社零增速放缓，成本压力分化

——行业月度动态报告

食品饮料行业

推荐(维持评级)

核心观点:

宏观：社零增速环比放缓，食品 CPI 小幅上扬。从社零总额来看，2022 年 9 月同比+2.5%；略低于 8 月的 5.4%，其中餐饮收入同比-1.7%，低于 8 月的 8.4%；从 CPI 来看，9 月同比+2.8%，环比+0.3%，其中，食品 CPI 同比+8.8%，环比+1.9%，呈现小幅上扬态势，主要归因于：1）少雨天气推动鲜菜价格上涨；2）猪肉消费需求季节性回升以及压栏惜售导致猪价持续上涨。

白酒：9 月产量环比改善，茅台批价短期回落。从量来看，9 月白酒产量同比-3.7%，下滑幅度环比 8 月缩窄，处于弱复苏态势。从价来看，茅台飞天批价回落，主要系疫情管控相对严格，导致中秋整体需求平淡。总体来看，22Q3 板块环比略有改善，板块内部分化。展望 22Q4，重点关注渠道库存去化以及明年春节备货情况。

啤酒：9 月产量增速放缓，包材价格持续下行。9 月啤酒产量同比+5.1%，环比 8 月增速有所下降，主要系天气转凉所致+疫情反复对局部市场动销或有所扰动。总体来看，22Q3 板块迎来系统性改善，较其他子行业表现突出，主要得益于历史性高温天气+成本压力缓和+高端化逻辑持续兑现。展望 22Q4，啤酒行业步入淡季，重点关注高端化进程与成本回落速度，预计利润端延续较高弹性，主要得益于：1）行业短期疫情冲击不改高端化长期趋势；2）22Q4 世界杯亦有望在一定程度上刺激终端动销；3）包材价格高位回落，推动盈利能力边际改善。

调味品：C 端去库存致增速放缓，B 端预计环比改善。8 月 C 端仍处于去库存状态，需求增速放缓，酱油/食醋/火锅底料销售额分别同比+0.42%/0.96%/0.34%；B 端受益于餐饮需求弱复苏，预计环比略有改善。展望 22Q4，乐观看待行业边际改善，预计天味食品复苏节奏仍领先，主要归因于：1）疫情仍具不确定性，C 端产品需求韧性凸显；2）22Q3 基数较低，增长空间较大；3）费用投放力度仍同比减小贡献利润弹性。

乳制品：9 月产量环比改善，原奶价格持续回落。9 月原奶价格涨幅进一步回落至-4.2%，乳制品产量同比+5.8%，环比略有改善，主要得益于中秋旺季推动需求有所恢复。总体来看，22Q3 局部地区疫情反复，对常温酸奶（送礼属性）、低温产品（短保质期）的终端动销有所扰动，但原奶成本延续下降趋势，部分乳企的业绩弹性有望释放。展望 22Q4，行业基本面有望环比弱改善，主要得益于：1）疫情后时代消费者健康需求增加，短期渠道封闭导致需求延迟只是暂时性问题；2）春节备货期前置；3）原奶价格持续处于下行通道。

投资建议：在疫情的扰动下，9 月行业延续弱复苏的态势，但板块内部仍有分化，啤酒、复合调味品、预制菜等子行业实现较好增长。展望 22Q4，我们仍然建议关注三条投资主线：需求确定性、疫后复苏与成本回落。白酒板块，建议关注**五粮液、泸州老窖和山西汾酒**。大众品板块，建议关注**青岛啤酒、伊利股份、天味食品、中炬高新、东鹏饮料和李子园**。

风险提示：疫情等突发性风险；需求恢复不及预期；成本涨幅超预期；食品安全问题。

分析师

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

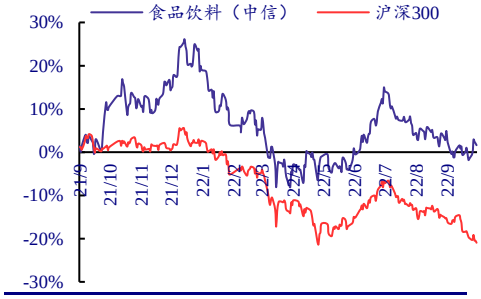
刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

行业数据 2022.9.30



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河食饮】食品饮料 2022 年中期投资策略报告：关注疫后复苏与盈利改善性 α 机会

【银河食饮】行业月度动态报告：需求阶段性弱复苏，啤酒行业表现突出

【银河食饮】行业月度动态报告：疫后需求稳步复苏，成本压力边际趋缓

目 录

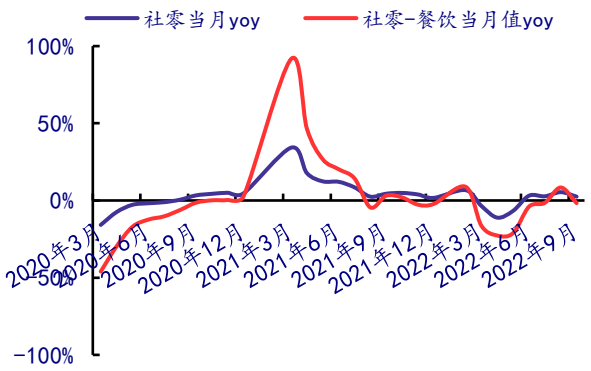
一、宏观：社零增速环比放缓，食品 CPI 小幅上扬 2
二、食品饮料：需求仍是弱复苏，板块内部分化 3
（一）白酒：疫情致行业弱复苏，长期景气趋势不改 3
1、中期视角：本轮结构升级趋势不改 3
2、月度跟踪：9 月产量环比改善，茅台批价短期回落 4
（二）啤酒：高端化对冲疫情扰动，成本下行拐点显现 5
1、中期视角：行业高端化逻辑持续演绎 5
2、月度跟踪：9 月产量增速放缓，包材价格持续下行 6
（三）调味品：短期延续弱复苏趋势，长期静待系统性拐点 8
1、中期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点 8
2、月度跟踪：8 月 C 端去库存，需求增速放缓 9
（四）乳制品：短期需求略有承压，长期关注盈利改善 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：9 月产量环比改善，原奶价格持续回落 10
三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况 12
（一）9 月行业指数取得超额收益，估值仍处于合理区间 13
（二）估值分析：9 月食品饮料 PE 相对 A 股溢价 129% 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：9 月食品饮料涨跌幅排名第 6 15
四、投资建议 13
五、风险提示 16

一、宏观：社零增速环比放缓，食品 CPI 小幅上扬

9 月社零增速环比放缓：2022 年 9 月，社零总额同比+2.5%；略低于 2022 年 8 月的 5.4%，亦低于 2019-2021 年平均复合增速 5.3%；其中，9 月餐饮收入同比-1.7%，低于 2022 年 8 月的 8.4%，亦低于 2019-2021 年平均复合增速 2.6%。

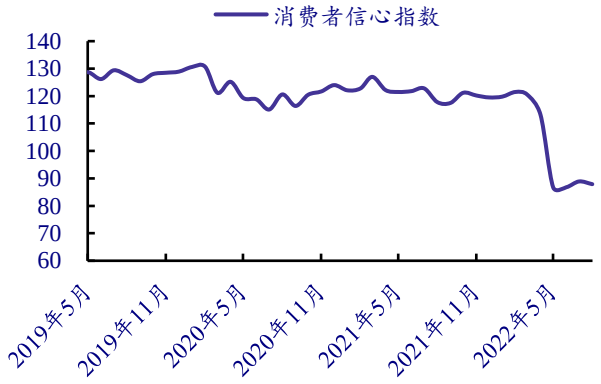
8 月消费者信心指数仍处于低位：2022 年 8 月，消费者指数环比基本持平，其中消费者信心指数为 87，处于历史较低水平。预计随着疫情进一步好转与收入水平恢复，消费者信心指数有望逐步回升。

图 1：2022 年 9 月社零总额/餐饮分别同比+2.5%/-1.7%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图 2：2022 年 8 月消费者信心指数基本持平

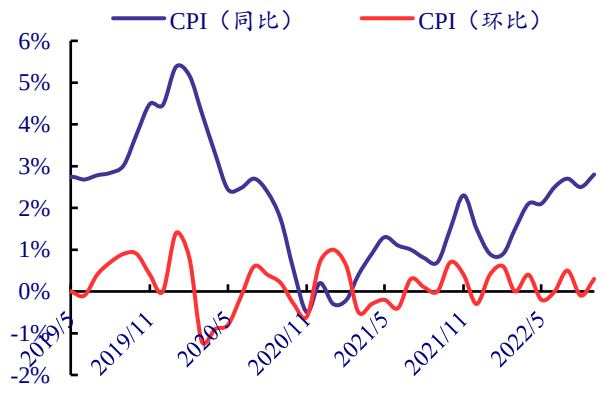


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

菜价与猪价上涨，推动 9 月食品 CPI 小幅上扬：9 月 CPI 同比+2.8%，环比+0.3%，其中，食品 CPI 同比+8.8%，环比+1.9%，呈现小幅上扬态势，主要归因于：1）少雨天气推动鲜菜价格上涨；2）猪肉消费需求季节性回升以及压栏惜售导致猪价持续上涨。

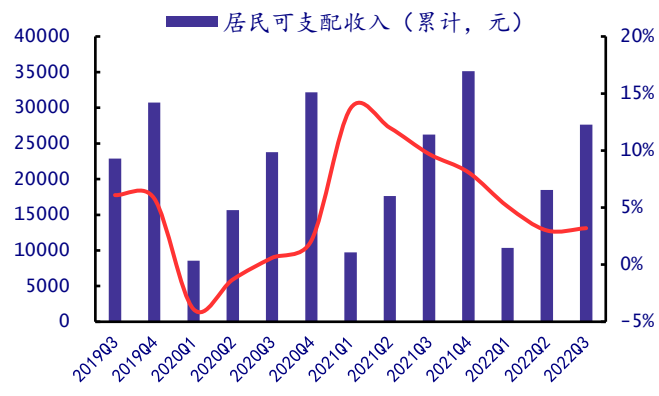
2022Q3 居民可支配收入水平提升 5.3%：2022Q3，居民人均可支配收入名义同比+5.3%，实际同比+3.2%；较 2020 年同期+5.27%。

图 3：2022 年 9 月 CPI 变化



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图 4：22Q3 居民人均可支配收入同比+5.27%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

二、食品饮料：需求仍是弱复苏，成本压力分化

（一）白酒：疫情致行业弱复苏，长期景气趋势不改

从量来看，9 月白酒产量同比-3.7%，下滑幅度环比 8 月缩窄。从价来看，茅台飞天批价回落，主要系疫情管控相对严格，导致中秋整体需求平淡。总体来看，22Q3 板块环比略有改善，板块内部分化。展望 22Q4，重点关注渠道库存去化以及明年春节备货情况。

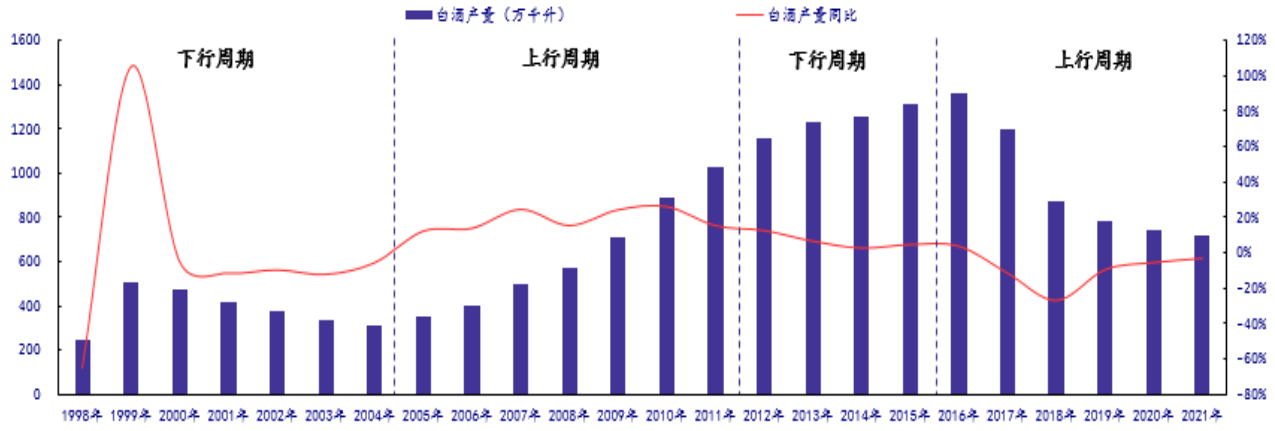
1、中期视角：本轮结构升级趋势不改

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 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。

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 5：2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期



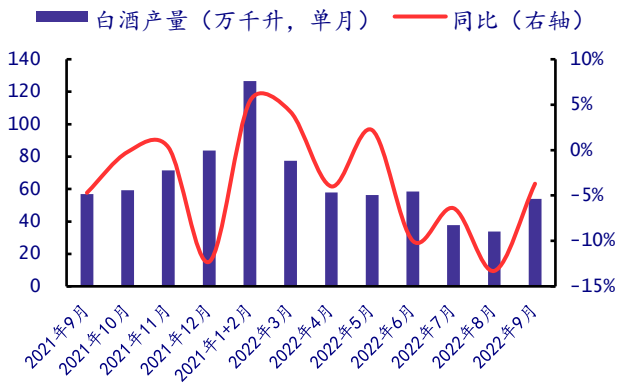
宏观&政策	亚洲金融危机冲击，经济增速放缓，白酒执行生产许可制，并且通过消费税（从价+从量）予以调控	经济保持双位数增长，四万亿刺激基建投资，政务、商务消费繁荣	宏观经济阶段性下台阶，塑化剂、三公限制消费等事件冲击	受益于收入水平提升以及财富效应，宏观需求明显回暖
行业	行业步入阶段性调整，价格回落，产量大幅下降	行业步入繁荣期，量价齐升，高端与次高端扩容	行业步入调整期，产能小幅增长但价格下降明显	行业步入复苏期，整体产量下降，但价格提升，高端、次高端明显扩容
企业竞争	企业主要诉求为销量，多品牌运作	企业渠道创新，茅台逼近五粮液	企业竞争逻辑由渠道转向品牌	品牌依旧是核心竞争力，控量挺价是主要手段

资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：9 月产量环比改善，茅台批价短期回落

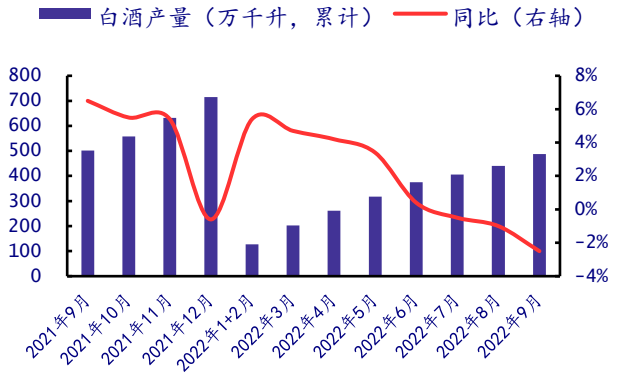
9 月产量下滑幅度环比缩窄。根据统计局数据，2022 年 9 月，白酒产量 54 万千升，同比-3.7%，下滑幅度环比 8 月缩窄，行业整体处于弱复苏态势。

图 6：2022 年 9 月白酒单月产量同比下降 3.7%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图 7：2022 年 9 月白酒累计产量同比下降 2.5%



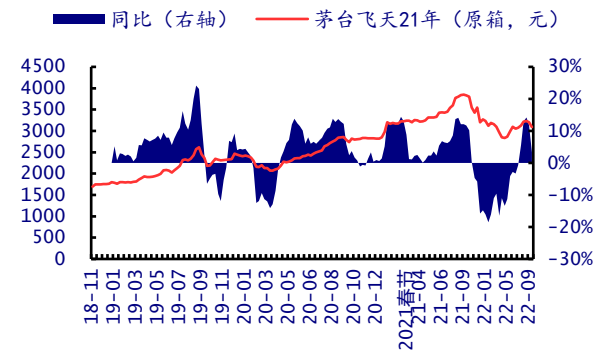
资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

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 9 月底，茅台飞天（21 年箱价）批价下降至 3090 元，主要系疫情管控相对严格，导致中秋整体需求较弱。相较之下，普五批价短期亦有回升态势，预计主要系公司主动控货所致，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 茅台在多地上线，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。

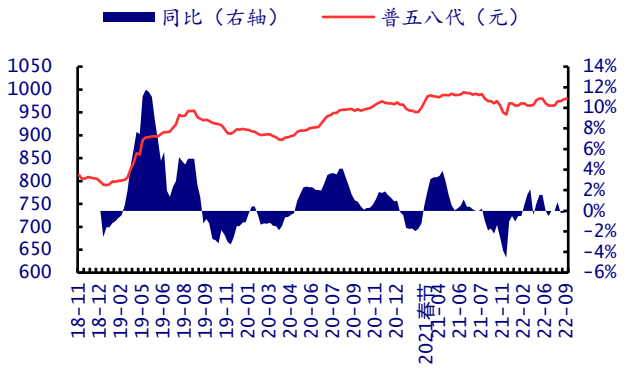
茅台冰淇淋开售，有利于培育年轻消费者。茅台在多地销售冰淇淋产品，目前共有原味、香草、青梅煮酒三种口味，售价约为 60 元/杯，预计冰淇淋新品贡献的收入占比有限，更积极的意义在于完成茅台在年轻消费群体中的培育。

图 8：飞天茅台一批价



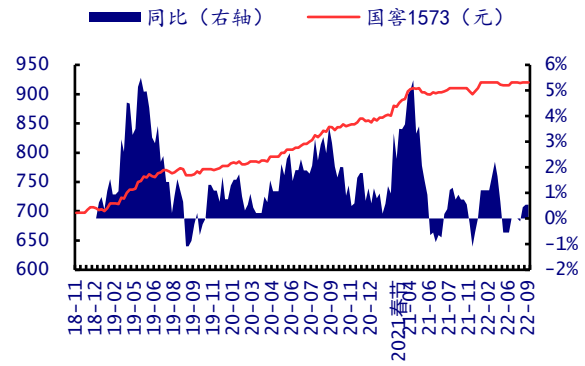
资料来源：今日酒价，Wind，中国银河证券研究院

图 9：五粮液普五一批价



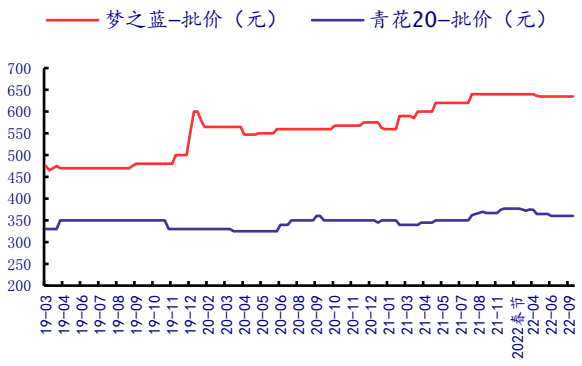
资料来源：今日酒价，Wind，中国银河证券研究院

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：茅台冰淇淋线上与线下多地销售有利于完成新一轮消费者的培育

资料来源：i 茅台，贵州茅台官方公众号，中国银河证券研究院

（二）啤酒：高端化对冲疫情扰动，成本下行拐点显现

9 月啤酒产量同比+5.1%，环比 8 月增速有所下降，主要系天气转凉所致+疫情反复对局部市场动销或有所扰动。总体来看，22Q3 板块迎来系统性改善，较其他子行业表现突出，主要得益于历史性高温天气+成本压力缓和+高端化逻辑持续兑现。展望 22Q4，预计啤酒板块利润端延续较高弹性，主要得益于：1）行业短期疫情冲击不改高端化长期趋势；2）22Q4 世界杯亦有望在一定程度上刺激终端动销；3）包材价格高位回落，推动盈利能力边际改善。

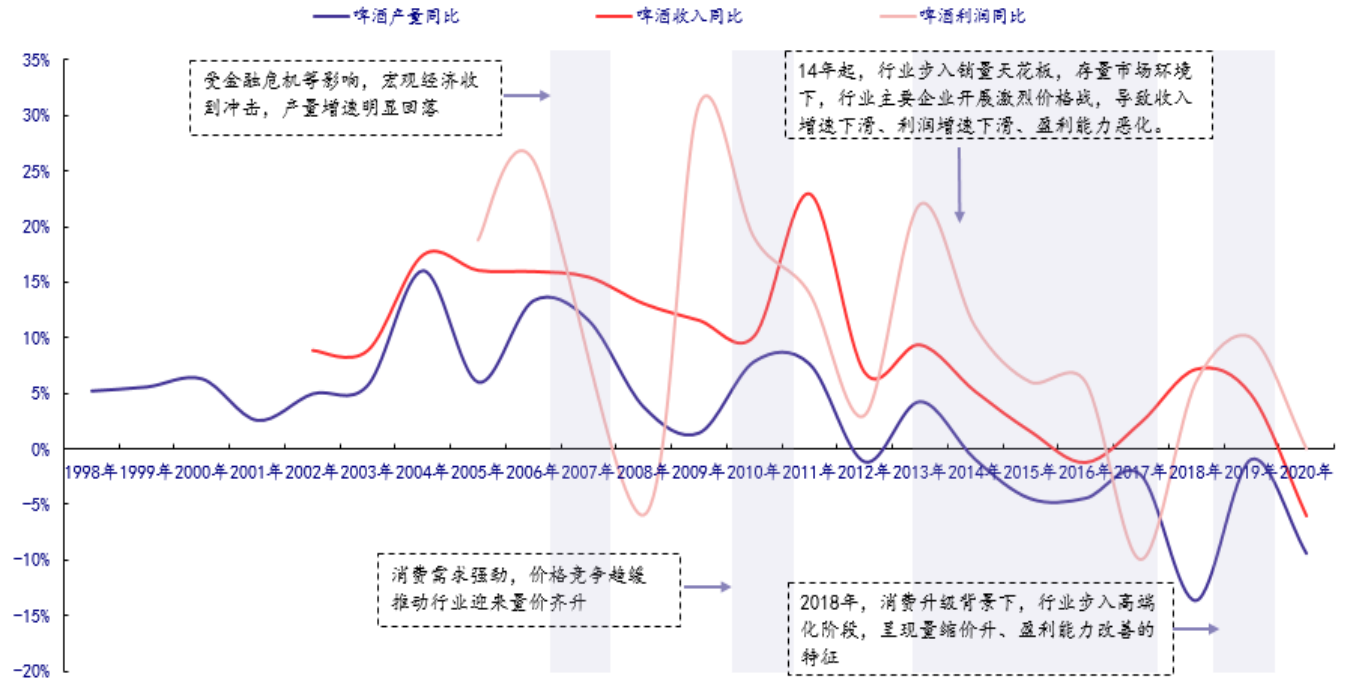
1、中期视角：行业高端化逻辑持续演绎

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 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。

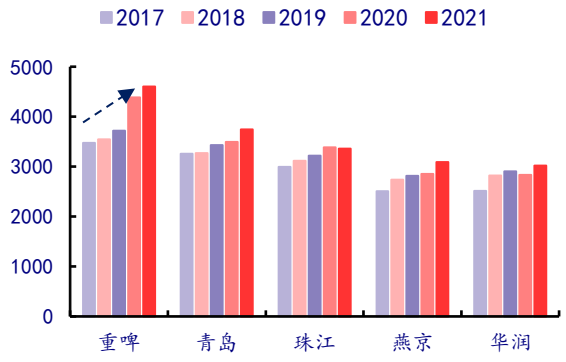
展望未来 1~2 年，我们认为啤酒行业已步入高端化的第二阶段，看好头部企业的 α 机会。1）竞争格局稳固，高端化逻辑持续演绎，巨头利润导向下，产品结构优化且费效率提升；2）预计随着疫情影响范围减小和人均收入恢复，需求有望进一步修复，叠加 2022 年世界杯，啤酒需求端或迎来系统性改善；3）玻璃等包材价格已回落，提价业绩弹性有望兑现。

图 13：啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段



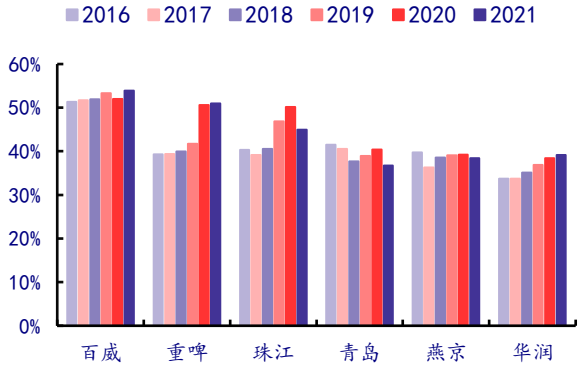
资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

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）

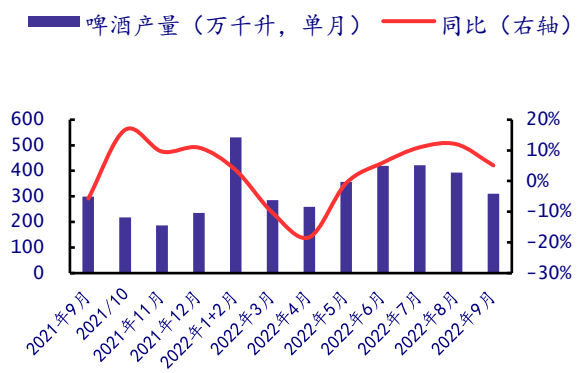


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：9 月产量增速放缓，包材价格持续下行

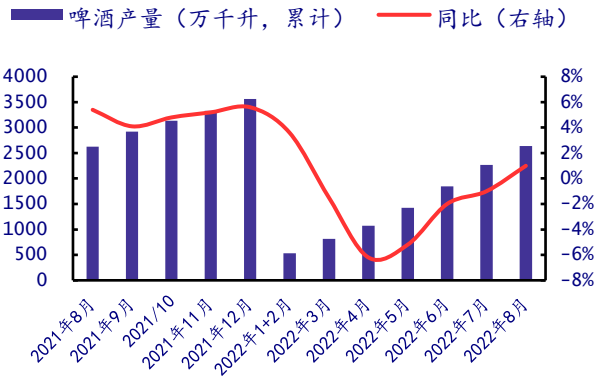
9 月啤酒产量增速放缓。根据统计局口径，2022 年 9 月，啤酒产量为 310.2 万千升，同比+5.1%，低于 8 月同比增速+12%，主要系天气转凉所致，同时 9 月疫情反复对局部市场动销或有所扰动。

图 16：2022 年 9 月单月啤酒产量同比+5.1%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

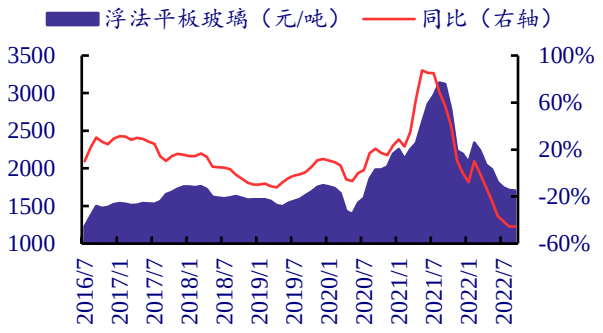
图 17：2022 年 8 月累计啤酒产量同比-1.0%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

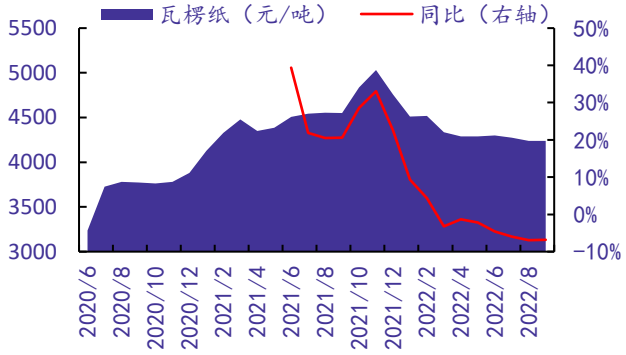
成本端：9 月包材价格持续回落，成本压力边际缓和。从包材来看，2022 年 9 月价格持续回落，其中瓦楞纸/LME 铝价格分别同比-6.8%/-21.5%，玻璃价格加速下行，9 月同比-45.40%。从原料来看，1 至 3 月受俄乌冲突影响，战争直接影响春季播种，供给收缩的预期导致国际大麦价格持续攀升，大麦 9 月价格同比+34.22%。总体来看，22Q3 成本压力边际缓和，企业盈利能力改善，预计 22Q4 延续这一趋势。

图 18：2022 年 9 月浮法平板玻璃价格同比-45.4%



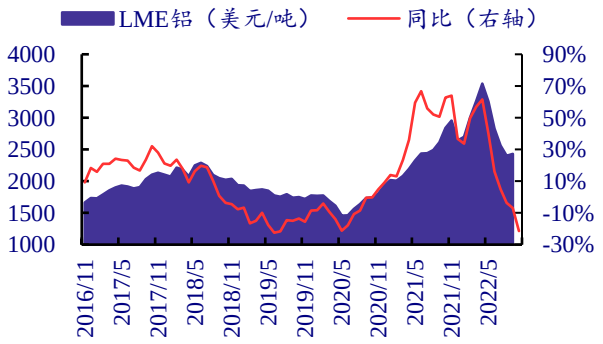
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 19：2022 年 9 月瓦楞纸价格同比-6.8%



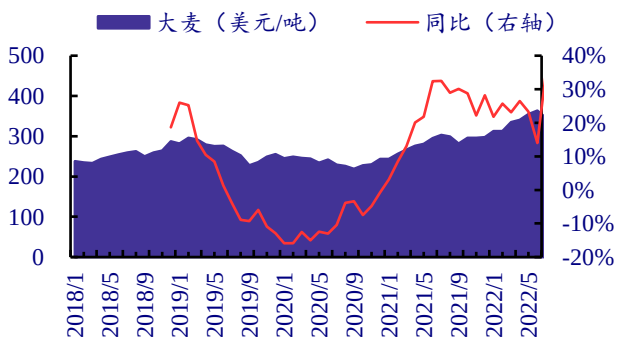
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20：2022 年 9 月 LME 铝价同比-21.5%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21：2022 年 9 月大麦进口价格同比+34.2%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）调味品：短期延续弱复苏趋势，长期静待系统性拐点

8 月 C 端仍处于去库存状态，需求增速放缓，酱油/食醋/火锅底料销售额分别同比+0.42%/0.96%/0.34%；B 端受益于餐饮需求弱复苏，预计环比略有改善。展望 22Q4，乐观看待行业边际改善，预计天味食品复苏节奏仍领先，主要归因于：1）疫情仍具不确定性，C 端产品需求韧性凸显；2）22Q3 基数较低，增长空间较大；3）费用投放力度仍同比减小贡献利润弹性。

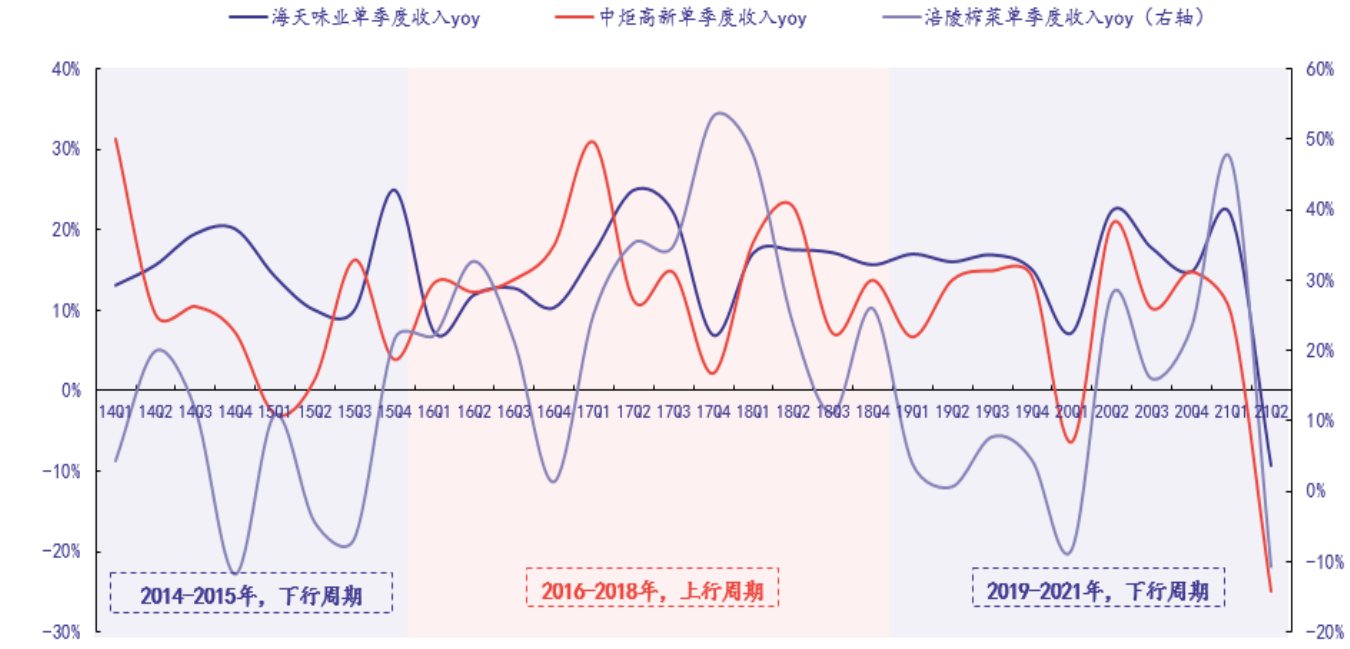
1、中期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点

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：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：8 月 C 端去库存，需求增速放缓

8 月 C 端仍处于去库存状态，需求增速延续放缓趋势：

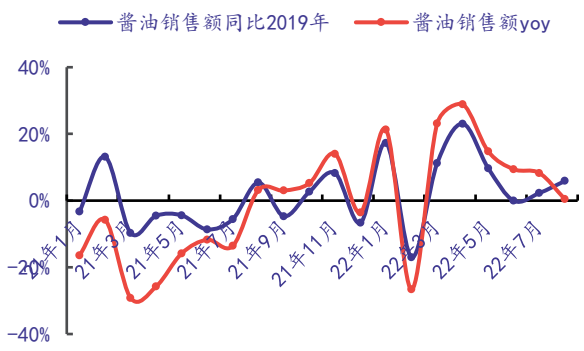
酱油：商超数据显示，2022 年 8 月酱油销售额为 14.13 亿元，同比+0.42%，需求仍然具备韧性，但增速延续放缓趋势，主要系疫情期间居家消费囤货，需要一定时间消化。展望 22H2，随着疫情逐步好转，C 端稳健增长叠加 B 端改善，共同推动行业步入复苏通道。

食醋：商超数据显示，2022 年 8 月食醋销售额为 4.27 亿元，同比增加 0.96%，同样呈现增速环比放缓态势。

火锅底料：商超数据显示，2022 年 8 月火锅底料销售额为 3.08 亿元，同比增加 0.34%，较 2019 年同期增加 22.4%。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。

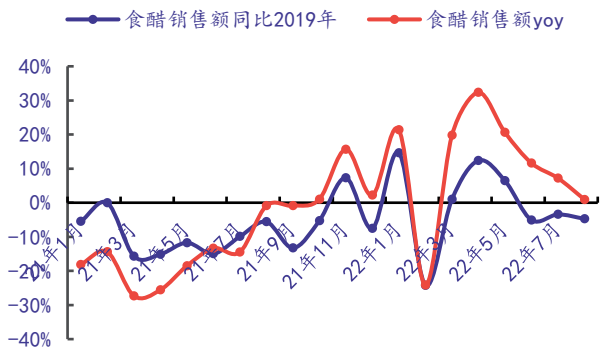
速冻食品：商超数据显示，2022 年 8 月速冻食品销售额为 21.45 亿元，同比上涨 4.4%，主要系 7 月去化库存，8 月小幅反弹。

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）

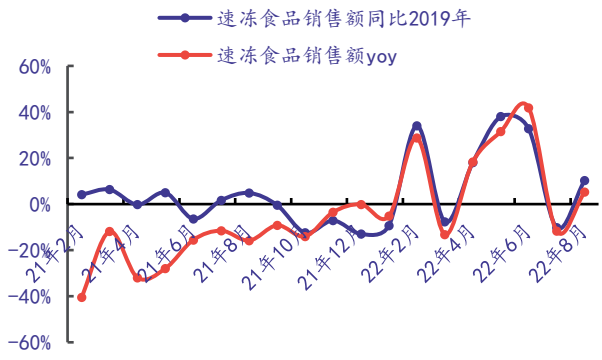


资料来源：木丁商品信息，中国银河证券研究院

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：短期需求略有承压，长期关注盈利改善

9 月原奶价格涨幅进一步回落至-4.2%，乳制品产量同比+5.8%，环比略有改善，主要得益于中秋旺季推动需求有所恢复。总体来看，22Q3 在局部地区疫情反复的扰动下，终端需求呈现弱改善态势，但原奶成本延续下降趋势。展望 22Q4，行业基本面有望环比改善，主要得益于：1）疫情后时代消费者健康需求增加，短期渠道封闭导致需求延迟只是暂时性问题；2）春节备货期前置；3）并且原奶价格持续处于下行通道。

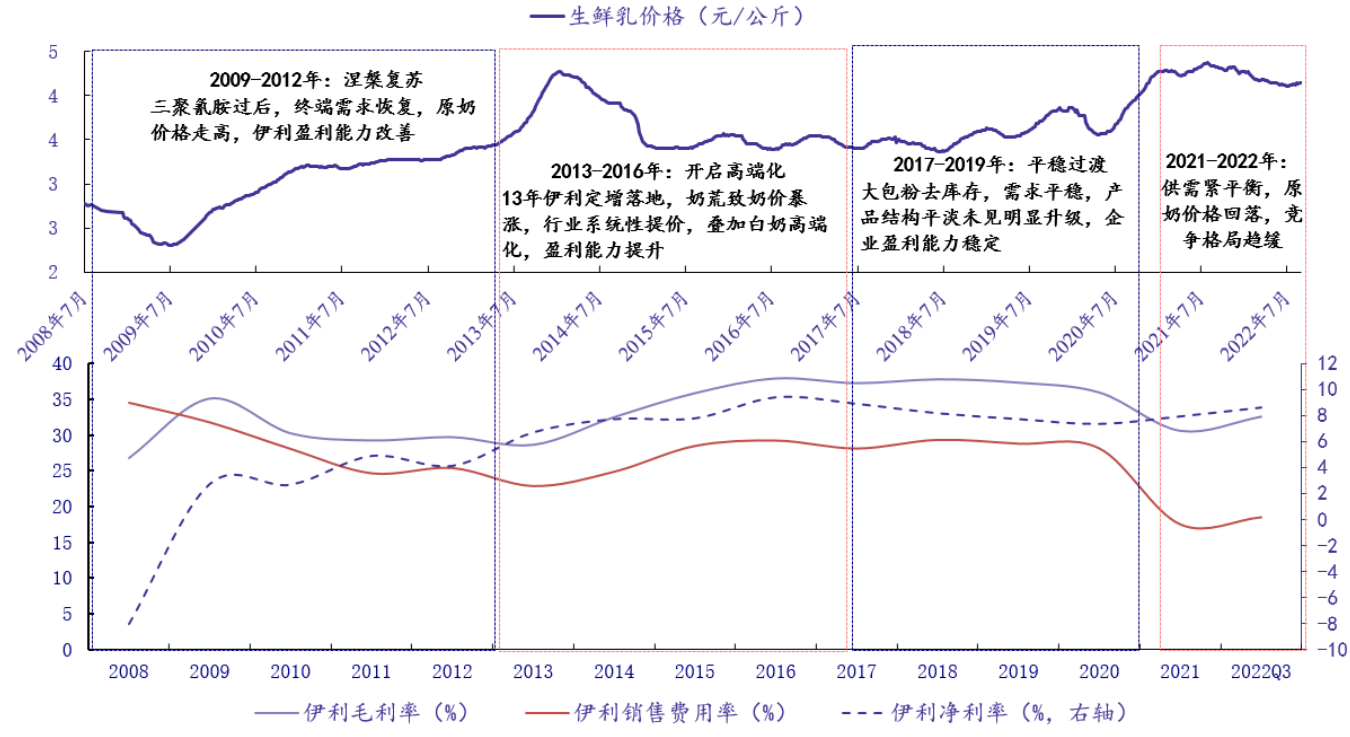
1、中期视角：二强企业战略分化，竞争趋缓提升盈利能力

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）



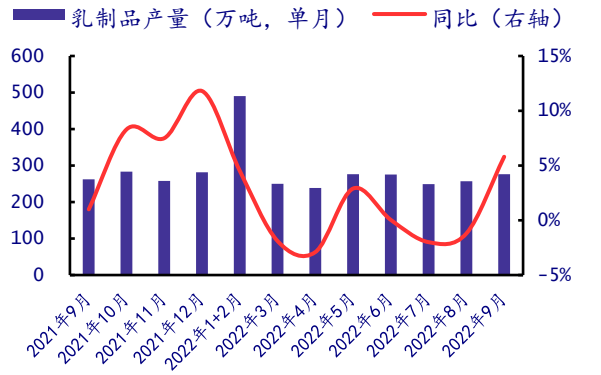
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：9 月产量环比改善，终端需求仍承压，原奶价格持续回落

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：

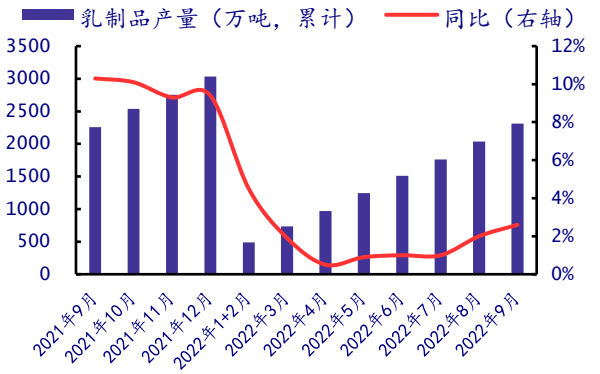
（1）需求端： 9 月乳制品产量同比+5.8%，增速环比提升。2022 年 9 月，乳制品产量同比+5.8%，环比略有改善；8 月，商超渠道液奶/酸奶销售额分别同比+0.61%/-3.66%，液奶同比基本持平主要系疫情导致送礼等消费场景受阻，酸奶下滑主要系常温酸奶亦有较强送礼属性且低温酸奶品类老化。

图 28：2022 年 9 月乳制品产量同比+5.8%



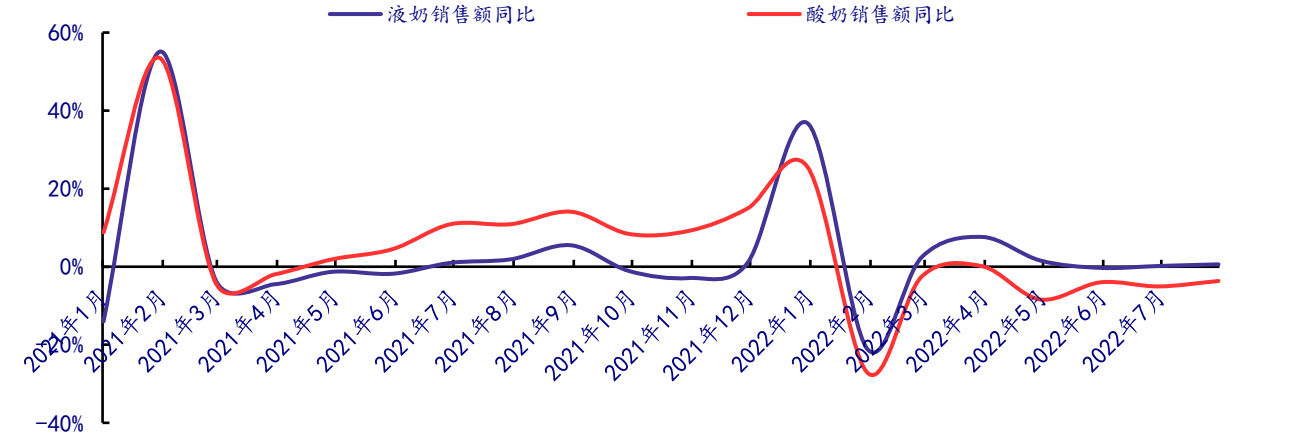
资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图 29：2022 年 9 月累计乳制品产量同比+2.6%



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图 30：乳制品销售额月度变化（商超渠道）

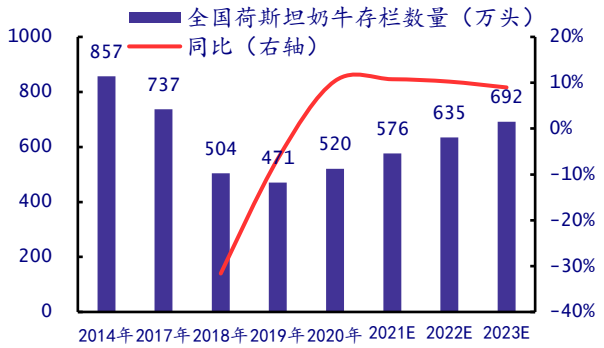


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（2）供给端：国内奶牛补栏，供给端处于扩容阶段。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，2021 年液奶与大包粉进口量持续增加，但 2022 年进口量处于下降态势，2022 年 9 月，液态奶/奶粉进口量分别同比-41%/-42%。

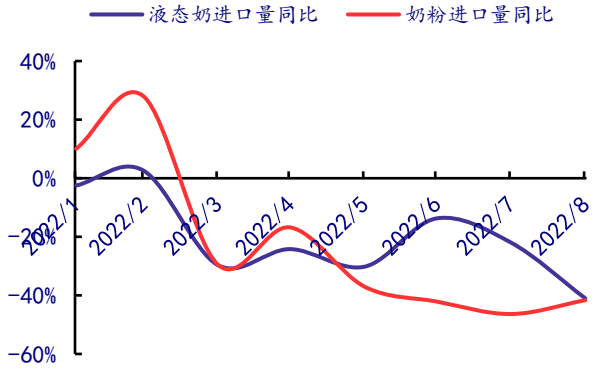
2022 年随着国内原奶供给的增加，根据荷斯坦杂志报道，全国大中乳企出现不同程度喷粉，全年喷粉量预计接近 20 万吨。

图 31：2022 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

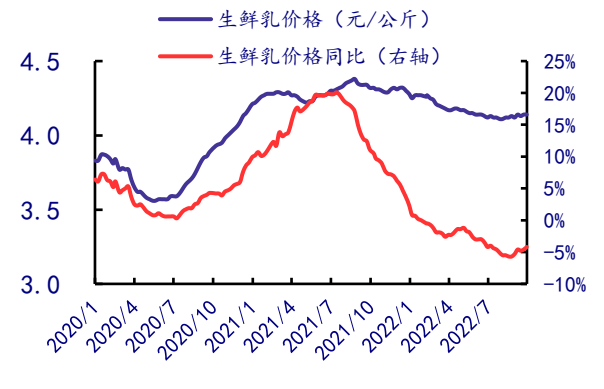
图 32：中国液态奶、奶粉进口量增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

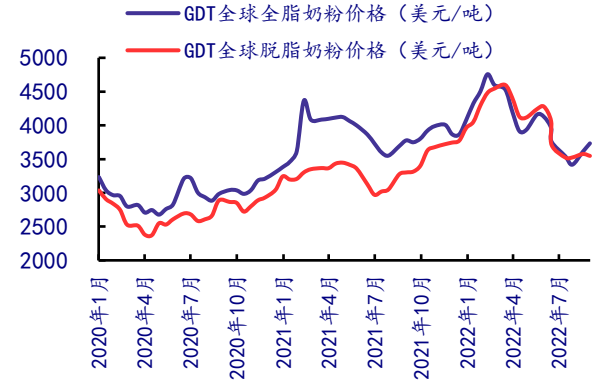
（3）成本端：9 月奶价同比-4.2%，仍处于价格下行周期。截止 2022 年 9 月底，国内生鲜乳价格为 4.14 元/公斤，环比持平，同比-4.2%，预计 10 月仍将延续回落趋势。我们认为 2022H2 原奶价格仍处于下行通道，原因一方面系国内乳制品供需关系从 2021 年的紧平衡走向 2022 年的紧宽松，另一方面系国内奶牛存栏量增加，供给端快速增长。

图 33：2022 年 9 月原奶价格同比涨幅回落至-4.2%



资料来源：农业部，Wind，中国银河证券研究院

图 34：9 月 GDT 全脂奶粉拍卖价回升、脱脂奶粉小幅波动



资料来源：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

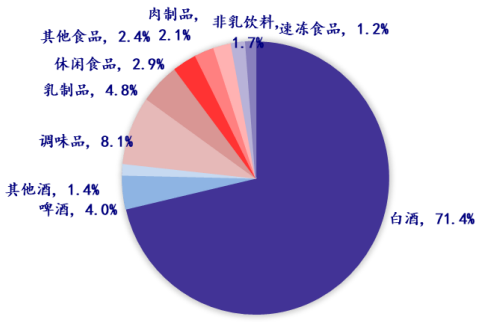
（一）9 月行业指数取得超额收益，估值仍处于合理区间

市值结构：截止 2022 年 9 月 30 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 71%。

业绩占比：A 股上市公司口径，2022H1，食品饮料总营收为 4970 亿元，同比+11.2%，营业利润总额 1329.60 亿元，同比+14.5%。国家统计局口径，2022H1，全国食品工业规上企业利润总额 2668 亿元，同比+20.1%。按此计算，2022H1，A 股食品饮料上市公司营业利润占全部食品行业比重为 49.84%，较 2021 年同期下降 2.45pct。

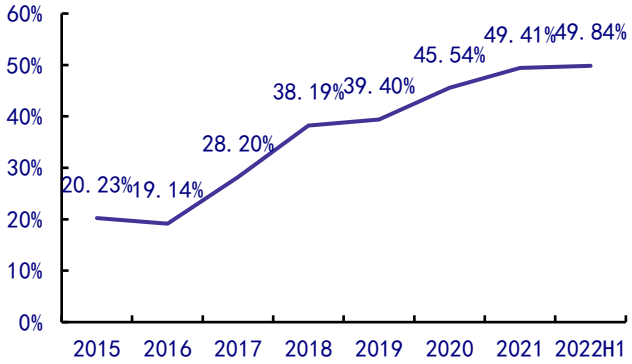
新股上市：2019~2021 年分别为 8/11/12 家。具体来看，2021 年 1 月，食品综合 1 家；2 月，软饮料、食品综合各 1 家；4 月，食品综合 3 家；5 月，食品综合、软饮料各 1 家；6 月，软饮料 1 家；9 月，食品综合 1 家；10 月，食品综合 1 家，肉制品 1 家；2022 年初至 9 月，上市公司为阳光乳业、宝立食品、五芳斋、紫燕食品。

图 35：2022 年 9 月底食品饮料行业市值结构



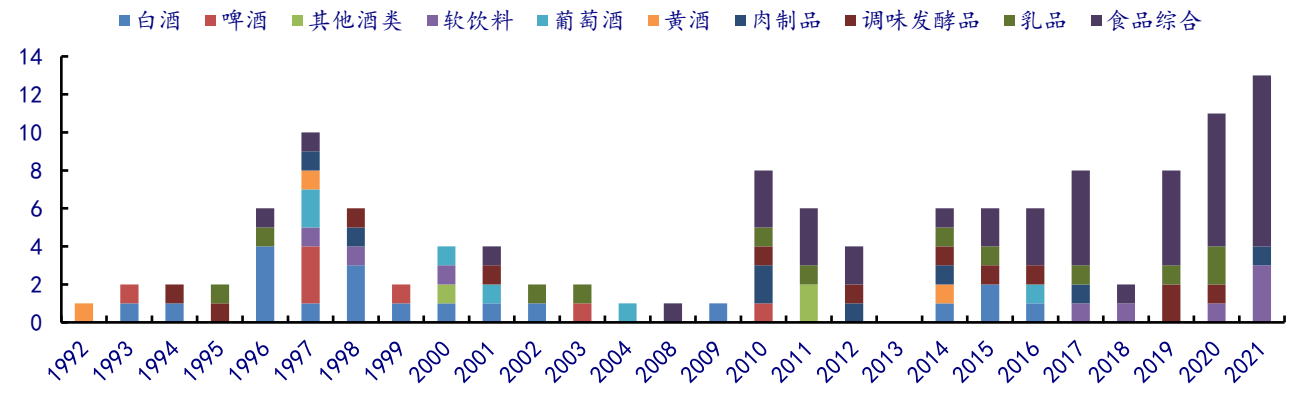
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 36：22H1 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 37：食品饮料行业上市公司数量（按年）



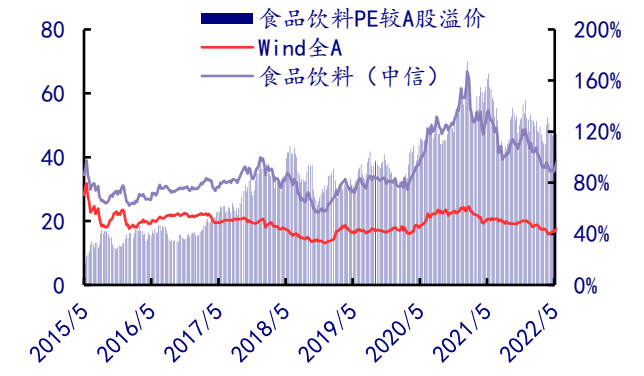
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）估值分析：2022 年 9 月食品饮料 PE 相对 A 股溢价 129%

从市盈率来看，截至 2022 年 9 月 30 日收盘，食品饮料市盈率（TTM）为 37X，Wind 全 A 市盈率为 16X。食品饮料相对 A 股溢价率 128.5%，环比 8 月提升 10.6pct。

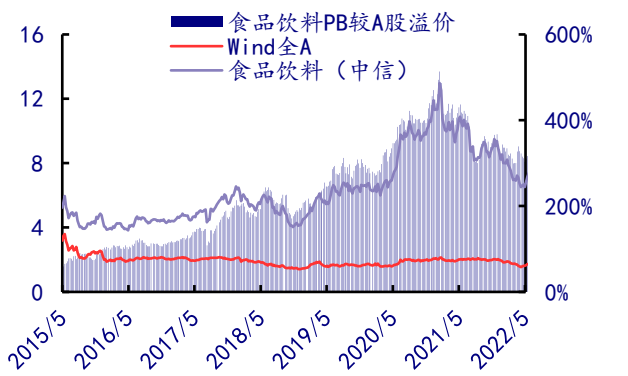
从市净率来看，食品饮料市净率为 7.2 X（LF），A 股市净率水平分别为 1.6X。食品饮料相对 A 股溢价率 354.5%，环比 8 月上升 27.0pct。

图 38：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 39：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

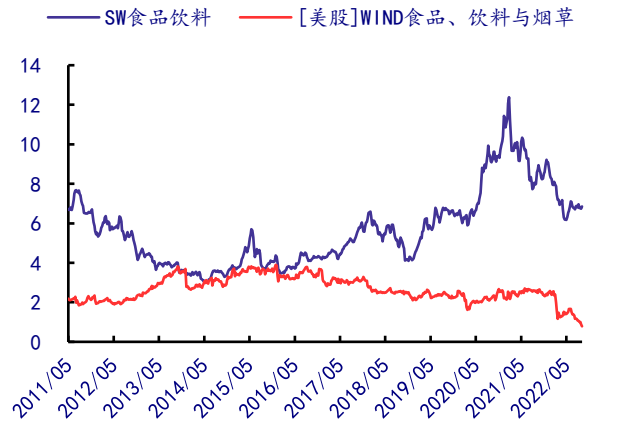
从市盈率来看，以 2022 年 9 月 30 日收盘价计算，国内食品饮料为 37X（TTM），同期美国食品饮料板块为 5X，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。

从市净率来看，国内食品饮料板块为 7.0X（LF），同期美国市场食品饮料板块为 0.8X，我国食品饮料板块的市净率同样明显高于美国市场。

图 40：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 41：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 9 月食品饮料涨跌幅排名第 6

2022 年 9 月，食品饮料行业下跌 3.2%，相较 Wind 全 A 指数的超额收益为 4.4%，在 29 级行业中排名 6 位。具体子行业，其他酒涨幅最大（0.3%），啤酒/调味品次之。

图 42：2022 年 9 月食品饮料在全行业涨幅位居第 6 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	煤炭	1.7%	9.3%	1	煤炭	40%	60%
2	房地产	-1.2%	6.4%	2	交通运输	-3%	18%
3	银行	-1.7%	5.9%	3	石油石化	-5%	16%
4	消费者服务	-2.2%	5.4%	4	房地产	-7%	14%
5	交通运输	-2.7%	4.9%	5	农林牧渔	-8%	12%
6	食品饮料	-3.2%	4.4%	6	消费者服务	-9%	12%
7	石油石化	-4.1%	3.5%	7	银行	-9%	12%
8	国防军工	-4.4%	3.2%	8	建筑	-12%	8%
9	家电	-5.7%	1.9%	9	电力及公用事业	-13%	8%
10	纺织服装	-6.2%	1.4%	10	纺织服装	-14%	7%
11	医药	-6.8%	0.8%	11	食品饮料	-15%	6%
12	电力及公用事业	-7.3%	0.3%	12	综合	-16%	5%
13	建筑	-7.9%	-0.3%	13	有色金属	-16%	5%
14	钢铁	-8.1%	-0.5%	14	汽车	-18%	3%
15	轻工制造	-8.2%	-0.6%	15	家电	-20%	1%
16	非银行金融	-8.3%	-0.7%	16	商贸零售	-20%	1%
17	建材	-8.6%	-1.0%	17	基础化工	-20%	1%
18	机械	-8.8%	-1.2%	18	钢铁	-21%	0%
19	有色金属	-8.8%	-1.2%	19	机械	-21%	0%
20	商贸零售	-9.2%	-1.6%	20	非银行金融	-23%	-2%
21	基础化工	-9.2%	-1.6%	21	电力设备及新能源	-23%	-2%
22	通信	-9.3%	-1.7%	22	通信	-24%	-3%
23	计算机	-9.5%	-1.9%	23	国防军工	-25%	-4%
24	汽车	-9.9%	-2.3%	24	轻工制造	-26%	-5%
25	电力设备及新能源	-10.2%	-2.6%	25	建材	-27%	-6%
26	农林牧渔	-10.4%	-2.8%	26	医药	-28%	-7%
27	综合	-11.7%	-4.1%	27	综合金融	-32%	-11%
28	电子	-12.5%	-4.9%	28	计算机	-33%	-12%
29	综合金融	-12.6%	-5.0%	29	传媒	-34%	-13%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 43：2022 年 9 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	0.3%	7.9%	1	啤酒	-4%	17.1%
2	啤酒	0.0%	7.6%	2	白酒	-13%	8.0%
3	调味品	-1.5%	6.1%	3	肉制品	-15%	6.2%
4	白酒	-2.4%	5.2%	4	速冻食品	-15%	5.8%
5	速冻食品	-3.8%	3.8%	5	调味品	-17%	3.5%
6	休闲食品	-4.2%	3.4%	6	乳制品	-21%	0.3%
7	非乳饮料	-5.2%	2.4%	7	其他酒	-24%	-2.8%
8	肉制品	-7.5%	0.1%	8	休闲食品	-24%	-3.4%
9	乳制品	-7.9%	-0.3%	9	非乳饮料	-25%	-3.9%
10	其他食品	-11.0%	-3.4%	10	其他食品	-26%	-5.2%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、投资建议

展望 22Q4，仍建议关注三条投资主线：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，关注新乳业；**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。

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；**啤酒：**需求复苏+结构升级，建议关注青岛啤酒；**酱油：**需求边际改善与低基数效应，建议关注中炬高新；**饮料：**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、包材成本回落，叠加提价顺利传导。**啤酒：**玻璃等包材价格已经同比回落，叠加提价传导顺利，盈利改善可期；**乳制品：**原奶价格见下行拐点，叠加行业竞争持续趋缓；**榨菜：**22Q2 青菜头价格已经同比显著回落，叠加 2021 年底提价传导，利润弹性在 22Q2 如期兑现，预计 22Q3 延续高增趋势。

表 1：核心推荐组合（截至 2022 年 10 月 28 日）

证券代码	证券简称	年初至今涨(%)	市盈率（TTM）	市值(亿元)
000858. SZ	五粮液	-37%	20	5337
000568. SZ	泸州老窖	-36%	24	2360
600809. SH	山西汾酒	-25%	38	2863
600600. SH	青岛啤酒	-14%	30	943
600872. SH	中炬高新	-24%	28	225
603317. SH	天味食品	6%	62	217
600887. SH	伊利股份	-36%	19	1656
605499. SH	东鹏饮料	-15%	45	615
605337. SH	李子园	-53%	22	50

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

疫情等突发性风险；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 1：2022 年 9 月社零总额/餐饮分别同比+2.5%/-1.7%.....2
图 2：2022 年 8 月消费者信心指数基本持平.....2
图 3：2022 年 9 月 CPI 变化.....2
图 4：22Q3 居民人均可支配收入同比+5.27%.....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 9 月白酒单月产量同比下降 3.7%.....4
图 7：2022 年 9 月白酒累计产量同比下降 2.5%.....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：茅台冰淇淋线上与线下多地销售有利于完成新一轮消费者的培育.....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 16：2022 年 9 月单月啤酒产量同比+5.1%.....7
图 17：2022 年 8 月累计啤酒产量同比-1.0%.....7
图 18：2022 年 9 月浮法平板玻璃价格同比-45.4%.....7
图 19：2022 年 9 月瓦楞纸价格同比-6.8%.....7
图 20：2022 年 9 月 LME 铝价同比-21.5%.....7
图 21：2022 年 9 月大麦进口价格同比+34.2%.....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（结构升级+竞争趋缓+企业盈利改善）.....10
图 28：2022 年 9 月乳制品产量同比+5.8%.....11
图 29：2022 年 9 月累计乳制品产量同比+2.6%.....11
图 30：乳制品销售额月度变化（商超渠道）.....11
图 31：2022 年国内奶牛存栏数量同比+10%.....12
图 32：中国液态奶、奶粉进口量增速.....12
图 33：2022 年 9 月原奶价格同比涨幅回落至-4.2%.....12
图 34：9 月 GDT 全脂奶粉拍卖价回升、脱脂奶粉小幅波动.....12
图 35：2022 年 9 月底食品饮料行业市值结构.....13
图 36：22H1 食品饮料行业上市公司业绩占全行业比重提升.....13
图 37：食品饮料行业上市公司数量（按年）.....13
图 38：食品饮料 PE 相对 A 股（剔除银行）溢价.....14
图 39：食品饮料 PB 相对 A 股（剔除银行）溢价.....14

图 40：食品饮料板块 PE 较美国市场溢价.....14
图 41：食品饮料板块 PB 较美国市场溢价.....14
图 42：2022 年 9 月食品饮料在全行业涨幅位居第 6 名.....15
图 43：2022 年 9 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.....16

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。

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，覆盖餐饮供应链、调味品、软饮料、乳制品等行业，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。

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

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_yj@chinastock.com.cn

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