

行业如期复苏，关注业绩兑现

——行业月度动态报告

食品饮料行业

推荐(维持评级)

核心观点:

整体观点：1至2月社零改善，食品CPI环比下跌。从社零总额来看，2023年1至2月同比+3.5%，高于2022年12月的-1.8%，其中餐饮收入同比+9.2%，显著高于2022年12月的-14.1%。从食品CPI来看，2月同比+2.6%，环比-2%，同比与环比涨幅较1月均有下降，主要归因于：1) 节后消费需求回落；2) 天气转暖供给充足，大部分鲜活食品价格均有所下降，其中猪肉和鲜菜价格分别下降11.4%和4.4%。

白酒：酒企淡季控货挺价，“糖酒会”或形成催化。预计4月白酒行情或向上，主要系：1) 4月逐渐步入业绩披露期，市场更加关注业绩的兑现情况，根据目前跟踪情况回款表现顺利，库存处于正常区间，因此预计白酒行业22年报与23Q1都有较好的业绩确定性；2) 23Q2与H2，随着商务宴席的回补叠加低基数效应，板块业绩继续修复且次高端弹性大，依旧比较乐观；3) 3月以来老窖、洋河、舍得等酒企在淡季控货挺价，有望推动二季度渠道利润修复；4) 白酒板块的估值调整到相对更合适的位置，PE(TTM)的3年分位数24%。

啤酒：1至2月啤酒产量下滑，3月包材价格同比持续下降。23年1至2月啤酒产量同比-1.2%，低于12月同比增速8.5%，但淡季波动影响不大，预计随着3月天气转暖与消费场景进一步修复，有望推动23Q1整体实现稳健增长。成本端，部分酒企22年报业绩已反映22Q4成本压力缓和，而23年3月瓦楞纸/LME铝/玻璃价格分别同比-20.3%/-35.2%/-21.8%，因此预计23Q1盈利能力改善趋势得以延续。

调味品：关注23Q2动销回暖加速库存去化对板块的催化。需求端，由于1~2月终端动销改善幅度有限，叠加渠道库存仍处高位，23Q1基本面恢复的时间被拉长，当前重点工作仍是促销降库存，建议重点关注4~5月的催化，主要系终端需求有望加速回暖+库存经过1个季度的去化。成本端，3月大豆价格同比-4.0%，环比亦继续回落，预计23H1成本压力延续缓和趋势。

乳制品：1至2月送礼需求修复推动产量提速，原奶价格仍持续回落。需求端，23年1至2月乳制品累计产量同比+5.5%，增速环比与同比均提升，我们认为主要系春节送礼消费场景修复，驱动常温白奶、常温酸奶品类动销同比明显改善，货龄亦较去年同期下降。成本端，23年3月奶价同比-4.8%，仍处于价格下行周期，预计4月仍将延续回落趋势。

投资建议：全年来看，仍坚持把把握二个维度：维度一，寻找景气周期+疫后复苏共振的弹性；维度二，重视疫情带来的长期逻辑变化。重视三个阶段的节奏分化：1.过渡期(1-2月)：重点关注高端白酒、餐饮供应链。2.弱复苏(3-6月)：关注高端白酒、次高端白酒、餐饮供应链、乳品。3.强复苏(7-12月)：关注高端白酒、调味品、啤酒、功能饮料。短期来看，复苏节奏或有所加快，关注高端白酒(贵州茅台、五粮液、泸州老窖)，并加大重视次高端(山西汾酒)；餐饮供应链(海天味业、日辰股份)、饮料(东鹏饮料、李子园)。

风险提示：需求恢复不及预期；成本涨幅超预期；食品安全问题。

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

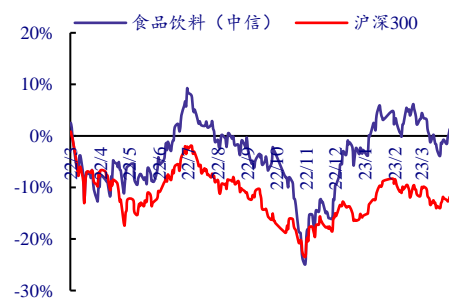
周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

行业数据 2023.3.30



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河食品饮料】行业月度动态报告: 春节动销回暖, 行业复苏在途

【银河食品饮料】行业月度动态报告: 多地疫情相继达峰, 消费场景复苏在即

【银河食品饮料】行业月度动态报告: 情绪率先修复, 基本面改善可期

目 录

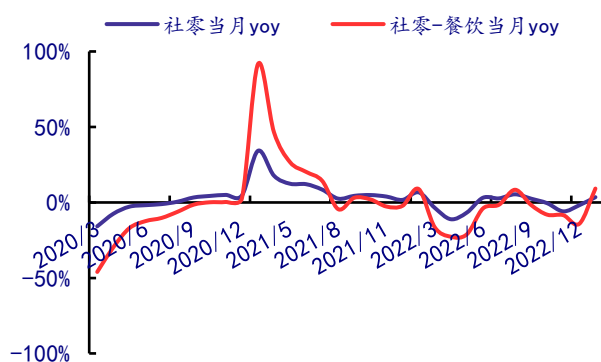
一、宏观：1至2月社零改善，食品CPI环比下跌.....	2
二、食品饮料：行业如期复苏，关注业绩兑现.....	2
（一）白酒：酒企淡季控货挺价，糖酒会或形成催化.....	3
1、观点更新：如何展望23Q2白酒行情持续性？.....	3
2、中期视角：本轮结构升级趋势不改.....	3
3、月度跟踪：23年3月茅台飞天等品牌批价略有上升.....	4
（二）啤酒：1至2月啤酒产量下滑，3月包材价格同比持续下降.....	5
1、中期视角：行业高端化逻辑持续演绎.....	5
2、月度跟踪：1至2月啤酒产量下滑，3月包材价格同比持续下降.....	6
（三）调味品：关注23Q2动销回暖加速库存去化对板块的催化.....	8
1、中期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点.....	8
2、月度跟踪：C端动销弱改善，“零添加”渗透率提升.....	9
（四）乳制品：1至2月送礼需求修复推动产量提速，原奶价格仍持续回落.....	10
1、中期视角：二强企业战略分化，竞争趋缓提升盈利能力.....	10
2、月度跟踪：1至2月送礼需求修复推动产量提速，原奶价格仍持续回落.....	11
三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况.....	11
（一）23年3月行业指数下跌，估值回归愈加合理水平.....	12
（二）估值分析：23年3月食品饮料PE相对A股溢价110%.....	13
（三）国际比较：国内食品饮料板块较美国市场显著溢价.....	13
（四）涨幅复盘：23年3月食品饮料涨跌幅排名第12.....	13
四、投资建议.....	15
五、风险提示.....	15

一、宏观：1至2月社零改善，食品CPI环比下跌

23年1至2月社零增速改善。2023年1至2月，社零总额同比+3.5%，高于2022年12月的-1.8%，但仍低于2019-2021年平均复合增速5.3%；其中，1至2月餐饮收入同比+9.2%，高于2022年12月的-14.1%，亦高于2019-2021年平均复合增速2.6%。

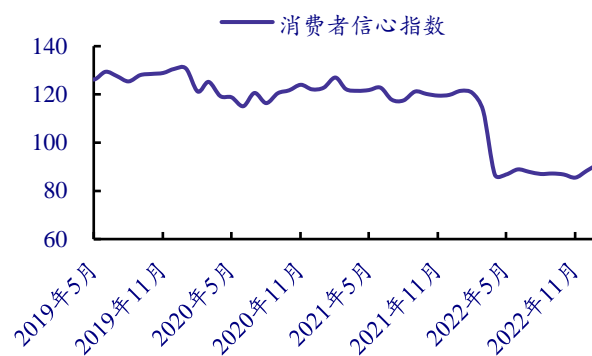
23年1月消费者信心指数反弹。2023年1月，消费者指数环比上涨，其中消费者信心指数为91.2，处于上升通道。预计随着疫情进一步好转与收入水平恢复，消费者信心指数有望逐步回升。

图1:2023年1至2月社零总额/餐饮分别同比+3.5%/+9.2%



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图2:2023年1月消费者信心指数环比上升

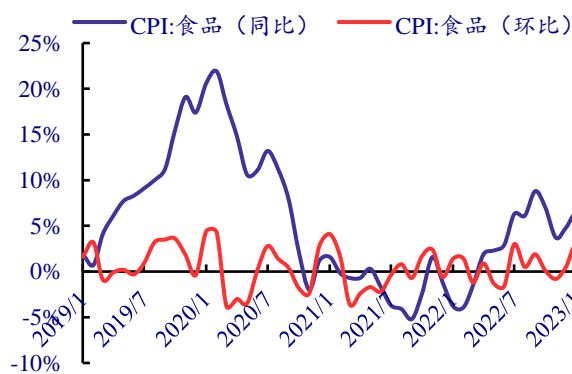


资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

节后消费需求回落，23年2月食品CPI环比下跌。2月食品CPI同比+2.6%，环比-2%，同比与环比涨幅较1月均有下降，主要归因于：1)节后消费需求回落；2)天气转暖供给充足，大部分鲜活食品价格均有所下降，其中猪肉和鲜菜价格分别下降11.4%和4.4%。

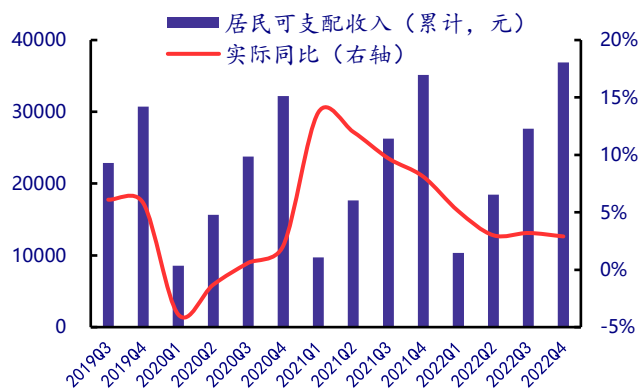
2022Q4居民可支配收入水平提升5.0%。2022Q4，居民人均可支配收入名义同比+5.0%，实际同比+2.9%，持平于同期GDP（不变价）增速。

图3:2023年2月CPI:食品变化



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图4:22Q4居民人均可支配收入同比+5.0%



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

二、食品饮料：行业如期复苏，关注业绩兑现

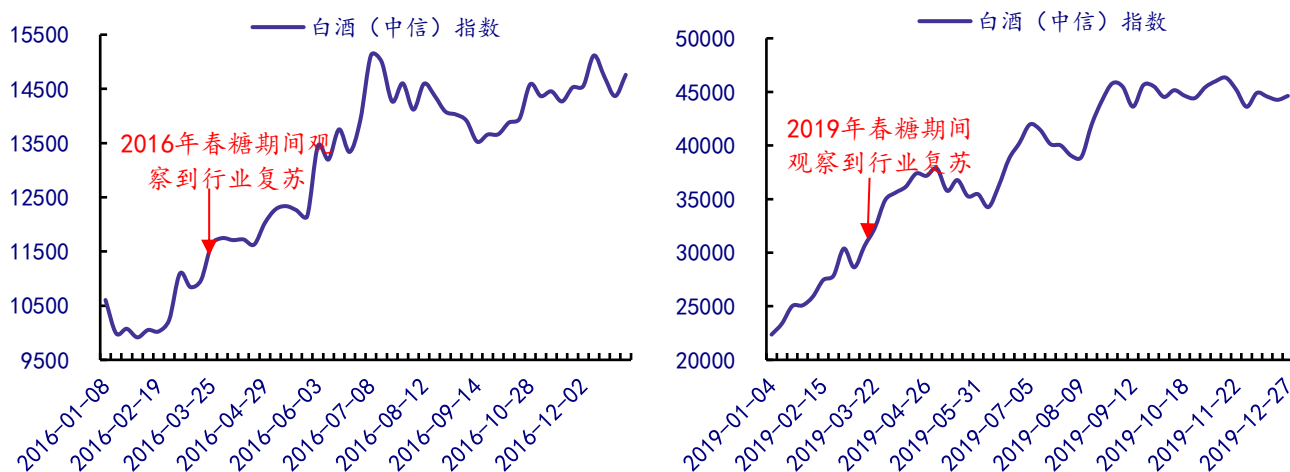
(一) 白酒：酒企淡季控货挺价，糖酒会或形成催化

1、观点更新：如何展望 23Q2 白酒行情持续性？

板块整体，预计 4 月白酒行情或向上，主要系：1) 4 月逐渐步入业绩披露期，市场更加关注业绩的兑现情况，根据目前跟踪情况回款表现顺利，库存处于正常区间，因此预计白酒行业 22 年报与 23Q1 都有较好的业绩确定性；2) 23Q2 与 H2，随着商务宴席的回补叠加低基数效应，板块业绩继续修复且次高端弹性大，依旧比较乐观；3) 3 月以来老窖、洋河、舍得等酒企在淡季控货挺价，有望推动二季度渠道利润修复；4) 白酒板块的估值调整到相对更合适的位置，PE (TTM) 的 3 年分位数 24%。

板块内部，节前主要系送礼消费场景修复，而目前宴席、商务宴请还有较大修复空间，春节前后各地宴请已现抬头趋势，因此在这一逻辑下，建议 4~5 月积极关注宴请需求占比较高的白酒，例如老窖，后续有望展现弹性。

图 5：历史数据表明在消费的上行周期（2016、2019）“春糖”大概率是指数上涨的催化剂



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

2、中期视角：本轮结构升级趋势不改

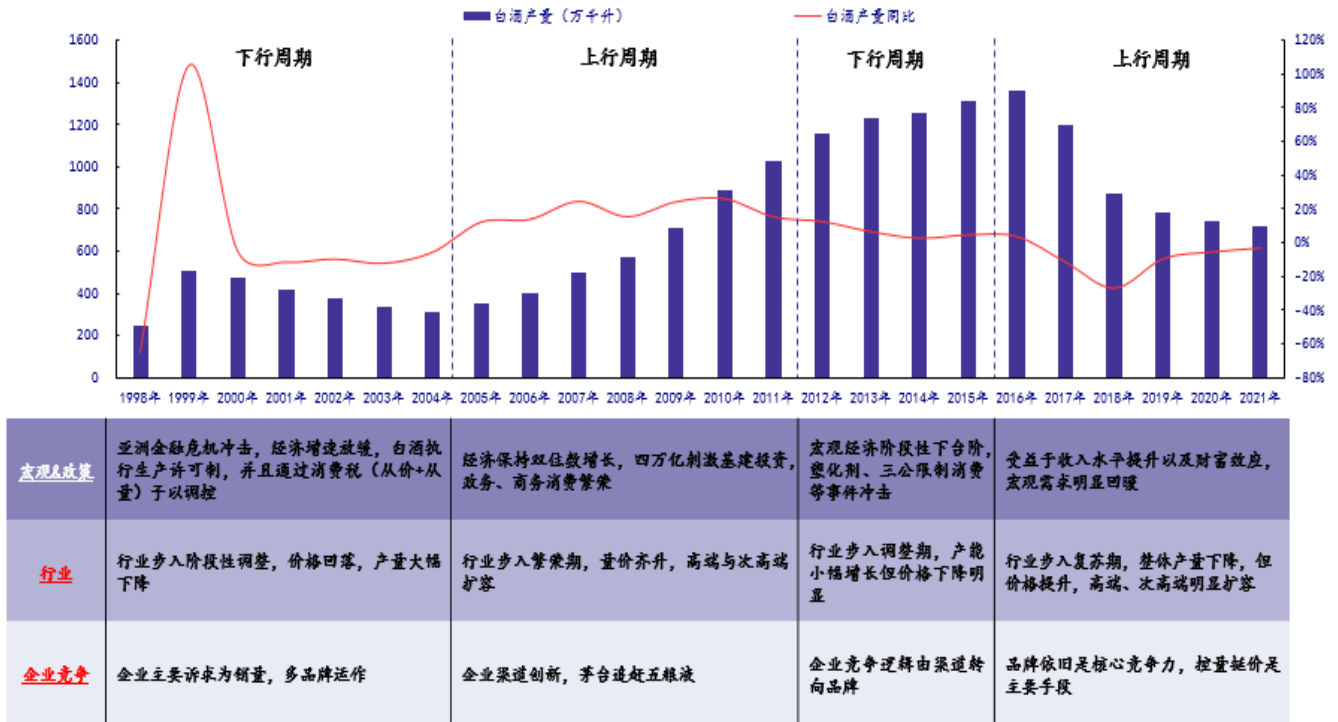
白酒行业在 2016 年开始步入新一轮周期，表现为周期弱化、景气延长、高端批价强支撑。本轮周期，在消费升级的背景下，行业增长动力切换为价格，竞争逻辑演绎为控量提价与品牌。

回顾 2022 年，疫情不改本轮周期发展趋势，全年行业主要矛盾演化为疫情制约终端消费场景与渠道备货节奏，虽然酒企报表端延续较快增长，但批价回落与渠道库存走高反映行业已步入下行调整期。

展望未来 1~2 年，在疫情不发生大范围反复的前提下，行业基本面有望平稳过渡，但板块内部或有分化。1) 高端酒，关注茅台提价预期与市场化改革红利的释放节奏，五粮液成长性与估值已经步入高性价比区间；2) 次高端酒，有望延续高增态势，关注泛全国化企业由渠道

快速扩张向渠道精耕的切换；3) 大众酒，延续分化趋势，徽酒成长性更优。

图 6：2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期

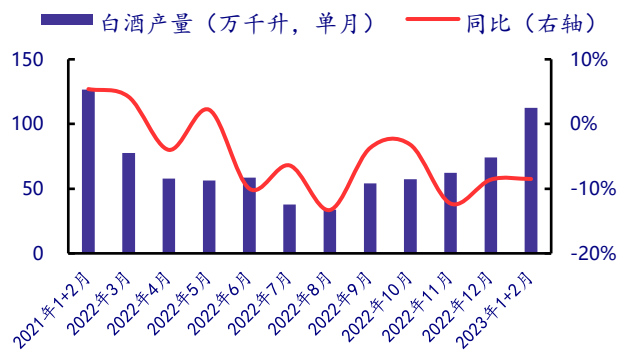


资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

3、月度跟踪：23 年 3 月茅台飞天等品牌批价略有上升

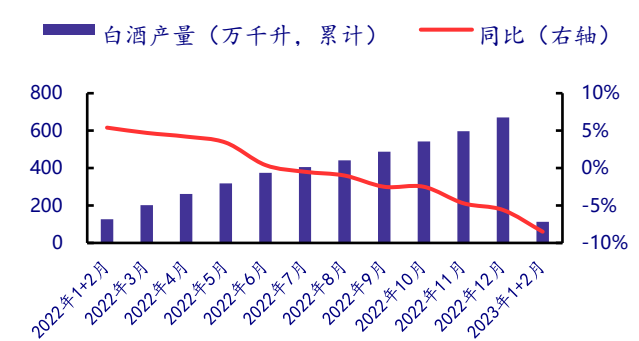
1 至 2 月产量环比下降。根据统计局数据，2023 年 1 至 2 月，白酒产量 112.4 万千升，同比-8.5%，下滑幅度环比 12 月缩窄，行业整体处于复苏过程。

图 7：2023 年 1 至 2 月白酒产量同比下降 8.5%



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

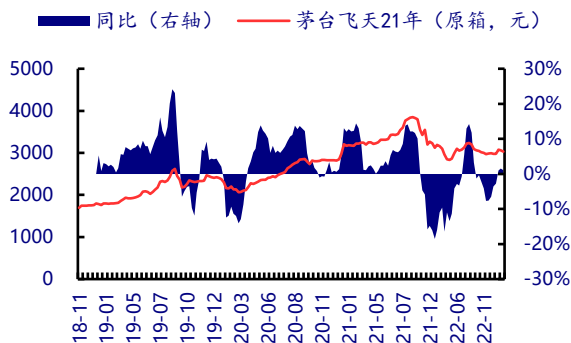
图 8：2023 年 2 月白酒累计产量同比下降 8.5%



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

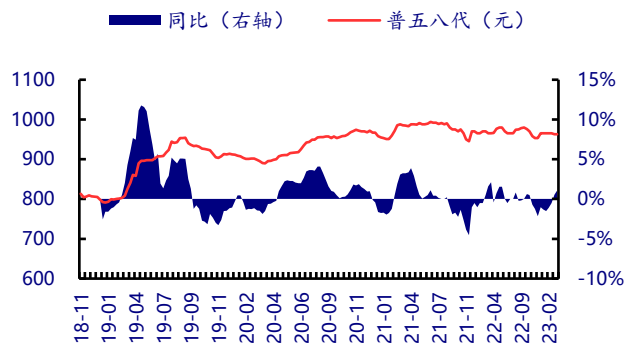
一批价：3 月飞天、普五均稳中略回落。根据今日酒价数据，截止 3 月底，茅台飞天（21 年箱价）批价为 3035 元，环比 2 月底略有回落，相较之下，五粮液普五企稳，老窖 52 度、洋河梦之蓝、汾酒青花 20 批价均较稳定，反映出疫后行业不确定性增强，高端品牌更受认可。

图 9：飞天茅台一批价



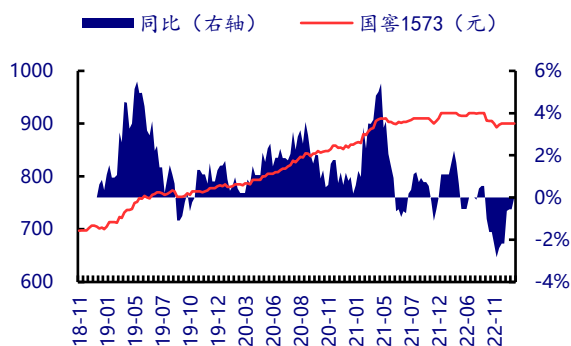
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 10：五粮液普五一批价



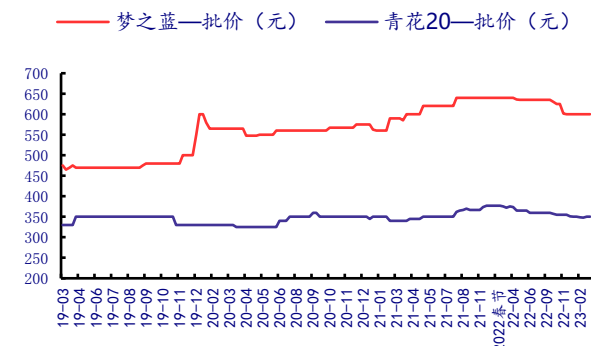
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 11：国窖 52 度一批价



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 12：其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花 20）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

（二）啤酒：1 至 2 月啤酒产量下滑，3 月包材价格同比持续下降

23 年 1 至 2 月啤酒产量同比-1.2%，低于 12 月同比增速 8.5%，但淡季波动影响不大，预计随着 3 月天气转暖与消费场景进一步修复，有望推动 23Q1 整体实现稳健增长。成本端，部分酒企 22 年报业绩已反映 22Q4 成本压力缓和，而 23 年 3 月瓦楞纸/LME 铝/玻璃价格分别同比-20.3%/-35.2%/-21.8%，因此预计 23Q1 盈利能力改善趋势得以延续。

1、中期视角：行业高端化逻辑持续演绎

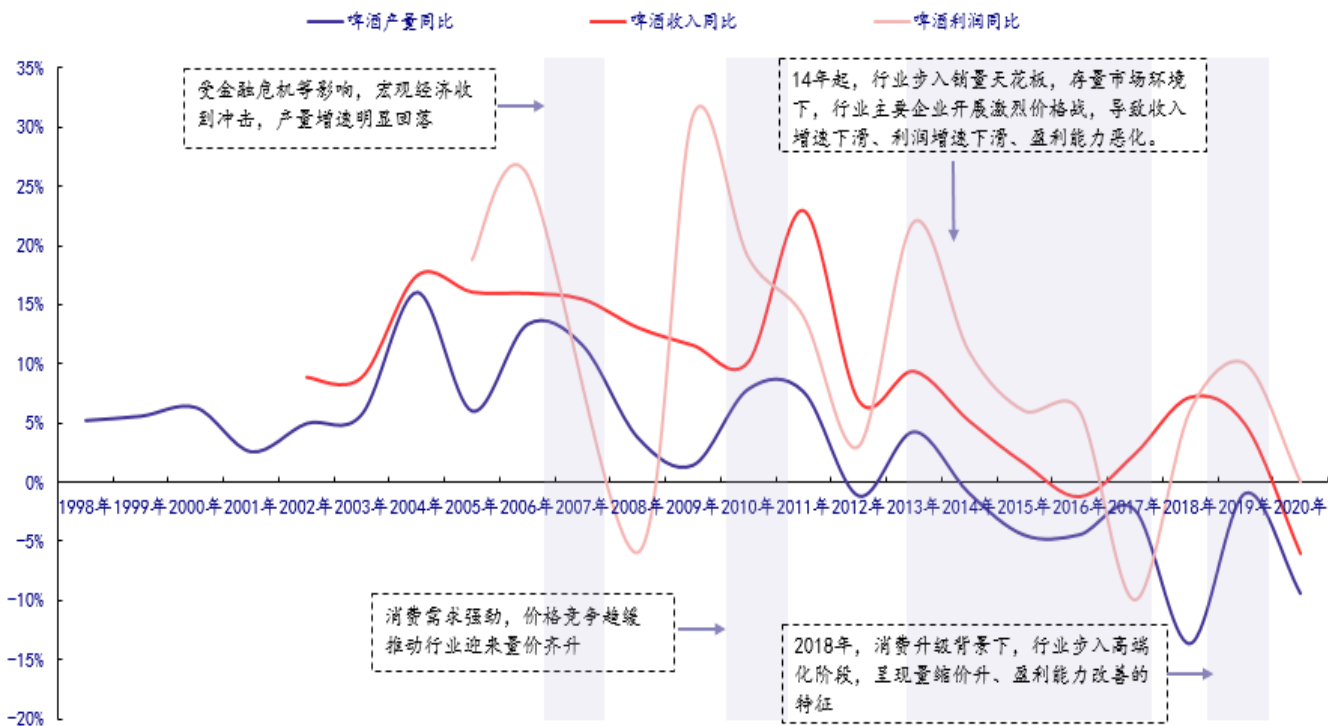
2019 年至今，啤酒行业已步入高端化&高质量发展阶段，行业主旋律由“总量缩减+集中度提升+价格战”演绎为“格局稳固+高端升级”。对标海外成熟市场经验，在啤酒高端化的趋势下，主要企业将步入利润加速释放阶段，盈利能力的改善将推动行业未来迎来戴维斯双击。

2021 至 2022 年疫情不改高端化趋势，再次验证了我们这一观点。根据统计局数据，2021 年啤酒行业生产量同比+4.6%，但较 2019 年仍下滑 6.3%，2021 年吨酒价持续提升，高端化趋势不改。

展望未来 1~2 年，我们认为啤酒行业已步入高端化的第二阶段，看好头部企业的 α 机会。

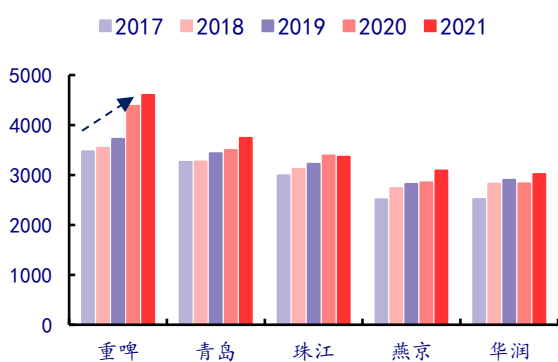
1) 竞争格局稳固，高端化逻辑持续演绎，巨头利润导向下，产品结构优化且费效率提升；2) 预计随着疫情影响范围减小和人均收入恢复，需求有望进一步修复，叠加 2022 年世界杯，啤酒需求端或迎来改善；3) 玻璃等包材价格已回落，提价业绩弹性有望兑现。

图 13：啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段



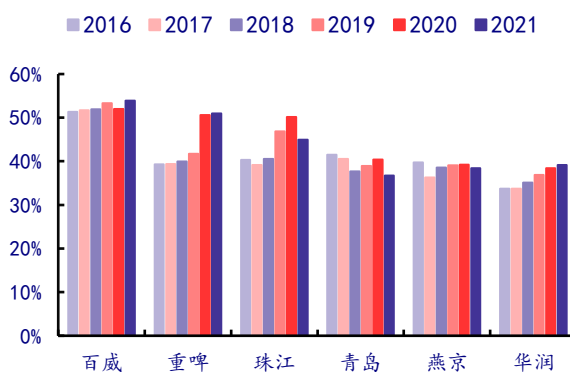
资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图 14：啤酒行业吨价持续提升（出厂端，2017-2021 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 15：啤酒企业盈利能力提升（毛利率，2016-2021 年）

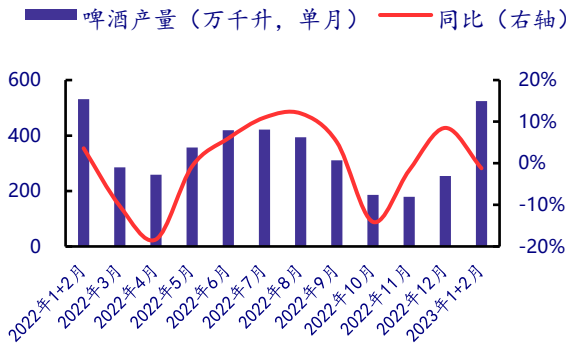


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：1 至 2 月啤酒产量下滑，3 月包材价格同比持续下降

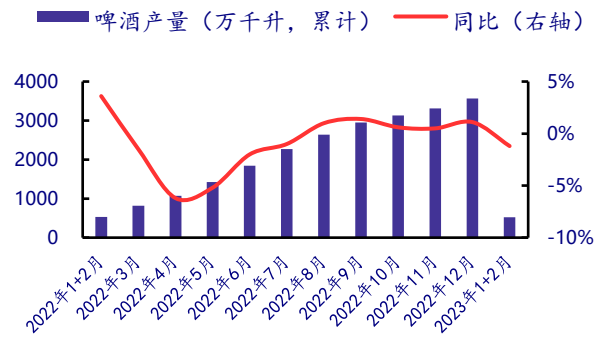
23 年 1 至 2 月啤酒产量下滑。根据统计局口径，2023 年 1 至 2 月，啤酒产量为 524.8 万千升，同比-1.2%，低于 12 月同比增速 8.5%。

图 16: 2023 年 1 至 2 月啤酒产量同比-1.2%



资料来源: 国家统计局, IFinD, 中国银河证券研究院

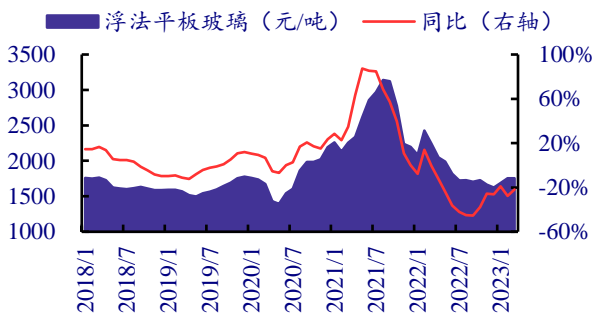
图 17: 2023 年 2 月累计啤酒产量同比-1.2%



资料来源: 国家统计局, IFinD, 中国银河证券研究院

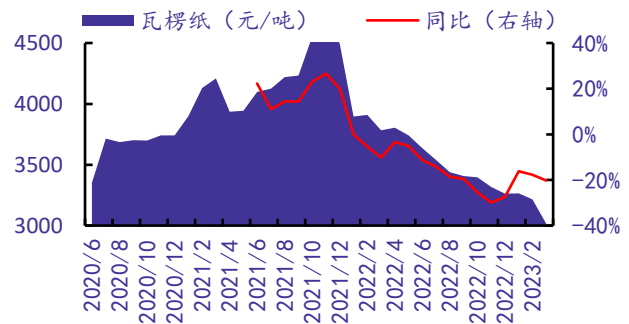
成本端: 3 月包材价格同比仍下降, 但环比略有反弹。从包材来看, 2023 年 3 月价格持续回落, 其中瓦楞纸/LME 铝价格分别同比-20.3%/-35.2%, 玻璃价格 3 月同比-21.8%, 但环比有所回升。从原料来看, 国际大麦价格持续攀升, 2 月价格同比+30.3%。

图 18: 2023 年 3 月浮法平板玻璃价格同比-21.8%



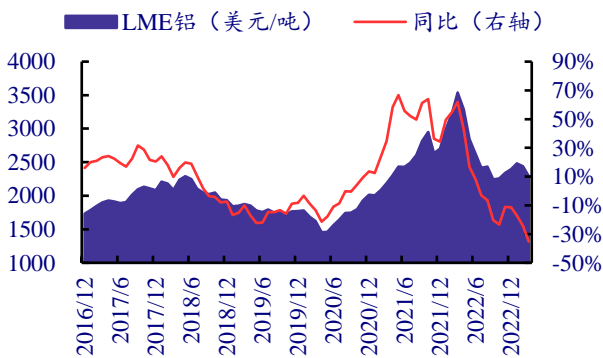
资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

图 19: 2023 年 3 月瓦楞纸价格同比-20.3%



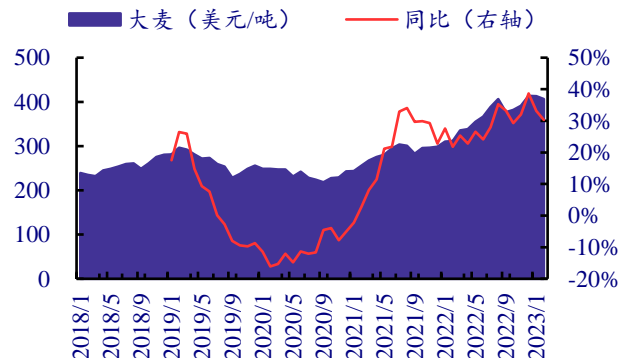
资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

图 20: 2023 年 3 月 LME 铝价同比-35.2%



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

图 21: 2023 年 2 月大麦进口价格同比+30.3%



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

(三) 调味品：关注 23Q2 动销回暖加速库存去化对板块的催化

需求端，由于 1~2 月终端动销改善幅度有限，叠加渠道库存仍处高位，23Q1 基本面恢复的时间被拉长，当前重点工作仍是促销降库存，建议重点关注 4~5 月的催化，主要系终端需求有望加速回暖+库存经过 1 个季度的去化+收入低基数。成本端，3 月大豆价格同比-4.0%，环比亦继续回落，预计 23H1 成本压力延续缓和趋势。

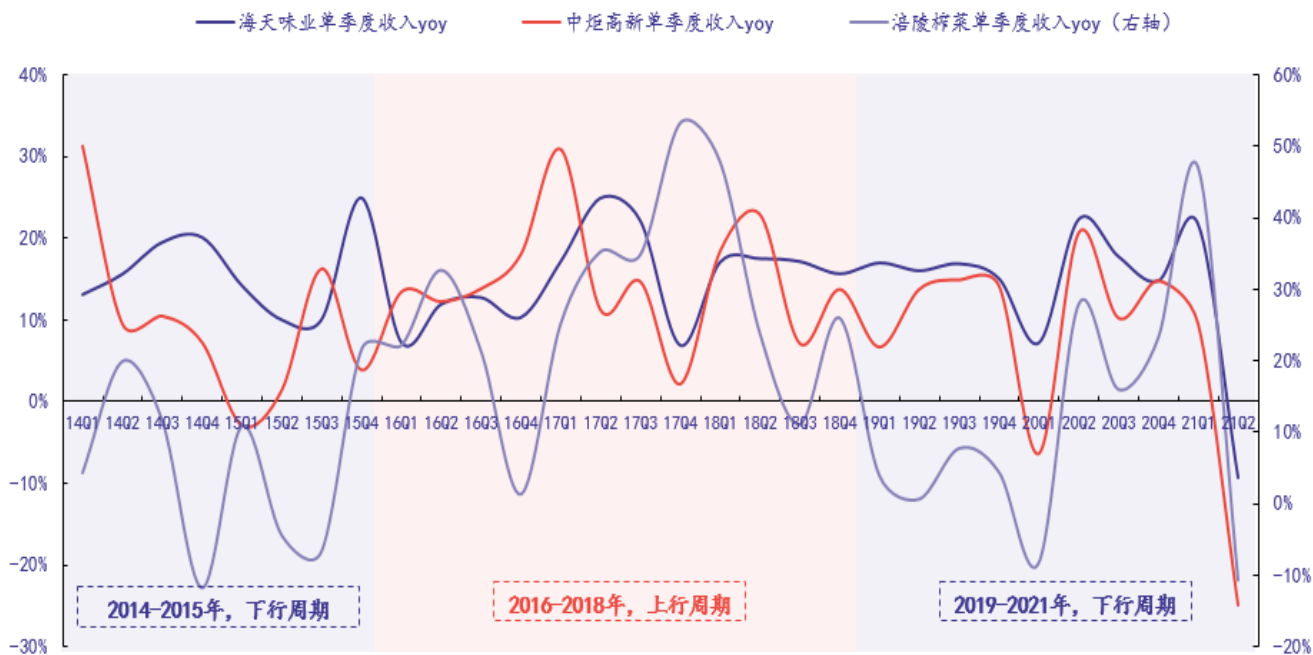
1、中期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点

以 5 年维度来看，我们认为调味品基本面变化与估值波动可以用四重因子加以解释——宏观需求周期、库存周期、费用周期、提价周期。

2019 年至今，行业处于下行周期，并且这一趋势在 2021 年愈演愈烈，终于酿成 21Q2 之后行业收入系统性下滑的局面，从四周期因子来看：(1) 宏观周期，2019 年需求疲软态势渐露，2020~2021 年疫情扰乱消费需求，对餐饮端的影响尤为明显；(2) 库存周期，伴随经济下行而出现库存边际上行状态，海天渠道库存持续处于历史较高位置；(3) 提价周期，经济逆周期+渠道高库存背景下，提价面临较大困难，不同品牌分化明显，22 年初来看海天提价较为顺利，厨邦、千禾仍需时间消化；(4) 费用周期，2019 年开始终端费用投放力度逐步走高，但依然难掩需求疲软和库存高位带来的压力。

展望未来 1~2 年，随着疫情相对好转与防控政策愈加成熟，消费者信心增强，预计终端需求有望进一步修复，同时费用加快投放帮助去化库存，重点观察行业四周期因子向上共振的时间点，届时基本面有望迎来拐点。

图 22：2014-2021 年调味品公司弱周期波动

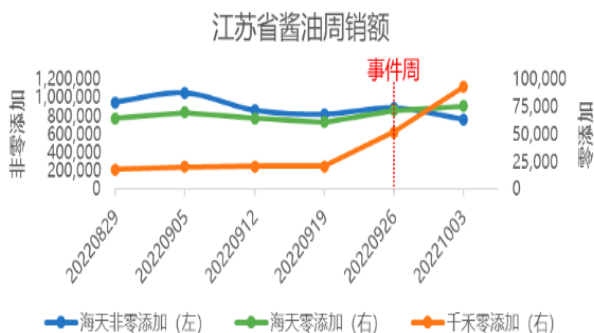


资料来源：IFind，公司公告，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：C 端动销弱改善，“零添加”渗透率提升

需求端：1月，千禾/中炬/恒顺商超渠道销售额分别同比+44.5%/+6.2%/+3.4%。具体来看，千禾“零添加”在四川地区的C端动销环比提速增长，我们认为主要得益于酱油添加剂事件持续发酵，同时公司在终端加大费用投放力度。预计海天收入端压力仍偏大，主要系渠道库存偏高+基数压力；中炬高新执行轻库存策略，在终端动销改善幅度不大的背景下，预计收入端表现相对稳健。

图 23：江苏 C 端零添加销量环比显著提升



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

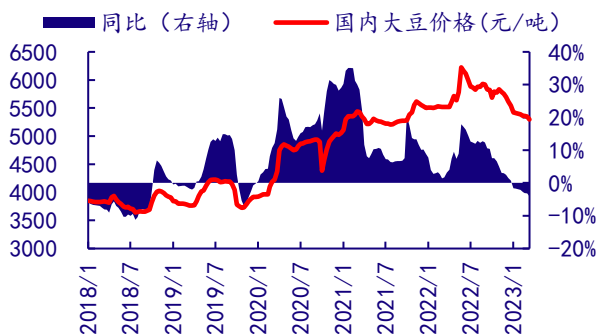
图 24：千禾味业零添加酱油 180 天 500ml 在四川的动销



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

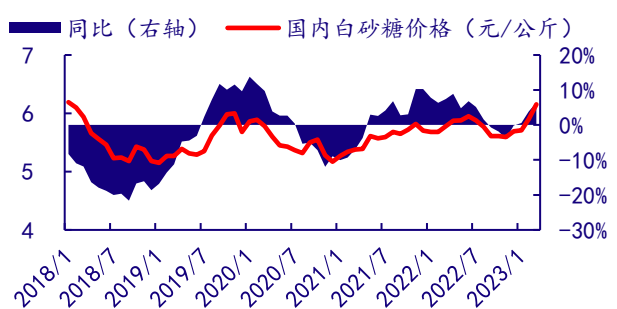
成本端：3月大豆价格同比-4.0%，环比亦继续回落；白糖价格同比+6.4%，环比继续上升。预计 23H1 成本压力延续缓和趋势，但同时警惕 23H2 的反弹。大豆价格 23H1 环比下降：① USDA 预计 2023 年全球大豆供应同比增加；②23H2 猪价下跌后饲料需求亦减少，但也应警惕国内经济复苏或带动部分需求向好。白糖 23 年价格中枢处于低位：①供给增加，国内库存较高且 12 月新榨季伊始后新糖陆续上市；②需求疲弱，疫情波峰导致下游在春节前备货相对谨慎。

图 25：大豆价格在 3 月环比回落



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 26：白糖价格在 3 月环比上升



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

(四) 乳制品：1至2月送礼需求修复推动产量提速，原奶价格仍持续回落

需求端，23年1至2月乳制品累计产量同比+5.5%，增速环比与同比均提升，我们认为主要系春节送礼消费场景修复，驱动常温白奶、常温酸奶品类动销同比明显改善，货龄亦较去年同期下降。成本端，23年3月奶价同比-4.8%，仍处于价格下行周期，预计4月仍将延续回落趋势。

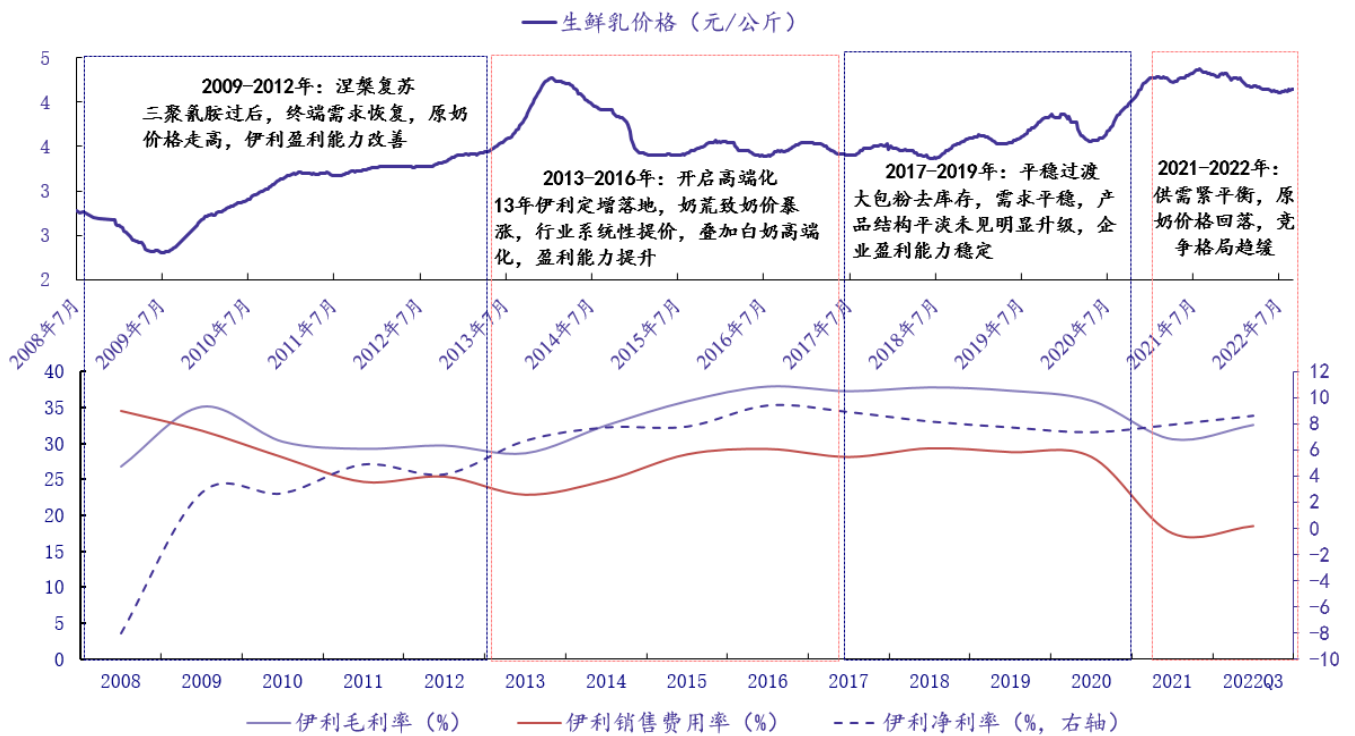
1、中期视角：二强企业战略分化，竞争趋缓提升盈利能力

中期视角看，我们认为原奶价格波动与头部企业战略方向决定了行业的发展逻辑，2020年至今已步入上行周期（结构升级+竞争趋缓）。从总量来看，行业主要驱动力由集中度提升阶段性切换为人均消费量提升（疫情后白奶健康属性凸显），市场总量重回快速扩容通道。从竞争来看，常温奶格局稳固（伊利蒙牛市占率差距稳定在10pcts），二强关于未来3年的战略分化，蒙牛重点发力鲜奶、奶酪，伊利依然聚焦常温液奶、奶粉，因此判断竞争趋缓。

回顾2021年，行业演绎节奏仍符合我们这一判断：景气度提升+竞争趋缓+企业盈利改善。一方面，根据国家统计局数据，2021年乳制品行业生产量同比+9%，得益于疫情后白奶健康属性凸显，行业实现稳健增长。另一方面，原奶价格上行及二强战略分化，主要乳企维持缩减费用投放，同时随着原奶价格涨幅于21H2回落至中低个位数，伊利已在21Q3迎来毛销差拐点。

展望未来1~2年，我们认为疫情后白奶健康属性持续凸显，同时二强仍然维持战略分化，并且原奶价格处于下行通道，因此判断行业毛销差有望改善，释放更多业绩弹性。

图 27：目前乳制品处于上行周期（结构升级+竞争趋缓+企业盈利改善）

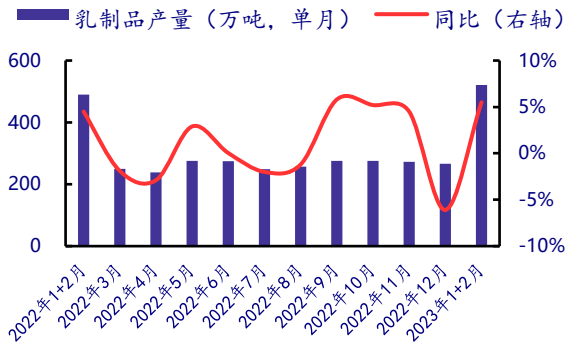


资料来源：IFinD, 中国银河证券研究院

2、月度跟踪：1至2月送礼需求修复推动产量提速，原奶价格仍持续回落

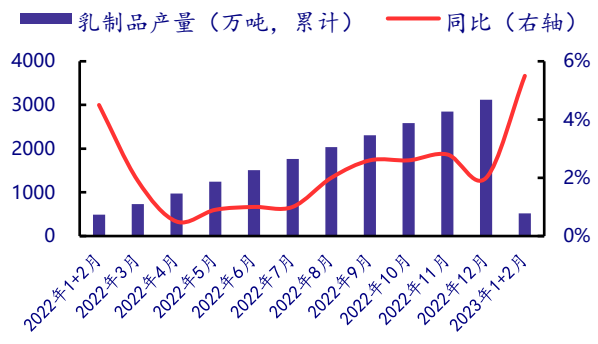
需求端：23年1至2月乳制品累计产量同比+5.5%，增速环比上升。2023年1至2月，乳制品产量同比+5.5%，环比上升，我们认为主要系春节导致送礼等消费场景增加，以及疫情稳定后需求上涨。

图 28：2023 年 1 至 2 月乳制品产量同比+5.5%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

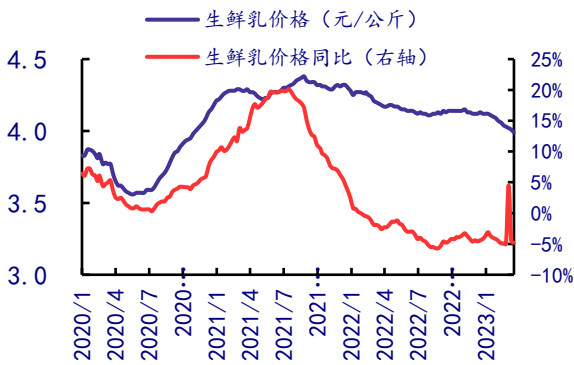
图 29：2023 年 1 至 2 月累计乳制品产量同比+5.5%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

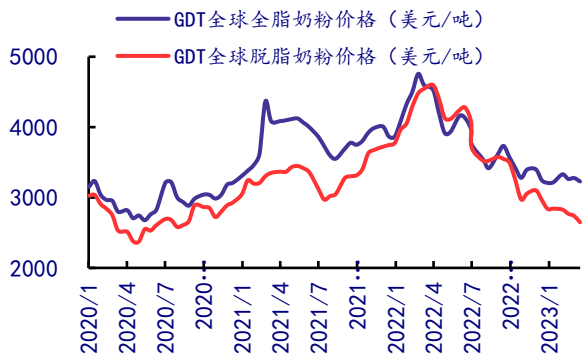
成本端：23年3月奶价同比-4.8%，仍处于价格下行周期。截止2023年3月底，国内生鲜乳价格为3.99元/公斤，环比下降，同比-4.8%，预计4月仍将延续回落趋势。2022H2至今原奶价格仍处于下行通道，主要归因于国内乳制品供需关系从2021年的紧平衡走向2022年的紧宽松，即国内奶牛存栏量增加，供给端快速增长，同时疫情反复导致需求复苏进程较慢。

图 30：2023 年 3 月原奶价格同比-4.8%



资料来源：农业部，IFinD，中国银河证券研究院

图 31：3 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格小幅上涨



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况

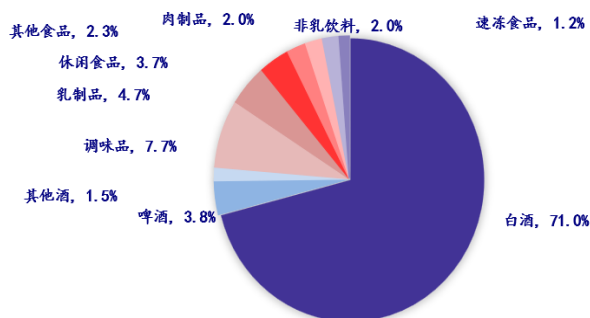
(一) 23年3月行业指数下跌，估值回归愈加合理水平

市值结构：截止2023年3月30日，食品饮料行业共有A股上市公司127家，占全部A股的2.5%，食品饮料行业上市公司市值占A股总市值比重为6.8%。其中白酒为占比最高的子行业，占食品饮料行业总市值的比重约71%。

业绩占比：A股上市公司口径，22年前三季度，食品饮料总营收为7424亿元，同比+10.2%，营业利润总额1683亿元，同比+12.8%。国家统计局口径，22年前三季度，全国食品饮料企业利润总额3744亿元，同比+18.5%。按此计算，22年前三季度，A股食品饮料上市公司营业利润占全部食品行业比重为50.7%，较2021年同期下降2.6pct。

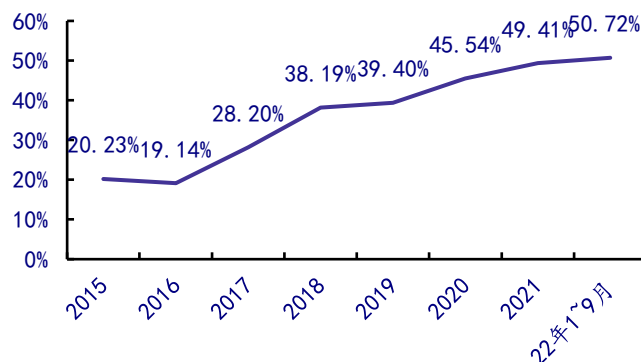
新股上市：2019~2022年分别为8/11/12/4家。2023年3月，尚无新的食品饮料行业上市公司。

图 32：2023 年 3 月底食品饮料行业市值结构



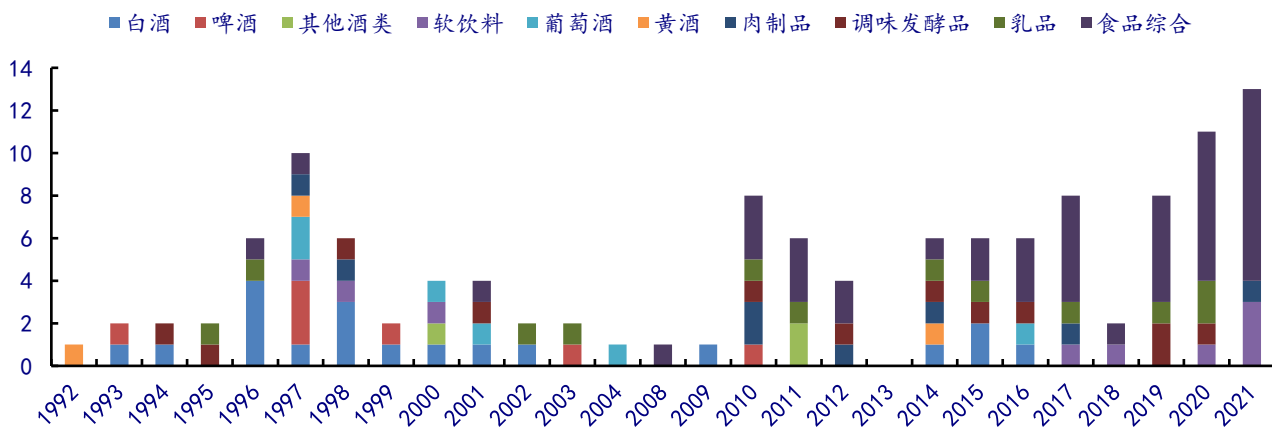
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 33：22 年食品饮料行业上市公司业绩占全行业比重提升



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

图 34：食品饮料行业上市公司数量（按年）



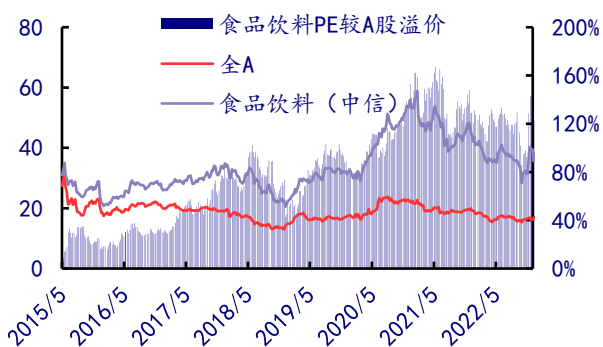
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

(二) 估值分析：23年3月食品饮料PE相对A股溢价110%

从市盈率来看，截至2023年3月30日收盘，食品饮料市盈率（TTM）为38X，全A市盈率为18X。食品饮料相对A股溢价率109.8%，环比2月下降13.4pcts。

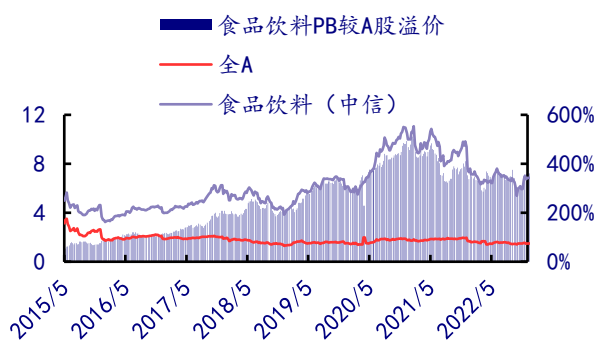
从市净率来看，食品饮料市净率为6.8X，A股市净率水平分别为1.5X。食品饮料相对A股溢价率360.7%，环比2月持平。

图 35：食品饮料 PE 相对 A 股溢价



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 36：食品饮料 PB 相对 A 股溢价



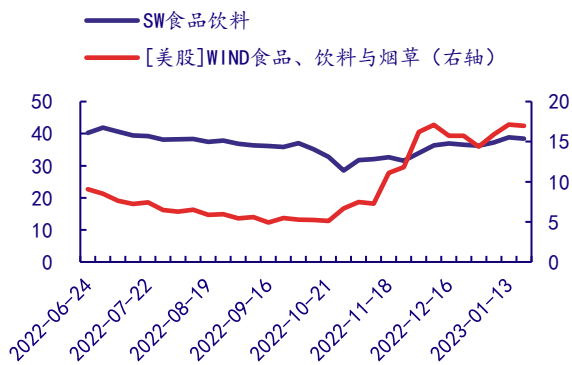
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(三) 国际比较：国内食品饮料板块较美国市场显著溢价

从市盈率来看，以2022年3月30日收盘价计算，国内食品饮料为36X（TTM），同期美国食品饮料板块为25X，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。

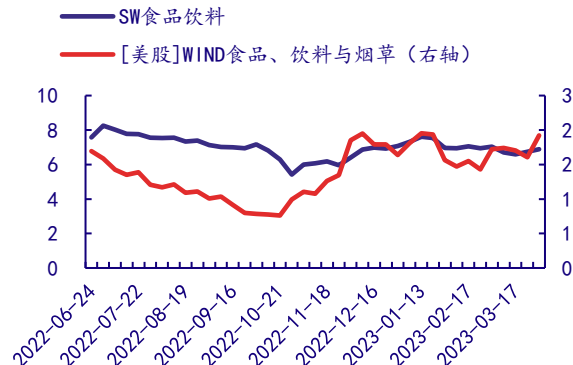
从市净率来看，国内食品饮料板块为6.9X（LF），同期美国市场食品饮料板块为1.9X，我国食品饮料板块的市净率同样明显高于美国市场。

图 37：食品饮料板块 PE 较美国市场溢价



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 38：食品饮料板块 PB 较美国市场溢价



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

(四) 涨幅复盘：23年3月食品饮料涨跌幅排名第12

2023年3月，食品饮料行业涨幅-2%，相较沪深300的超额收益为-1.2%，在30个一级行业中排名第12位。子行业中，啤酒涨幅最大（2.0%），白酒次之。

图 39：2023年3月食品饮料在全行业涨幅位居第12名

当月				年初至今			
序号	行业	涨幅	超额收益	序号	行业	涨幅	超额收益
1	传媒	16.2%	17.0%	1	计算机	33.8%	29.5%
2	计算机	12.7%	13.4%	2	传媒	27.9%	23.6%
3	电子	6.6%	7.4%	3	通信	26.3%	22.0%
4	通信	6.4%	7.2%	4	电子	16.3%	12.0%
5	建筑	2.5%	3.2%	5	建筑	11.4%	7.1%
6	家电	1.4%	2.2%	6	家电	11.1%	6.8%
7	石油石化	0.9%	1.6%	7	石油石化	10.9%	6.5%
8	商贸零售	-0.3%	0.5%	8	机械	7.1%	2.8%
9	交通运输	-0.4%	0.4%	9	有色金属	6.2%	1.8%
10	银行	-1.2%	-0.5%	10	食品饮料	4.1%	-0.2%
11	消费者服务	-2.0%	-1.2%	11	煤炭	4.1%	-0.2%
12	食品饮料	-2.0%	-1.2%	12	综合金融	3.9%	-0.4%
13	电力及公用事业	-2.5%	-1.8%	13	钢铁	3.3%	-1.0%
14	非银行金融	-3.5%	-2.7%	14	轻工制造	3.1%	-1.2%
15	农林牧渔	-3.5%	-2.7%	15	国防军工	3.1%	-1.2%
16	煤炭	-3.8%	-3.1%	16	汽车	2.9%	-1.4%
17	国防军工	-3.9%	-3.2%	17	纺织服装	2.8%	-1.5%
18	医药	-4.2%	-3.4%	18	非银行金融	2.3%	-2.0%
19	机械	-4.4%	-3.6%	19	建材	2.1%	-2.2%
20	有色金属	-4.5%	-3.7%	20	电力及公用事业	1.5%	-2.8%
21	综合金融	-5.2%	-4.5%	21	医药	1.4%	-2.9%
22	电力设备及新能源	-5.3%	-4.5%	22	基础化工	1.2%	-3.1%
23	建材	-6.2%	-5.4%	23	交通运输	0.5%	-3.8%
24	汽车	-6.4%	-5.6%	24	商贸零售	0.2%	-4.1%
25	纺织服装	-6.5%	-5.8%	25	农林牧渔	0.0%	-4.4%
26	房地产	-6.9%	-6.1%	26	电力设备及新能源	-0.5%	-4.8%
27	基础化工	-7.0%	-6.3%	27	银行	-1.8%	-6.2%
28	轻工制造	-7.1%	-6.3%	28	综合	-2.0%	-6.3%
29	综合	-7.5%	-6.8%	29	消费者服务	-4.6%	-8.9%
30	钢铁	-8.0%	-7.3%	30	房地产	-6.0%	-10.4%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 40：2023年3月食品饮料各个子行业涨幅情况

当月				年初至今			
序号	行业	涨幅	超额收益	序号	行业	涨幅	超额收益
1	啤酒	2.0%	2.7%	1	啤酒	11.2%	6.9%
2	白酒	-1.1%	-0.4%	2	白酒	6.9%	2.6%
3	非乳饮料	-1.1%	-0.4%	3	其他酒	3.3%	-1.0%
4	速冻食品	-1.8%	-1.1%	4	非乳饮料	2.8%	-1.5%
5	其他酒	-2.3%	-1.5%	5	速冻食品	-1.5%	-5.8%
6	肉制品	-3.1%	-2.3%	6	肉制品	-1.6%	-5.9%
7	其他食品	-4.1%	-3.3%	7	调味品	-2.9%	-7.3%
8	乳制品	-5.1%	-4.4%	8	其他食品	-4.4%	-8.7%
9	休闲食品	-5.7%	-4.9%	9	休闲食品	-6.0%	-10.3%
10	调味品	-6.4%	-5.7%	10	乳制品	-6.0%	-10.3%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

四、投资建议

全年来看，把握“2个维度”与“3个阶段”的机会：

二个维度：维度一，寻找景气周期+疫后复苏共振的弹性；维度二，重视疫情带来的长期逻辑变化。

三个阶段：1.过渡期（1-2月）：场景率先复苏但受制于疫情波峰，重点关注高端白酒、餐饮供应链。2.弱复苏（3-6月）：疫情波峰后消费场景进一步复苏，关注高端白酒、次高端白酒、餐饮供应链、乳品。3.强复苏（7-12月）：地产财富效应叠加人均收入改善，关注高端白酒、调味品、啤酒、功能饮料。

短期来看，复苏节奏或有所加快，关注高端白酒（**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**），并加大重视次高端（**山西汾酒**）；餐饮供应链（**海天味业、日辰股份**）、饮料（**东鹏饮料、李子园**）。

表 1：核心推荐组合（截至 2023 年 3 月 30 日）

	证券代码	证券简称	年初至今涨(%)	市盈率 (TTM)	市值(亿元)
推荐组合	600519.SH	贵州茅台	4%	36	22612
	000858.SZ	五粮液	10%	30	7701
	000568.SZ	泸州老窖	14%	38	3776
	600809.SH	山西汾酒	-4%	44	3355
	600600.SH	青岛啤酒	11%	44	1341
	600872.SH	中炬高新	0%	-49	289
	603317.SH	天味食品	-9%	56	190
	603288.SH	海天味业	-5%	53	3512
	600887.SH	伊利股份	-6%	21	1868
	605499.SH	东鹏饮料	11%	58	792
	605337.SH	李子园	9%	35	78

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

五、风险提示

需求恢复不及预期；成本涨幅超预期；食品安全问题。

插图目录

图 1: 2023 年 1 至 2 月社零总额/餐饮分别同比+3.5%/+9.2%	2
图 2: 2023 年 1 月消费者信心指数环比上升	2
图 3: 2023 年 2 月 CPI:食品变化	2
图 4: 22Q4 居民人均可支配收入同比+5.0%	2
图 5: 历史数据表明在消费的上行周期 (2016、2019) “春糖”大概率是指数上涨的催化剂	3
图 6: 2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期	4
图 7: 2023 年 1 至 2 月白酒产量同比下降 8.5%	4
图 8: 2023 年 2 月白酒累计产量同比下降 8.5%	4
图 9: 飞天茅台一批价	5
图 10: 五粮液普五一批价	5
图 11: 国窖 52 度一批价	5
图 12: 其他白酒批价 (洋河梦之蓝、青花 20)	5
图 13: 啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段	6
图 14: 啤酒行业吨价持续提升 (出厂端, 2017-2021 年)	6
图 15: 啤酒企业盈利能力提升 (毛利率, 2016-2021 年)	6
图 16: 2023 年 1 至 2 月啤酒产量同比-1.2%	7
图 17: 2023 年 2 月累计啤酒产量同比-1.2%	7
图 18: 2023 年 3 月浮法平板玻璃价格同比-21.8%	7
图 19: 2023 年 3 月瓦楞纸价格同比-20.3%	7
图 20: 2023 年 3 月 LME 铝价同比-35.2%	7
图 21: 2023 年 2 月大麦进口价格同比+30.3%	7
图 22: 2014-2021 年调味品公司弱周期波动	8
图 23: 江苏 C 端零添加销量环比显著提升	9
图 24: 千禾味业零添加酱油 180 天 500ml 在四川的动销	9
图 25: 大豆价格在 3 月环比回落	9
图 26: 白糖价格在 3 月环比上升	9
图 27: 目前乳制品处于上行周期 (结构升级+竞争趋缓+企业盈利改善)	10
图 28: 2023 年 1 至 2 月乳制品产量同比+5.5%	11
图 29: 2023 年 1 至 2 月累计乳制品产量同比+5.5%	11
图 30: 2023 年 3 月原奶价格同比-4.8%	11
图 31: 3 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格小幅上涨	11
图 32: 2023 年 3 月底食品饮料行业市值结构	12
图 33: 22 年食品饮料行业上市公司业绩占全行业比重提升	12
图 34: 食品饮料行业上市公司数量 (按年)	12
图 35: 食品饮料 PE 相对 A 股溢价	13
图 36: 食品饮料 PB 相对 A 股溢价	13
图 37: 食品饮料板块 PE 较美国市场溢价	13

图 38: 食品饮料板块 PB 较美国市场溢价 13
图 39: 2023 年 3 月食品饮料在全行业涨幅位居第 12 名 14
图 40: 2023 年 3 月食品饮料各个子行业涨幅情况 14

表格目录

表 1. 核心推荐组合 15

分析师简介及承诺

刘光意：经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖大众品板块（餐饮供应链、调味品、软饮料等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

周颖：清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入中国银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn