

复苏下的新特点

——餐饮行业大众品2023年中期策略

行业评级：看好

2023年6月16日

分析师

姓名

杨骥

邮箱

yangji@stocke.com.cn

电话

13911632184

证书编号

S1230522030003

分析师

姓名

孙天一

邮箱

suntianyi@stocke.com.cn

电话

18621835115

证书编号

S1230521070002

分析师

姓名

杜宛泽

邮箱

duwanze@stocke.com.cn

电话

17621373969

证书编号

S1230521070001

目录

CONTENTS

01 复盘

02 展望

03 投资建议

04 风险提示

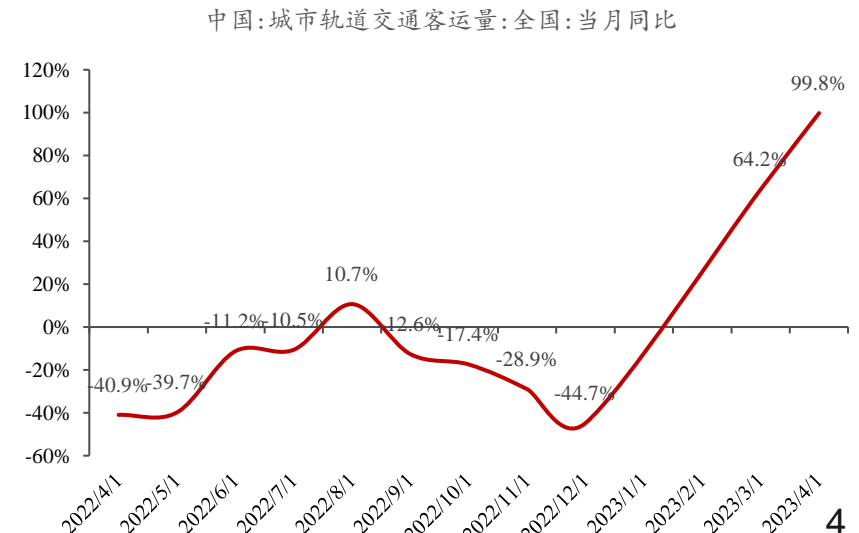
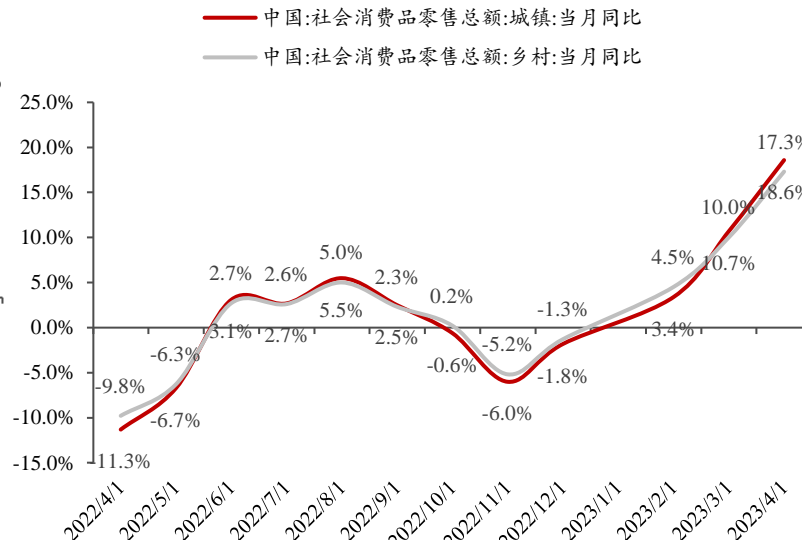
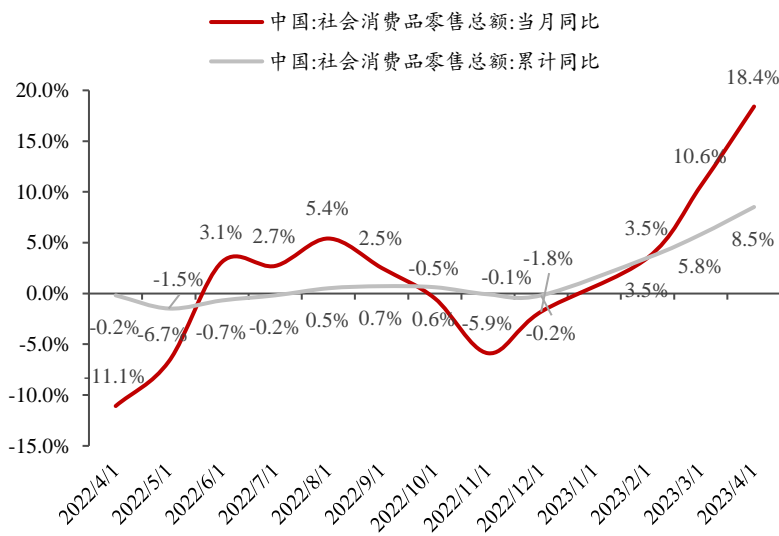
01

复盘

消费复苏趋势不改，板块
具备估值性价比

4月社零当月同比+18.4%，累计同比+8.5%，消费复苏明显。2023年4月我国社会消费品零售总额实现34910.5亿元，当月同比增长18.4%，累计同比增长8.5%，较3月同比增速分别提升了7.8pct/2.7pct，实现较快增长主要系去年低基数影响。具体来看，

- **按消费类型拆分，商品零售增势良好，餐饮等消费恢复趋势更加明显。**2023年4月，我国商品零售额增长同比+15.9%，较3月同比增速提升了6.8pct，其中粮油食品、饮料同比分别+1.0%/-3.4%；餐饮收入同比大幅上涨43.8%，较3月同比增速提升了17.5pct，同时，出行类相关服务消费也在持续恢复中，4月全国城市轨道交通客运量同比大涨99.8%。
- **按地区拆分，消费复苏趋势不改，城乡均实现较快增长。**2023年4月，城镇/乡村社零总额分别实现同比增长18.6%/17.3%，较3月同比增速分别加快了7.9pct/7.3pct。



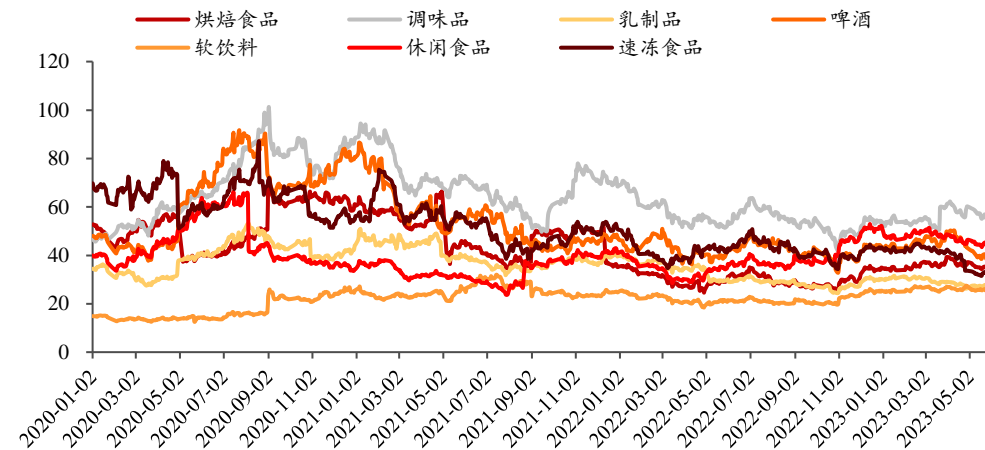
成本复盘：大众品主要原材料成本已有所回落

板块	啤酒板块				休闲零食		烘焙板块			卤制品				
	大麦	铝	玻璃	瓦楞纸	开心果(未去壳)	去壳夏威夷果	棕榈油	白砂糖	面粉	鸭胗	鸭舌	鸭翅	鸭掌	锁骨
2022年1月	28%	43%	13%	-3%	-68%	24%	55%	8%	25%	17%	28%	-21%	18%	-3%
2022年2月	22%	34%	13%	-8%	-9%	200%	59%	7%	23%	9%	22%	-19%	24%	-13%
2022年3月	26%	33%	-5%	-10%	-88%	92%	64%	7%	28%	10%	19%	-16%	25%	-14%
2022年4月	23%	15%	-10%	0%	-83%	155%	90%	9%	29%	18%	26%	-6%	50%	2%
2022年5月	27%	11%	-32%	9%	-49%	9%	80%	5%	31%	16%	15%	-5%	41%	-8%
2022年6月	23%	4%	-36%	-12%	-6%	146%	26%	7%	30%	18%	13%	-5%	39%	-6%
2022年7月	14%	-7%	-48%	-15%	-33%	178%	13%	5%	30%	19%	7%	-2%	49%	-9%
2022年8月	35%	-10%	-45%	-19%	-61%	207%	3%	2%	32%	24%	7%	10%	64%	-10%
2022年9月	34%	-20%	-39%	-20%	-49%	18%	23%	1%	31%	35%	22%	16%	86%	-3%
2022年10月	29%	-13%	-34%	-29%	-53%	62%	19%	0%	40%	33%	45%	25%	79%	-2%
2022年11月	33%	0%	-22%	-31%	-8%	-7%	-11%	-9%	36%	32%	35%	30%	67%	-9%
2022年12月	-5%	-5%	-25%	-26%	-5%	-27%	-16%	1%	37%	27%	24%	36%	45%	-8%
2023年1月	31%	-14%	-18%	-16%	-10%	-46%	-28%	1%	11%					
2023年2月	31%	-19%	-27%	-19%	-17%	-29%	-39%	4%	10%					
2023年3月	16%	-19%	-29%	-20%	-4%	15%	-44%	7%	7%					
2023年4月	10%	-11%	4%	-24%	1%	-36%	-54%	19%	6%					
2023年5月		-12%	13%	-22%			-55%	13%	3%					
2023年6月							-57%	14%	3%					

板块	速冻板块					乳制品板块			调味品					
	鸡肉	猪肉	鱼糜	大豆	油脂	生鲜乳	大包粉	大豆	食盐	白砂糖	小麦	味精	PET切片	玻璃
2022年1月	2.7%	-52.7%	21.8%	12.2%	14.4%	0.4%	3.9%	5%	5%	8%	12%	21%	57%	13%
2022年2月	2.4%	-53.5%	5.9%	8.9%	27.7%	0.7%	24.8%	3%	3%	7%	12%	21%	43%	13%
2022年3月	3.3%	-51.3%	0.7%	7.6%	36.3%	2.1%	0.7%	2%	2%	7%	24%	10%	34%	-5%
2022年4月	4.2%	-42.1%	0.9%	10.9%	27.7%	1.9%	6.8%	7%	7%	9%	26%	8%	41%	-10%
2022年5月	3.1%	-24.8%	7.5%	13.3%	30.6%	1.8%	4.7%	11%	11%	5%	26%	23%	49%	-32%
2022年6月	5.0%	-7.3%	-12.7%	11.6%	30.5%	3.4%	2.8%	16%	16%	7%	23%	25%	57%	-36%
2022年7月	9.1%	30.9%	-18.2%	11.8%	11.4%	4.5%	1.6%	12%	12%	5%	21%	11%	27%	-48%
2022年8月	12.5%	36.0%	-20.7%	12.8%	4.0%	5.6%	2.6%	13%	13%	2%	19%	23%	23%	-45%
2022年9月	1.8%	54.9%	-16.7%	12.8%	12.7%	4.6%	1.7%	11%	11%	1%	19%	17%	24%	-39%
2022年10月	12.9%	73.6%	-18.3%	6.1%	5.6%	3.9%	7.4%	7%	7%	0%	19%	12%	-1%	-34%
2022年11月	9%	5%	-9%	1%	23%	-4%	-15%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-22%
2022年12月	5%	12%	-5%	4%	16%	-4%	-16%	4%		1%			-9%	-25%
2023年1月	4%	4%	-11%	3%	9%	-4%	-21%	3%		1%			-7%	-18%
2023年2月	6%	13%	-5%	2%	-7%	-5%	-28%	2%		4%			-6%	-27%
2023年3月	8%	11%	-11%	-6%	-8%	-5%	-30%	-6%		7%			-12%	-29%
2023年4月	0%	-1%	-11%	-13%	-16%	-6%	-27%	-13%		19%			-6%	4%
2023年5月	1%	-9%	-9%	-16%	-20%	-7%	-18%	-16%		13%			-20%	13%
2023年6月	0%	-10%	-10%	-17%	-22%		-24%	-17%		14%			-21%	

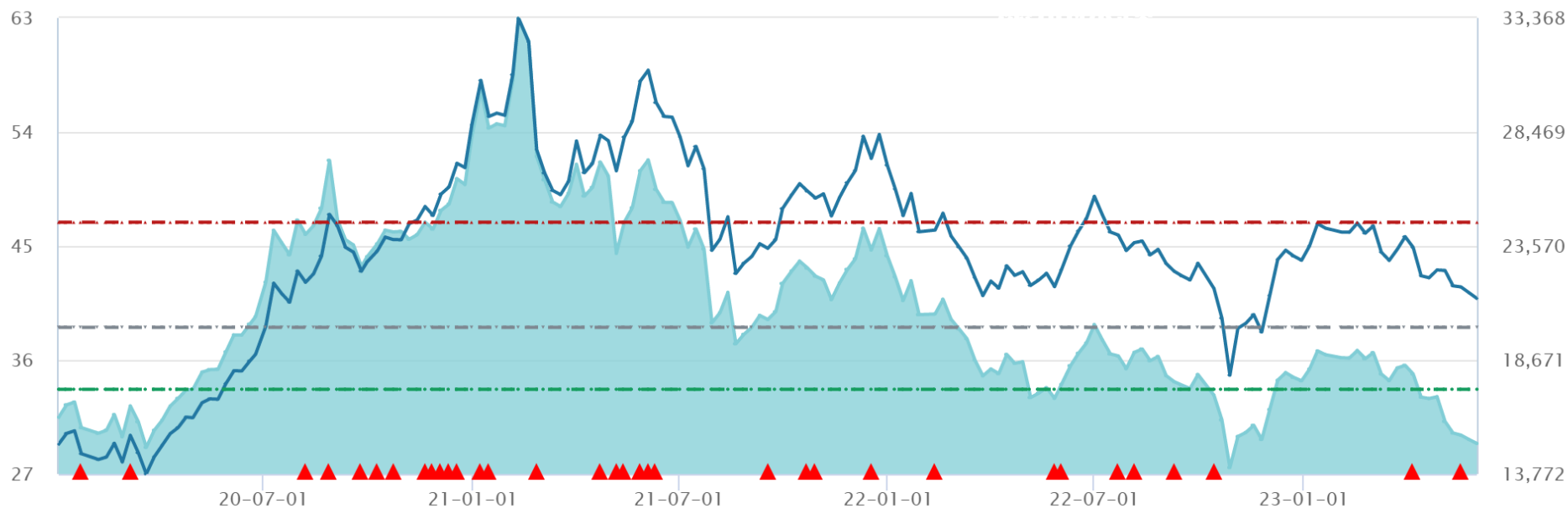
整体来看，截至6月9日，软饮料板块跑赢沪深300。

23年年初至23年6月9日，沪深300整体下跌-1%，子板块来看软饮料跑赢沪深300，涨幅为2%；烘焙食品、调味品、乳制品、啤酒、休闲食品、速冻食品跑输沪深300，跌幅分别为9%、17%、6%、10%、14%、10%。



市盈率TTM

当前值	29.41
分位点	1.15%
危险值	46.87
中位数	38.58
机会值	33.69
指数点位	21,316.97
最大值	62.96
平均值	40.09
最小值	27.51
标准差(+1)	47.39
标准差(-1)	32.79
z分数	-1.46



● 市盈率TTM — 指数点位 ▲ 调仓标志 ● 分位点 - - 危险值 - - 中位数 - - 机会值 - - 标准差(+1) - - 平均值 - - 标准差(-1)

02

展望

看好零食、乳制品、速冻、啤酒板块
下半年投资机会

2.1 零食板块：重视红利期后半程的变化，关注具备竞争力的个股

1、零食板块观点：渠道变革红利仍存，驱动业内优质标的业绩的快速增长，继续推荐！但应关注后半程竞争加剧的变化

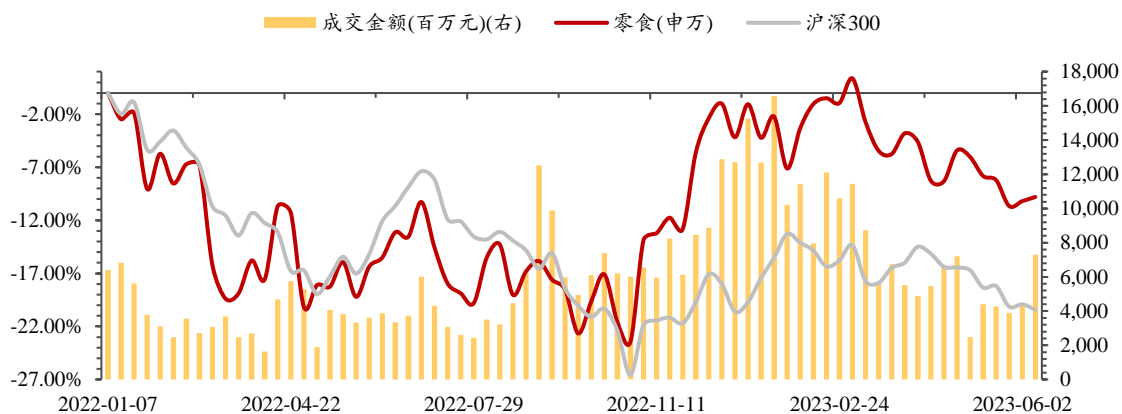
我们自22年就重点强调零食板块的渠道变革机会，并重点推荐劲仔食品、盐津铺子等公司。23Q1零食板块收入和利润增速恢复，其中盐津、劲仔、甘源等重点标的的业绩超市场预期。我们认为自21年开始休闲零食行业开启新一轮的渠道变革，行业内标的的改革效果在22年和23年得到实现，为板块带来更多机会；重点推荐盐津铺子、劲仔食品；建议关注甘源食品、三只松鼠等。

本轮渠道变革特点：①传统商超客流持续下滑，门店关店；②会员制商超崛起，承接一部分传统商超客流；③零食量贩崛起，并逐步成为零食企业重要的布局渠道。

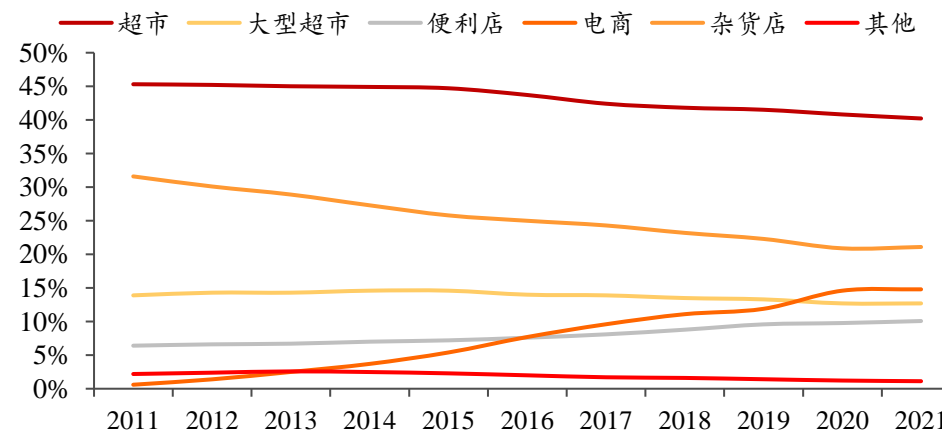
与市场不同的认知：市场更加强调量贩零食渠道变革红利带来的行业性机会，但我们认为除此之外，更应关注本轮渠道变革红利期的下半场可能会产生的新变化，即竞争加剧和行业洗牌，应更关注个股变革和竞争优势的构建；

结论和观点：目前仍处在跑马圈地时期，自22年火热以来，23年加盟商开店热情空前高涨，多个零食量贩品牌加入混战，行业红利期仍在持续，但我们预计后续行业会经历洗牌和激烈竞争阶段。由此，我们认为当前仍处在跑马圈地的门店扩张期，上游供货商/品牌方依托于下游门店的扩张持续铺货带来业绩的长期增长！由此两条思路：关注门店扩张周期，在竞争激烈行业洗牌的时候，关注上游供货商/品牌方。

图：零食板块收益率跑赢沪深300



图：中国休闲零食渠道结构变化 (%)



2.2 乳制品板块：本轮原奶下行期龙头企业更注重盈利能力

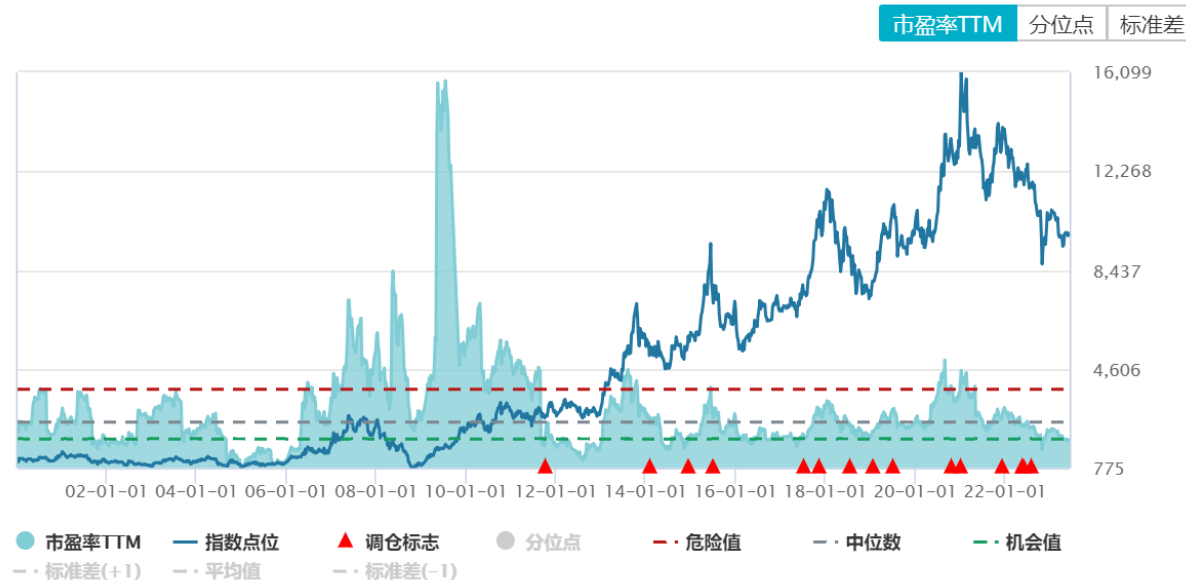
- 1) H1总结：23Q1新乳业、天润乳业、燕塘乳业等区域乳企业绩变现亮眼。23H1原奶成本持续下行。我们此前持续推荐乳品板块内高业绩弹性标的的机会。
- 2) H2展望：市场认为本轮原奶下行后市场竞争压力加大，我们认为本轮原奶下行期龙头企业更注重盈利能力。①伴随需求逐渐恢复，龙头乳企有望通过产品结构升级+渠道拓展+品类扩张实现收入稳增，②同时原奶下行，年内板块盈利能力或呈恢复性改善，③叠加费用使用效率提升，23年内板块业绩趋势向好。板块内需重视两类机会：①伴随经营逐季改善，全国性乳企估值有望修复；②区域乳企更受益原奶下行，如有新品新渠道逻辑，业绩有望实现高成长。
- 3) 投资建议：推荐新乳业、伊利股份，建议关注燕塘乳业

图：乳制品原材料成本趋势下行

图：乳制品板块估值处于历史17.45%分位，业绩趋势向好建议积极布局

市盈率TTM

当前值	22.69
分位点	17.45%
危险值	38.68
中位数	28.43
机会值	23.08
指数点位	9,812.08
最大值	135.35
平均值	32.18
最小值	14.52
标准差(+1)	47.18
标准差(-1)	17.19
z分数	-0.63



日期	乳制品板块	
	生鲜乳	大包粉
2022年1月	0.4%	8.9%
2022年2月	0.7%	24.8%
2022年3月	2.1%	10.7%
2022年4月	1.9%	6.8%
2022年5月	1.8%	4.7%
2022年6月	3.4%	2.8%
2022年7月	4.5%	1.6%
2022年8月	5.6%	2.6%
2022年9月	4.6%	1.7%
2022年10月	3.9%	7.4%
2022年11月	-4%	-15%
2022年12月	-4%	-16%
2023年1月	-4%	-21%
2023年2月	-5%	-28%
2023年3月	-5%	-30%
2023年4月	-6%	-27%
2023年5月	-7%	-18%
2023年6月		-24%

2.3 速冻板块：板块趋势稳健，更需重视质优公司多点发力带来的高弹性

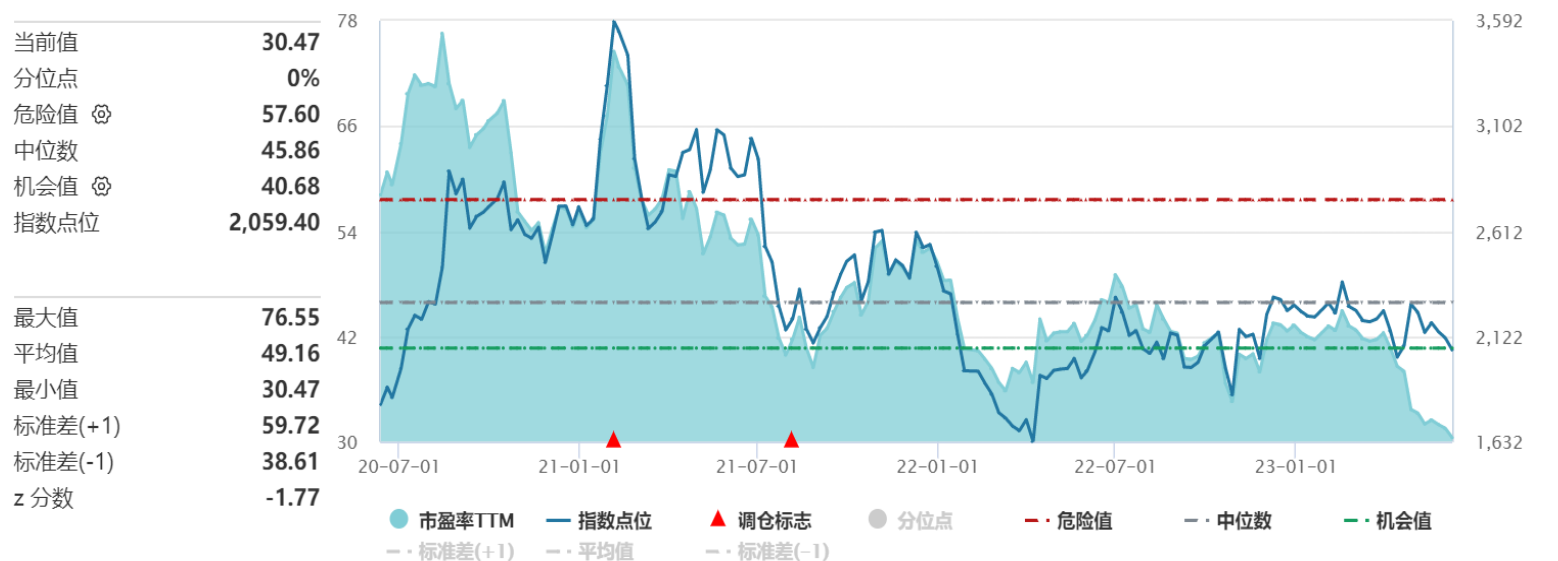
1) H1总结：22&23Q1收入稳健增长，疫情下C端业务成压舱石，其中预制菜赛道迎快成长。22&23Q1板块业绩增速快于收入，主因盈利能力提升+费控效果突出，板块内企业紧抓大单品策略+产品结构优化，从而实现毛利率稳中有进。同时板块费用率持续走低，净利率持续提升。23Q2进入C端淡季，板块内企业C端业务苦练内功，B端业务密集推新、业绩弹性有待释放。此前我们重点推荐高B端占比标的的投资机会。

2) H2展望：市场认为板块在三年疫情高基数后增长中枢或下降。我们认为：首先23年板块有望维持收入稳健增长，业绩增速快于收入的趋势；其次更需重视质优公司潜力大单品推广+新渠道拓展+降本增效多点发力带来的高弹性。

3) 投资建议：推荐千味央厨、安井食品

图：速冻板块估值处于历史三年低点

市盈率TTM



图：速冻板块原材料走势一览

板块	速冻板块				
	鸡肉	猪肉	鱼糜	大豆	油脂
2022年1月	2.7%	-52.7%	21.8%	12.2%	14.4%
2022年2月	-2.4%	-53.5%	15.9%	8.9%	27.7%
2022年3月	-3.3%	-51.3%	10.7%	7.6%	36.3%
2022年4月	4.2%	-42.1%	0.9%	10.9%	37.7%
2022年5月	3.1%	-24.8%	-7.5%	13.3%	30.6%
2022年6月	5.0%	-7.3%	-12.7%	11.6%	30.5%
2022年7月	9.1%	30.9%	18.2%	11.8%	11.4%
2022年8月	-2.5%	36.0%	20.7%	12.8%	14.0%
2022年9月	1.8%	54.9%	16.7%	12.8%	12.7%
2022年10月	-2.9%	73.6%	18.3%	6.1%	15.6%
2022年11月	9%	5%	-9%	1%	23%
2022年12月	5%	12%	-5%	4%	16%
2023年1月	4%	4%	-11%	3%	9%
2023年2月	6%	13%	-5%	2%	-7%
2023年3月	8%	11%	-11%	-6%	-8%
2023年4月	0%	-1%	-11%	-13%	-16%
2023年5月	1%	-9%	-9%	-16%	-20%
2023年6月	0%	-10%	-10%	-17%	-22%

2.4 啤酒板块展望：估值具高性价比，重点关注结构升级和成本改善

高基数下旺季销量表现平稳，重点关注结构升级和成本改善。

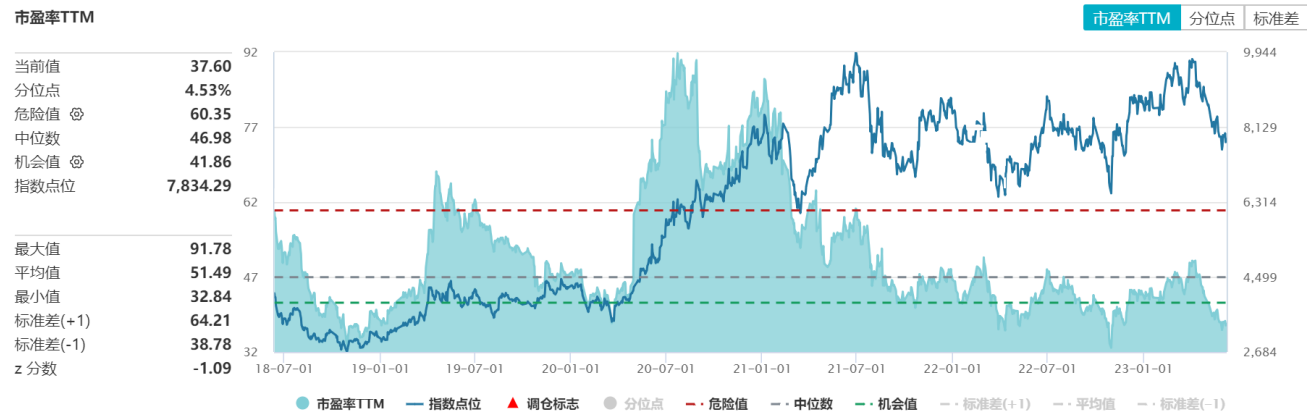
市场担忧中小餐饮复苏较慢&22年旺季高基数影响动销下啤酒Q2业绩承压，我们认为更应关注啤酒23Q2的结构升级和成本改善。在大众品渐进式回暖的背景下，当前消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，高档啤酒则属于“高质性价比”特点的产品，此外23Q2啤酒成本端有望迎改善。

亮点1：23年大众品渐进式回暖，“高质性价比”产品结构升级加速。 1) 青岛啤酒：23Q1实现销量236.3万千升(+11.02%)，中高端以上产品实现销量98.4万千升(+11.55%)，白啤、经典、纯生均表现较优，结构持续升级。2) 重庆啤酒：1-2月现饮场景恢复较慢致使乌苏、1664承压，伴随现饮场景恢复预计3月后乌苏动销表现边际向好，预计全年乌苏、1664仍可维持双位数以上销量增长。3) 华润啤酒：公司目标为2023年将次高端以上产品的销量占比提升到23%到25%，到2025年次高端以上销量占比达到30%到35%。

亮点2：费用率维持稳定，23Q2成本端有望迎显著改善。 1) 青岛啤酒：由于目前易拉罐、纸箱等包材成本下降幅度较大，预计23Q2成本有望进一步改善，预计全年吨成本涨幅低个位数。2) 重庆啤酒：23Q1吨成本上升5.65%，预计全年吨成本涨幅中低个位数。

投资建议：当前主要啤酒估值已回落至30倍及以下，估值性价比凸显，伴随二季度结构升级&成本改善催化，同时关注夏季气温走势对动销催化，23Q2业绩弹性可期，基本面仍强劲。推荐青岛啤酒、重庆啤酒，关注华润啤酒、燕京啤酒。

图：啤酒板块估值处于历史五年低点



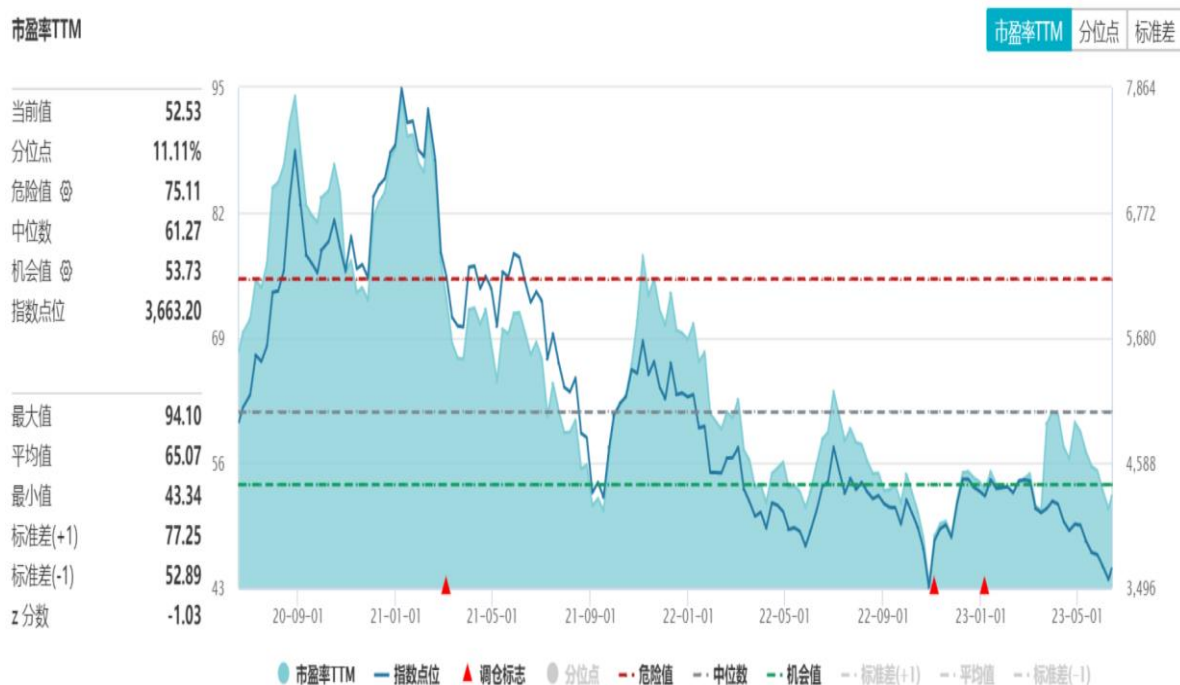
图：啤酒板块原材料及包材走势一览

板块 日期	啤酒板块			
	大麦	铝	玻璃	瓦楞纸
2022年1月	28%	43%	13%	-3%
2022年2月	22%	34%	13%	-8%
2022年3月	26%	33%	-5%	-10%
2022年4月	23%	15%	-10%	0%
2022年5月	27%	11%	-3%	-9%
2022年6月	23%	4%	-3%	-12%
2022年7月	14%	-7%	-4%	-15%
2022年8月	35%	-10%	-4%	-19%
2022年9月	34%	-20%	-3%	-20%
2022年10月	29%	-1%	-3%	-2%
2022年11月	33%	0%	-2%	-3%
2022年12月	38%	-5%	-2%	-2%
2023年1月	31%	-4%	-1%	-1%
2023年2月	31%	-19%	-2%	-8%
2023年3月	1%	-20%	-3%	-6%
2023年4月	10%	-1%	4%	-4%
2023年5月	-	-2%	1%	-2%

1、**调味品板块整体**：板块整体看，23Q1以来餐饮需求恢复+成本高位回落+产品升级趋势明显，板块基本面开始修复。23Q1个股经营表现分化：①基础调味品：基础调味品中海天味业、恒顺醋业低于预期，千禾味业大幅超预期，中炬高新、涪陵榨菜业绩超预期；②复合调味品：整体收入（主要是宝立食品、天味食品等）增速快于基础调味品。

2、**调味品板块下半年展望**：市场关注短期需求复苏情况，我们认为在需求复苏的过程中，也需关注不同需求结构变化（包括渠道结构、产品结构等），伴随需求持续改善&成本拐点显现，后续布局机会仍存。我们认为在当前阶段应重视 α 机会，即短期存在催化如数据恢复可持续以及边际改善明显、长期业绩可持续提升的标的：①千禾味业：零添加带动产品结构升级，23年业绩有望超预期；②中炬高新：23H2基本面修复有望加速，长期盈利能力提升可期。

图：板块估值处于历史低位



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：重点鸭副产品跟踪

板块	调味品				
	大豆	白砂糖	味精	PET切片	玻璃
2022年1月	5%	8%	21%	57%	13%
2022年2月	3%	7%	21%	43%	13%
2022年3月	2%	7%	10%	34%	5%
2022年4月	7%	9%	8%	41%	-10%
2022年5月	11%	5%	23%	49%	-32%
2022年6月	16%	7%	25%	57%	-36%
2022年7月	12%	5%	11%	27%	-48%
2022年8月	13%	2%	23%	23%	-45%
2022年9月	11%	1%	17%	24%	-39%
2022年10月	7%	0%	12%	-1%	-34%
2022年11月	-9%	-9%	0%	-9%	-22%
2022年12月	4%	1%	7%	-9%	-25%
2023年1月	3%	1%	1%	-7%	-18%
2023年2月	2%	4%	9%	-6%	-27%
2023年3月	-3%	6%	9%	-11%	-21%
2023年4月	-9%	13%	7%	-7%	-9%
2023年5月	-15%	17%	0%	-6%	11%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.6 卤制品板块：需求修复与成本下行周期，重视龙头个股弹性机会

1、卤制品板块整体情况：

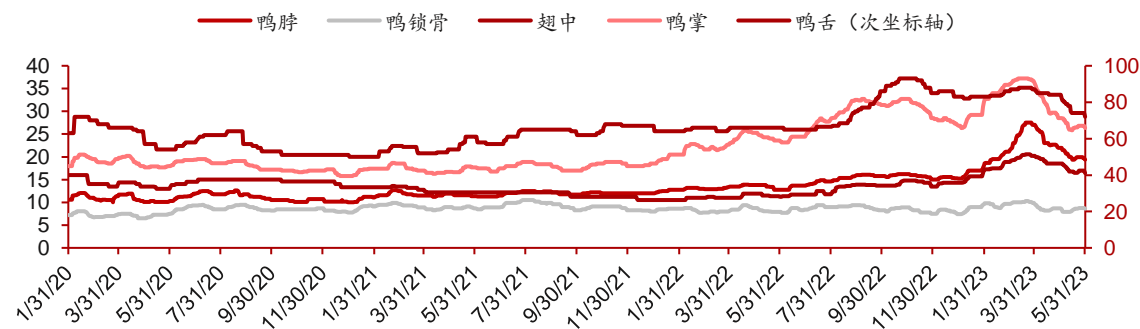
从渠道结构的占比上来看，卤味连锁可分为三类：1) 社区店为主-稳健型：以紫燕百味鸡为代表的，渠道在疫情期间受管控干扰较小，门店经营稳定，且产品属性上更为接近日常刚需；2) 街边社区和高势能渠道兼备-蓄力型：以绝味食品为代表，近年来主动调整开店渠道，集中发力街边社区体，叠加供应链业务逐步放量，收入得以保持较强韧性；随疫情管控逐步减弱后具备能力及时切换至高势能渠道、高线城市拓展；3) 商超为主-弹性型：以周黑鸭为代表的疫情期间受损最严重类型，公司长期深耕高势能渠道且持续提升加盟店占比，具备一定渠道优势，在疫情逐步消退后恢复弹性大。

2、卤制品板块下半年展望：

1) 营收方面：22年重点市场疫情影响，卤味连锁企业普遍面临门店关停和终端配送不畅等问题，重重压力下，卤味连锁板块销售压力凸显。23Q1春节旺季期间复苏需求复苏趋势较好，整个上半年开店顺利、单店维持相对稳定；2) 成本方面：鸭付原材料22年至23Q1成本高企，上游鸭苗供给量提升，后续成本有望进入下行周期，盈利能力有望持续改善。截至2023年5月31日，鸭脖5月均价20.3元/公斤，同比上涨51.1%，环比下降14.8%；鸭舌5月均价76.6元/公斤，同比上涨16.0%，环比下降9.6%；鸭锁骨5月均价8.4元/公斤，同比上涨2.6%，环比下降2.8%；鸭翅中5月均价17.2元/公斤，同比上涨48.9%，环比下降9.4%；鸭掌5月均价27.0元/公斤，同比上涨11.1%，环比下降14.6%。

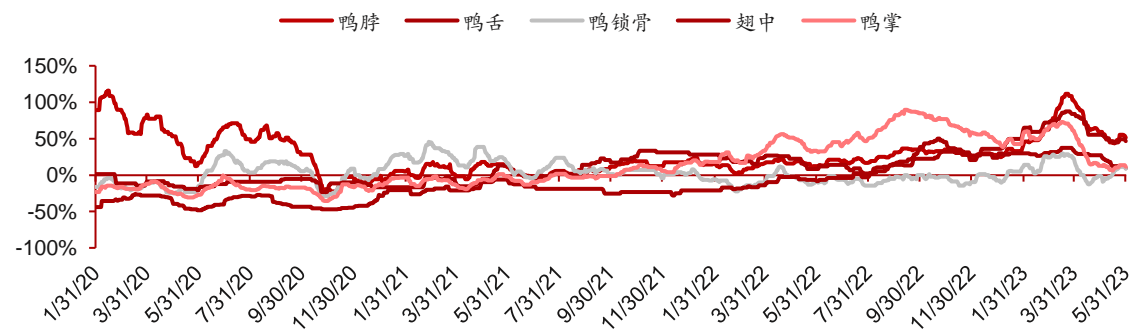
3) 下半年展望：市场更关注行业成本拐点与需求复苏，我们认为卤味连锁需重点关注4个维度：①前期加速开店对营收贡献的增厚贡献能否体现；②卤味旺季配合营销活动和新品推广带来的门店收入修复机会；③世界杯等重点体育对销售的贡献；④原材料走势及提价后带来的利润修复。

图：日度重点鸭副产品价格跟踪（元/公斤）



数据来源：水禽行情网，Wind，浙商证券研究所

图：重点鸭副产品同比跟踪



数据来源：水禽行情网，Wind，浙商证券研究所

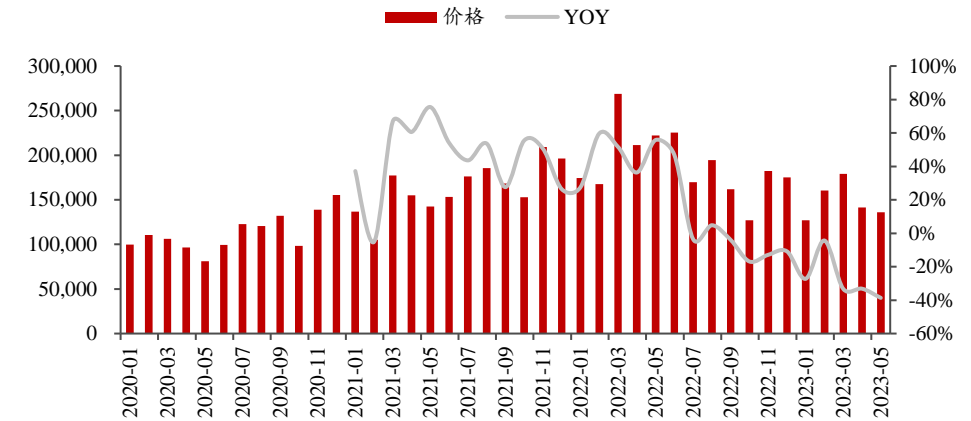
2.7 烘焙板块：重视渐进式恢复下个股改革效果显著的标的

1、烘焙板块观点：消费场景恢复，终端需求持续改善，叠加原材料成本下行，建议下半年继续关注

1) 板块23Q1业绩边际改善。整体收入保持稳定增长，主要系消费场景恢复使得需求端有所恢复，利润改善明显主要系原材料价格同比回落，使得盈利能力恢复。我们认为伴随业绩的持续改善，以及成本拐点的显现，后续布局机会仍存，可关注后续业绩持续改善的优质龙头；如立高食品、海融科技、南侨食品等。

2) 与市场不同的认知：市场认为行业后续仍将处在需求持续复苏带来的板块性机会，我们认为在市场渐进式回暖下，更应关注在本轮复苏背景下市场份额向龙头集中，同时个股改革效果显著的优质龙头标的。

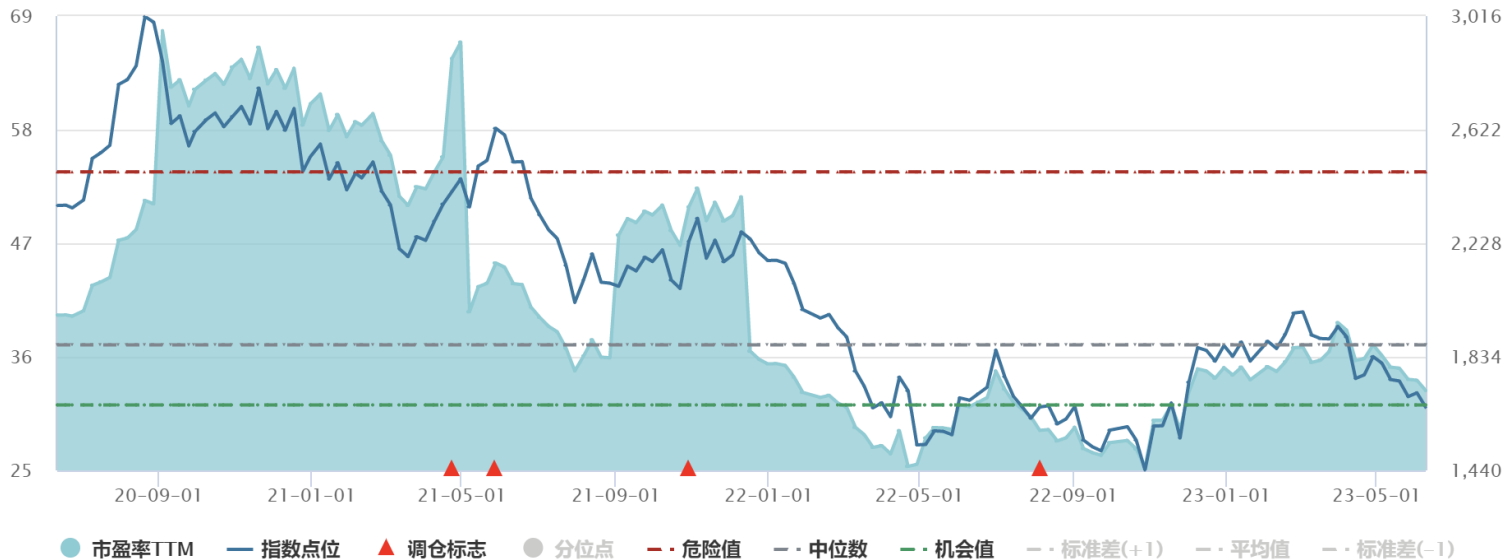
图：棕榈油价格持续下行（元/吨，%）



图：烘焙板块估值水平处于26.8%分位数

市盈率TTM

当前值	32.74
分位点	26.8%
危险值	53.92
中位数	37.16
机会值	31.34
指数点位	1,659.00
最大值	67.58
平均值	41.95
最小值	25.29
标准差(+1)	53.94
标准差(-1)	29.95
z分数	-0.77



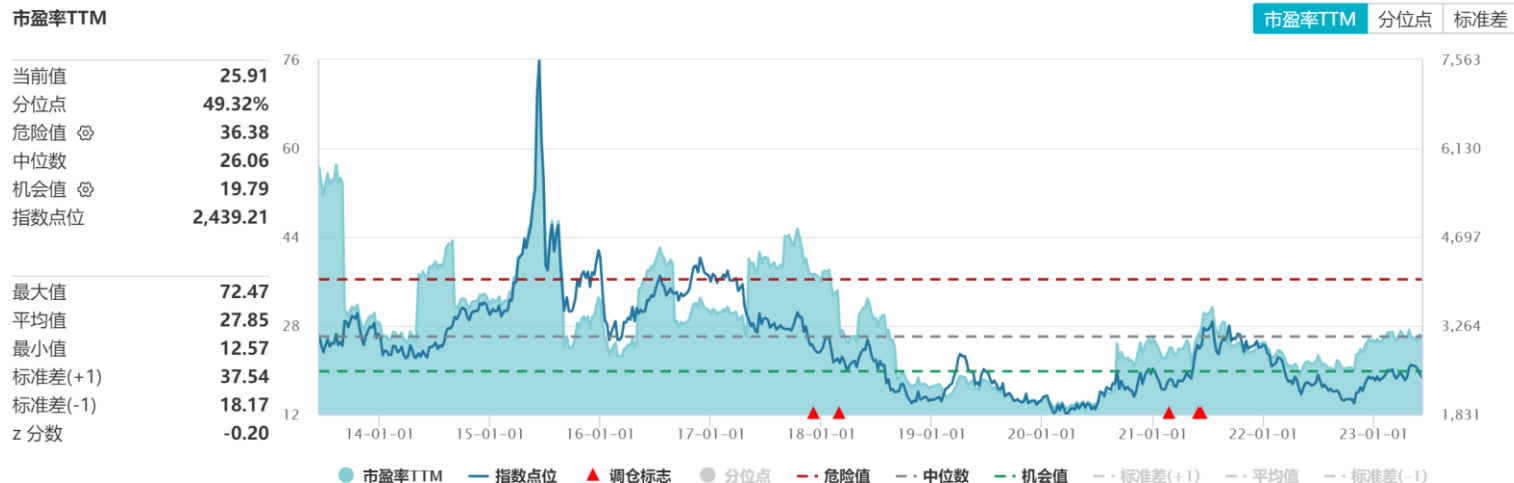
2.8 软饮料板块：重视场景修复下具备新品增量逻辑的优质个股

软饮料板块观点：日常生活常态化促使消费场景恢复，收入+利润修复速度良好，未来增长可期。

22年疫情影响对板块需求端影响较大，且原材料成本处在高位，收入端+利润端均受损明显；23Q1随着消费场景的恢复，软饮料收入实现快速恢复，叠加原材料成本回落和规模效应带来的费用率下降，板块净利润恢复明显。同时，各企业新品储备充足，有望于旺季实现增量。因此，我们认为伴随疫后修复下户外活动+餐饮链的正常化，以及成本端+费用端的改善，板块收入+利润释放可期，可关注后续业绩持续改善并具有新品增量逻辑的标的：东鹏特饮、香飘飘、农夫山泉、李子园。

市场更加强调板块场景修复下整个行业的业绩改善机会，但我们认为除此之外，个股的新品储备及后续推广铺货进程也有可能给行业带来新的变化，即企业通过发展第二增长曲线持续释放扩张潜力导致行业竞争加剧。具体来看，1) 香飘飘：即饮团队单独运作有助于新品瓶装柠檬茶+瓶装牛乳茶旺季顺利放量；2) 东鹏特饮：大力推进冰冻化陈列，补水、大咖等新品推广顺利。3) 养元饮品：拳头产品核桃乳系列已推出多个子品类以应对市场不同需求，能量饮料维持高增长态势主要系春节销售旺季+公司在江北市场有坚实基础，在产品推广方面有先发优势。

图：行业估值处在历史中间位置，可寻求业绩改善+新品推广顺利的标的积极布局



图：除白砂糖外，其余原材料均处于下行趋势

软饮料			
日期	瓦楞纸	白砂糖	PET切片
2022年1月	-3%	8%	57%
2022年2月	-8%	7%	43%
2022年3月	-10%	7%	34%
2022年4月	0%	9%	41%
2022年5月	-9%	5%	49%
2022年6月	-12%	7%	57%
2022年7月	-15%	5%	27%
2022年8月	-19%	2%	23%
2022年9月	-20%	1%	24%
2022年10月	-29%	0%	-1%
2022年11月	-31%	-9%	-9%
2022年12月	-26%	1%	-9%
2023年1月	-16%	1%	-7%
2023年2月	-19%	4%	-6%
2023年3月	-20%	7%	-12%
2023年4月	-24%	19%	-6%
2023年5月	-22%	13%	-20%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

03

投资建议

我们认为23年经济的温和复苏与大众品的渐进式回暖为主旋律，但疫后复苏亦存在新的消费特点，冲动性消费让位于理智型消费，在此背景下消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，因此“高质性价比”产品更受消费者青睐，比如零食量贩、低温奶、高端啤酒、零添加调味品等；另外我们认为从终端恢复来看，由于中小餐饮和门店的修复稍显缓慢，使得相关线下场景恢复较慢；线上和家庭消费恢复较好，由此我们看到饮料、乳制品等在22年低基数且不依托餐饮和门店修复的板块在本轮复苏中具有较好的表现。

由此，我们针对以上情况，总结三大投资主线：

- 1) 基于当前消费者希望以更合适的价格获得高品质产品，我们重点推荐具备“高质性价比”特点的标的，主要涉及零食板块、低温奶、高档啤酒、预制菜板块等；涉及标的：盐津铺子、劲仔食品、新乳业、安井食品、青岛啤酒、重庆啤酒、甘源食品等；
- 2) 基于当前场景消费恢复较缓，我们推荐不太依赖中小B门店&场景受损带来的低基数的标的，主要涉及乳制品、饮料、烘焙板块；涉及标的：伊利股份、五芳斋、千味央厨、立高食品、东鹏饮料、香飘飘等；
- 3) 具备事件催化&成本下行标的；涉及标的：中炬高新、路德环境。

推荐标的：盐津铺子、劲仔食品、新乳业、伊利股份、五芳斋、安井食品、中炬高新、千味央厨、青岛啤酒、重庆啤酒、路德环境等；

建议关注：绝味食品、千禾味业、燕塘乳业、甘源食品、三只松鼠、紫燕食品、华润啤酒、燕京啤酒、立高食品。

1、盐津铺子：短期来看，市场更多的因为零食量贩渠道的放量来定义盐津铺子近年的增长，但是我们认为公司是全渠道全线开花，借助当前渠道变革红利期，真正通过自身战略的调整，演绎多品类和全渠道的全面增长。收入端传统直营商超追求稳健，利润为先；定量流通、零食量贩快速增长，散装BC渠道受益于渠道下沉持续发力；电商渠道多平台布局，实现高速增长。中长期来看，当前公司产品从低成本下的“高品质+高性价比”逐步升级成长为“低成本之上的高品质+高性价比”，由“渠道驱动”增长升级为“产品+渠道双轮驱动”增长。更为清晰的规划和战略和高效优秀的团队有效保证公司在长期的发展中拥有较强的竞争力和竞争优势。

2、劲仔食品：我们认为公司正处在整体势能提升的强势红利期，依托于新品及新包装对于现代渠道和新渠道的打通，和公司团队能力的提升，公司品牌势能得到长足的提升，从而带动全渠道销售势能的提升。当前公司小鱼通过大包装进入现代渠道，鹤鹑蛋销售良好，全年我们预计鹤鹑蛋单品能够实现2亿元左右的销售。当前公司天花板远远未到，正处在销售势能提升的强势期，我们继续重点推荐。

3、新乳业：收入稳健增长，盈利弹性释放开启。23-27年目标一复合年均双位数增长：（1）以“24 小时”系列产品为代表的高品质鲜奶产品复合年均增长率超20%；（2）新品年复合增长率超10%；（3）D2C占比从15%提到30%；目标二净利率翻番；目标三负债率降低10%。我们认为23Q1是盈利能力提升的起点，公司通过产品结构优化+降本增效实现中期业绩改善的思路清晰、规划详细。中期维度，盈利弹性释放开启。

4、伊利股份：年内或迎逐季改善，估值有望抬升。23年公司计划持续产品结构升级以及渠道拓展增加营收，同时控制费用投入，提升费用使用效率来促进利润提升，以实现营收1355 亿元（+10.4%），利润总额125 亿元（+17.6%）。对应利润率（利润总额/营业收入）需从22年8.6%提升0.6pct至23年目标9.2%。该目标体现了公司对于23 年接下来三个季度行业需求恢复和公司利润率扩张（产品结构优化+费用管控）的双重信心，年内或迎逐季改善，估值有望抬升。

5、五芳斋：五芳斋是粽子行业龙一，短期来看端午节+618大促的旺季销售有望催化业绩超预期；中长期连锁业务有望在新模式下快速实现盈亏平衡，叠加新品规模效应显现驱动盈利能力提升超预期。聚焦两大超预期：1）连锁业务有望减亏叠加新品类规模优势凸显，盈利能力提升有望超预期；2）618大促+端午节旺季销售，有望带来业绩的超预期；

6、安井食品：23年提质增效重视盈利能力，新品推广和渠道扩展规划清晰。1) 产品端：计划推出的“锁鲜装4.0+虾滑系列”和“1:1:1:1”（即火山石烤肠、蒸煎饺、小酥肉、烤鱼），有望成为超级大单品。面向C端全渠道销售的中高端火锅料锁鲜装系列在渠道持续扩张的同时迅速抢占行业制高点；同时陆续推出锁鲜装新品，丰富产品系列。虾滑品类应用场景广泛，符合公司BC兼顾的渠道定位，具有广阔前景。未来三年内，安井锁鲜装和虾滑将在此前体量基础上以超级大单品为目标继续推广。2) 渠道端：在区域上，加强西南、华南、西北等地三四线城市的开发，并进一步加大县乡层级市场拓展力度；在渠道上，加强电商直营、特通、商超O2O、新零售的开发力度，提升销售占比。

7、中炬高新：1) 随着股权问题出现实际进展，公司估值压制有望解除，经营改善与估值修复可期。2) 短期基本面有望加速改善，长期盈利能力提升可期。23年公司经销商在利润改善的情况下积极完成任务，公司在低库存健康状态下实现稳健增长，随着需求修复，公司收入端有望实现加速增长；长期看公司各级市场分级明确，成熟市场进行通过品类延伸&细化经销商进行渠道下沉，在非成熟市场对空白市场进行渠道扩张，若后续股权变更&股权激励随之落地，全国化进程有望加速；叠加厨邦智造提效降本+管理效率改善，长期看公司的净利率将稳步提升。

8、千味央厨：品类拓展夯实竞争力，静待弹性释放。22Q2低基数下，期待23Q2弹性释放。23年渠道+产品+并购多点发力，餐饮工业化高景气赛道大有可为。1) 渠道端：预计23年公司直营渠道收入将实现修复性增长（22年低基数），同时预计头部经销商培育计划下23年经销渠道收入仍将保持快增速；2) 产品端：23年收入分结构来看，预计小B端油条、蒸煎饺增速快于平均，大B端烘焙增速快于平均；大单品策略持续发力，预计23年蒸煎饺收入超2亿，23年我们预计发力春卷、米糕、大包子、烧卖四个核心大单品以贡献增量；伴随烘焙类等高毛利产品占比持续提高，在后续原料成本偏稳定的判断下，我们认为盈利能力或将延续稳中有进态势；3) 并购端：收购味宝后，有望协同进行业务拓展。

9、青岛啤酒：结构升级&成本改善，盈利弹性有望释放。目前青岛主品牌高增引领结构升级，经典、纯生、白啤等大单品均表现优异，罐化率水平持续提升。在费用率稳定&成本端改善下，净利率提升确定性高，二季度业绩弹性有望释放。

10、重庆啤酒：乌苏处于持续恢复通道，盈利能力趋势向上。当前乌苏已恢复增长，1664、乐堡、重庆、天目湖、大理等其他单品增长较快，分担乌苏增长压力。现饮场景持续恢复，线上占比及罐化率水平持续提升。销量费用率持平，吨成本或低个位数增长，预计全年盈利能力稳中有升。

11、路德环境：酒糟饲料业务量价成长性突出，传统业务重大项目落地。酒糟饲料业务产能扩张迅猛，新品藺福系列采取高定价策略下综合吨价有望提升，盈利能力趋势向上，叠加轻资产模式的传统业务重大项目落地，我们持续看好公司高成长性。

04

风险提示

原材料价格大幅上涨:由于疫情和海外战争及疫情导致部分原材料价格及包材价格持续上涨，并维持在高位，会对大众品板块内各个标的的成本端造成较大压力，从而影响企业利润水平和盈利能力。

终端需求疲软或需求修复不及预期:消费者消费信心和能力下滑导致产品销售不及预期，则会导致需求疲软，直接影响企业销售，从而对经营造成较大影响。

行业数据存在主观分类和筛选，存在实际情况与数据结论不符的风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告行业数据存在主观分类和筛选，存在实际情况与数据结论不符的风险。本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>