



南京证券

NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

# 食品饮料：消费温和复苏 关注估值性价比

研究员：宋芳

执业证书编号：S0620520090001

联系方式：025-58519166

# 目 录

一

食品饮料行业回顾

二

白酒：宴席消费亮眼 商务消费待提振

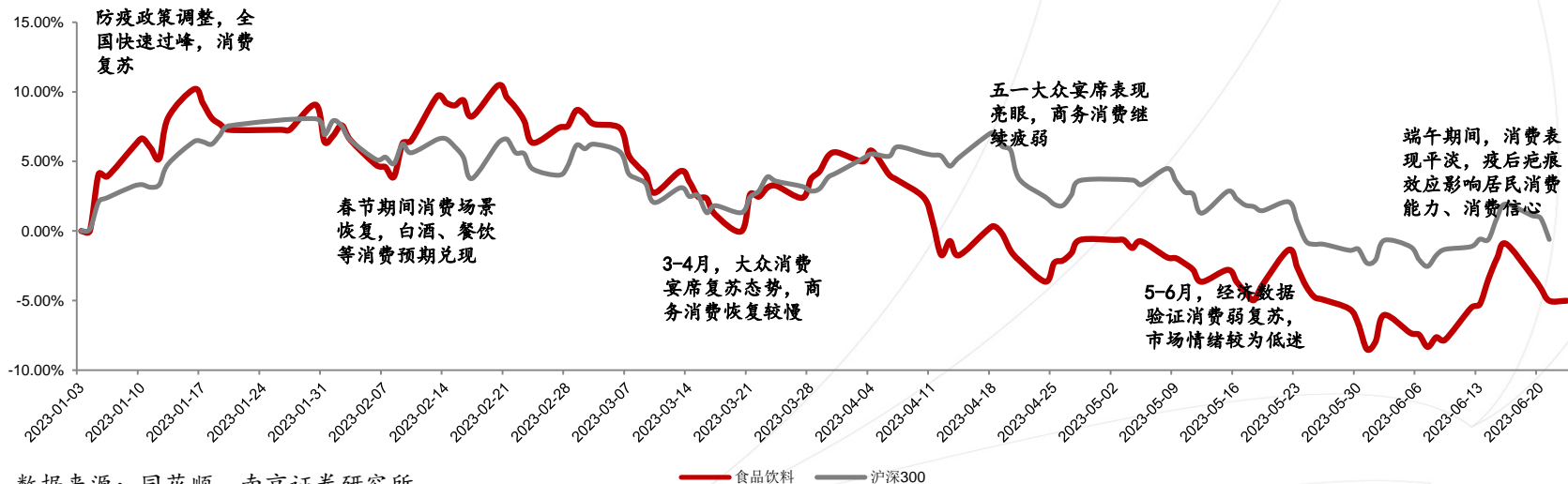
三

大众品：餐饮产业链恢复 关注高景气板块

## 1.1 疫后疤痕效应 节后消费弱复苏

- 2022年底，疫情防控政策逐步优化，带来市场信心提振；全国多地快速达峰，消费逐步复苏。春节期间，受益消费场景复苏和返乡人流恢复整体略超预期，白酒、餐饮等消费场景恢复。3-4月，大众消费延续复苏态势，与经济活动高度相关的商务消费表现较为疲弱。5-6月，经济数据进一步验证消费弱复苏，市场情绪较为低迷。端午期间，消费整体表现较为平淡，餐饮和旅游出行数据反映出端午小长假期间居民消费潜力持续得到释放，但居民在疫后产生的疤痕效应影响下，消费能力、消费信心仍待提升。

### 2023年以来SW食品饮料行业股价走势

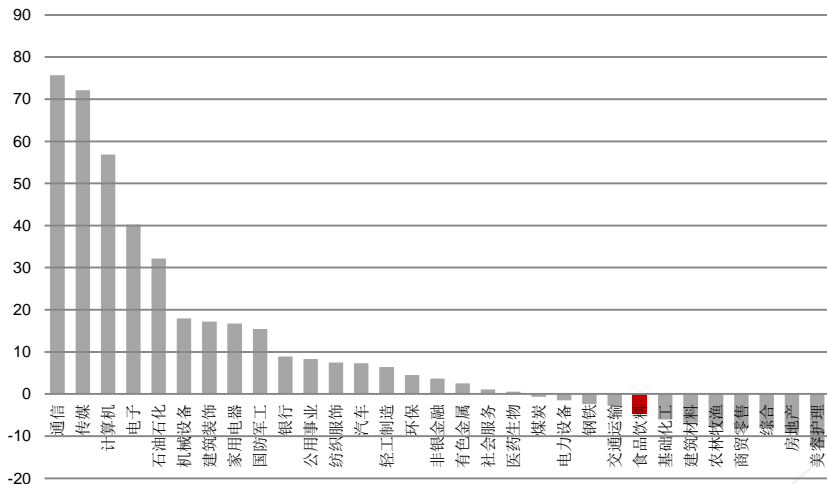


数据来源：同花顺，南京证券研究所

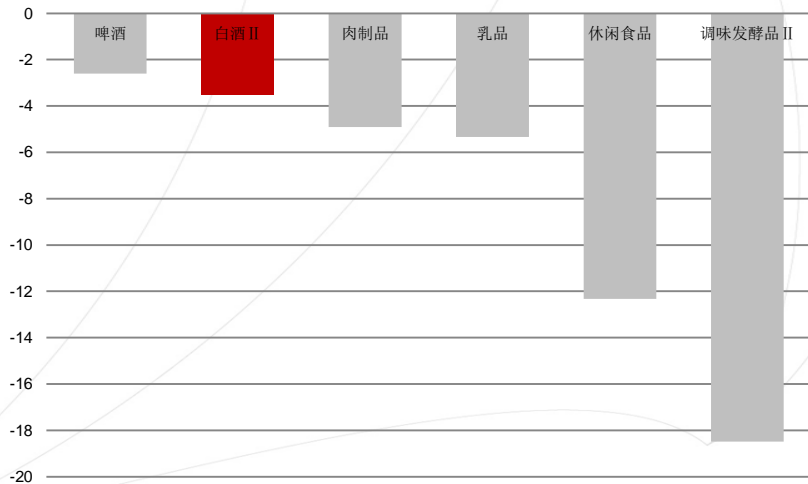
## 1.2 23Q2消费弱复苏 市场情绪低迷

- 春节以来，大众消费潜力持续释放，餐饮、宴席市场延续高景气；但与经济活力高度相关的商务消费表现偏弱；随着高频经济数据的进一步验证，市场担忧消费复苏成色。截至2023年6月25日，食品饮料行业下跌4.74%，位于申万31个行业第24位。其中，白酒下跌3.54%，啤酒下跌2.60%，调味品下跌18.49%，休闲食品下跌12.33%，乳制品下跌5.33%，肉制品下跌4.91%。

2023年以来SW食品饮料行业涨跌幅



2023年以来食品饮料子板块涨跌幅



数据来源：同花顺，南京证券研究所

## 1.3 估值回落至去年低位 估值性价比显现

- 截至2023年6月25日，SW食品饮料行业估值PE 29.68(TTM)，处于2019年以来12.17%分位数水平，其中，白酒PE 29.67 (TTM)，处于2019年以来18.06%分位数水平；乳制品PE 26.79 (TTM)，处于2019年以来1.01%分位数水平；调味品PE 47.65 (TTM)，处于2019年以来6.64%分位数水平；啤酒PE 39.27 (TTM)，处于2019年以来5.99%；肉制品PE 16.78 (TTM)，处于2019年以来2.49%分位数水平；休闲食品PE 41.02 (TTM)，处于近三年以来72.76%分位数水平。

### 2019-2023食品饮料行业估值



### 2019-2023白酒板块估值



数据来源：同花顺，南京证券研究所

# 目 录

一

食品饮料行业回顾

二

白酒：宴席消费亮眼 商务消费待提振

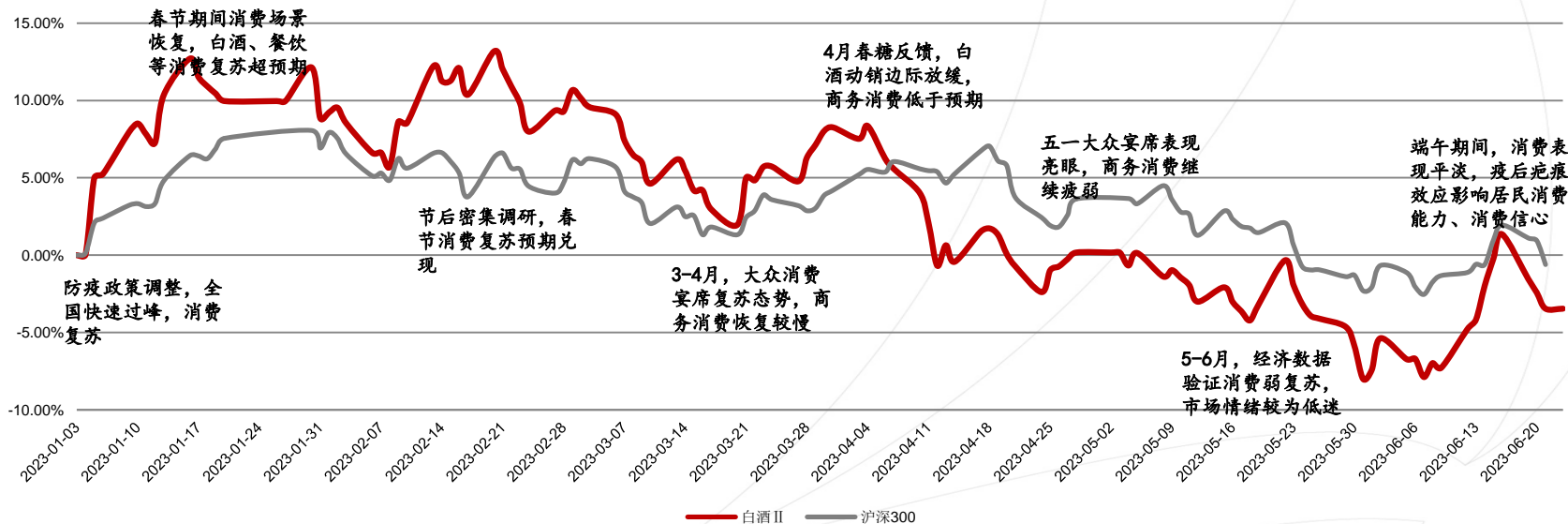
三

大众品：餐饮产业链恢复 关注高景气板块

## 2.1 节后消费弱复苏 市场关注经济复苏成色

- 春节期间，受益聚饮消费场景复苏和返乡人流恢复整体略超预期，白酒宴席、大众聚饮消费快速恢复。节后，受益消费场景恢复，婚喜宴回补，白酒宴席延续高景气。4月春糖反馈，淡季白酒动销边际放缓，主因商务消费复苏进度低于预期；市场对于白酒上市公司稳健的财报不敏感，主因担忧经济复苏的成色。5-6月经济数据进一步验证消费弱复苏。端午期间，白酒消费表现较为平淡，虽然居民消费潜力持续得到释放，但居民在疫后产生的疤痕效应影响下，消费能力仍待提升。

### 白酒板块股价走势



数据来源：同花顺，南京证券研究所

## 2.2 经济数据验证弱复苏 居民消费能力待提振

- 国家统计局数据显示，2023年5月我国社零总额为3.78万亿元，同比增长12.7%，环比下降5.7pct；除汽车以外的消费品零售总额为3.39万亿元，同比增长11.5%；其中，烟酒类零售额同比增长8.6%，环比下降6.3pct；粮油食品零售额同比下降0.7%，环比下降1.7pct；饮料零售额同比下降0.7%，环比提升2.7pct。整体来看，5月消费仍在温和复苏，但消费者消费能力和消费意愿的提升仍需等待居民资产负债表、可支配收入的修复。6月13日，央行下调7天期逆回购操作中标利率10BP至1.90%；6月15日，央行超额续作中期借贷便利（MLF）2370亿元，到期2000亿元，下调利率10BP至2.65%。随着降息等宽信用政策的发力，后续一系列稳增长扩内需的措施值得期待。

社会消费品零售总额（当月同比，%）



社会消费品零售总额：餐饮业（当月同比，%）



数据来源：同花顺，南京证券研究所



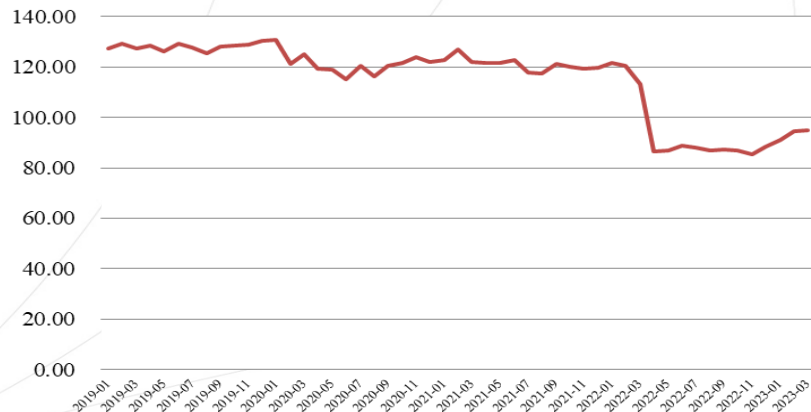
## 2.2 经济数据验证弱复苏 居民消费能力待提振

- 据文旅部数据，五一期间国内旅游出游合计2.74亿元，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期水平的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.90%，按可比口径恢复至2019年同期水平的100.66%。端午期间，全国国内旅游出游1.06亿人次，同比增长32.3%，按可比口径恢复至2019年同期的112.8%；实现国内旅游收入373.10亿元，同比增长44.5%，按可比口径恢复至2019年同期的94.9%。餐饮和旅游出行数据反映出假期居民消费潜力持续得到释放，但居民在疫后产生的疤痕效应影响下，消费能力、消费信心仍待提升。6月13日，央行下调7天期逆回购操作中标利率10BP至1.90%；6月15日，央行超额续作中期借贷便利（MLF）2370亿元，到期2000亿元，下调利率10BP至2.65%。随着降息等宽信用政策的发力，后续一系列稳增长扩内需的措施值得期待。

城镇居民人均可支配收入（累计同比，%）



消费者信心指数（当月同比，%）



## 2.3 大众延续景气 商务消费表现较弱

- 基本面来看，高端礼赠需求依然偏刚性，大众宴席延续持续复苏态势，但商务消费表现依然较弱。分价格带来看，高端稳健，大众价格带受益宴席市场高景气表现较为亮眼；次高端价格带受商务活动影响较大，整体承压。估值方面，目前白酒龙头公司估值基本回落至去年估值低位，目前估值具备一定的性价比。

### 白酒龙头公司业绩与估值

	营业收入（同比，%）		归母净利（同比，%）		估值分位数 (2019年以来，%)
	22	23Q1	22	23Q1	
贵州茅台	16.87	20.00	19.55	20.59	20.98
五粮液	11.72	13.03	14.17	15.89	7.73
泸州老窖	21.71	20.57	30.29	29.11	32.24
山西汾酒	31.26	20.44	52.36	29.89	2.35
舍得酒业	21.86	7.28	35.31	7.34	17.79
酒鬼酒	18.63	-42.87	17.38	-42.38	23.55
水井坊	0.88	-39.69	1.40	-56.02	21.26
洋河股份	18.76	15.51	24.91	15.66	17.77
今世缘	23.09	27.26	23.34	25.20	20.34
古井贡酒	25.95	24.83	36.78	42.87	32.50

数据来源：同花顺，南京证券研究所

## 2.4 龙头公司按计划回款发货 关注中秋国庆或稳增长政策发力

- 下半年节奏来看，上市酒企普遍在端午完成全年50-70%打款、发货进度，预计随后的淡季将继续进行库存消化，等待中秋国庆旺季催化或稳增长扩内需政策进一步发力。

### 白酒龙头公司业绩与估值

公司	回款进度	批价	库存
贵州茅台	55%	普飞整箱2920，散瓶2780	2周
五粮液	70%+	普五940-950	1个月
泸州老窖	60%	国窖890	2个月
山西汾酒	60%+	青20 350，复兴版780	1-1.5个月
舍得酒业	40%+	品味350	3个月
酒鬼酒	45%左右	红坛285，内参770-780	2.5-3个月
水井坊	持平	臻酿八号310	2个月
洋河股份	60-70%	M6+ 610，水晶梦400	2个月左右
今世缘	65%	V3 550，四开410	2-3个月
古井贡酒	60%+	古20 560，古16 350，古8 220，古5 115	2-3个月

# 目 录

一

食品饮料行业回顾

二

白酒：宴席消费亮眼 关注旺季催化

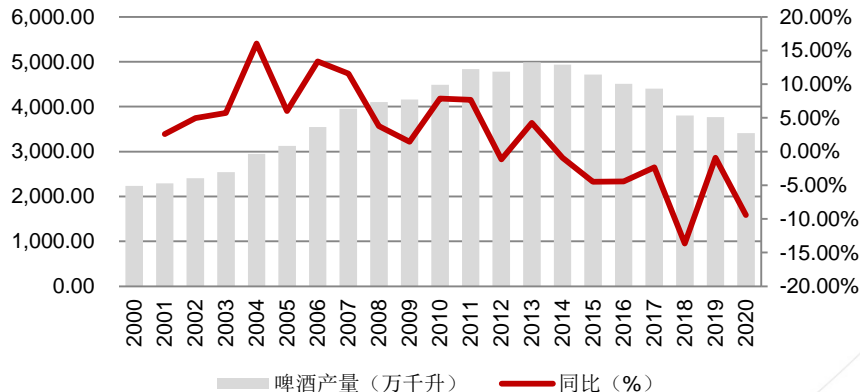
三

大众品：餐饮产业链恢复 关注高景气板块

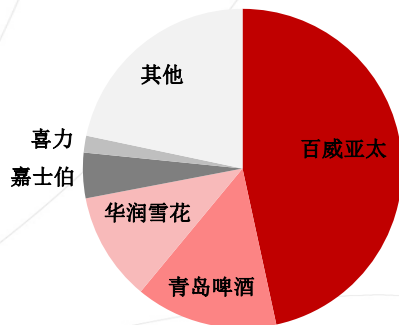
### 3.1 啤酒：消费场景恢复 消费升级继续

- 从总量上看，我国啤酒产销量在2013年突破5000万千升达到高点后，自2014年开始逐步下降，行业进入存量阶段；从行业格局上看，中国啤酒在经历了兼并收购、国际巨头进入、品牌整合等一系列激烈竞争之后，中小产能逐步出清，形成了目前以华润、青啤、百威、重啤（嘉士伯）以及燕京等五大集团为核心的寡头竞争格局，目前，行业CR5达73%+，高端及以上产品CR5达78%+；如今的啤酒行业进入消费升级产品结构提升叠加降本增效带来盈利能力提升的阶段。

2000-2020我国啤酒产量情况



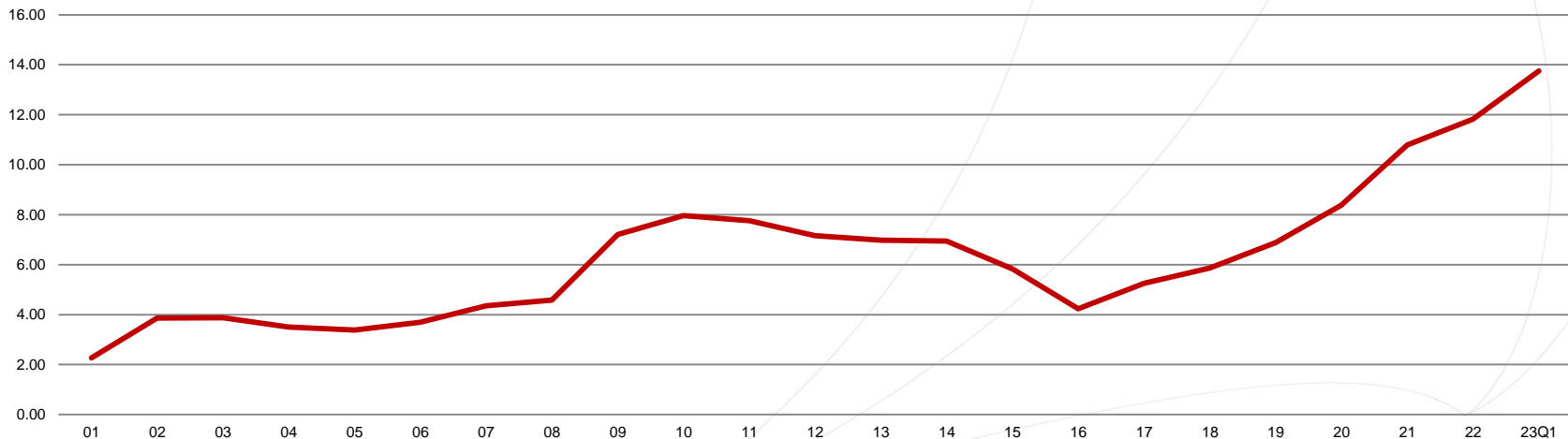
我国啤酒CR5



## 3.1 啤酒：消费场景恢复 消费升级继续

- 消费场景恢复以及高温天气的提前到来，有望拉动啤酒旺季消费。随着啤酒消费旺季的临近，消费升级趋势延续叠加去年同期低基数，预计啤酒板块将呈现较好的业绩弹性。青啤产品结构升级继续，6月销量环比改善；重啤疆内恢复较好，新疆旅游人数的增加对疆内乌苏等产品消费产生较大贡献。

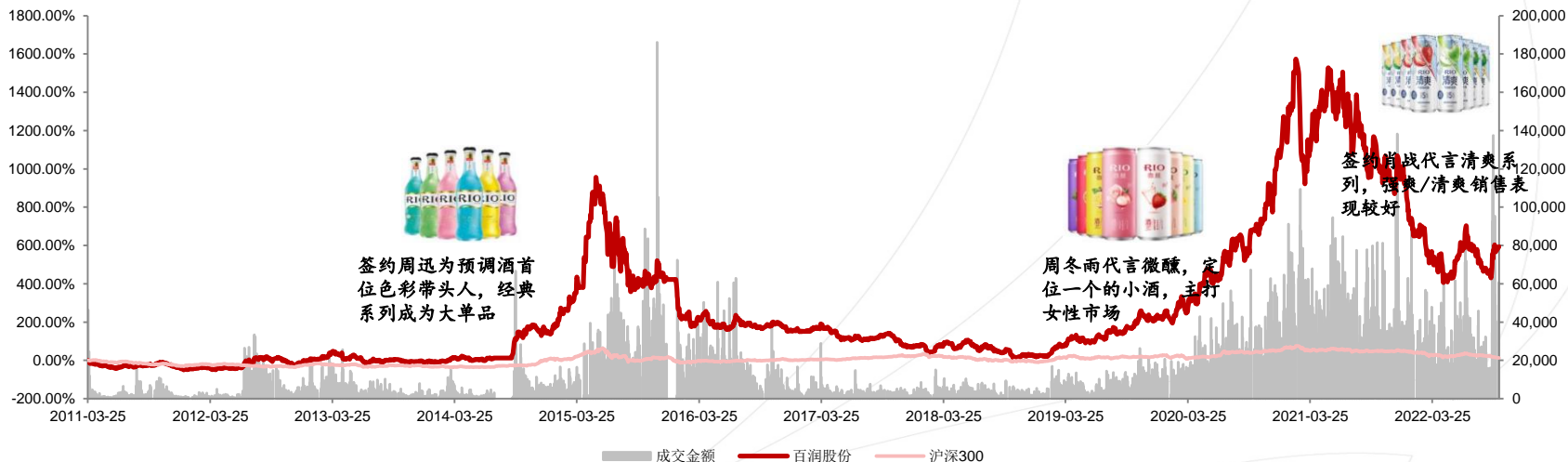
2001-2023青岛啤酒净利率情况



## 3.2 预调酒：强爽持续高增 新品持续发力

- 百润股份发布2023H1业绩预告，公司预期23H1实现归母净利润4.2-4.5亿元，同比增长90%-105%；实现扣非归母净利润4.1-4.5亿元，同比增长100%-120%，其中，23Q2预期实现归母净利润2.3-2.6亿元，同比增长80%-105%；实现扣非归母净利润2.2-2.6亿元，同比增长95%-131%，业绩增速略超市场预期。强爽自22年9月以来持续高增，有望成为公司鸡尾酒业务中第一大单品，公司于6月底上新瓶装强爽，口味分别为白桃和青橘子伏特加风味，产品仍主打“8度、0糖、0卡”的特点，不断的产品创新和渠道推动，叠加去年同期低基数，公司业绩有望继续保持较快增长。

### 百润历史股价



### 3.3 零食专营渠道渗透率提升 量贩零食兴起

- 我国的零食渠道大约可分为四个阶段。第一阶段，2000年以前，大流通时代；第二阶段，2000-2010年，商超快速发展；第三阶段，2010-2020年，电商快速发展；第四阶段，2020年以来，疫情影响商超客流，电商加速去中心化，人流回归社区，低价零食专营渠道势能渐起。

#### 零食渠道变革情况

渠道变革	特征	代表品牌
大流通时代 2000年以前	卡夫、德芙、上好佳等外资品牌进入，达利园、旺旺等内资也纷纷打开通路。	
商超快速发展 2000-2010	90年代家乐福、沃尔玛等进入中国，2000年后迎来快速发展；来伊份、良品铺子推出专营店模式。	沃尔玛、家乐福、大润发、麦德龙、欧尚、华联
电商快速发展 2010-2020	电商流量红利显现，涌现三只松鼠、百草味等淘品牌。	淘宝、京东、拼多多、美团
零食专营渠道渗透率提升 2020-	电商去中心化，疫情影响下人流回归社区，零食量贩渠道起势。	零食很忙、赵一鸣、零食有鸣



### 3.3 零食专营渠道渗透率提升 量贩零食兴起

■ 零食专营渠道渗透率快速提升，率先进入该渠道的休闲食品品类有望受益。

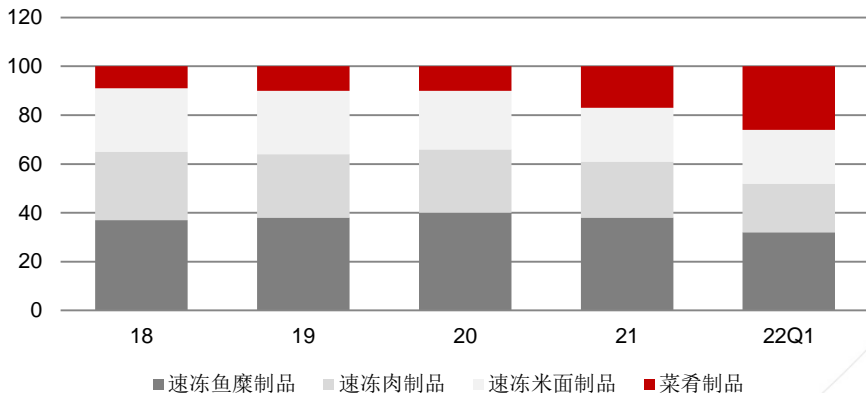
#### 零食量贩开店情况

公司名称	成立时间	总部地点	主要区域	门店数
零食很忙	2017	湖南长沙	湖南、江西、湖北	2000+
糖巢量贩零食	2011	福建厦门	福建	1100+
零食有鸣	2019	四川成都	四川	1000+
零食优选	2019	湖南长沙	湖南、湖北	800+
赵一鸣	2015	江西宜春	江西、安徽	800+
老婆大人	2010	浙江宁波	浙江	700+
好想来	2011	江苏兴化	江苏、安徽	700+
爱零食	2020	湖南长沙	湖南	600+
戴永红	1996	湖南株洲	湖南	420+
恰货铺子	2018	湖南长沙	湖南	200+
网批码头	2018	湖南长沙	湖南、江西	200+

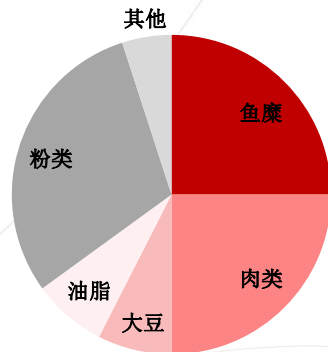
### 3.4 预制菜：景气持续 继续高增

- 安井食品：公司23Q1实现营业收入31.91亿元，同比增长36.43%；实现归母净利润3.62亿元，同比增长76.94%；实现扣非归母净利润3.45亿元，同比增长94.31%。餐饮等消费场景复苏带来主业恢复程度较好叠加预制菜持续高景气，公司业绩超出市场预期。公司中长期经营战略清晰，传统主业BC双轮驱动，B端餐饮复苏带动主业恢复，冻品先生、安井小厨定位更加清晰；预制菜快速上量，新宏业新柳伍布局小龙虾市场，提升上游原材料议价能力，公司有望从单一食材龙头向综合速冻调理龙头迈进。

安井产品结构拆分



安井原材料成本占比



## 4.1 小结

- 白酒方面，基本面来看，高端礼赠需求依然偏刚性，大众宴席延续持续复苏态势，但商务消费表现依然较弱。分价格带来看，高端稳健，大众价格带受益宴席市场高景气表现较为亮眼；次高端价格带受商务活动影响较大，整体承压。估值方面，目前白酒龙头公司估值基本回落至去年估值低位，目前估值具备一定的性价比。随着高考成绩出炉，短期关注居民端升学宴、谢师宴需求。下半年节奏来看，上市酒企普遍在端午完成全年50-70%打款、发货进度，预计随后的淡季将继续进行库存消化，等待中秋国庆旺季催化或稳增长扩内需政策进一步发力。
- 大众品方面，需求端餐饮消费场景恢复，成本端大宗原材料成本下行，关注高景气子板块。消费场景恢复以及高温天气的提前到来，有望拉动啤酒旺季消费。随着啤酒消费旺季的临近，消费升级趋势延续叠加去年同期低基数，预计啤酒板块将呈现较好的业绩弹性。零食专营渠道渗透率快速提升，率先进入该渠道的休闲食品品类有望受益；预制菜受益餐饮消费场景恢复依旧保持较高景气度。
- **风险提示：**食品安全问题、消费复苏不及预期、行业政策变动等带来的风险。

## 免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

# 投资评级说明

## 南京证券行业投资评级标准:

推荐: 预计6个月内该行业超越整体市场表现;

中性: 预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平;

回避: 预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

## 南京证券上市公司投资评级标准:

买入: 预计6个月内绝对涨幅大于20%;

增持: 预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间;

中性: 预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间;

回避: 预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。