

疫后消费稳步复苏，成本压力边际趋缓

——行业月度动态报告

核心观点：

宏观：疫情好转推动需求逐渐复苏。5月以来疫情逐渐好转，推动宏观需求环比改善：从社零总额来看，2022年5月同比-6.7%，好于4月的-11.1%，其中餐饮收入同比-21.1%，略高于4月的-22.7%；从CPI来看，随着疫情好转，鲜菜大量上市与物流逐步畅通，导致5月CPI环比下跌0.2%，环比年内首次下降。

白酒：5月产量环比改善，茅台批价短期回升。5月白酒产量同比+2.2%，环比改善明显，主要得益于上海疫情好转后消费逐渐复苏，终端消费场景逐渐放开，渠道信心增强。我们认为虽然疫情冲击需求，但淡季波动影响相对较小，预计22Q2板块业绩韧性较强。此外，行业内部延续分化，高端酒刚需、投资属性突出，部分次高端面临较高基数压力，区域名酒延续高增趋势，低档酒受需求疲软影响较大。展望2022年下半年，疫后需求复苏、货币环境温和与部分地区升级有望带来新一轮投资机会。

啤酒：5月疫后需求回补，成本压力逐渐缓和。4月疫情扩散与原料价格涨幅超预期导致基本面承压，但从5月来看乐观的种子正在发芽，啤酒单月产量同比-0.7%，显著高于4月同比增速-18%，同时铝、玻璃、大麦等价格环比回落。展望2022年下半年，随着本轮疫情影响范围缩小和人均收入恢复，消费者信心亦不断增强，需求有望进一步修复，叠加世界杯刺激消费，旺季需求端或迎来系统性改善，同时原料、包材价格高位回落，推动盈利能力边际改善。

调味品：短期步入复苏通道，长期静待系统性拐点。4月部分省份疫情扩散压制需求，但C端韧性明显较强，5月随着疫情逐步好转，预计C端延续稳健增长态势，而B端将有明显改善，共同推动行业步入复苏通道。展望2022年下半年，预计天味食品、涪陵榨菜复苏节奏仍将领先，主要得益于C端需求具备韧性、渠道库存良性、成本回落或可控。当然，对于海天等酱油企业，我们亦建议关注边际改善带来的投资机会，即疫后餐饮需求复苏推动收入提速与渠道库存去化，成本高位回落推动盈利能力环比改善。

乳制品：5月产量环比改善，原奶价格进一步回落。5月原奶价格涨幅进一步回落至-3%，乳制品产量同比+2.9%，环比小幅改善。4月商超渠道液奶/酸奶销售额分别同比+7.6%/0.1%，液奶得益于疫情后常温白奶需求持续旺盛，同时消费升级与供应链完善推动鲜奶渗透率提升，此外低温酸奶在产品创新的推动下显露出回暖的迹象。展望2022年下半年，我们认为需求端将延续旺盛态势，同时二强维持战略分化，并且原奶价格下行拐点已在22Q1显现，因此判断毛销差有望进一步改善。

投资建议：我们认为伴随着基本面的逐渐向好以及估值相对合理，行业正处于阶段性反弹阶段以及长线布局的战略机遇期。建议关注三条投资主线：需求确定性、疫后复苏与成本回落，建议关注白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒）、大众品（青岛啤酒、伊利股份、天味食品、涪陵榨菜、东鹏饮料、李子园和海天味业）。

风险提示：疫情影响范围超预期；终端需求恢复不及预期；成本价格涨幅超预期；食品安全问题。

食品饮料行业

推荐（维持评级）

分析师

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

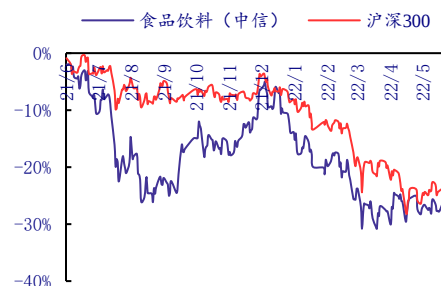
研究助理

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

行业数据 2022.5.31



资料来源：Wind，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：疫情扰动需求，大众品刚性凸显

【银河食品饮料】行业月度动态报告：成本压力超预期，大众品持续分化

【银河食品饮料】行业月度动态报告：白酒蓄力谋长远，大众品反转可期

【银河食品饮料】餐饮产业链系列报告：春节终端动销平稳，把握需求复苏机会

目 录

一、宏观：疫情好转推动需求逐渐复苏.....	2
二、食品饮料：关注需求复苏与盈利改善的 α 机会.....	3
（一）白酒：短期关注需求复苏，长期景气周期趋势不改.....	3
1、中长期视角：本轮结构升级趋势不改.....	3
2、月度跟踪：5 月产量环比改善，茅台批价短期回升.....	4
（二）啤酒：关注疫后回补与提价催化，长期高端化持续演绎.....	5
1、中长期视角：行业高端化逻辑持续演绎.....	5
2、月度跟踪：5 月产量环比改善，关注疫后需求回补与潜在提价催化.....	6
（三）餐饮供应链：短期步入复苏通道，长期静待系统性拐点.....	7
1、中长期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点.....	8
2、月度跟踪：4 月 C 端需求韧性凸显，预计 5 月 B 端环比改善.....	8
（四）乳制品：短期确定性凸显，长期关注盈利改善.....	10
1、中长期视角：二强企业战略分化，竞争趋缓提升盈利能力.....	10
2、月度跟踪：5 月产量环比改善，原奶价格进一步回落.....	10
三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况.....	13
（一）5 月行业指数小幅上涨，估值仍处于合理区间.....	13
（二）估值分析：2022 年 5 月食品饮料 PE 相对 A 股溢价 113%.....	14
（三）国际比较：国内食品饮料板块较美国市场显著溢价.....	14
（四）涨幅复盘：2022 年 5 月食品饮料涨跌幅排名第 24.....	15
四、投资建议.....	13
五、风险提示.....	16

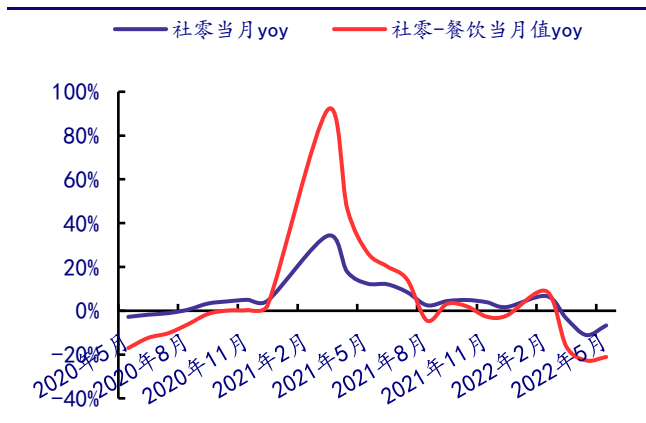
一、宏观：疫情好转推动需求逐渐复苏

5月以来疫情逐渐好转，上海、吉林新冠新增病例数量显著下降，各地防疫政策放宽，终端消费场景回暖，物流运输恢复正常，共同推动宏观需求环比改善，具体从数据来看：

5月社零数据环比显著改善：2022年5月，社零总额同比-6.7%；高于2022年4月的-11.1%，低于2019-2021年平均复合增速3.6%；其中，餐饮收入同比-21.1%，高于2022年4月的-22.7%，低于2019-2021年平均复合增速0.4%。

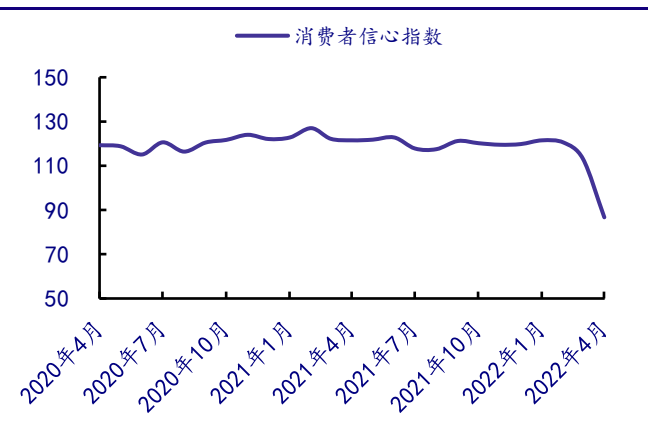
4月消费者信心指数下降，预计5月环比改善：2022年4月，消费者指数边际下降，其中消费者信心指数为86.7，环比2022年3月大幅下降26.5，处于历史较低水平。目前国家统计局并未更新5月消费者信心指数数据，但我们根据其他指标预测将实现环比改善。

图1：2022年5月社零总额/餐饮分别同比-6.7%/-21.1%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图2：2022年4月消费者信心指数边际下降

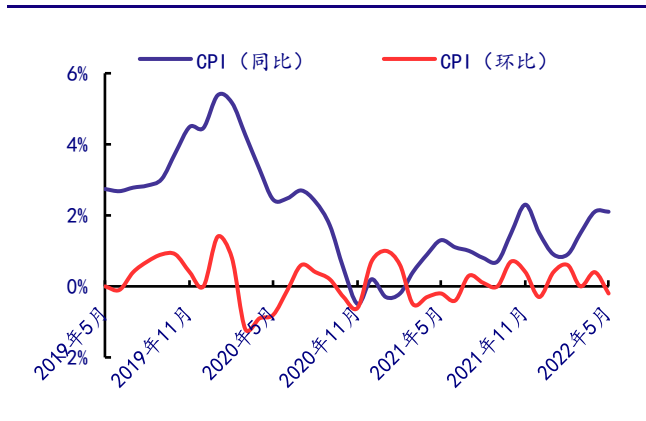


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

5月CPI环比小幅下跌：从环比看，随着疫情好转，鲜菜大量上市与物流逐步畅通，导致5月CPI下跌0.2%，环比年内首次下降。从同比看，CPI与上月持平。

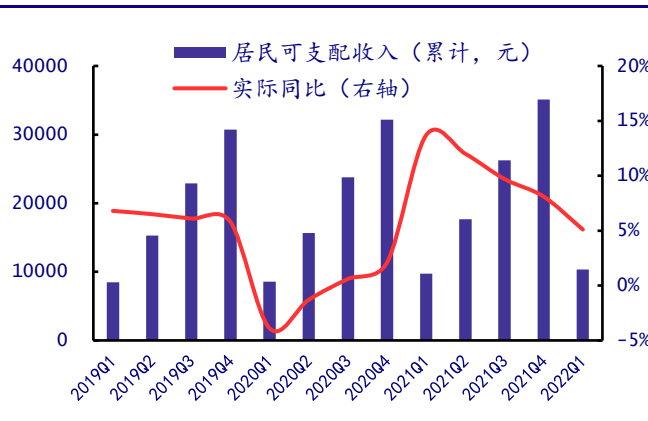
2022Q1居民可支配收入水平提升6%：2022Q1，居民人均可支配收入名义同比+6.3%，实际同比+5.1%；较2020年同期+20.8%。

图3：2022年5月CPI变化



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图4：22Q1居民人均可支配收入同比+6.3%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

二、食品饮料：关注需求复苏与盈利改善的 α 机会

（一）白酒：短期关注需求复苏，长期景气周期趋势不改

5 月白酒产量环比改善显著，主要得益于上海疫情好转后消费逐渐复苏，终端消费场景打开，渠道信心增强。我们认为虽然疫情扩散冲击需求，但淡季波动影响相对较小，因此预计 22Q2 板块业绩韧性较强。此外，预计行业内部延续分化，高端酒刚需、投资属性突出，部分次高端面临较高基数压力，区域名酒延续高增趋势，低档酒受需求疲软影响较大。

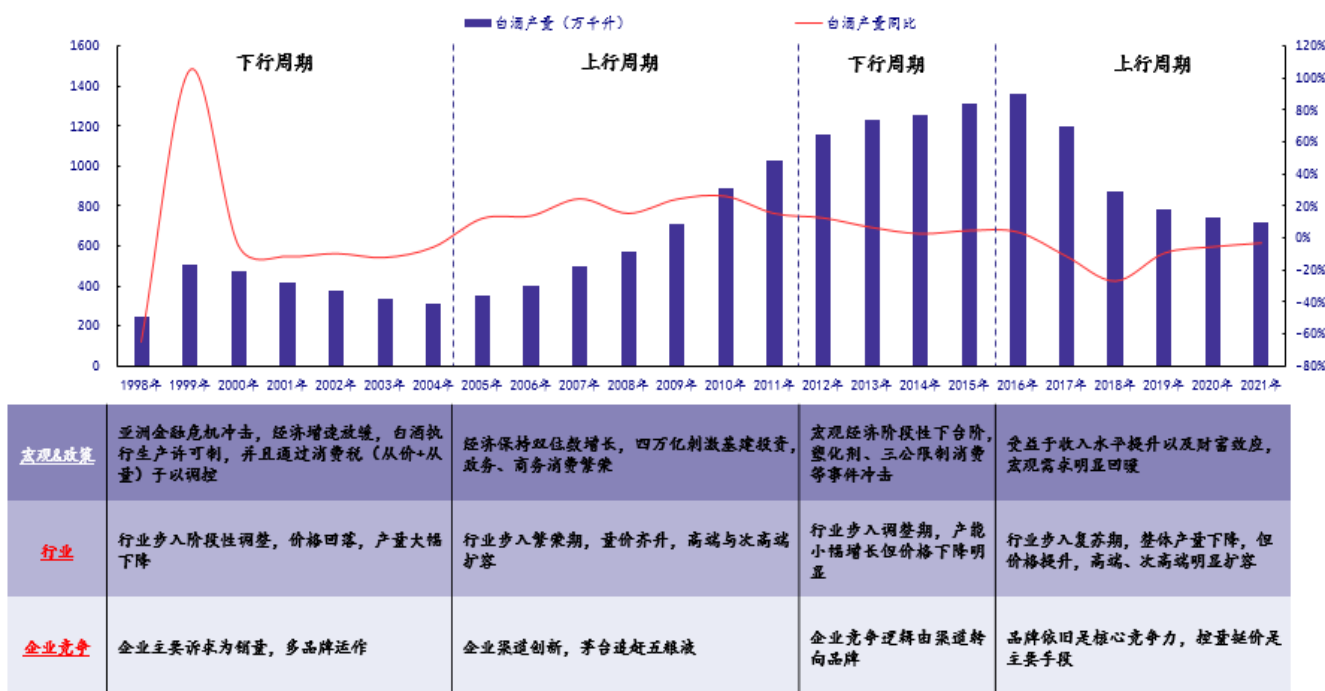
1、中长期视角：本轮结构升级趋势不改

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 2021 年，疫情不改本轮周期发展趋势，全年行业主要矛盾演化为场景修复与高端批价提升（供需紧张+货币宽松），泛全国化次高端企业处于渠道扩张期，报表端实现高增长，但市场亦担心较高的基数与需求回落对 2022 年的行业基本面形成压力。

展望 2022 年，我们认为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，并且年内或呈现前高后低的季度性波动。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，全年有望延续高增态势，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 5：2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期

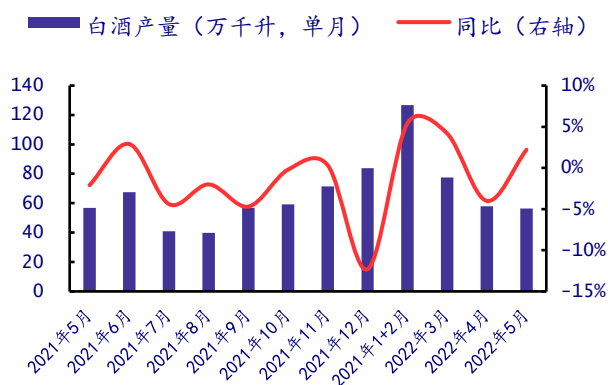


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：5月产量环比改善，茅台批价短期回升

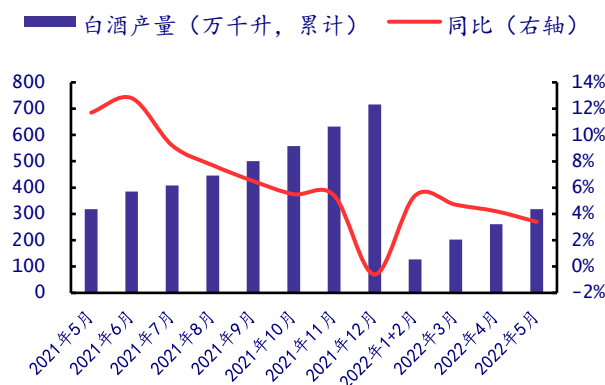
5月产量环比改善，淡季影响整体可控，但内部仍有分化。2022年5月，白酒产量56.3万千升，同比+2.2%，环比改善显著，主要得益于5月初以来上海疫情好转后消费逐渐复苏，终端消费场景打开，渠道信心增强。短期来看，我们认为虽然疫情扩散冲击需求，但淡季波动影响相对较小，因此预计22Q2板块业绩韧性较强。此外，预计行业内部延续分化，高端酒刚需、投资属性突出，部分次高端面临较高基数压力，区域名酒延续高增趋势，低档酒受需求疲软影响较大。长期来看，白酒行业仍然处于量缩价增的阶段，结构性繁荣、品牌集中度提升、行业高质量发展的趋势不改，具有强品牌力、强治理能力的酒企业在本轮周期更具竞争力。

图6：2022年5月白酒单月产量同比上升2.2%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图7：2022年5月白酒累计产量同比上升3.4%

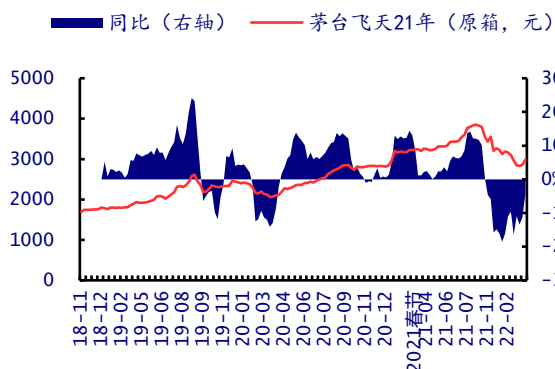


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

一批价：茅台批价回升，其他品牌整体稳定。根据今日酒价数据，截止6月25日，茅台飞天（21年箱价）批价止住下跌趋势，短期回升至3100元。相较之下，普五批价短期亦有回升态势，推动渠道利润环比修复，而老窖52度、洋河梦之蓝、汾酒青花20批价相对平稳。

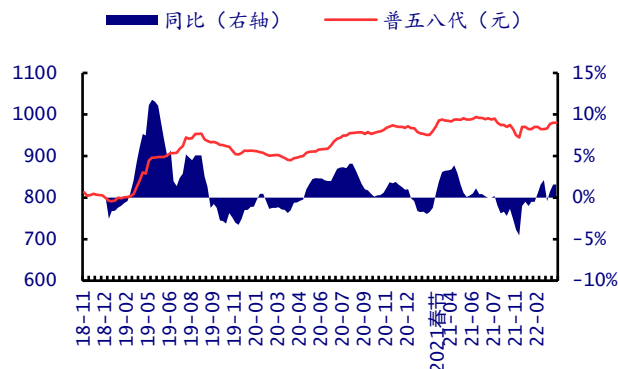
i 茅台近期在上海上线，渠道市场化改革稳步推进。3月31日，i 茅台 app 在全国范围 i 试运行，6月25日在上海开启预约申购和线上销售。我们认为 i 茅台是新董事长上任后加快市场化改革的重要一环，对公司的渠道结构优化、吨价提升均有重要意义。

图8：飞天茅台一批价



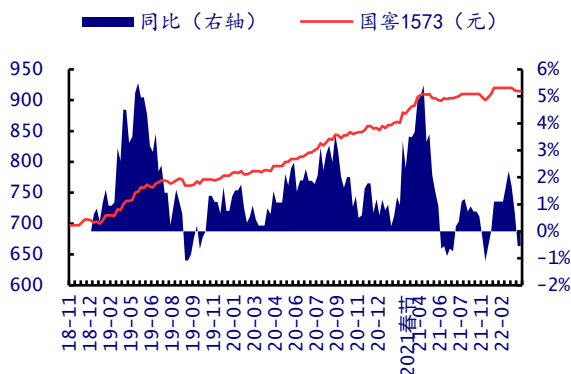
资料来源：今日酒价，Wind，中国银河证券研究院

图9：五粮液普五一批价



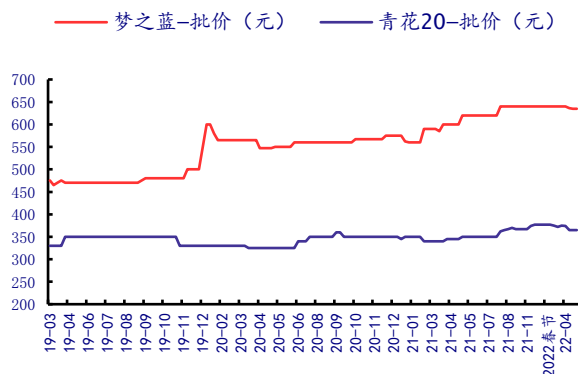
资料来源：i 茅台，中国银河证券研究院

图 10：国窖 52 度一批价



资料来源：今日酒价，Wind，中国银河证券研究院

图 11：其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花 20）



资料来源：今日酒价，Wind，中国银河证券研究院

图 12：i 茅台上线初期售卖部分产品



资料来源：i 茅台，中国银河证券研究院

（二）啤酒：关注疫后回补与提价催化，长期高端化持续演绎

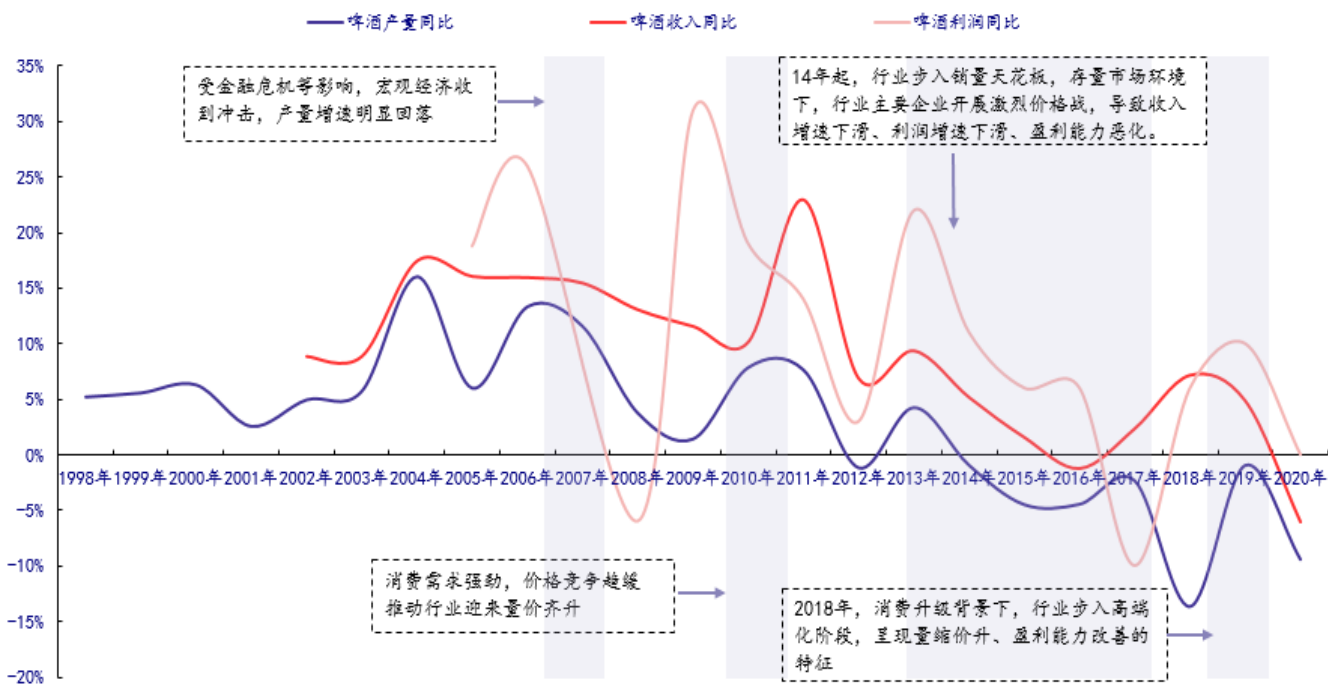
1、中长期视角：行业高端化逻辑持续演绎

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 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。

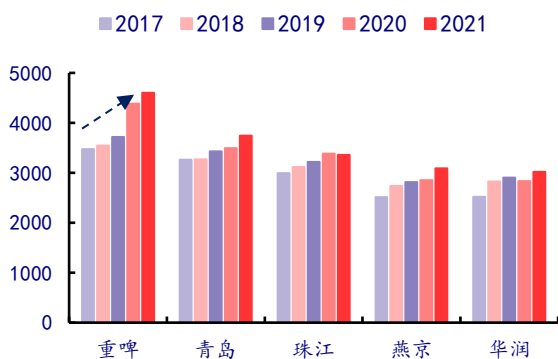
当下时点，展望 2022 年，我们认为啤酒行业已步入高端化的第二阶段，看好头部企业的 α 机会。1) 竞争格局稳固，高端化逻辑持续演绎，巨头利润导向下，产品结构优化且费效率提升；2) 预计随着疫情影响范围减小和人均收入恢复，消费者信心亦不断增强，需求有望进一步修复，叠加 2022 年世界杯，啤酒需求端或迎来系统性改善；3) 22Q2 开始步入旺季，随着玻璃等原料价格已回落，提价业绩弹性有望兑现。

图 13：啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段



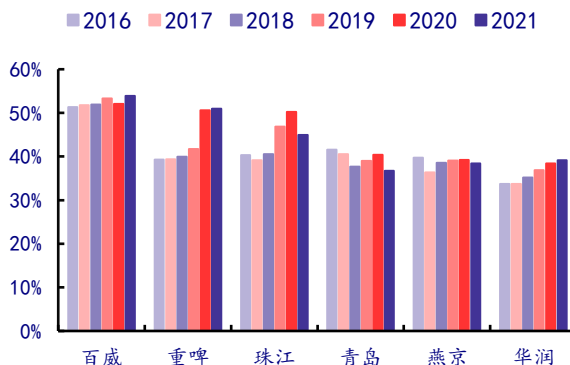
资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

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）

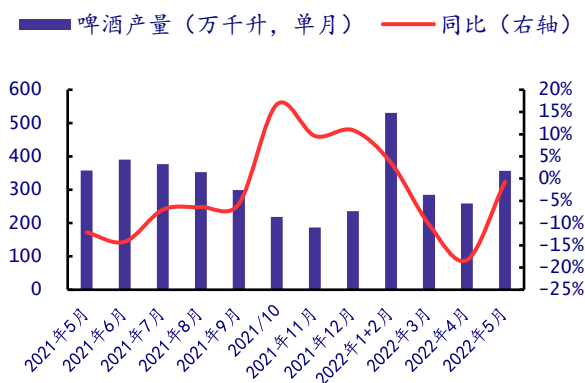


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：5 月产量环比改善，关注疫后需求回补与潜在提价催化

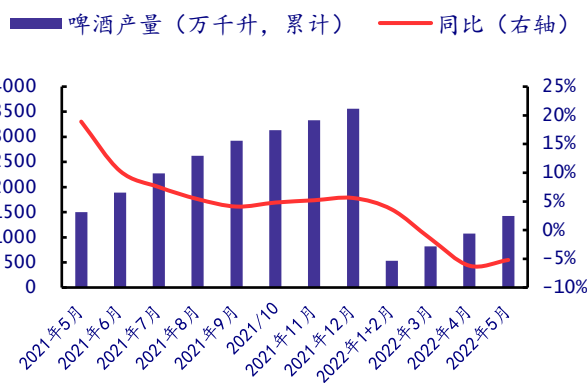
需求端：行业逐渐进入旺季，5 月啤酒产量同比-0.7%，量缩价增趋势不改。2022 年 5 月，啤酒产量为 356.7 万千升，同比-0.7%，显著高于 4 月同比增速-18%。2022 年初至今行业仍处于量缩阶段，短期疫情扩散或压制餐饮、夜场等渠道的需求，导致一季度基本面承压，但我们认为随着本轮疫情影响范围缩小和人均收入恢复，消费者信心亦不断增强，需求有望进一步修复，叠加世界杯刺激消费，旺季需求端或迎来系统性改善。

图 16：2021 年 5 月单月啤酒产量同比-0.7%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

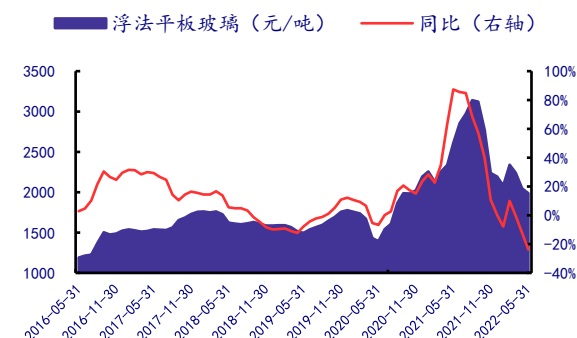
图 17：2022 年 5 月累计啤酒产量同比-5.2%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

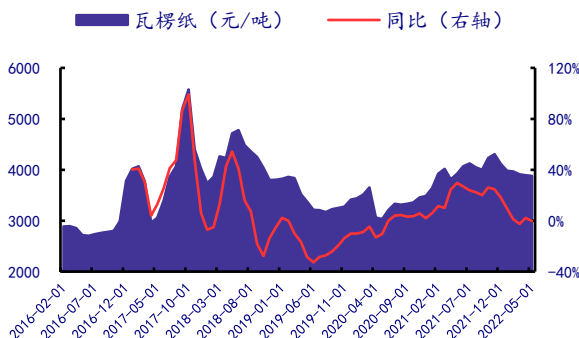
成本端：5 月原料、包材价格高位回落，成本压力边际缓和。从包材来看，2022 年 5 月价格高位回落，其中瓦楞纸/LME 铝价格分别同比-0.2%/16.1%，玻璃价格在震荡下行，5 月同比-23.8%，环比亦有下跌。从原料来看，1 至 3 月受俄乌冲突影响，战争直接影响春季播种，供给收缩的预期导致国际大麦价格持续攀升，但 2022 年 4 月同比-9.1%，价格压力边际缓和。我们预计 22H2 成本压力边际缓和，企业盈利能力有望逐渐改善。

图 18：2022 年 5 月浮法平板玻璃价格同比-23.8%



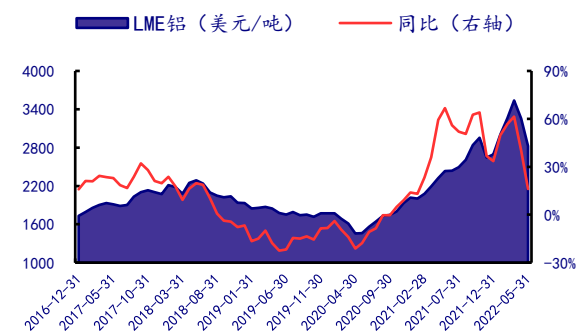
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 19：2022 年 5 月全国高强瓦楞纸价格同比-0.2%



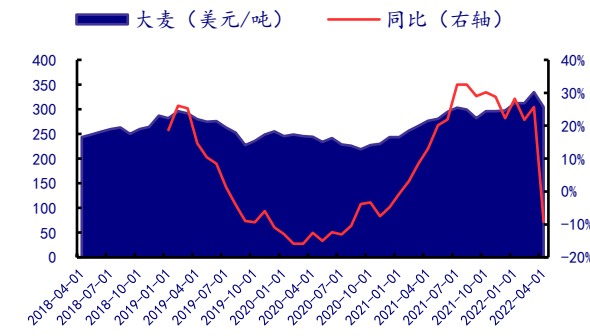
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20：2022 年 5 月 LME 铝价同比+16.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21：2022 年 4 月大麦进口价格同比-9.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

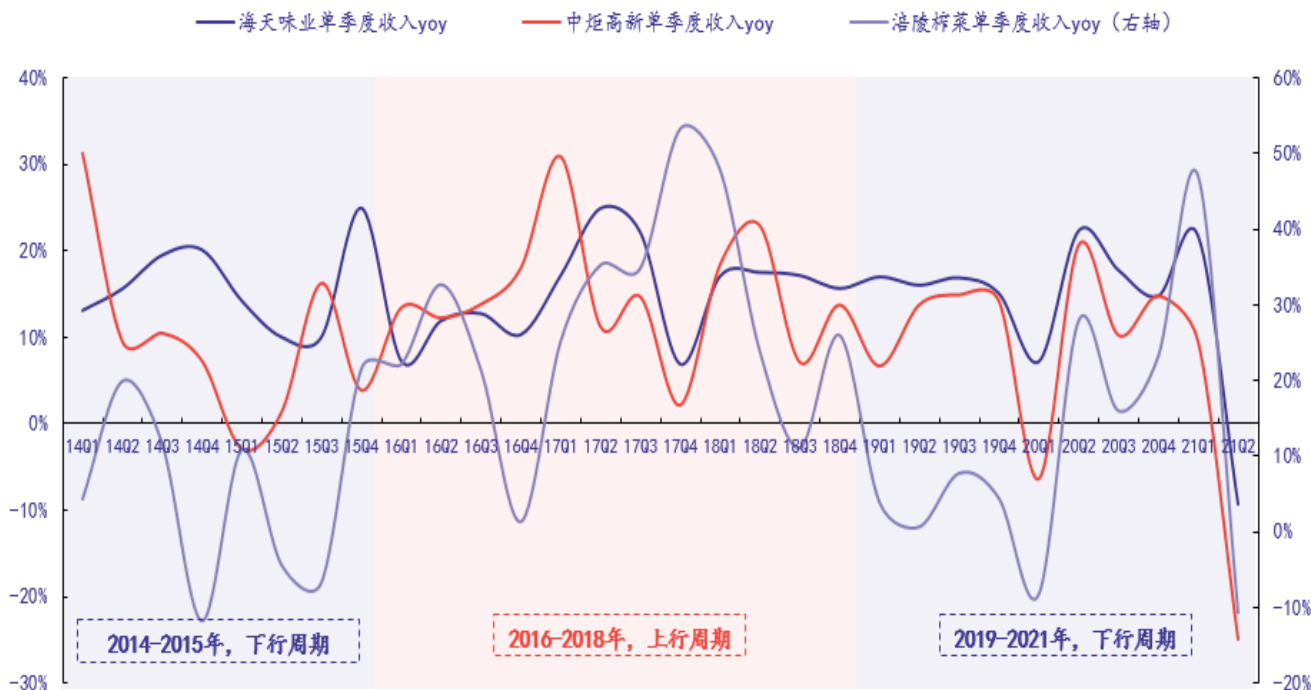
（三）餐饮供应链：短期步入复苏通道，长期静待系统性拐点

1、中长期视角：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。

当下时点，展望 2022 年，随着疫苗接种率提升和人均收入恢复，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，叠加 21 年 10 月成本压力驱动提价，行业有望再次于 22H2 实现四周期因子向上共振，迎来真正的基本面拐点，并进一步催化估值重回扩张通道。

图 22：2014-2021 年调味品公司弱周期波动



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

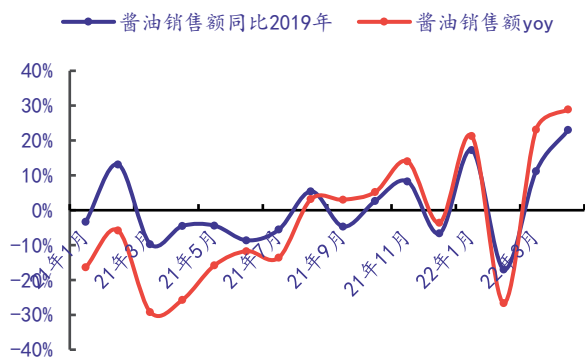
2、月度跟踪：4 月 C 端需求韧性凸显，预计 5 月 B 端环比改善

（1）**酱油：C 端需求韧性凸显，4 月加速改善。**商超数据显示，2022 年 4 月酱油销售额为 15.94 亿元，同比+28.9%，较 2019 年同期增加 23.1%，4 月虽然部分省份疫情扩散压制餐饮需求，但 C 端韧性明显较强。随着 5 月疫情逐步好转，预计 C 端延续稳健增长态势，B 端则将

有明显改善，共同推动行业步入复苏通道。

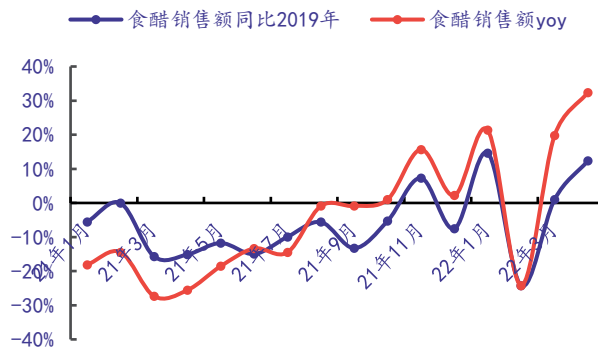
(2) 食醋：C端需求韧性凸显，4月加速改善。商超数据显示，2022年4月食醋销售额为4.89亿元，同比增加32.5%，较2019年同期增加12.4%，同样呈现环比加速改善态势。

图 23：酱油销售额月度变化（商超渠道）



资料来源：木丁商品信息，中国银河证券研究院

图 24：食醋销售额月度变化（商超渠道）

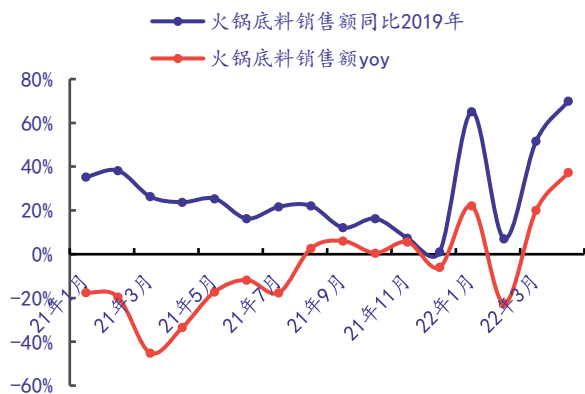


资料来源：木丁商品信息，中国银河证券研究院

(3) 火锅底料：C端需求韧性凸显，4月加速改善，竞争边际趋缓。商超数据显示，2022年4月火锅底料销售额为3.44亿元，同比增加37.3%，较2019年同期增加70.0%。我们认为行业正在逐渐走出困境，疫情催化下C端动销回暖，渠道库存下降，同时企业竞争理性，费用战降温，共同推动行业实现环比改善。

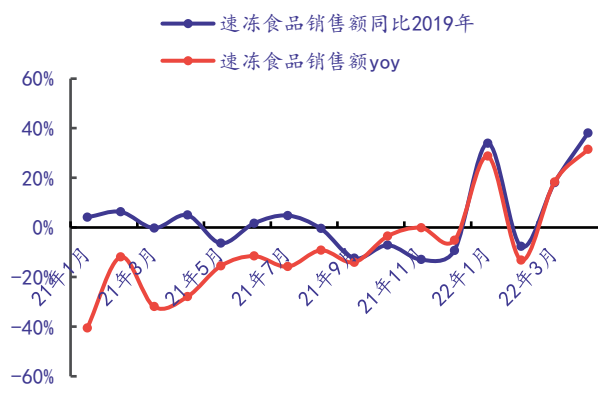
(4) 速冻食品：4月C端需求环比改善。商超数据显示，2022年4月速冻食品销售额为23.9亿元，同比增加31.5%，较2019年同期增加38.0%。

图 25：火锅底料销售额月度变化（商超渠道）



资料来源：木丁商品信息，中国银河证券研究院

图 26：速冻食品销售额月度变化（商超渠道）



资料来源：木丁商品信息，中国银河证券研究院

(四) 乳制品：短期业绩确定性凸显，长期关注盈利改善

5月原奶价格涨幅进一步回落至-3%，乳制品产量同比+2.9%，环比小幅改善。4月商超液奶/酸奶销售额分别同比+7.6%/0.1%，液奶得益于疫情后常温白奶需求持续旺盛，同时消费升级与供应链完善推动鲜奶渗透率提升。展望2022年下半年，我们认为需求端将延续旺盛态势，同时二强维持战略分化，叠加原奶价格见下行拐点，因此全年行业毛销差有望进一步改善。

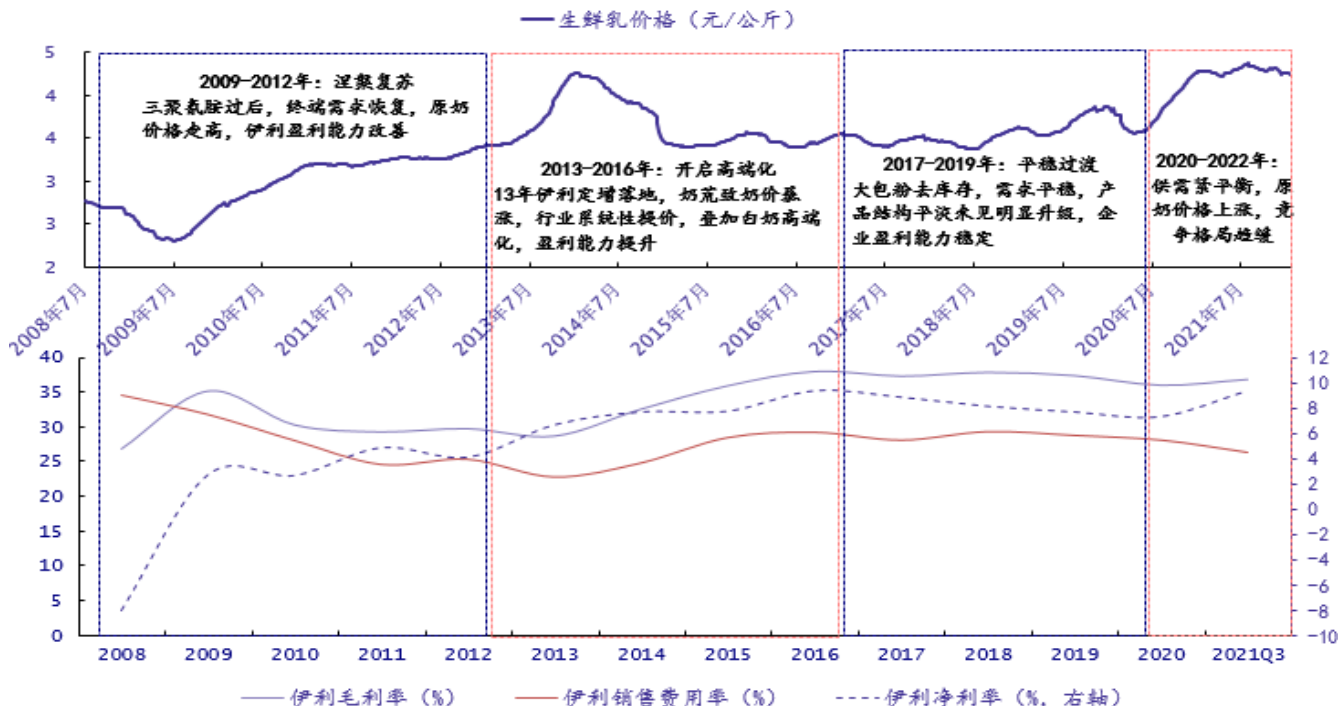
1、中长期视角：二强企业战略分化，竞争趋缓提升盈利能力

中长期视角看，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（景气提升+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2022年，我们认为行业需求端将延续旺盛态势（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，并且原奶价格拐点或在22Q1显现，因此判断全年行业毛销差有望进一步改善，释放更多业绩弹性，进一步推动估值提升，迎来戴维斯双击。

图 27：目前乳制品处于上行周期（景气度提升+竞争趋缓+企业盈利改善）

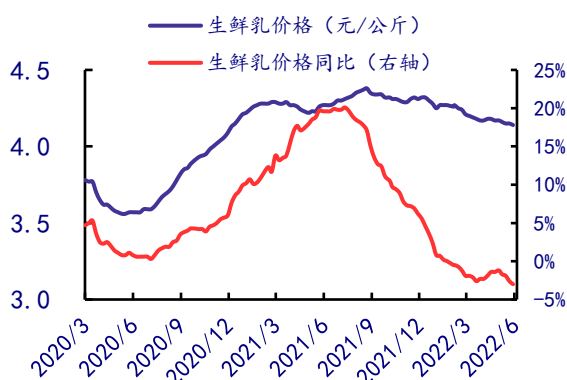


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：5月产量环比改善，原奶价格进一步回落

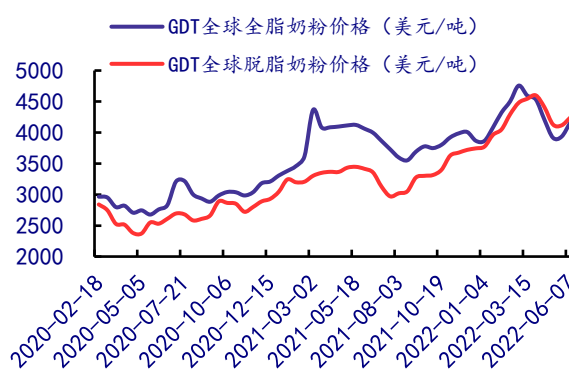
(1) 原奶价格&大包粉：5月原奶价格涨幅进一步回落至-3%，下行周期拐点已现。截止2022年5月底，国内生鲜乳价格同比-3%，增速环比进一步回落，预计6月上旬仍将延续回落趋势，但随着夏季气温升高，奶牛产乳量将受到影响，因此或将出现短期的价格反弹。我们认为2022H1原奶价格仍处于下行通道，原因一方面系国内乳制品需求2021年的供需关系紧平衡走向2022年的紧宽松，另一方面系国内奶牛存栏量增加，供给端快速增长。

图 28：2022 年 5 月原奶价格同比涨幅回落至-3%



资料来源：农业部，Wind，中国银河证券研究院

图 29：2022 年 5 月 GDT 全脂、脱脂奶粉拍卖价回升



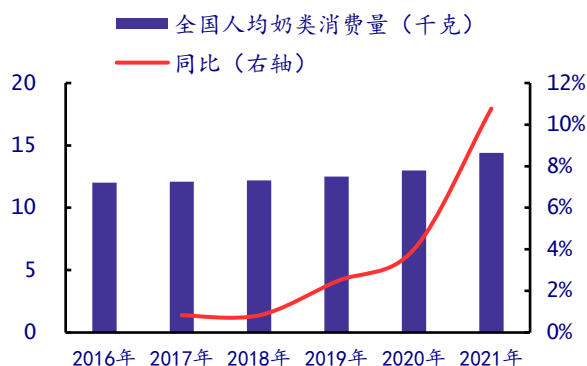
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2022 年 5 月，原奶供需关系从紧平衡持续走向紧宽松，具体跟踪分析如下：

(2) 需求缺口：预计 2022 年缺口有望缩小。2021 年，从终端需求来看，居民人均奶类消费量为 14.4 千克，同比+11%，从制造端来看，乳制品生产量同比+9%，即需求缺口约 2%。

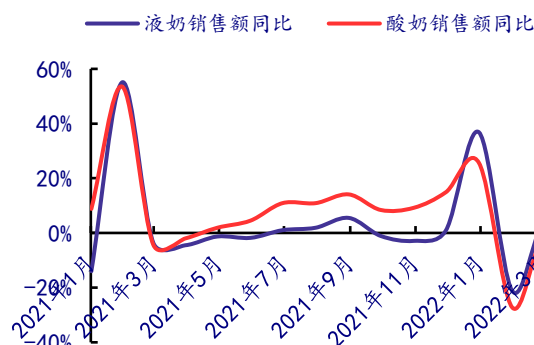
2022 年 5 月，乳制品产量同比+2.9%，环比小幅改善。2022 年 4 月，商超渠道液奶/酸奶销售额分别同比+7.6%/0.1%，液奶得益于疫情后常温白奶需求持续旺盛，同时消费升级与供应链完善推动鲜奶渗透率提升，此外低温酸奶在产品创新的推动下显露出回暖的迹象。

图 30：2021 年我国人均奶类消费量同比+11%



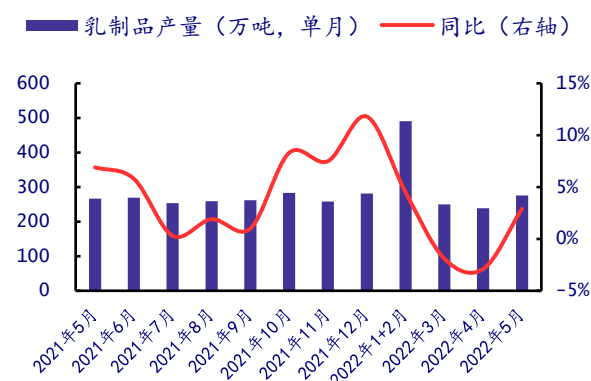
资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图 31：乳制品销售额月度变化（商超渠道）



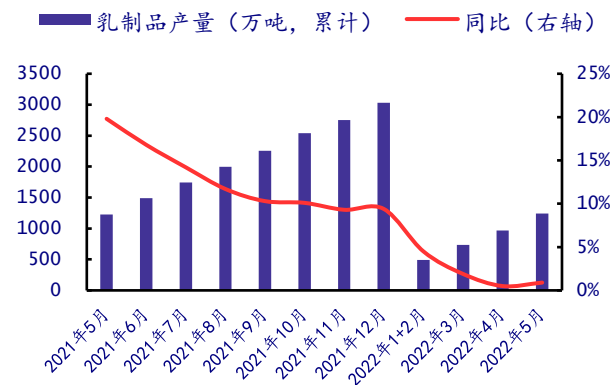
资料来源：木丁商品信息，中国银河证券研究院

图 32: 2022 年 5 月乳制品产量同比+2.9%



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

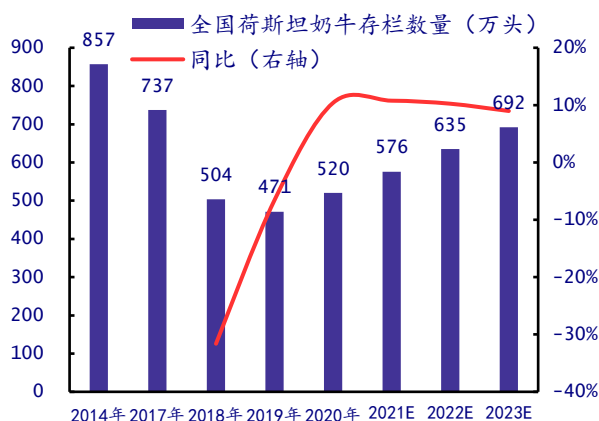
图 33: 2022 年 5 月累计乳制品产量同比+1%



资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院

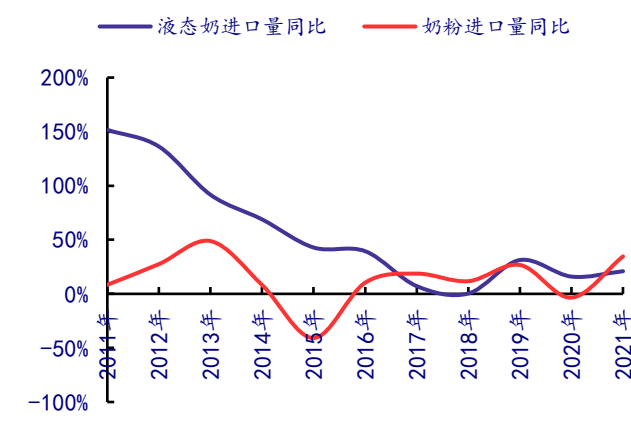
(3) 供给端: 国内奶牛补栏叠加海外进口量增加, 预计未来 3 年供给端处于快速扩容阶段。国内来看, 预计 2022 年荷斯坦奶牛存栏量 635 万头, 同比+10%, 同时考虑到奶牛单产平均增速为 3%, 预计原奶产量增速 13%。海外来看, 液奶与大包粉进口量持续增加, 但 2020 年疫情冲击导致增速放缓, 预计 2021 年低基数背景下进口量增速将提升。

图 34: 2022 年国内奶牛存栏数量同比+10%



资料来源: 中国农业大学, 中国银河证券研究院

图 35: 中国液态奶、奶粉进出口量增速



资料来源: 中国奶业年鉴, Wind, 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

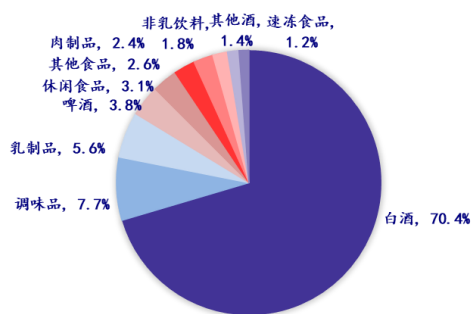
(一) 5月行业指数小幅上涨，估值仍处于合理区间

市值结构：截止2022年5月31日，食品饮料行业共有A股上市公司124家，占全部A股的3%，食品饮料行业上市公司市值占A股总市值比重为7%。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70%。

业绩占比：A股上市公司口径，2022年第一季度，食品饮料总营收为2661亿元，同比+7%，营业利润总额809亿元，同比+18%。国家统计局口径，2022年第一季度，全国食品工业规模以上企业利润总额1178亿元，同比+1.3%。按此计算，2022年第一季度，A股食品饮料上市公司营业利润占全部食品行业比重为69%，较2021年同期提升10pct。

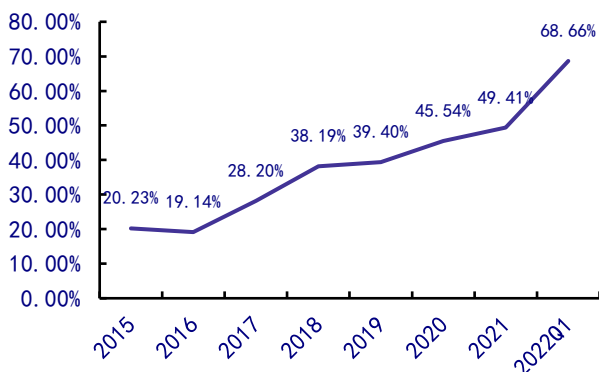
新股上市：2019至2021年分别为8/11/12家。具体来看，2021年1月，食品综合1家；2月，软饮料、食品综合各1家；4月，食品综合3家；5月，食品综合、软饮料各1家；6月，软饮料1家；9月，食品综合1家；10月，食品综合1家，肉制品1家；2022年初至5月有1家公司上市（阳光乳业）。

图 36：2022 年 5 月底食品饮料行业市值结构



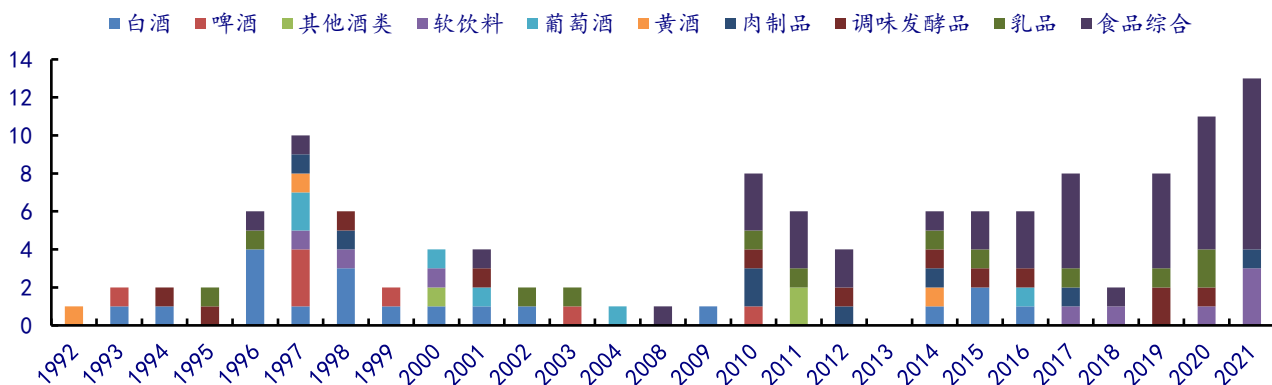
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 37：22Q1 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，Wind，中国银河证券研究院

图 38：食品饮料行业上市公司数量（按年）



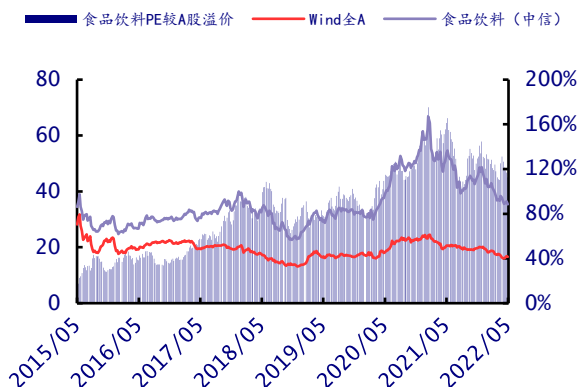
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 估值分析：2022 年 5 月食品饮料 PE 相对 A 股溢价 113%

从市盈率来看，截至 2022 年 5 月 27 日收盘，食品饮料市盈率为 35X (TTM)，A 股市盈率水平为 17X。食品饮料相对 A 股溢价率 112.5%，较 2022 年 1 月高点有 20.7% 回撤。

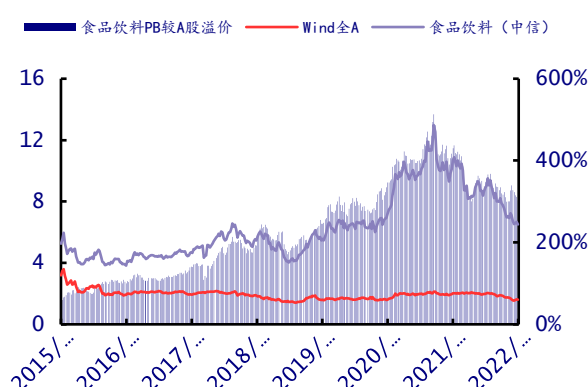
从市净率来看，食品饮料市净率为 6.5X (LF)，A 股市净率水平分别为 1.6X。食品饮料相对 A 股溢价率 302.9%，较 2022 年 1 月高点有 40.8% 回撤。

图 39：食品饮料 PE 相对 A 股（剔除银行）溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 40：食品饮料 PB 相对 A 股（剔除银行）溢价



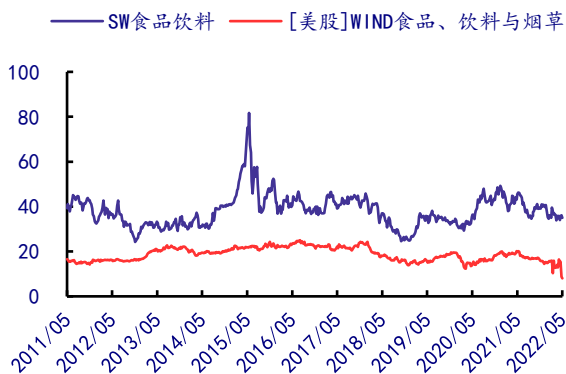
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(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 5 月 27 日收盘价计算，国内食品饮料为 35X (TTM，中值)，同期美国食品饮料板块为 8X，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。

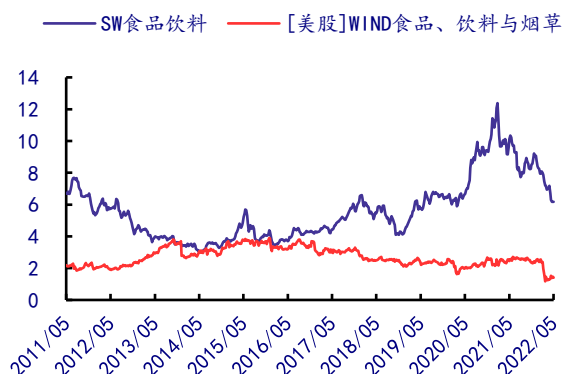
从市净率来看，国内食品饮料板块为 6.2X (21 年报，中值)，同期美国市场食品饮料板块为 1.4X，我国食品饮料板块的市净率同样明显高于美国市场。

图 41：食品饮料板块 PE 较美国市场溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 42：食品饮料板块 PB 较美国市场溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(四) 涨幅复盘：2022 年 5 月食品饮料涨跌幅排名第 24

2022 年 5 月，食品饮料行业上涨 1.9%，相对于 Wind 全 A 指数的超额收益为-4%，在 29 个行业中排名第 24 位。具体子行业来看，其他酒类涨幅最大（13%），休闲食品/非乳饮料次之，分别为 10%/7%；调味品跌幅最大为-3%。

图 43：2022 年 5 月食品饮料在全行业涨幅位居第 24 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	汽车	18.2%	12%	1	煤炭	30.1%	48%
2	石油石化	13.0%	7%	2	交通运输	-0.1%	17%
3	电力设备及新能源	12.8%	7%	3	石油石化	-1.0%	16%
4	机械	11.6%	6%	4	建筑	-1.3%	16%
5	国防军工	11.3%	5%	5	银行	-4.7%	13%
6	基础化工	11.0%	5%	6	农林牧渔	-6.2%	11%
7	综合	10.6%	5%	7	房地产	-6.6%	11%
8	煤炭	10.2%	4%	8	商贸零售	-7.0%	11%
9	电力及公用事业	9.1%	3%	9	纺织服装	-8.8%	9%
10	电子	8.5%	3%	10	综合	-10.9%	7%
11	轻工制造	8.4%	2%	11	电力及公用事业	-11.0%	7%
12	有色金属	8.0%	2%	12	消费者服务	-11.1%	6%
13	纺织服装	7.9%	2%	13	有色金属	-11.5%	6%
14	综合金融	7.0%	1%	14	钢铁	-13.5%	4%
15	传媒	6.7%	1%	15	建材	-14.9%	3%
16	交通运输	6.6%	1%	16	基础化工	-15.1%	2%
17	计算机	6.3%	0%	17	食品饮料	-15.3%	2%
18	通信	5.9%	0%	18	汽车	-15.8%	2%
19	商贸零售	5.9%	0%	19	家电	-19.7%	-2%
20	农林牧渔	5.7%	0%	20	非银行金融	-20.1%	-3%
21	钢铁	4.7%	-1%	21	通信	-22.4%	-5%
22	建材	3.4%	-2%	22	综合金融	-22.6%	-5%
23	医药	1.9%	-4%	23	轻工制造	-22.8%	-5%
24	食品饮料	1.9%	-4%	24	医药	-22.8%	-5%
25	建筑	1.0%	-5%	25	电力设备及新能源	-22.9%	-5%
26	家电	0.9%	-5%	26	机械	-23.1%	-6%
27	消费者服务	0.7%	-5%	27	传媒	-24.8%	-7%
28	非银行金融	0.3%	-6%	28	国防军工	-25.6%	-8%
29	银行	-3.0%	-9%	29	计算机	-27.3%	-10%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 44：2022 年 5 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	其他酒	13.0%	7%	1	肉制品	-8.0%	10%
2	休闲食品	10.3%	4%	2	啤酒	-8.7%	9%
3	非乳饮料	7.3%	1%	3	乳制品	-10.8%	7%
4	其他食品	7.1%	1%	4	白酒	-15.3%	2%
5	啤酒	6.4%	0%	5	非乳饮料	-16.9%	1%
6	白酒	1.6%	-4%	6	其他食品	-18.6%	-1%
7	速冻食品	1.4%	-5%	7	速冻食品	-18.7%	-1%
8	乳制品	0.8%	-5%	8	休闲食品	-20.4%	-3%
9	肉制品	-2.0%	-8%	9	其他酒	-20.8%	-3%
10	调味品	-3.1%	-9%	10	调味品	-21.9%	-4%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、投资建议

展望 2022 下半年，我们认为食品饮料已经步入阶段性反弹阶段以及长线布局的战略机遇期。从基本面的来看，随着需求边际修复以及成本端高位回落，行业基本面情况有望实现环比改善，叠加部分等子行业的低基数效应，全年业绩增速或呈现前低后高的态势。从估值来看，经历了一年半的调整之后，行业估值水平处于 40%分位数（近三年），已经回归至较为合理的水平。建议关注三条投资主线，分别为需求确定性、疫后复苏与成本回落。

主线一：需求确定性——强需求韧性、高端化升级、竞争格局改善有望提供长期业绩增长确定性。**高端白酒**：品牌护城河带来的稳健增长，建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖；**乳制品**：疫后健康属性凸显，终端需求旺盛推荐，推荐伊利股份，关注新乳业、光明乳业；**榨菜、复合调味品**：需求以 C 端为主，韧性相对突出，榨菜有强品牌议价力，复调享疫情期间渗透率加速提升，推荐天味食品、涪陵榨菜。

主线二：疫后复苏——疫情冲击下受损明显的行业预计将逐步进行基本面修复。**次高端与区域白酒**：建议关注山西汾酒、洋河股份、迎驾贡酒；**啤酒**：行业提价、降促销、提结构趋势显著，建议关注青岛啤酒；**酱油**：得益于餐饮需求边际改善与低基数效应，推荐海天味业；**饮料**：行业步入消费旺季，推荐处于全国化快速扩张阶段的东鹏饮料、李子园。

主线三：成本回落——原材料、包材成本高位震荡&环比回落，叠加提价顺利传导。**乳制品**：原奶价格见阶段性下行拐点，叠加行业竞争持续趋缓；**榨菜**：22H1 青菜头价格已经同比显著回落，叠加 2021 年底提价传导，利润弹性有望在 22Q2 之后逐季兑现。

表 1：核心推荐组合

	证券代码	证券简称	年初至今涨(%)	市盈率(TTM)	市值(亿元)
核心组合	600519.SH	贵州茅台	-1%	46	25501
	000858.SZ	五粮液	-12%	30	7453
	000568.SZ	泸州老窖	-7%	40	3472
	600809.SH	山西汾酒	1%	56	3855
	600600.SH	青岛啤酒	3%	43	1170
	002507.SZ	涪陵榨菜	-10%	40	297
	603317.SH	天味食品	0%	99	203
	603288.SH	海天味业	-9%	61	4008
	600887.SH	伊利股份	-6%	26	2435
	605499.SH	东鹏饮料	-5%	57	682
	605337.SH	李子园	-26%	31	79

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

疫情影响范围超预期；终端需求恢复不及预期；成本价格涨幅超预期；食品安全问题。

插图目录

图 1: 2022 年 5 月社零总额/餐饮分别同比-6.7%/-21.1%.....	2
图 2: 2022 年 4 月消费者信心指数边际下降	2
图 3: 2022 年 5 月 CPI 变化	2
图 4: 22Q1 居民人均可支配收入同比+6.3%.....	2
图 5: 2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期	3
图 6: 2022 年 5 月白酒单月产量同比上升 2.2%.....	4
图 7: 2022 年 5 月白酒累计产量同比上升 3.4%.....	4
图 8: 飞天茅台一批价	4
图 9: 五粮液普五一批价	4
图 10: 国窖 52 度一批价	5
图 11: 其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花 20）	5
图 12: i 茅台上线初期售卖部分产品	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: 2021 年 5 月单月啤酒产量同比-0.7%.....	7
图 17: 2022 年 5 月累计啤酒产量同比-5.2%.....	7
图 18: 2022 年 5 月浮法平板玻璃价格同比-23.8%.....	7
图 19: 2022 年 5 月全国高强瓦楞纸价格同比-0.2%.....	7
图 20: 2022 年 5 月 LME 铝价同比+16.1%.....	7
图 21: 2022 年 4 月大麦进口价格同比-9.1%.....	7
图 22: 2014-2021 年调味品公司弱周期波动	8
图 23: 酱油销售额月度变化（商超渠道）	9
图 24: 食醋销售额月度变化（商超渠道）	9
图 25: 火锅底料销售额月度变化（商超渠道）	9
图 26: 速冻食品销售额月度变化（商超渠道）	9
图 27: 目前乳制品处于上行周期（景气度提升+竞争趋缓+企业盈利改善）	10
图 28: 2022 年 5 月原奶价格同比涨幅回落至-3%.....	11
图 29: 2022 年 5 月 GDT 全脂、脱脂奶粉拍卖价回升	11
图 30: 2021 年我国人均奶类消费量同比+11%.....	11
图 31: 乳制品销售额月度变化（商超渠道）	11
图 32: 2022 年 5 月乳制品产量同比+2.9%.....	12
图 33: 2022 年 5 月累计乳制品产量同比+1%.....	12
图 34: 2022 年国内奶牛存栏数量同比+10%.....	12
图 35: 中国液态奶、奶粉进出口量增速	12
图 36: 2022 年 5 月底食品饮料行业市值结构	13
图 37: 22Q1 食品饮料行业上市公司业绩占全行业比重提升.....	13
图 38: 食品饮料行业上市公司数量（按年）	13
图 39: 食品饮料 PE 相对 A 股（剔除银行）溢价.....	14

图 40: 食品饮料 PB 相对 A 股（剔除银行）溢价.....	14
图 41: 食品饮料板块 PE 较美国市场溢价.....	14
图 42: 食品饮料板块 PB 较美国市场溢价	14
图 43: 2022 年 5 月食品饮料在全行业涨幅位居第 24 名	15
图 44: 2022 年 5 月食品饮料各个子行业涨幅情况	15

表 格 目 录

表 1. 核心推荐组合	18
-------------------	----

分析师简介及承诺

周颖：清华大学本硕，2007 年进入证券行业，2011 年加入银河证券研究院。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_yi@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

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

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

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanqmanling_bj@chinastock.com.cn