料市盈率/万得全 A 市盈率的乘数从 1.37 倍上升至 2.3 倍。去除市场整体放水情况后, 估值中枢呈上升态势, 但 2021 年后震荡明显。

图表 1: 中证食品饮料指数走势 (截止 2021.12.31)



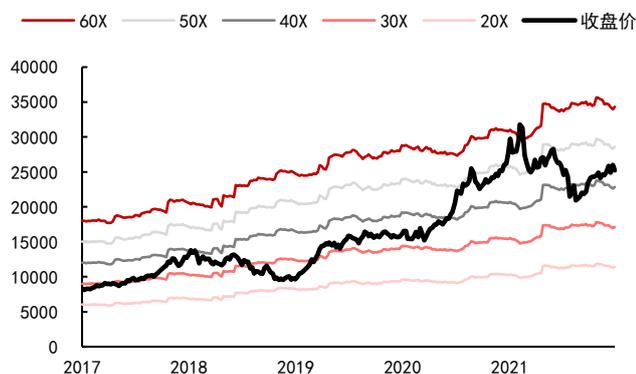
数据来源: Wind 中信期货研究部

图表 2: 行业构成 (截止 2021.12.31)



数据来源: Wind 中信期货研究部

图表 3: 中证食品饮料指数 PE-Band



数据来源: Wind 中信期货研究部

图表 4: 食品饮料指数市盈率/万得全 A 市盈率 (PE-TTM)



数据来源: Wind 中信期货研究部

(二) 食品饮料类 ETF 投资价值展望

- **宏观环境：**超预期降息利好，但节前投资者情绪持续低迷，后续稳增长政策托底及春节传统消费旺季的到来或进一步利好消费行业。同时需关注 Omicron 和相关管控政策对消费复苏产生的直接影响。
- **业绩：**受第四季度疫情反复的影响，食品饮料板块业绩增长或未及预期；近期持续关注相关公司陆续发布盈利预告。
- **估值：**2021 年前三季度已经消化大部分前期持续走高的估值，但第四季度主要成分股股价的提前回升推高了指数估值水平。叠加冬季疫情频发和市场情绪低迷的影响，致使近期估值再度回落。随着消费需求复苏以及龙头企业财务报表披露，食品饮料或将迎来估值进一步修复。

图表 5：食品饮料细分行业展望

行业	市场展望
白酒	<ul style="list-style-type: none"> • 高端酒品牌优势明显，主要博弈点为提价的节奏和渠道的选择； • 次高端酒主要博弈全国化进程，关注企业省内外营收及经销商数量变化； • 目前高端酒竞争格局较确定，次高端酒机会较多。
乳制品	<ul style="list-style-type: none"> • 疫情导致国民健康意识提升，传统液体奶市场有望迎来二次扩容； • 体育强基相关政策落地将有助于年轻一代养成饮奶习惯； • 奶粉赛道国货崛起，龙头企业有望实现量价共振。
调味品	<ul style="list-style-type: none"> • 行业集中度有望进一步提升； • 量升乏力，龙头渠道扩张进度放缓，下游餐饮市场景气度恢复较差； • 价升顺畅，龙头提价有望进一步提升盈利，但参与复合化健康化转型较少； • 估值较高，或不是较好切入时点。
啤酒	<ul style="list-style-type: none"> • 群雄割据局面或难改变，未来博弈主要在产品高端化转型； • 局部市场摩擦仍有加剧可能，近期无法提升渠道议价能力； • 目前整体估值较高，投资不确定性高。

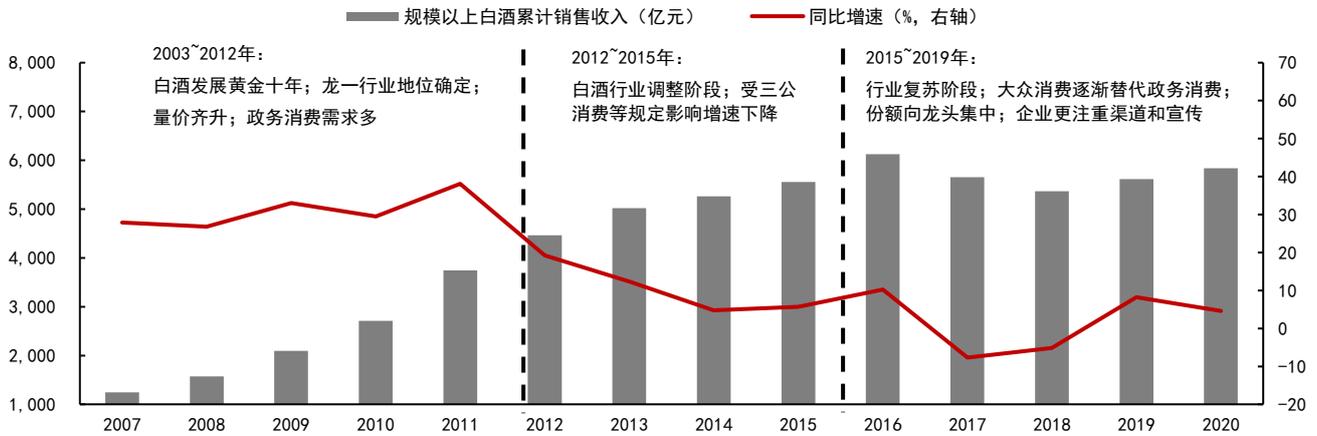
资料来源：中信期货研究部

二、白酒行业：一超两强，群雄割据

(一) 消费升级，成熟稳定

我国白酒行业已进入相对成熟的发展阶段。2003 年至 2012 年是白酒行业发展的黄金十年。白酒企业依靠自身产能的提升、品牌的塑造、渠道的完善飞速发展。在此阶段，白酒产量高速增长，实现量价齐升，龙头酒厂座次排定。2012 年至 2015 年白酒行业进入阶段性调整，受三公消费等系列政策影响，需求断崖下滑，导致整个行业增速放缓。从 2015 年开始行业进入复苏阶段，大众消费需求逐渐替代政务需求，份额逐渐向龙头集中。

图表 6：白酒行业历史发展复盘



资料来源：Wind 国家统计局 中信期货研究部

白酒需求端增速日驱放缓，上游材料的成本对企业利润影响较小。白酒的生产流程主要为“制曲—制酒—贮存—勾兑—包装”，酒品质量及香型主要受到上游粮食、酒曲、水源、酿酒工艺等影响。白酒产品天然毛利率较高，上游原材料价格对公司利润影响较小。2020年龙头公司毛利率录得93.99%，其他头部企业普遍维持在70%以上。白酒生产企业利润主要取决于需求端变动，在需求增速日驱放缓的背景下，次高端白酒主要博弈点为市场占有率的提升。

图表 7：白酒产业链



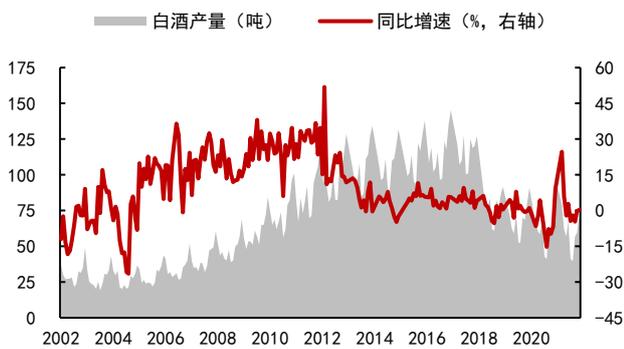
资料来源：中信期货研究部

近年来个人消费占需求端比例逐步攀升至超过 50%，而政务消费下降至仅占 2%。白酒需求端由政务消费、商务消费及个人消费组成。传统的高端白酒主要需求来源为政务消费，2012 年该类需求占总量的约 40%。2011 年至 2013 年，政府出台一系列政策对公务支出购买高档酒进行限制，三公消费支出预算由 2011 年的 94.28 亿元下降至 2014 年的 71.51 亿元，此后一路下降至 2018 年，白酒政务需求大幅下降。规模以上白酒企业累计销售收入同比增速大幅下降，由 2012 年的 19.21% 降至 2015 年的阶段性低点 5.7%，2017 至 2018 年呈现负增长，2020 年增速恢复至 4.61%。

白酒个人及家庭需求高速增长，背后的力量来自于中国高净值人群的逐年快速上升和人民消费支出的提升。伴随着消费升级概念的提出，“品牌化、多元化、个性化、健康化”逐渐成为白酒企业新的追求。消费者喝的健康、体面与享受将推动高端酒企品牌打造坚实的护城河优势，不断巩固其市场竞争力。

图表 8：白酒产量同比增速放缓

图表 9：三公经费支出预算逐年下降



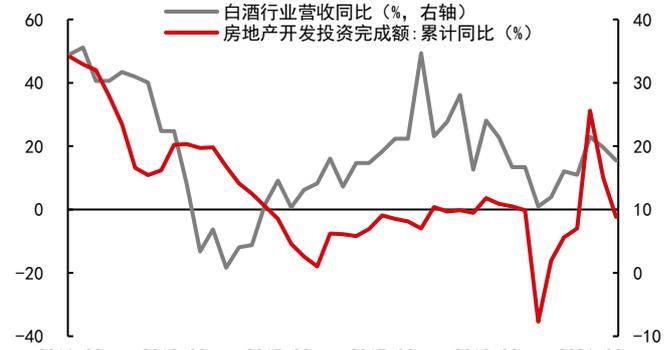
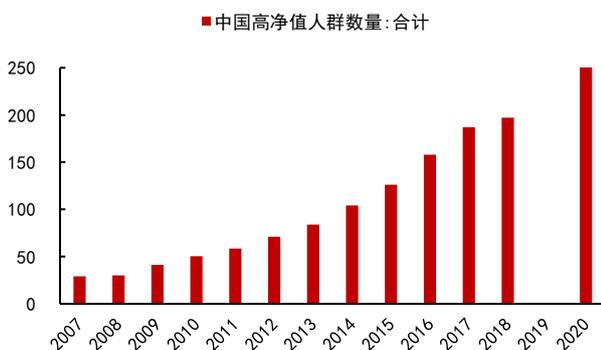
数据来源：公司公告 公司财报 中信期货研究部

数据来源：Wind 财政部 中信期货研究部

商务活动一直在白酒需求端占据着较为重要的位置，以地产和基建开发为代表的固定资产投资活动创造了大量的白酒商务消费场景。由于房地产开发和基础设施建设上游涉及大宗商品的使用和购买、中游建筑建设活动开展、下游销售等一系列商务活动，从项目的洽谈到开发的落地，这期间孕育了白酒消费的广泛场景。从历史经验上看，白酒行业营收同比领先于房地产开工。

图表 10：消费属性的增强得益于高净值人群增长(2019 缺失)

图表 11：白酒企业营收变化是固定资产投资的领先指标



数据来源：招商银行 中信期货研究部

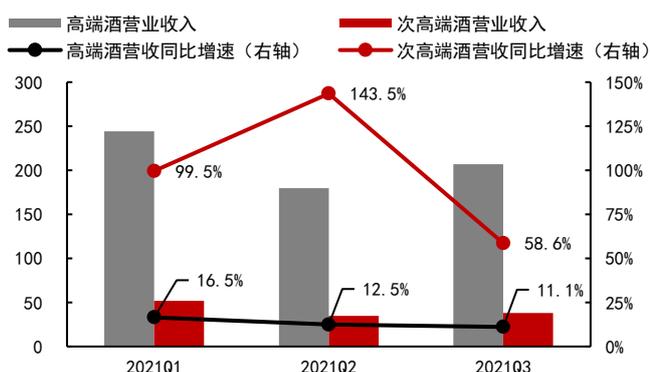
数据来源：Wind 中信期货研究部

（二）高端酒一超两强，次高端群雄割据

高端酒目前竞争格局较为稳定，总体营业收入额大且每年保持稳定增长，龙头酒企毛利率常年维持在 90%以上；而次高端酒营业收入额相比之下约为高端酒的 1/5，其增速季节波动性较大。

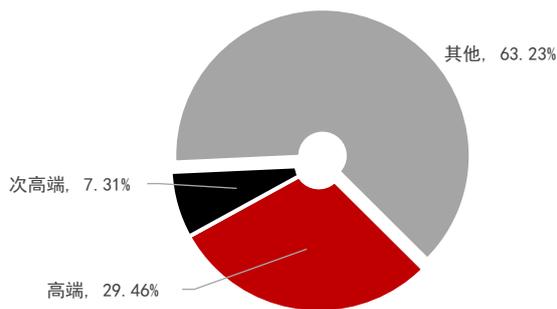
高端酒主要靠品牌的打造和爆款单品的推出占领市场。在严控基酒产能及调控留存勾兑比例的情况下保证供给的稀缺性，并依靠周期性提价提高企业利润。龙头酒厂品牌标识的价值不仅局限于酒品质量的把控，更赋予饮酒者高端及身份的认同感。龙头酒厂主打酱香型典范，销售收入连续 5 年保持 10%~15%的增速；为控制下游经销商炒作价格，新任董事长取消拆箱政策，稳定箱装单价，进一步规范下游市场秩序。次高端两强酒厂也在发力于企业品牌建设，两大单品争夺千元价格带市场，且分别依靠“1+3”品牌战略模式理顺产品条线，及建立品牌复兴小组和朗朗上口的广告语深入人心。

图表 12：高端酒与次高端酒营业收入及增速



数据来源：Wind 公司财报 中信期货研究部

图表 13：白酒行业市场份额占比（2020 年）



数据来源：Wind 公司财报 中信期货研究部

次高端酒主要博弈全国化进程，群雄割据局面将被逐渐打破，用人管理制度市场化改革及股权激励事件为企业改革注入活力。次高端酒分为清香型、浓香型及郁馥香型多种品类，通过其口味特点提高客群粘性。2020 年次高端酒市场份额仅 3.69%，且行业集中度较低。部分头部企业通过股权激励及员工持股模式改制促进企业员工发挥主观能动性，管理效率显著提升，管理费用率逐在下行。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36717



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn