食品饮料

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

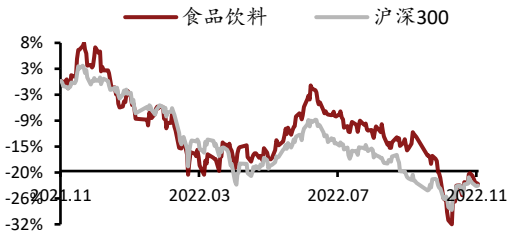
雨雪岂能驱烟火，北风何曾阻清欢

——食品饮料行业 2023 年投资策略

证券研究报告-行业年度策略 **同步大市(下调)**

发布日期：2022 年 11 月 28 日

食品饮料相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《食品饮料行业分析报告：白酒三季度销售延续良好稳增势头》 2022-10-24

《食品饮料行业专题研究：预制食品增势延续，全年业绩前低后高》 2022-09-21

《食品饮料行业专题研究：需求复苏、成本下降，下半年盈利将改善》 2022-09-02

联系人：马崴琦
电话： 021-50586973
地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编： 200122

投资要点：

- 2022 年的二、三季度，行业中上市公司的成本普遍显现下行迹象。我们认为，2023 年上市公司的成本将会进一步下行，而盈利将会逐步回升。
- 2022 年前三季度，食品板块的毛利率进一步探底。我们认为盈利基本见底，2023 年行业上市公司的盈利指标有望上行。
- 除少数外，各品类价格都有所上涨，但是并非来自消费升级的拉动，更多地出于向下游传导成本的意图。价格上涨的市场条件下，部分品类的市场销量加剧萎缩。在消费市场增量萎缩的情况下，细分市场进一步向头部集中。
- 2020 年以来，上市公司的各项费用大幅缩减，销售、财务和管理费率降至较低水平。因而，如果企业家预期转向乐观，2023 年上市公司的费率调升空间大，业绩提振效果也将会特别显著。
- 2021 年以来，食品饮料上市公司的存货-收入比显著下降，2022 年前三季度降至十年区间的较低水平。在原料价格高企时期，上市公司的相对存货却趋势性下降，除厂商为应对市场变化加强了存货的管理外，流通和消费环节持续的修复也是一方面的原因，说明被动去库存正在发生。
- 历史上看，在食品零售价格进入上涨区间后，食品饮料板块历次都有着良好的市场表现。2023 年，如果食品零售价格延续上涨趋势，不排除板块将会有积极的市场表现。
- 政策支持和引导成为 2023 年行业投资策略中的重要宏观变量。防控措施精细化将会鼓舞全社会的投资和消费信心；房地产政策进入上行周期，将拉动产业链和周边消费，稳定的房价预期也将鼓励社会消费。此外，2023 年中国出口进入下行周期后，内需接棒外需的迫切性正在变得突出。
- 整体而言，尽管食品饮料的估值体系基本上已经回归中枢，但是由于局部业绩恶化，故大部分核心标的的静态估值目前仍然偏高。
- **投资策略：**2023 年食品饮料二级市场将会是系统性行情，而结构性行情的空间并不大。我们给予行业“同步大市”的投资评级，建议关注各细分市场头部公司的基本面和估值变化。

风险提示：防控进一步加剧；社会消费持续低迷，上市公司的销售不及预期。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1. 成本下行，盈利在回升

1.1. 食品

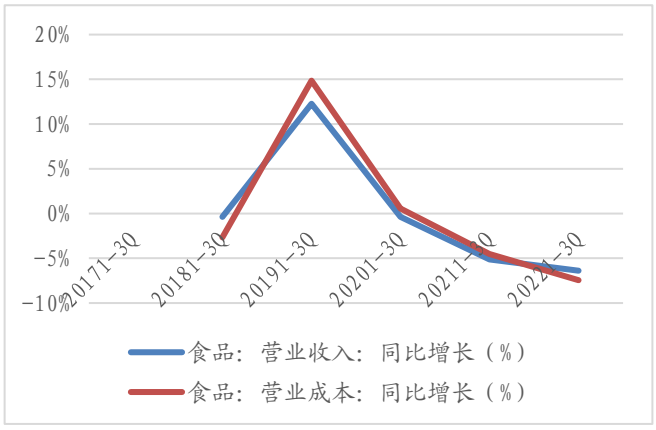
2022 年的二、三季度，行业中上市公司的成本普遍显现下行迹象。我们认为，2023 年上市公司的成本将会进一步下行，而盈利将会逐步回升。2022 年，世界各经济体先后进入加息周期，国际大宗商品价格随之纷纷回落。2022 年 3 月以来，能源、食品、金属、海运等价格转而进入下降通道，尽管俄乌冲突之后有所反弹，但是中期下行趋势不改。国内的商品价格部分自 2021 年四季度，部分自 2022 年一季度开始下行，PPI 指数从 2021 年 10 月高点降至 2022 年 11 月的-0.6%。相较原料价格的变化，制造业成本的变动存在一定的滞后期。2022 年的二、三季度，我们看到行业上市公司的成本普遍显现下行迹象；我们认为，2023 年上市公司的成本将会进一步下行，而盈利将会逐步回升。

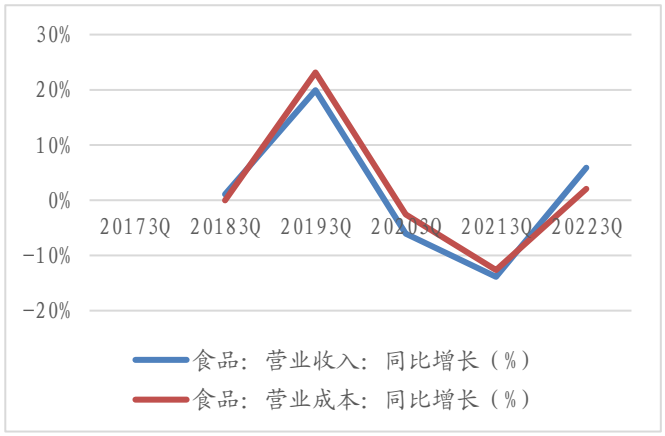
以食品板块为例，2022 年前三季度，上市公司的营业成本增长放缓，逐渐落于收入增长之下；第三季度，食品收入增幅上扬，并高出当期成本增幅 3.9 个百分点，收入与成本两端均显示出积极迹象。在我们观察的 25 类 50 余种上游商品原料中，除了个别价格仍在上涨外，绝大对数商品原料的价格于 2021 年四季度或 2022 年一季度之后确立了下行趋势，包括：包装材料，进口小麦、大豆、黄油、坚果、棕榈油、明胶、鱼油、维生素等，国内面粉、糯米、食用油、油脂、糖蜜、花椒等；此外，国际海运价格及国内物流价格也均不同幅度地下行。但是，由于国内猪肉价格反弹，生猪产业链上下游的价格随之反弹，包括豆粕、菜粕、玉米、猪肉、鸡鸭等价格逆势上扬，这将会削弱下游酱卤熟食等休闲食品的盈利。此外，第三季度白酒、啤酒、软饮料三个子板块的成本阶段性反弹，背后存在两种可能的原因：一是多地疫情防控加剧，导致开工不足，产能利用率有所下降；二是旺季到来之前厂商加强渠道铺货，从而生成较多的物流成本，导致成本季节性反弹。

2022 年前三季度，食品板块的毛利率进一步探底。我们认为盈利基本见底，2023 年行业上市公司的盈利指标有望上行。由于企业盈利较成本变动存在一定滞后，2022 年前三季度行业盈利继续寻底。剔除肉制品和白酒板块的干扰，2022 年前三季度食品饮料上市公司的毛利率同比进一步下滑：预加工食品、保健食品、休闲食品、啤酒、乳品饮料和调味品的毛利率同比分别降 0.24、1.32、3.75、3.93 和 2.83 个百分点，多数子板块的毛利率创下三年来的同期新低。但是，随着原料商品价格下行以及成本增长放缓，上市公司的盈利指标有望在 2023 年走出低位，并逐步回升。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

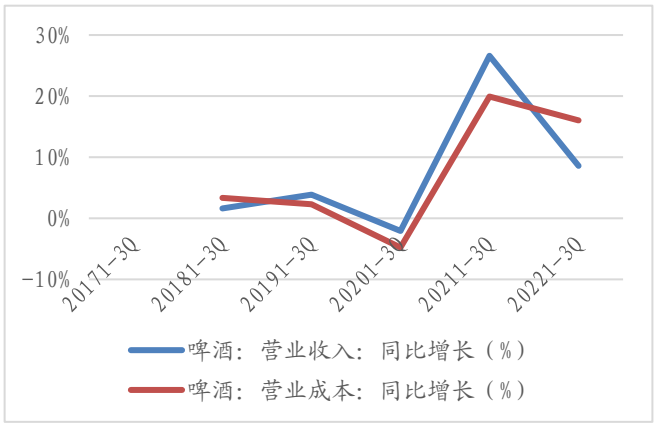
图 1: 20221-3Q，食品板块的成本增长放缓

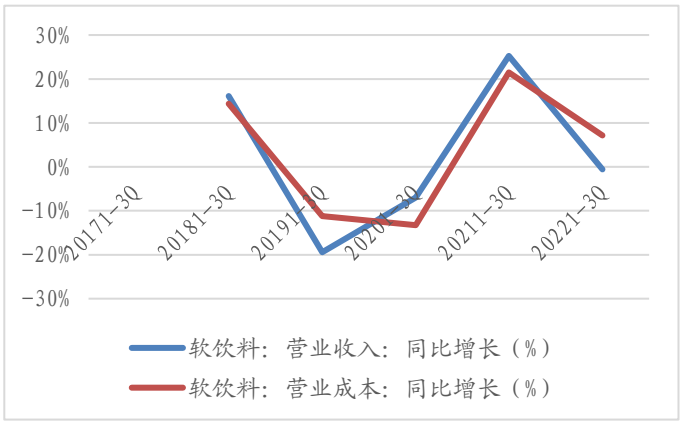




资料来源：中原证券 IFIND

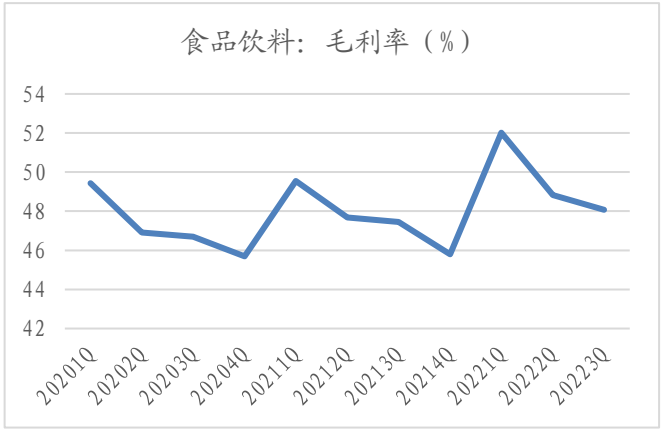
图 2: 啤酒、软饮料上市公司的成本近期反弹

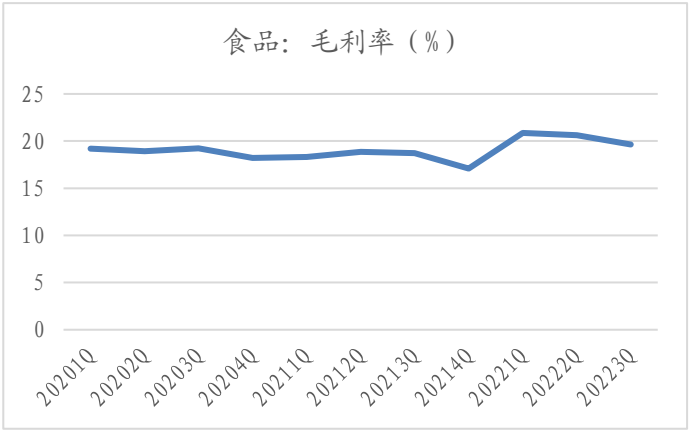




资料来源：中原证券 IFIND

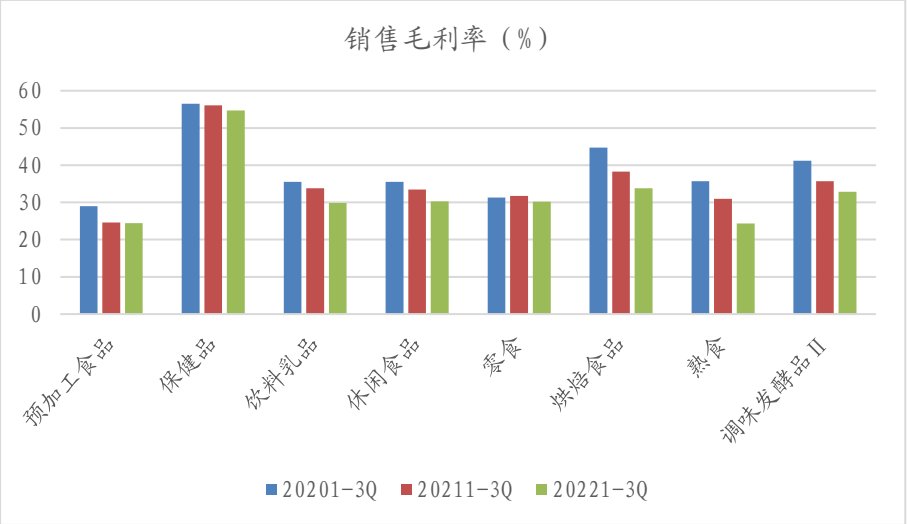
图 3: 20221-3Q，食品板块盈利指标下滑探底





资料来源：中原证券 IFIND

图 4： 20221-3Q，食品板块毛利率创下三年同期新低



资料来源：中原证券 IFIND

1.2. 白酒和啤酒

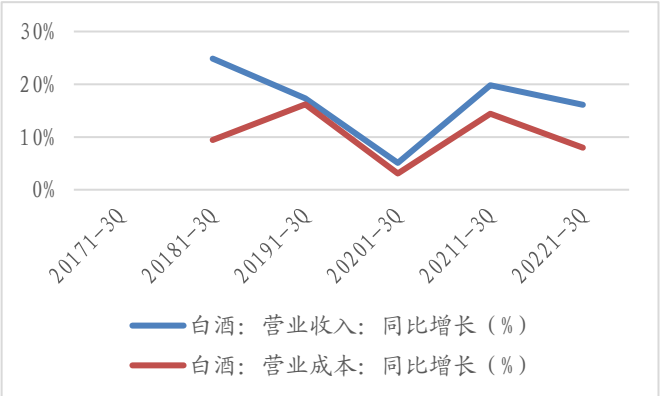
由于酒水板块的毛利率高，以及品牌溢价突出，商品周期上行期间白酒和啤酒的成本压力相对较小。

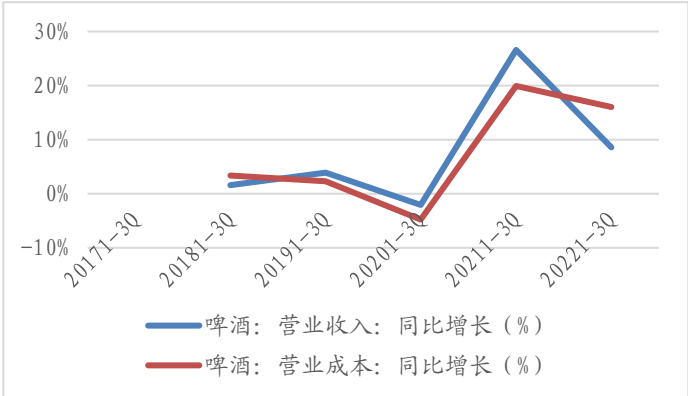
2022 年以来，白酒的毛利率创下三年新高；但是，2022 年以来，各线白酒的市场终端价格都有所回落，白酒当前盈利缺少动销和价格的支撑，旺季过后白酒的毛利率大概率将会回落。2022 年前三季度，迥异于其它板块，白酒的收入-成本增幅“剪刀差”进一步走阔，收入增长较成本高出 8 个百分点：截至 2022 年三季度末，白酒板块的毛利率达到 79.77%，较上年同期高出 1.52 个百分点，创下三年来新高。但是，2022 年以来，各线白酒的市场价格都有所回落，白酒当前盈利缺少动销和价格的支撑，旺季过后白酒的毛利率大概率将会回落。

2020 年以来，啤酒上市公司的产品升级推进顺利。啤酒行业的制造成本趋势上正在回落，三季度毛利率短暂走低可能是疫情防控所致，2023 年啤酒盈利有望修复向上，并回归中枢。相对白酒，啤酒盈利较大程度上地受到进口小麦价格和国内包材价格的影响。但是，2020 年以来，国内品牌加快推进啤酒产品升级，品牌溢价和市场话语权增强，因而对于成本波动的抵御能力也相应地提升。2020 年以来，在成本上升的情况下，啤酒的毛利率稳步抬升，2021 年第三季度升至 45.44%的峰值。2022 年三季度以来，啤酒板块的成本急速上行，导致第三季度毛利率回落至 41.69%。考虑到同期进口小麦和国内包材的价格以下跌为主，我们判断啤酒盈利阶段性走弱的原因是目前疫情防控加紧，使得各地工厂的开工率降低，从而导致当期毛利率回落。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

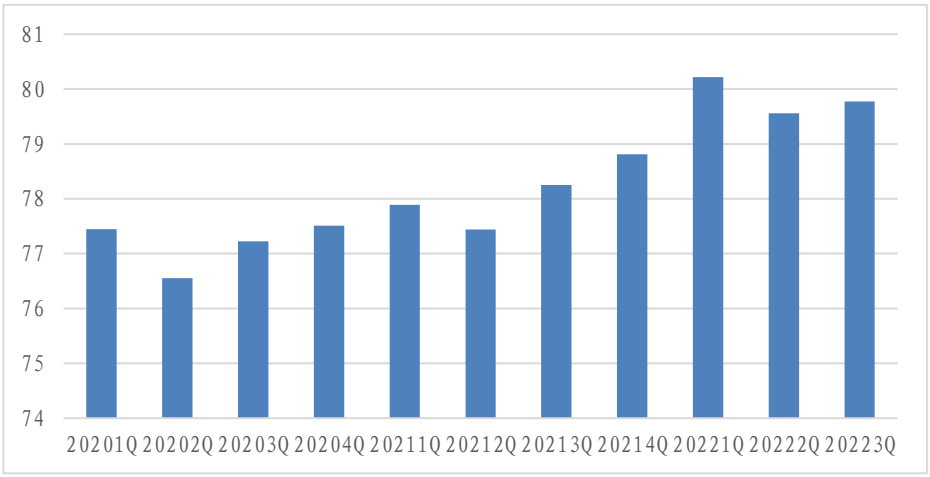
图 5: 20221-3Q，饮料板块的成本压力相对小





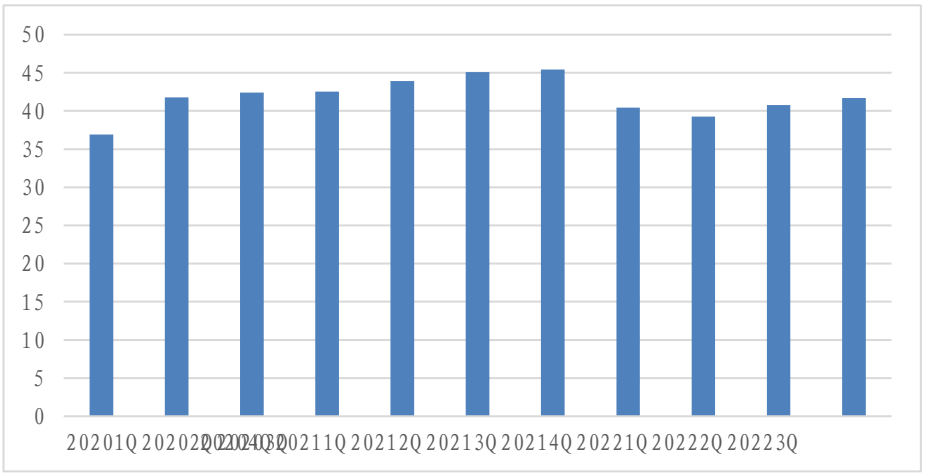
资料来源：中原证券 IFIND

图 6： 白酒毛利率稳步提升



资料来源：中原证券 IFIND

图 7： 啤酒升级延续，近期成本压力较大



资料来源：中原证券 IFIND

2. 一叶知秋，消费在复苏？

2.1. 需求疲弱，增势收敛

2022 年，食饮需求有所分化，基础需求微幅增长，可选需求下滑。我们选取食品饮料各子板块的两至三个不同量级的上市公司，将其 2022 年上半年的销量数据与 2019、2021 年同期相比较，希望能够剔除价格因素，从而管窥各品类市场需求的变化。我们发现，乳品，酵母，瓜子、饼干、蛋糕等零食，速冻米面，保健品中的传统剂型，传统调味品，其销量保持低幅微增；而白酒，啤酒，榨菜，速冻鱼糜和肉制品，保健品中的新剂型，其销量不同幅度地下滑。不过，需要指明的是，销售数据也往往与市场基数、上期库存和市场策略有较大关系，并不完全是市场需求的反映。2022 年以来，行业中增长较好的局部包括：连锁业态因其较强的资本实力存活下来，并占领了竞品的市场，在行业收缩阶段呈现出积极的扩张态势，反而实现了较好的增长；区域乳品因其市场基数小，销售半径短，上市融资后铺货力度加大，以及在防控时期拥有更多的便民途径，因而实现了销售增长；此外，2021 年去库存力度较大的品类，如调味品，2022 年也录得较好的销售增长。

除少数外，各品类价格都有所上涨，但是并非来自消费升级的拉动，更多地出于向下游传导成本的意图。价格上涨的市场条件下，部分品类的市场销量加剧萎缩。2022 年前三季度，预制菜、冷冻烘焙、酵母、豌豆蛋白、乳制品、休闲食品、榨菜、啤酒等产品的厂商价格均有所上涨，或来自直接提价，或来自产品结构升级。但是，我们不认为价格提升是来自消费升级的拉动，应更多地是厂商向下游传导成本的结果；同时，也不排除部分品类采取“以价补量”的策略，在市场缩量的趋势下通过提价弥补利润。在价格普遍上涨的市场条件下，2022 年食饮项下多数品类的销量减少。针对企业客户的保健品和预制菜局部上有降价行为，但并非出于需求不足的原因，而是因为市场近年来投放了较多新增产能，局部上调低价格一是为了释放新增产能，二是为了寻找合理的市场供需价格。

在消费市场增量萎缩的情况下，细分市场进一步向头部集中。从微观数据来看，各个细分市场的头部公司，其核心品类自 2021 年以来基本上都实现了量价齐升；而头部之后的竞品公司，在消费趋弱、增量萎缩的市场条件下，其产品或者量价双降，或者减量保价。也因此，各个细分市场在弱市中进一步推进了市场集中，期间渠道力是造成上市公司增长分化的重要因素。渠道多元展开、渠道末端下沉充分的上市公司，对于 2020 年之后的市场环境，相对具备风险抵御能力。此外，从存货周转率来看，2022 年前三季度头部公司的存货周转率已经显著提升，而板块整体的周转率却下降，说明上市公司产品动销和渠道反应等方面的能力差异正在拉大。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

2.2. 2023 年：促成销售增长的积极因素

相对行业的成本端而言，上市公司销售端的不确定性较大，受到宏观政策、居民收入、消费意愿和供应水平等多种因素的影响。就可以把握的几个方面，我们谈一谈 2023 年行业上市公司销售增长的动力和空间。

2023 年，成本压力相对减轻后，上市公司将有条件加大促销力度来刺激产品销售，获取良好的销售增长。此外，截至 2022 年三季度，上市公司的存货-收入比已经降至十年来较低的位置，如果企业家预期转向乐观，存货和产出具有回升空间，存货/收入比回升将会是消费回暖的一个先行指标。最后，2020 年以来，为应对市场环境的恶化，上市公司严控费用，特别是压缩了广告宣传和市场推广费用，一是因为弱市中费用投入的产出效果不大，二是在经济收缩期有必要保存股东利润。因而，2023 年，上市公司有可能会重新加大市场投入，目前费率调高的空间大、弹性大，对于销售的提振作用也将会特别显著。

2.2.1. 从成本和费用的角度来看

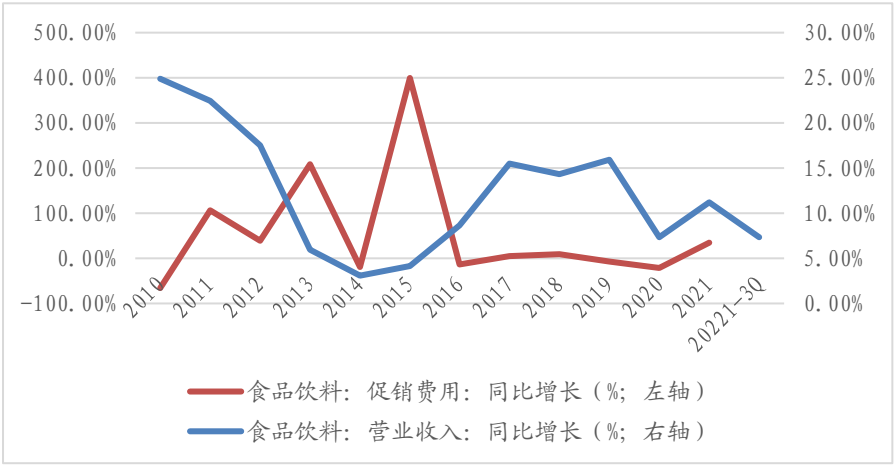
2023 年，由于成本压力相对减轻，上市公司将有条件加大促销力度，从而拉动产品销售。因而，从该视角来看，2023 年的销售增长有望整体好于 2022 年。就食品大项而言，成本压力减轻后，厂商开展促销的空间更大，而对于食品这类价格敏感型市场，价格友好能够有效地刺激消费。

从微观来看，通过观察 2010 年以来行业上市公司的促销费用与当期收入增长之间的数据关系，我们发现促销费用增加对于公司收入增长确实有着正面促进的作用。上述逻辑针对高增品类更为显著：以 2021 年为观察年份，保健品、奶酪、预制菜、复合调料、冷冻烘焙等高增长品类，2021 年产品提价和升级的步速相应地放缓，从而保证了当期的销售数据维系在较高的往年水平。

从中观来看，2010 年以来，食品饮料促销增长的高点往往对应着营收增长的低点，上市公司惯于使用促销手段来拉动低迷的收入增长。2019 年之后，2020、2021、以及 2022 年前三季度，食品饮料的营收增速在趋势上一再探出新低，2022 年前三季度，食品饮料上市公司的营收仅增长 7.35%。按照历史规律，当销售增长进入低迷期时，上市公司倾向于加大促销力度来拉动销售增长。但是，由于近三年来各方面的不确定性增加，上市公司的市场投入反而相对减少。2023 年，成本下降，促销空间打开。在历经三年的低迷期后，上市公司将有可能重拾扩张策略，通过加大费用投入来拉动销售增长。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 8： 食品饮料的促销费用与收入增长



资料来源：中原证券 IFIND

此外，2020 年以来，上市公司的各项费用大幅缩减，销售、财务和管理费率降至较低水平。因而，如果企业家预期转向乐观，2023 年上市公司的费率调升空间大，业绩提振效果也将会特别显著。截至 2022 年三季度，食品饮料上市公司的销售、财务和管理费用率分别降至 11.47%、-0.64%和 4.71%，均创下 2010 年以来的新低。上市公司削减投入的行为反映了对于市场环境的悲观预期。如果 2023 年企业家预期扭转，通过调高费率，上市公司的业绩弹性将会十分显著。

图 9： 食品饮料的销售费用率

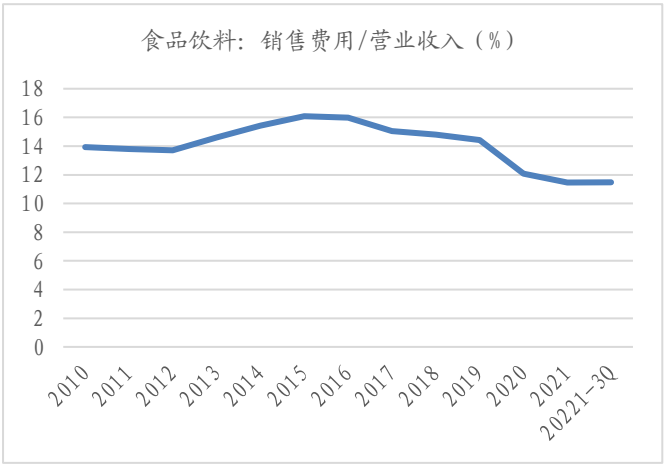
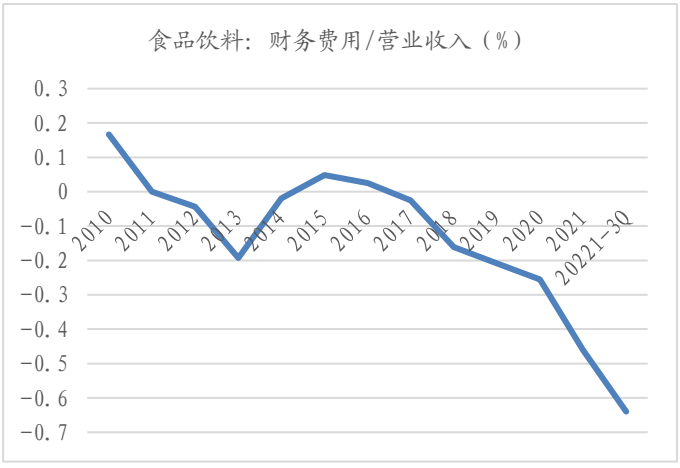
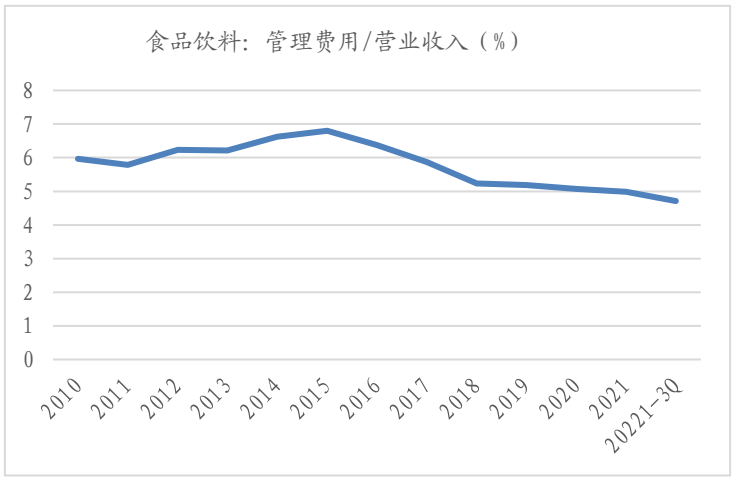


图 10：食品饮料的财务费用率



资料来源：中原证券 IFIND

图 11： 食品饮料的管理费用率



资料来源：中原证券 IFIND

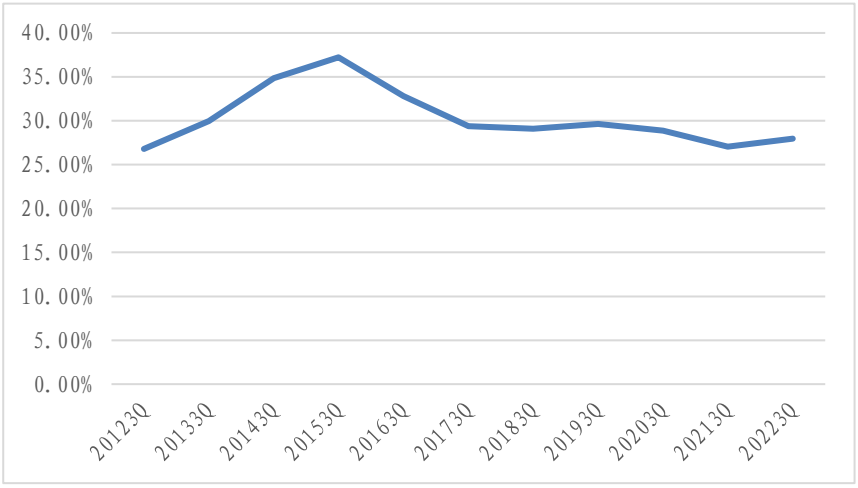
2.2.2. 从库存周期的角度来看

2021 年以来，食品饮料上市公司的存货-收入比显著下降，2022 年前三季度降至十年区间的较低水平。在原料价格高企时期，上市公司的相对存货却趋势性下降，除厂商为应对市场变化加强了存货的管理外，流通和消费环节持续的修复也是一方面的原因，说明被动去库存正在发生。2022 年前三季度，食品饮料上市公司的相对存货降至十年来的较低水平，截至三季度末，存货-收入比为 27.96%，较 2012-2020 年同期均值下降 3 个百分点。如，相较 2012-2020 年期间均值，保健品、白酒、啤酒、休闲食品、调味品三季度末的存货-收入比分别下降 3.13、10.74、1.94、4.01 和 2.73 个百分点。在原料价格高企时期，上市公司的相对存货却趋势性下降，除厂商为应对市场变化加强了存货管理外，流通和消费环节持续的修复也有一定的贡献，说明被动去库存正在发生。

2023 年，如果企业家预期转向乐观，上市公司加大存货和产出的可能性较大，空间也较大，有望自供应端促进市场和消费。2022 年，上市公司对于存货更加谨慎，以应对市场的变化；这种情况下，产品的价格体系得以支撑，更为关键的是维系了健康的动销。但是，由于开工不足产品毛利率会受到了不利影响，我们看到 2022 年毛利率普遍下滑，部分原因就来自产出的减少。2023 年，如果企业家预期转向乐观，上市公司加大存货和产出的可能性较大，空间也较大，有望自供应端促进市场和消费。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 12： 食品饮料板块的存货/收入比（%）



资料来源：中原证券 IFIND

图 13：白酒板块的存货/收入比（%）

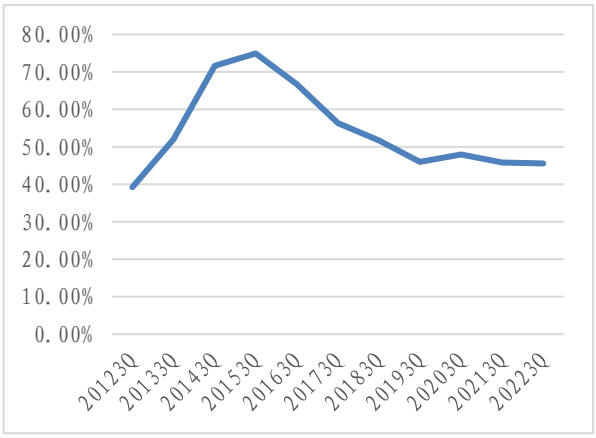
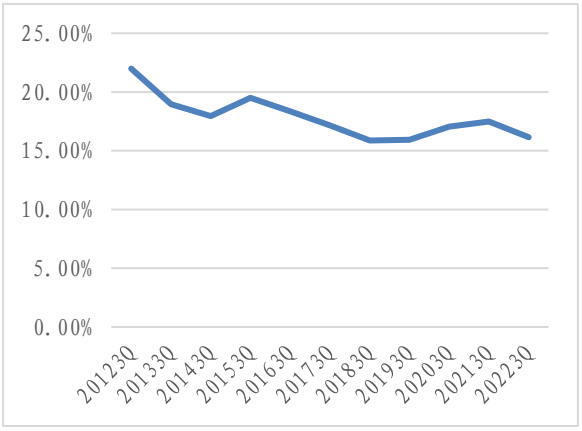


图 14：啤酒板块的存货/收入比（%）



资料来源：中原证券 IFIND

图 15：休闲食品板块的存货/收入比（%）

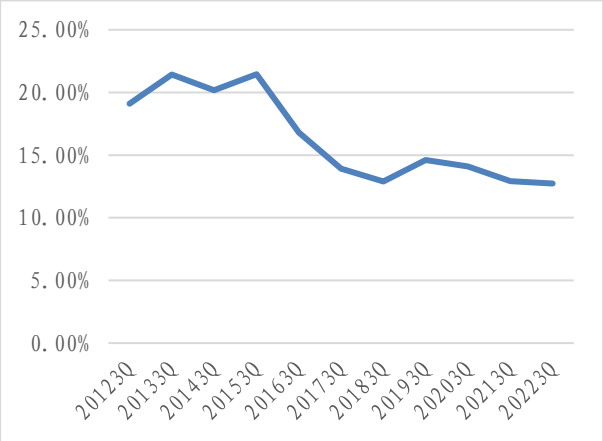
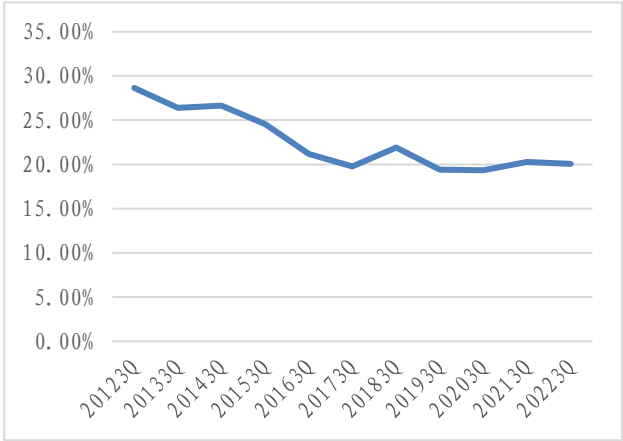


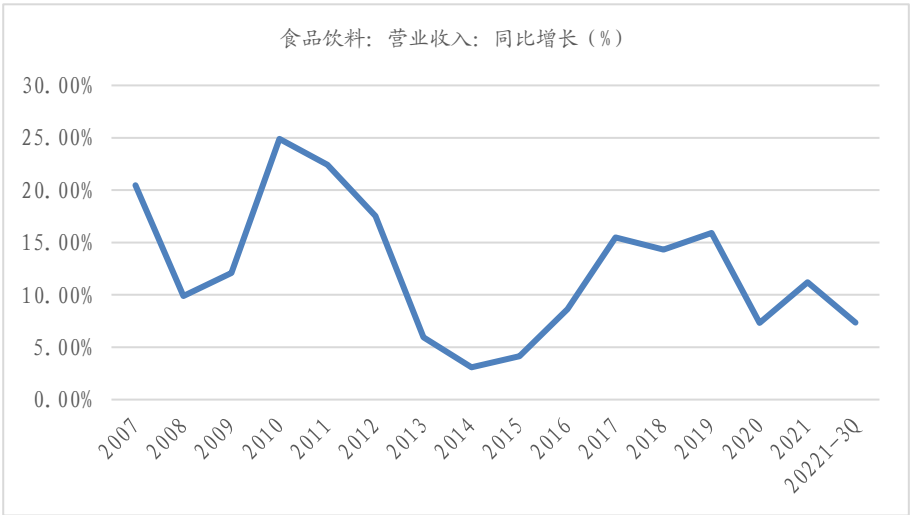
图 16：调味品板块的存货/收入比（%）



资料来源：中原证券 IFIND

配合行业收入来看，此轮食品饮料的增长下行周期自 2020 年始历经三年，持续低迷后出于社会主动补库存的要求，2023 年行业有望迎来销售端的显著修复。从历史来看，食品饮料的销售增长有其周期性，一定程度上也反映了库存周期的波动，即包括厂商、流通渠道、中下游企业和零售等上下游各环节的库存波动。从 2000 年至今的数据规律来看，食品饮料销售增长的下行周期一般持续两至三年，期间行业参与者从主动去库存迈入被动去库存阶段，之后再进入主动补库存阶段，行业的销售随之从低迷处逐步修复至较高的增长水平。此轮食品饮料的增长下行周期自 2020 年始历经三年。持续低迷后，出于主动补库存的要求，2023 年行业有望迎来销售端的显著修复。

图 17： 食品饮料销售增长的周期波动



资料来源：中原证券 IFIND

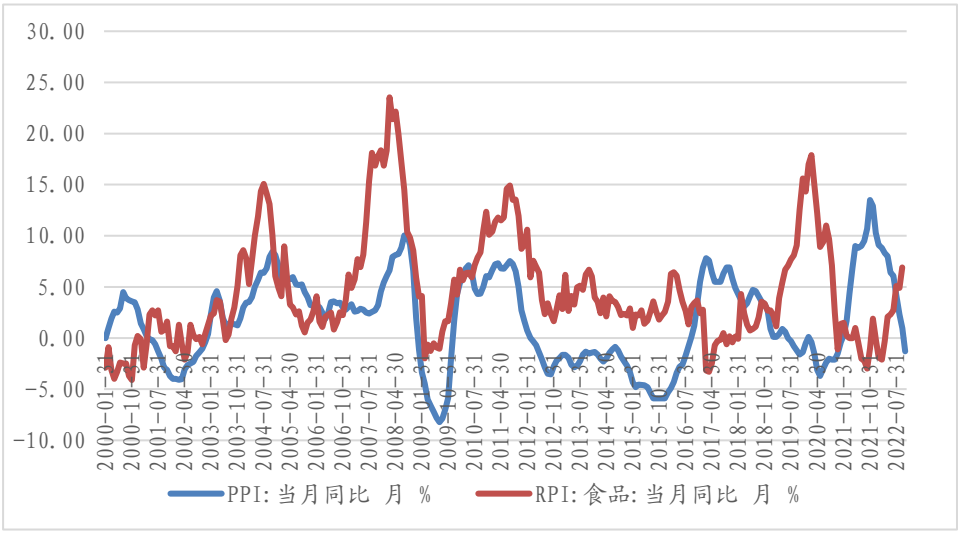
2.2.3. 从食品零售价格温和回升来看

历史上看，在食品零售价格进入上涨区间后，食品饮料板块历次都有着良好的市场表现。2023 年，如果食品零售价格延续上涨趋势，不排除板块将会有积极的市场表现。

食品饮料二级市场表现由多重复杂因素促成，消费繁荣是原因之一。零售价格温和良性上涨是消费繁荣的指征：2003 年至今，国内食品零售价格（RPI 食品）经历了五次大幅上涨，包括 2003 至 2004 年、2005 至 2007 年、2009 至 2010 年、2019 年和 2022 年 1 至 9 月。除 2022 年这轮上涨外，在 RPI 食品大幅上涨期间，食品饮料板块历次都有着良好的市场表现，四次以来板块分别上涨 7.37%、891.35%、196.28%和 94.15%。

食品零售价格上涨反映了繁荣向上的市场消费，并反身催生厂商良好的预期，推动厂商扩大投入，推动经济进入扩张周期。在此背景下，相关板块的二级市场表现往往有着积极的反应。本轮价格上涨并没有促成食品饮料二级市场的良好表现，同期板块下跌 11.66%，来自宏观层面的不确定性过大是其主要原因，目前企业家很难做出扩张的决策。但是，2023 年，如果食品零售价格延续上涨趋势，不排除板块的市场表现将会滞后地予以积极反应。

图 18：商品零售价格指数上行



资料来源：中原证券 IFIND

表 1：食品零售价格指数(RPI 食品)与食品饮料二级市场表现

时间区间	RPI 涨幅（%）	食品饮料二级市场涨幅（%）
2003 至 2004 年 7 月	75.35%	7.37%
2005 至 2007 年	312.22%	891.35%
2009 至 2010 年	144.31%	196.28%
2019 年	544.59%	94.15%
2022 年 1 至 9 月	463.16%	-11.66%

资料来源：中原证券 IFIND

3. 宏观和政策变量

政策支持和引导成为 2023 年行业投资策略中的重要宏观变量。2022 年 11 月出台的有关防控措施精细化的“二十条”及加大对房地产扶持力度的“十六条”对于 2023 年的经济复苏有着积极作用。在经济复苏的预期下，市场的消费信心将得以提振。此外，在世界各经济体进入衰退周期的情况下，2023 年外需将会进一步走弱，因而扩大内需、刺激内循环的迫切性相应增强。

3.1. 防控措施“精细化”

防控措施精细化将会鼓舞全社会的投资和消费信心。2022 年 11 月 10 日中央政治局常委会部署关于“进一步优化疫情防控工作”二十条措施，防控策略将趋于灵活机动。措施有望推动跨省、跨国人口流动在 2023 年恢复至正常水平，通过促进商务商旅及家庭私人的活动，激活各类消费场景，从而拉动消费复兴。此外，“二十条”赋予了全社会投资和消费的信心，其鼓励意义较实际作用更先行一步。

3.2. 房地产消费弱复苏

房地产政策进入上行周期，将一定程度上拉动产业链和周边消费，并且稳定的房价预期也将会鼓励社会消费。2022 年 11 月 11 日，央行和银保监会印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台六大方面十六条具体措施，是此轮房地产政策周期中力度最大、最具标志性意义的一份文件，提出了“保项目也要保主体”“放宽贷款集中度限制”“保持非标融资稳定”等突破性意见，对于房地产的扶持政策空前加大。

2022 年以来，房地产政策周期进入上行阶段，近期房地产销售出现微弱复苏迹象，2023 年有望修复至零附近，并将会带动产业链上下游及周边消费。考虑到 2022 年开发商拿地和开工投资项目已经大幅缩减，2023 年的储备项目有限，新的供需格局下房价获得支撑。房价稳定，对于基础消费也将起到积极正面的作用。

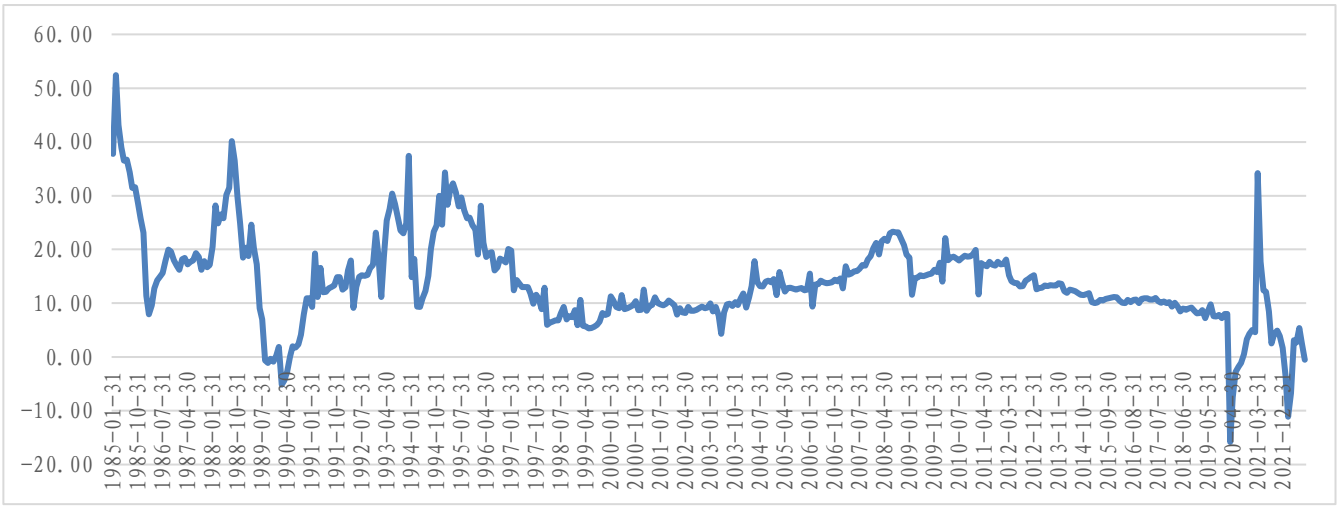
3.3. 内需接棒外需

2023 年中国出口进入下行周期后，内需接棒外需的迫切性正在变得突出。2022 年 8 月以来，海外订单的缩减幅度超出预期：10 月，我国出口增长录得-0.4%的负增长，是自 2020 年 6 月以来的首次。由于外需减少，多数重点出口商品的出口金额降幅走阔，包括各项消费商品。

2022 年 1 至 10 月，国内社会消费品零售总额累计同比仅增 0.6%，较 2021 年同比下降 14.3 个百分点。2022 年 10 月当月，社会消费品零售总额同比下降 0.5%，在消费的黄金季节再探新低。国内消费进一步恶化，叠加出口订单减少，国内工业和服务业的产出将面临更为严峻的局面，PMI 数据可能会再度回落。鉴于内外“双循环”的倡导，2023 年中国出口进入下行周期后，内需接棒外需的迫切性正在变得突出。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 19： 社会消费品零售总额:当月同比（%）



资料来源：中原证券 IFIND

4. 估值回落，回吐全部涨幅

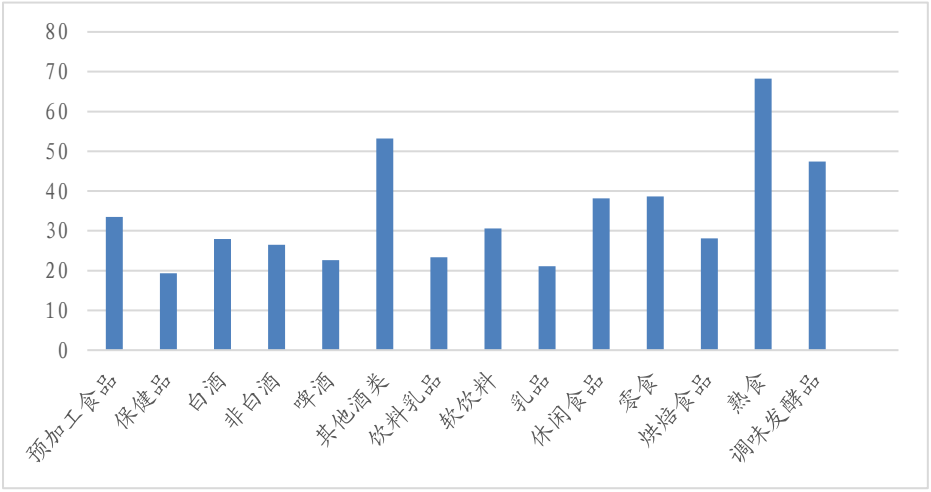
截至 2022 年 11 月 23 日，食品饮料板块的市盈率 28.44 倍，估值水平降至 2020 年 3 月上涨之前的位置，基本上回吐了 2020 年的全部涨幅，各子板块的估值走势均属这种情形。截至 11 月 23 日收盘，预加工食品、保健品、肉制品、白酒、啤酒、乳制品、调味品和休闲食品的市盈率分别为 33.48 倍、19.34、19.54、27.93、22.61、21.09 和 47.43 倍，估值基本上落至 2020 年年初的水平。

我们选取各细分市场的重要上市公司，总计 35 只核心标的，35 只标的当前的算数平均市盈率为 35.97 倍。其中，白酒的估值较低，平均市盈率为 28.6 倍；而食品、啤酒和饮料的静态市盈率仍然较高，平均为 38.84 倍。在股价系统性下跌的情况下，造成估值分化的原因是业绩的分化——白酒 2022 年的业绩较好，因而估值较低。

整体而言，尽管食品饮料的估值体系基本上已经回归中枢，但是由于局部业绩恶化，故大部分核心标的的静态估值目前仍然偏高。如果 2023 年业绩能够有良好的表现，核心上市公司的估值将会有效地回落。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 20：食品饮料各子板块市盈率（2022/11/23 收盘价）



资料来源：中原证券 IFIND

图 21： 食品饮料板块市盈率



图 22：白酒板块市盈率



资料来源：中原证券 IFIND

图 23： 预加工食品板块市盈率

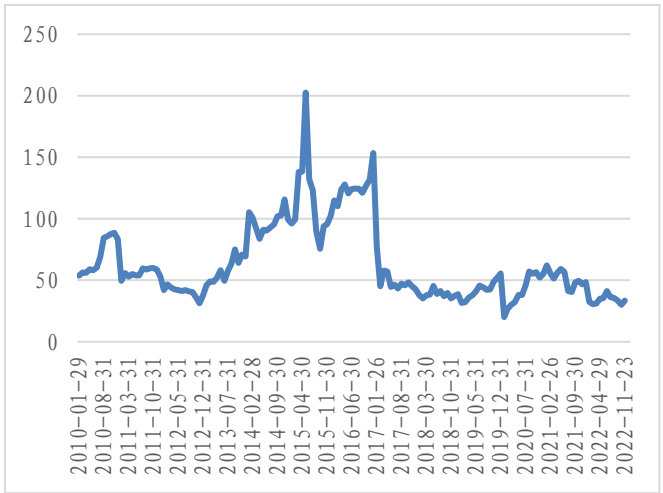
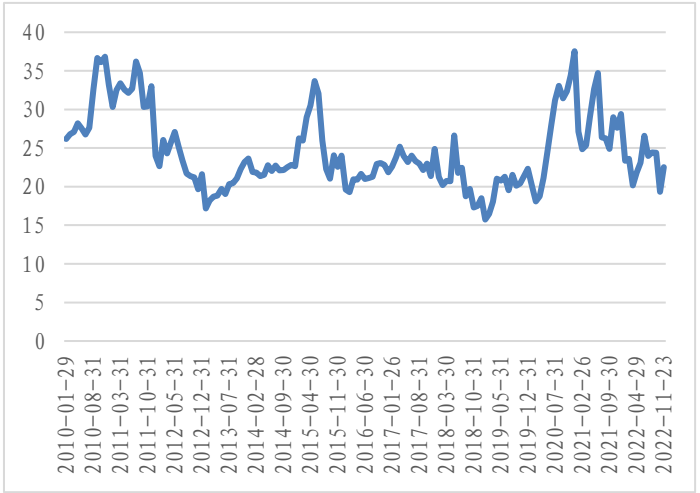


图 24：啤酒板块市盈率



资料来源：中原证券 IFIND

图 25： 休闲食品板块市盈率

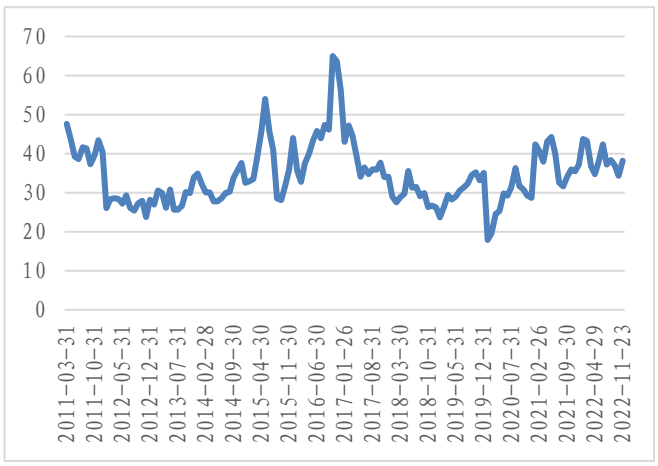
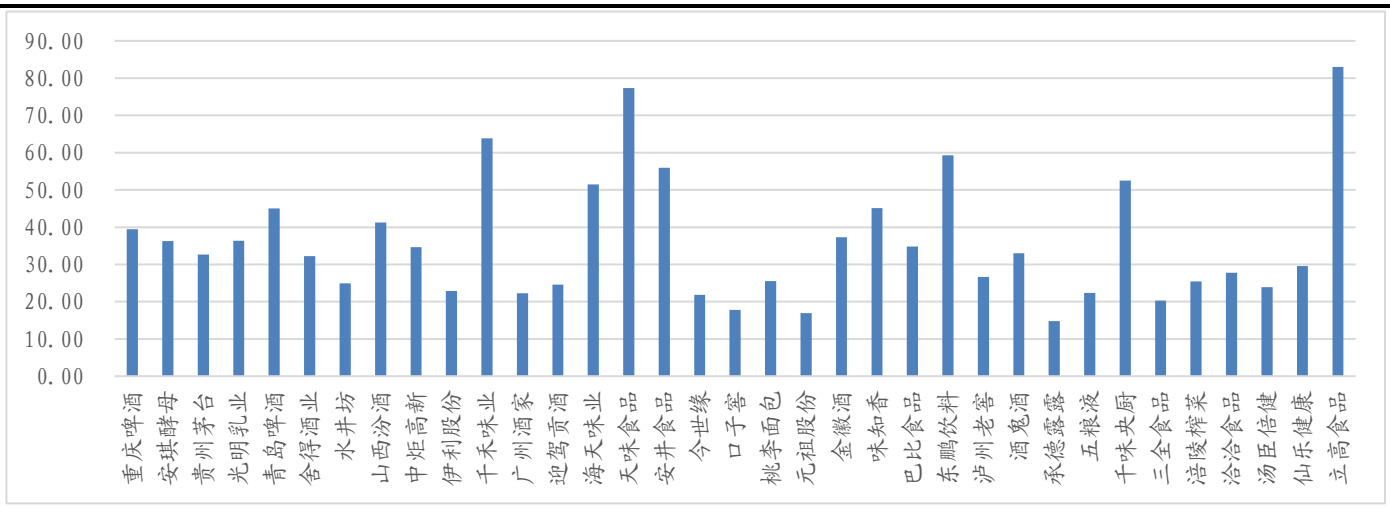


图 26：调味品板块市盈率



资料来源：中原证券 IFIND

图 27： 食品饮料核心标的市盈率（2022/11/23 日收盘价）



资料来源：中原证券 IFIND

5. 投资策略及风险提示

食品饮料上市公司 2022 年业绩普遍下滑，主要由社会消费场景萧条，居民收入恶化以及消费信心萎靡等宏观系统性原因所导致。2023 年，上市公司的成本下降、费率上调空间大、库存处于低位等，微观层面上可见的积极因素依然存在，但是销售增长仍取决于社会消费的全面激活。鉴于“动态清零”总方针不会改变，因而投资技术层面上的分析意义并不大。我们认为，2023 年食品饮料二级市场将会是系统性行情，各子板块遵循“一荣俱荣，一损俱损”的同步行情，而结构性行情的空间并不大。我们给予行业“同步大市”的投资评级，建议关注各细分市场头部公司的基本面和估值变化。

表 2：食品饮料行业重点投资标的

公司	总股本（亿元）	流通股本（亿元）	股价（元/股）	ROE（2021A）	EPS		PE		投资评级
					2022E	2023E	2022E	2023E	
重庆啤酒	4.84	4.84	104.05	97.69	2.78	3.42	37.43	30.42	无评级
安琪酵母	8.69	8.24	40.40	16.64	1.53	1.93	26.41	20.93	增持
贵州茅台	12.56	12.56	1549.00	29.97	49.64	58.12	31.20	26.65	无评级
青岛啤酒	13.64	7.00	94.03	10.12	2.57	3.08	36.59	30.53	无评级
舍得酒业	3.32	3.31	136.89	28.91	4.68	5.98	29.25	22.89	无评级
水井坊	4.88	4.88	62.43	51.01	2.74	3.35	22.78	18.64	无评级
山西汾酒	12.20	12.18	253.30	42.07	6.24	8.20	40.59	30.89	无评级
中炬高新	7.85	7.85	33.81	16.99	0.91	1.10	37.15	30.74	增持
伊利股份	63.99	63.08	28.47	20.34	1.51	1.77	18.85	16.08	无评级
千禾味业	9.59	9.59	17.90	10.97	0.30	0.39	59.67	45.90	增持
广州酒家	5.67	5.67	21.67	19.05	1.09	1.32	19.88	16.42	增持
迎驾贡酒	8.00	8.00	47.70	23.13	2.19	2.71	21.78	17.60	无评级
海天味业	46.34	46.34	70.50	29.58	1.48	1.75	47.64	40.29	增持
天味食品	7.61	7.54	27.91	3.24	0.43	0.55	64.91	50.75	无评级
安井食品	2.93	2.91	149.23	12.78	3.59	4.62	41.57	32.30	增持
今世缘	12.55	12.55	41.85	23.15	1.98	2.45	21.14	17.08	无评级
口子窖	6.00	6.00	46.15	19.16	3.02	3.50	15.28	13.19	无评级
桃李面包	13.33	13.33	12.88	14.66	0.59	0.71	21.83	18.14	增持
金徽酒	5.07	5.07	22.35	11.20	0.71	0.94	31.48	23.78	无评级
味知香	1.00	0.27	57.44	15.67	1.51	1.94	38.04	29.61	无评级
巴比食品	2.48	0.86	26.52	8.59	0.93	1.16	28.52	22.86	无评级
泸州老窖	14.72	14.65	177.00	30.85	6.92	8.60	25.58	20.58	无评级
酒鬼酒	3.25	3.25	115.61	27.77	3.75	4.95	30.83	23.36	无评级
承德露露	10.76	10.76	8.06	24.92	0.58	0.69	13.90	11.68	无评级
五粮液	38.82	38.81	149.77	25.25	6.95	8.05	21.55	18.60	无评级
千味央厨	0.87	0.45	57.30	11.14	1.18	1.55	48.56	36.97	增持
三全食品	8.79	6.30	15.87	17.70	0.89	0.99	17.83	16.03	增持
涪陵榨菜	8.88	8.78	24.28	13.13	1.08	1.23	22.48	19.74	无评级
洽洽食品	5.07	5.07	45.66	17.75	2.05	2.44	22.27	18.71	无评级
汤臣倍健	17.00	11.29	19.48	17.68	1.03	1.27	18.91	15.34	无评级
仙乐健康	1.81	0.67	30.49	8.88	1.32	1.63	23.10	18.71	增持

资料来源：中原证券 IFIND

股价为 2022/11/23 日收盘价

风险提示：疫情防控进一步加剧，社会消费持续低迷；上市公司的销售不及预期，并延续采用收缩的经营方针。

报告数据来自：同花顺 IFIND 数据终端，WIND 数据终端，食品饮料上市公司 2022 年半年报和三季报；报告题目出自《诗经邶风》。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：　未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15%以上；
增持：　未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5%至 15%；
观望：　未来 6 个月内公司相对大盘涨幅－5%至 5%；
卖出：　未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。