



# 消费复苏贯穿全年，结构分化择机布局

## 食品饮料行业2023年中期投资策略

姓名 张宇光（分析师）

证书编号：S0790520030003

邮箱：zhangyuguang@kysec.cn

2023年 5月 7日

## 1.市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好

食品饮料涨幅跑输大盘，软饮料板块表现突出。2023年1-4月食品饮料板块下跌1.1%，跑输沪深300约13.1pct，在一级子行业中排名靠后（第二十四）。分子行业看，软饮料板块表现突出（+7.2%），啤酒（+5.8%）也获得明显超额收益。调味品（-8.5%）、熟食（-25.8%）跑输食品饮料板块。软饮料板块表现较好，主要是香飘飘（+40.3%）由于新品推广逻辑涨幅较多。

## 2.基金持仓：一季度末食品饮料重仓比例环比回升

从基金重仓持股情况来看，2023Q1食品饮料配置比例（持股市值占股票总市值比例）由2022Q4的15.26%略回升至15.42%水平，环比提升0.16pct。一季度期间食品饮料股价跑输大盘：1-2月仍处于消费回暖阶段，股价表现领先；3月呈现弱复苏状态，股价随之回落。

## 3.总量判断：消费弱复苏

从宏观层面来看，2022年底消费开始缓慢复苏，2023年春节旺销也验证消费回暖表现。观察经济数据，2023年一季度GDP增4.5%，是2022年一季度以后的增速高点。同时3月社零数据也有向好表现（10.6%）。从微观层面来看产业表现，呈现弱复苏趋势：食品制造企业2023年1-3月营收增速1.2%，增速略回暖；利润总额同比下滑4.6%，下滑幅度收窄，也表明产业正在缓慢复苏。

## 4.投资机会：消费复苏贯穿全年，寻找确定性标的

板块中白酒首选，建议配置高端与地产酒，次高端可低位布局。当前白酒估值处于近年偏低水平。建议按照业绩确定性原则布局，一方面可配置高端白酒与地产酒，业绩稳健，如泸州老窖、五粮液、洋河股份、古井贡酒等，受益标的今世缘；另一方面随着后续商务场景增加，经济活跃度提升可能给次高端白酒带来弹性机会，如山西汾酒、舍得酒业等。

大众品仍处回暖过程，自上而下配置复苏行业，自下而上寻找弹性标的。全年维度大众品配置两条思路，一是餐饮较快复苏，配置餐饮链条：啤酒、调味品、餐饮供应链，建议关注青岛啤酒、中炬高新、海天味业等；二是出行恢复后客流量增多，配置连锁店模式相关企业。虽然短期市场博弈气氛较浓，但全年维度来看食品饮料还是好选择。可选择弹性大的看长小标的，如零食行业甘源食品等。

**4.风险提示：**宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

# 目录

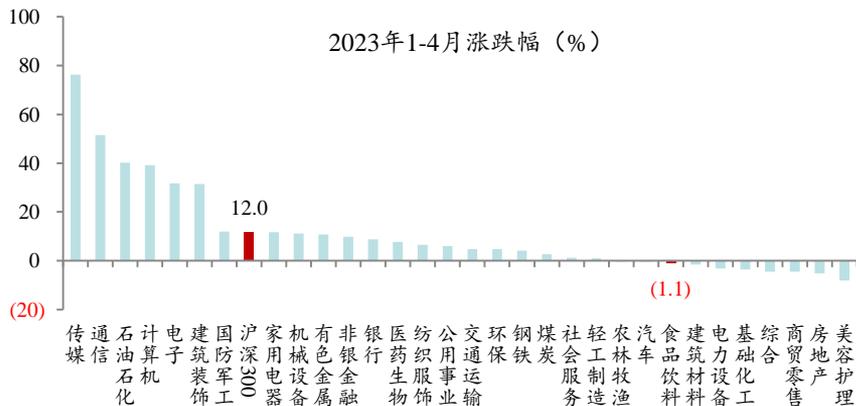
## CONTENTS

- 1 市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好
- 2 基金持仓：一季度末食品饮料重仓比例环比回升
- 3 总量判断：消费弱复苏
- 4 投资机会：消费复苏贯穿全年，寻找确定性标的
- 5 风险提示

# 1.1 2023年1-4月食品饮料板块涨幅跑输市场

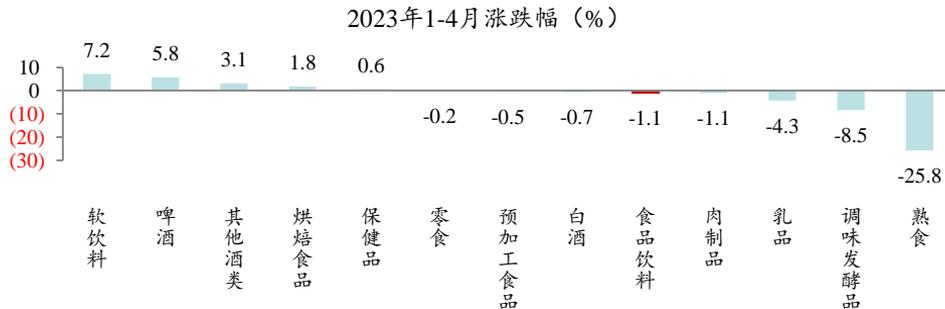
食品饮料涨幅跑输大盘，软饮料板块表现突出。2023年1-4月食品饮料板块下跌1.1%，跑输沪深300约13.1pct，在一级子行业中排名靠后（第二十四）。分子行业看，软饮料板块表现突出（+7.2%），啤酒（+5.8%）也获得明显超额收益。调味品（-8.5%）、熟食（-25.8%）跑输食品饮料板块。软饮料板块表现较好，主要是香飘飘（+40.3%）由于新品推广逻辑涨幅较多。整体来看在疫情背景下食品饮料板块表现欠佳。

图1：2023年1-4月食品饮料涨跌幅市场排名24/31



数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

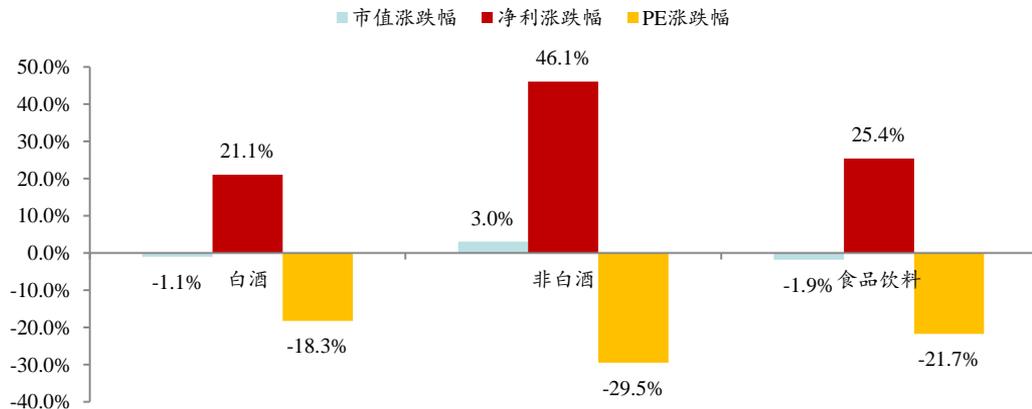
图2：2023年1-4月软饮料在食品饮料子行业中涨幅最高



数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

2023年1-4月食品饮料板块市值回落，更多来自于估值收缩。我们从市值分解角度观察，食品饮料2023年1-4月PE较2022年底回落21.7%，预计2023年净利增长25.4%，两者共同作用，年初至今板块市值下跌1.9%。其中：白酒估值同比下降18.3%，预计2023年净利增长21.1%，白酒板块市值回落1.1%；非白酒估值下降29.5%，预计2023年净利增长46.1%，板块市值上升3.0%。整体来看2023年初以来食品饮料板块市值下降，估值回落是主要原因。

图3：2023年1-4月食品饮料板块股价回落，更多来自于估值收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

食品饮料板块估值在31个行业中处于高位水平，但环比已有回落。截止2023年4月28日食品饮料估值（TTM）约32.1倍，与其他子行业相比处于中高位置，但环比已从高位有所回落

图4：食品饮料估值处于行业高位

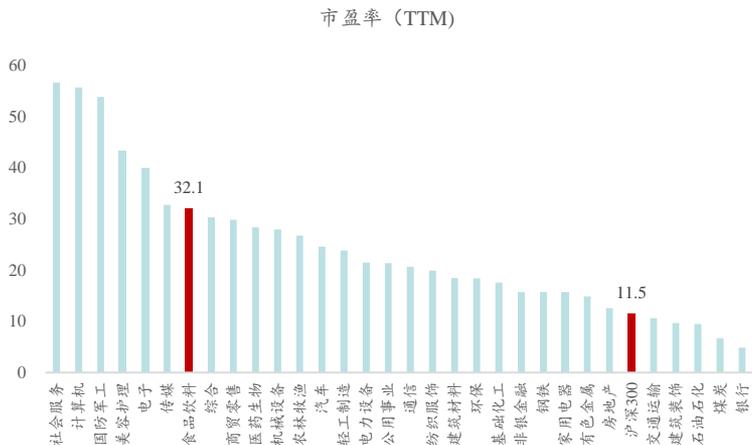


图5：2023年4月食品饮料估值已有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

# 1.4 2023年4月食品饮料板块涨幅跑输市场

进入二季度以来，2023年4月食品饮料板块下跌5.7%，跑输沪深300约8.8pct，在一级子行业中排名倒数第二。分子行业看，保健品(+3.5%)表现最好，白酒(-6.9%)表现最差。进入4月以来，食品饮料板块表现不佳。但更多是受到情绪影响，以及其他行业投资机会显著带来的资金分流。从季报业绩角度来看，食品饮料一季度收入与利润增速环比均有明显改善，而白酒则表现出较好的业绩平稳性。

图6：2023年4月食品饮料涨跌幅市场排名30/31

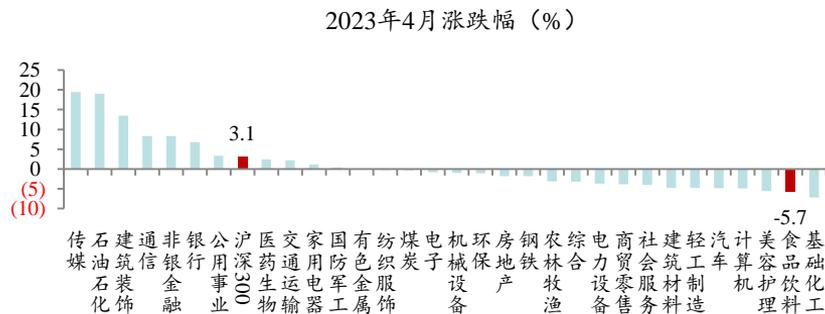
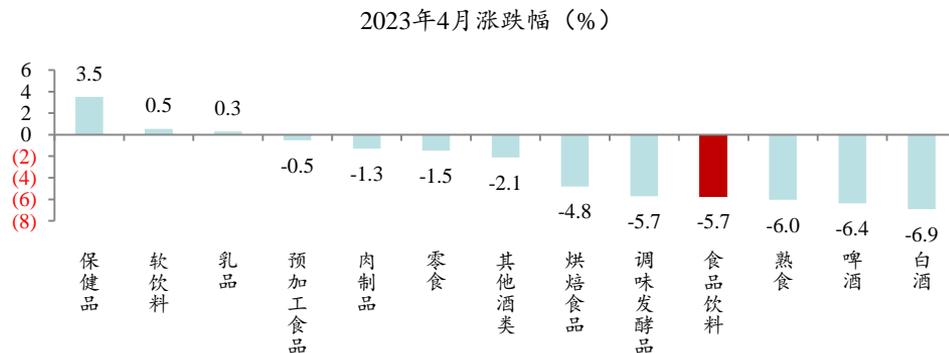


图7：2023年4月保健品在食品饮料子行业中涨幅最高

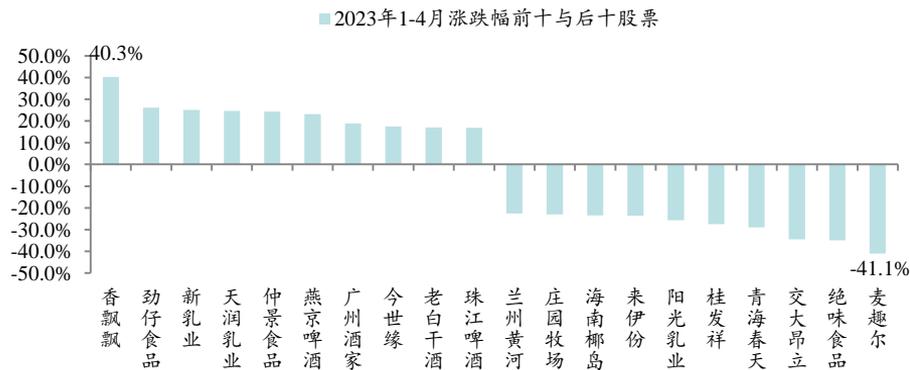


数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

数据来源：Wind、开源证券研究所  
备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

2023年食品饮料板块呈现倒V形走势，年初受益于消费复苏预期，板块涨幅较多；3-4月出于市场弱复苏判断，叠加资金分流，板块出现整体性回落，受此影响基金重仓股均有不同程度下跌。而业绩预期较好或基本面有变化的股票表现较好。2023年1-4月板块涨幅前10股票中：香飘飘（40.3%）、劲仔食品（26.1%）、新乳业（25.1%）涨幅位居前三，天润乳业（24.6%）、今世缘（17.5%）、老白干酒（17.1%）是以业绩预期较好的逻辑排名第四、第八、第九名。排名后十股票，除绝味食品外，其他都是基金持仓较少，业绩不及预期类型股票。

图8：2023年1-4月业绩预期较好或有基本面改善的股票表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2023年4月28日

从基金重仓持股情况来看，2023Q1食品饮料配置比例（持股市值占股票总市值比例）由2022Q4的15.26%略回升至15.42%水平，环比提升0.16pct。一季度期间食品饮料股价跑输大盘：1-2月仍处于消费回暖阶段，春节期间快速复苏，股价表现也领先市场；进入3月市场呈现弱复苏状态，股价也随之回落。单从市场表现来看，2023Q1食品饮料板块整体涨幅5.1%，市场排名第十六，跑输沪深300约3.2pct。进入4月以来受资金分流以及消费持续弱复苏影响，股价回落较多，我们预判二季度消费可能仍然偏弱，二季度末食品饮料持仓情况可能会有回落。

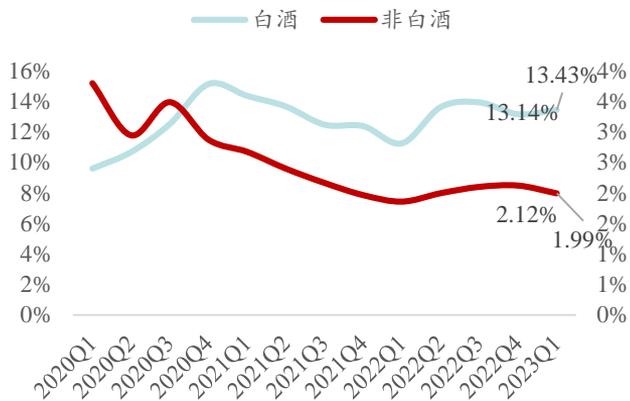
图9：2023Q1基金重仓食品饮料比例环比回升至15.42%水平（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

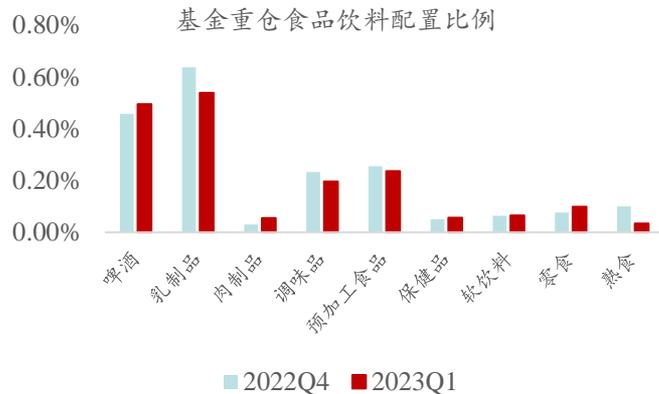
基金重仓白酒比例由2022Q4的13.14%回升至2023Q1的13.43%水平。一季度白酒持仓呈现出特点：一是基金减仓主流白酒、如贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、洋河股份等均被减仓。二是基金增持业绩预期较好或有变化品种，如顺鑫农业、老白干酒、金种子酒等。由于基金减仓较少，加配白酒更多，整体看白酒重仓市值比例仍有回升。2023Q1整体非白酒食品饮料的基金重仓比例回落0.13pct至1.99%水平，其中啤酒、肉制品、保健品、零食被基金增持；乳制品、调味品、预加工食品、熟食类被基金减持。

图10：2023Q1白酒重仓比例回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023Q1非白酒行业整体配置比例回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 总量判断：宏观：经济复苏，需求曲线上行

从宏观层面来看，2022年底消费开始缓慢复苏，2023年春节旺销也验证消费回暖表现。观察经济数据，2023年一季度GDP增4.5%，是2022年一季度以后的增速高点。同时3月社零数据也有向好表现（10.6%）。整体来看宏观经济环境表现出向上势头，社零数据也验证消费复苏趋势

图13：2023Q1GDP增速4.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023年3月社零增速10.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2 总量判断：微观：行业缓慢复苏

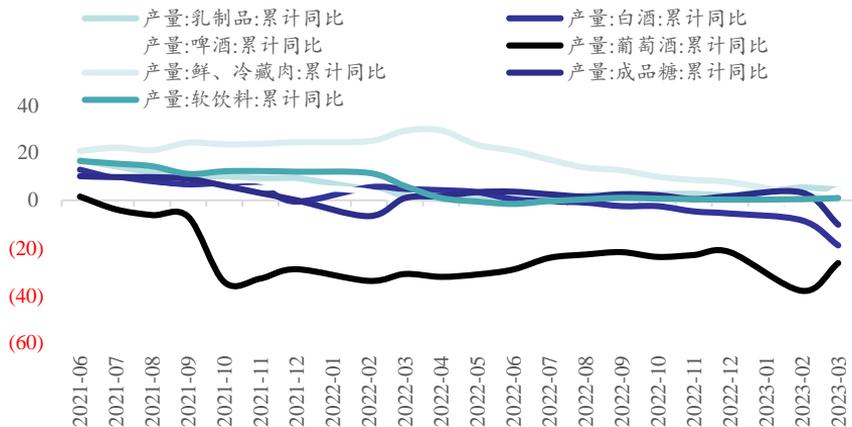
从微观层面来看产业表现，呈现弱复苏趋势：食品制造企业2023年1-3月营收增速1.2%，增速略回暖；利润总额同比下滑4.6%，下滑幅度收窄，也表明产业正在缓慢复苏。观察行业数据，2023年1-3月乳制品、白酒、鲜冷藏肉、成品糖等行业产量增速仍在回落，葡萄酒下滑幅度收窄，啤酒产量同比转正，软饮料增速略有上行。整体来看行业产量增速尚未快速恢复。

图15：2023年1-3月食品制造企业营收增速缓慢回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年1-3月啤酒、葡萄酒、软饮料产量增速有所回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.1 2023年节奏判断：全年前低后高，复苏趋势不变

**白酒：**先看场景修复，再看消费力提升。消费复苏分两阶段：首先是消费场景修复带动销量回暖，再看消费升级带动均价提升。而场景修复又包括居民场景与商务场景两种。春节已验证居民场景回暖，商务场景修复还未到来。因此我们判断目前消费复苏仍行至半途。

**大众品：**需求有回暖，全年应是前低后高。大众品更多依赖于消费场景，伴随餐饮修复以及礼赠场景增多，春节期间动销也有明显回暖。节后进入淡季，大众品表现相对偏弱，主要表现为餐饮尚未完全复苏，以及消费力尚未完全恢复，背后本质在于经济恢复至正常水平尚需时日。全年维度我们仍判断大众品节奏为前低后高，随着经济活动度增加，利润至企业端传导至居民端，下半年消费情况可能好于上半年。

在消费回暖的背景下，一季度食品饮料上市公司整体增速环比回升。其中白酒表现相对平稳，由于渠道库存承担部分蓄水池功能，白酒过去四个季度营收均未有太大波动。但一季度白酒公司有结构性分化；高端酒与地产酒整体表现较好，分别对应了居民春节期间礼赠与宴席场景恢复；次高端白酒相对增速偏慢，与商务消费场景未能在一季度完全体现有关。啤酒在同期低基数效应下，一季度营收明显加速增长。多数大众品行业在2023Q1均表现出较好的回暖特性。

表1：2023Q1食品饮料板块业绩增速环比回暖

	营收增速					利润增速				
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
食品饮料	10.8%	8.6%	6.3%	6.1%	9.1%	20.3%	15.6%	12.4%	11.5%	16.1%
肉制品	-26.5%	-19.7%	-11.1%	-4.2%	6.3%	-19.6%	-10.1%	10.8%	44.6%	-0.1%
预加工食品	10481.3%	10637.9%	42.0%	26.8%	44.1%	7760.7%	9025.3%	56.6%	43.5%	34.0%
保健品	3944.7%	4099.6%	3.2%	7.1%	33.7%	4897.2%	7082.3%	-16.7%	-31.2%	43.9%
白酒III	19.8%	16.3%	16.3%	15.4%	15.7%	26.5%	21.3%	21.3%	20.4%	19.2%
啤酒	7.8%	7.3%	8.6%	7.3%	13.0%	19.5%	17.2%	13.6%	12.9%	29.8%
其他酒类	-7.1%	-13.8%	-10.9%	-9.5%	-8.1%	-15.1%	-28.3%	-23.5%	-81.3%	29.1%
软饮料	39.6%	-1.4%	-0.6%	-0.4%	12.7%	9.4%	-21.1%	-18.4%	-11.6%	41.5%
乳品	14.6%	12.5%	9.0%	8.7%	6.3%	25.9%	9.8%	-6.1%	-0.7%	2.1%
零食			8.5%	7.7%	-7.1%			-13.9%	-16.0%	25.7%
烘焙食品			-8.7%	-13.5%	-1.9%			-18.4%	-22.4%	18.8%
熟食			39.8%	37.0%	38.6%			-53.7%	-56.9%	73.8%
调味发酵品III	89.9%	111.0%	-19.0%	-21.3%	-24.4%	59.3%	91.2%	-10.6%	-28.5%	-24.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

板块中白酒首选，建议配置高端与地产酒，次高端可低位布局。当前白酒估值处于近年偏低水平。建议按照业绩确定性原则布局，一方面可配置高端白酒与地产酒，业绩稳健，如泸州老窖、五粮液、洋河股份、古井贡酒等，受益标的今世缘；另一方面随着后续商务场景增加，经济活跃度提升可能给次高端白酒带来弹性机会，如山西汾酒、舍得酒业等。

大众品仍处回暖过程，自上而下配置复苏行业，自下而上寻找弹性标的。全年维度大众品配置两条思路，一是餐饮较快复苏，配置餐饮链条：啤酒、调味品、餐饮供应链，建议关注青岛啤酒、中炬高新、海天味业等，受益标的华润啤酒；二是出行恢复后客流量增多，配置连锁店模式相关企业。虽然短期市场博弈气氛较浓，但全年维度来看食品饮料还是好选择。可选择弹性大的看长小标的，如零食行业甘源食品等。

表2：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
贵州茅台	买入	1750.0	58.84	69.44	80.88	29.7	25.2	21.6
五粮液	买入	173.7	7.92	9.07	10.33	21.9	19.2	16.8
泸州老窖	买入	223.8	9.21	11.21	13.44	24.3	20.0	16.7
洋河股份	增持	147.9	7.49	8.83	10.57	19.7	16.7	14.0
山西汾酒	买入	240.4	8.61	11.01	13.89	27.9	21.8	17.3
口子窖	增持	58.8	3.14	3.83	4.55	18.7	15.3	12.9
古井贡酒	增持	299.3	8.03	10.24	12.78	37.3	29.2	23.4
金徽酒	增持	25.9	0.82	1.07	1.35	31.5	24.2	19.2
水井坊	增持	62.9	2.63	3.2	3.85	23.9	19.7	16.3
伊利股份	买入	29.7	1.71	2	2.33	17.4	14.9	12.8
新乳业	增持	17.2	0.59	0.75	1.01	29.2	22.9	17.0
双汇发展	增持	24.9	1.76	1.9	2.05	14.1	13.1	12.1
中炬高新	增持	37.0	0.97	1.14	1.39	38.1	32.4	26.6
涪陵榨菜	买入	25.8	1.09	1.26	1.51	23.7	20.5	17.1
海天味业	买入	69.4	1.47	1.71	2	47.2	40.6	34.7
恒顺醋业	买入	11.4	0.2	0.24	0.29	56.8	47.3	39.1
西麦食品	增持	17.1	0.59	0.72	0.84	29.0	23.8	20.4
桃李面包	买入	11.2	1.01	1.15		11.1	9.8	
嘉必优	买入	31.3	1.34	1.82	2.54	23.4	17.2	12.3
绝味食品	买入	39.3	1.7	2		23.1	19.7	
煌上煌	增持	12.2	0.25	0.37	0.48	48.6	32.9	25.3
广州酒家	增持	30.1	1.23	1.47	1.83	24.4	20.4	16.4
甘源食品	增持	88.6	2.97	3.86	4.86	29.8	22.9	18.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2023年5月5日）

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券