

布局非典型复苏下的三个阶段

——食品饮料2023年投资策略报告

核心观点：

投资策略：景气周期叠加防疫优化，布局复苏三阶段机会。22年食品饮料行情主线是“W”型的调整，背后反映了行业面临的三重困境。展望2023年，**趋势：**乐观看待行业的投资机会，主要得益于消费周期上行与政策优化刺激形成基本面共振，此外利率下行推动估值在水平区间向上修复。**节奏：**考虑到消费周期节奏+政策优化步伐+参考海外经验，预计复苏分为三个阶段：过渡期（1-2月），场景率先复苏但受制于疫情波峰；弱复苏（3-6月），疫情波峰后消费场景进一步复苏；强复苏（7-12月），地产财富效应叠加收入改善。**弹性：**内部仍会呈现较强分化，餐饮供应链、连锁门店模式弹性大，取决于消费场景、渠道结构、成本压力、疫情期间受损程度等因素。

白酒：底部价值凸显，守望景气回升。2022年，行业处于小周期下行阶段，内部分化明显。展望2023年，从趋势来看，随着宏观需求回暖与防疫优化，预计景气周期回升；从节奏来看，考虑到疫情的波峰，预计23年春节环比改善但幅度不大，仍需一段时间消化库存、稳定批价，因此23H1属于调整的尾声期，而23H2有望开启新一轮周期；从弹性来看，预计行业内部仍延续分化，其中次高端、部分区域酒弹性大，主要得益于喜宴、商务宴请等消费场景恢复。

啤酒：现饮需求恢复，高端化持续演绎。2022年，动销虽面临疫情反复的扰动，但高端化逻辑持续兑现，板块盈利系统性改善。展望2023年，从需求端来看，疫情平缓后现饮需求有望恢复；从成本端来看，结合22年底大麦与包材价格走势，预计23年成本压力整体可控，但或呈现前低后高的走势；从结构来看，2023年啤酒行业仍处于高端化的第二阶段，看好头部企业的α机会。

调味品：步入复苏周期，节奏延续分化。2022年，调味品整体需求弱复苏，成本端持续承压，板块内部表现分化，天味食品、千禾味业领先。展望2023年，从趋势来看，随着疫情平缓+经济回暖推动宏观需求恢复，同时费用加快投放帮助去化库存，23H2行业有望再次实现4个周期因子向上共振，迎来基本面拐点；从内部来看，预计分化趋势延续，餐饮供应链向上弹性更大，同时关注零添加渗透率提升速度以及复调的长期逻辑。

乳制品：需求有望修复，成本压力可控。2022年，板块基本面承压，主要系疫情扰动部分品类需求以及头部企业费用拖累。展望2023年，从需求端来看，场景修复与收入改善，有望拉动终端动销与改善渠道困境；从成本端来看，考虑到上游供给量的增加以及短期需求恢复斜率不高，我们认为23H1原奶价格延续下行趋势，23H2或有小幅反弹，但全年来看基本同比持平。

投资建议：应结合复苏节奏和弹性作出投资判断，即把握二个维度与三个阶段。

1) **二个维度：**①寻找景气周期+疫后复苏共振的弹性，白酒关注洋河股份、山西汾酒，大众品关注千味央厨、日辰股份、宝立食品、海天味业、燕京啤酒、东鹏饮料、李子园；②重视长期逻辑，关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、伊利股份、天味食品、安井食品。2) **三个阶段：**①场景率先复苏但受制于疫情波峰，关注餐饮供应链与功能饮料；②疫情波峰后消费场景继续复苏，关注餐饮供应链、高端白酒；③地产财富效应叠加收入改善，关注高端白酒、次高端白酒、啤酒、调味品。

风险提示：疫情影响超预期；需求恢复不及预期；成本价格涨幅超预期。

食品饮料行业

推荐（维持评级）

分析师

刘光意

✉：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

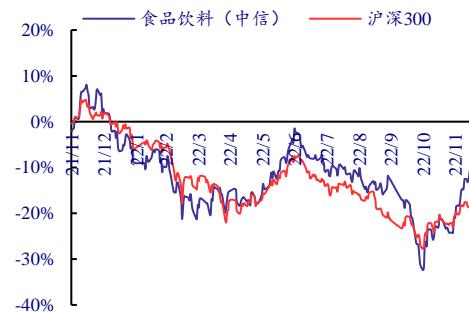
周颖

✉：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

行业数据 2022.12.16



资料来源：IFinD，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：行业底部价值渐显，关注明年修复空间

目 录

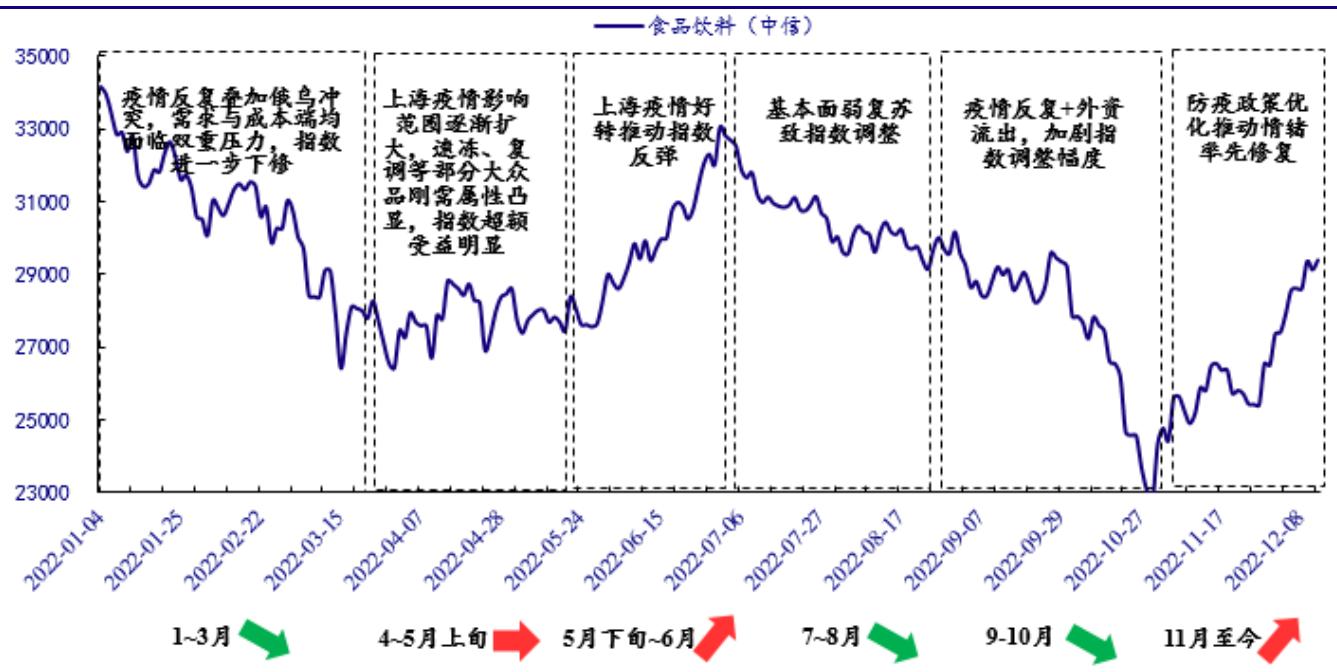
一、22年复盘：食品饮料行业面临的“三重困境”	2
(一) 困境一：消费周期——疫情加速本轮周期下行	2
(二) 困境二：疫情冲击——消费场景受损，物流渠道受阻	6
(三) 困境三：估值消化——海外资金波动与市场情绪降温	7
二、23年策略：景气周期叠加防疫优化，布局复苏三阶段机会	8
(一) 趋势：多因素共振下2023年步入上行周期	8
(二) 节奏：脉冲式复苏，布局三个阶段	12
(三) 弹性：结构性分化显著，餐饮链与连锁店更优	13
三、白酒：底部价值凸显，守望景气回升	14
(一) 22年复盘：小周期下行阶段，内部分化明显	14
(二) 23年展望：H1调整逐渐结束，H2或开启新周期	16
四、啤酒：现饮需求恢复，高端化持续演绎	19
(一) 22年复盘：高端化对冲成本压力，板块盈利系统性改善	19
(二) 23年展望：现饮需求有望恢复，高端化逻辑持续兑现	19
五、调味品：步入复苏周期，节奏延续分化	22
(一) 22年复盘：整体经营弱改善，板块内部分化	22
(二) 23年展望：有望步入复苏周期，内部节奏延续分化	23
六、乳制品：需求有望修复，成本压力可控	25
(一) 22年复盘：疫情造成结构性冲击，拖累整体增速放缓	25
(二) 23年展望：需求有望迎来修复，成本压力持续可控	25
七、投资建议	27
八、风险提示	27
插图目录	28
表格目录	29

一、22年复盘：食品饮料行业面临的“三重困境”

22年食品饮料行情主线是“W”型的调整。总体看，2022/1/1~12/16，食品饮料板块跌幅13%，排名居全市场第12位（中信全行业），好于同期大盘指数（沪深300跌幅20%）。具体看，1~3月，疫情反复叠加俄乌冲突，需求与成本端均面临双重压力，指数进一步下修；4~5月上旬，上海疫情影响范围逐渐扩大，速冻、复调等部分大众品刚需属性凸显，指数超额受益明显；5月下旬~6月，上海疫情好转推动指数反弹；7~8月，基本面弱复苏致指数小幅调整；9~10月，疫情反复加剧指数调整幅度；11~12月防疫政策优化推动情绪与估值率先修复。

背后反映了食品饮料面临的三重困境。1) 困境一，疫情管控导致消费倾向下降；2) 困境二，疫情冲击经济实体叠加经济周期下行共同导致居民收入增速放缓；3) 困境三，俄乌冲突、美债利率上行、人民币贬值等因素压制食品饮料估值。

图1：2022年食品饮料行情复盘（2022.1.1至12.16）

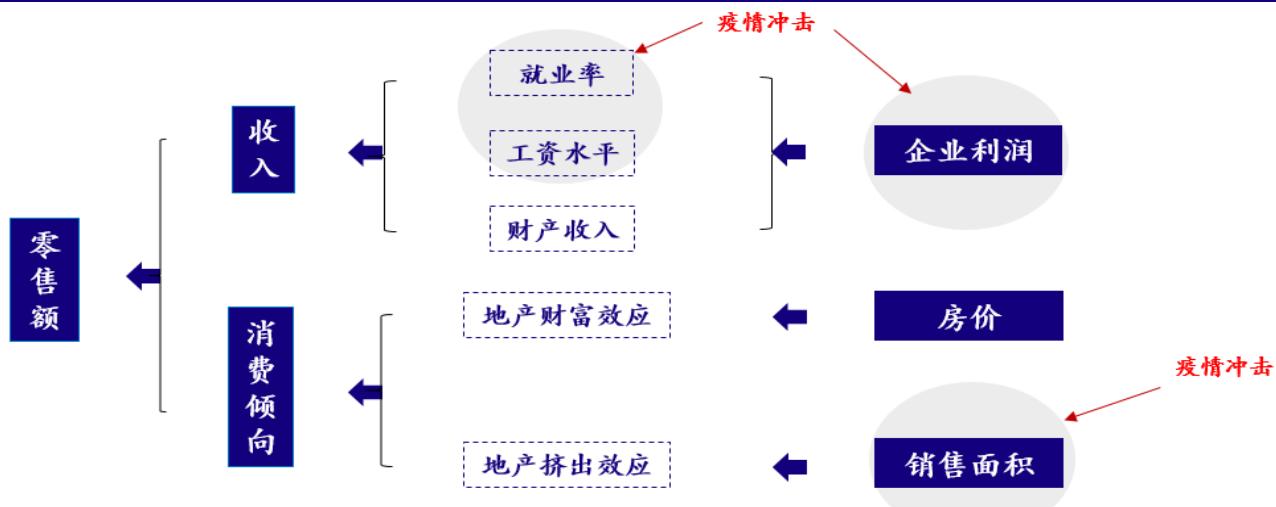


（一）困境一：消费周期——疫情加速本轮周期下行

食品饮料行业虽然必选属性较强，但作为宏观经济的后周期产业，仍具备弱周期波动的特征。我们深度复盘了行业过去10年的发展历史，发现2012年至今行业经历了3轮大周期，虽然周期弱化但仍有迹可循。而决定周期节奏与拐点的是3个因子（需求周期、提价周期与渠道周期），并且3个因子之间亦互相作用。限于本文篇幅，具体逻辑关系不再赘述。

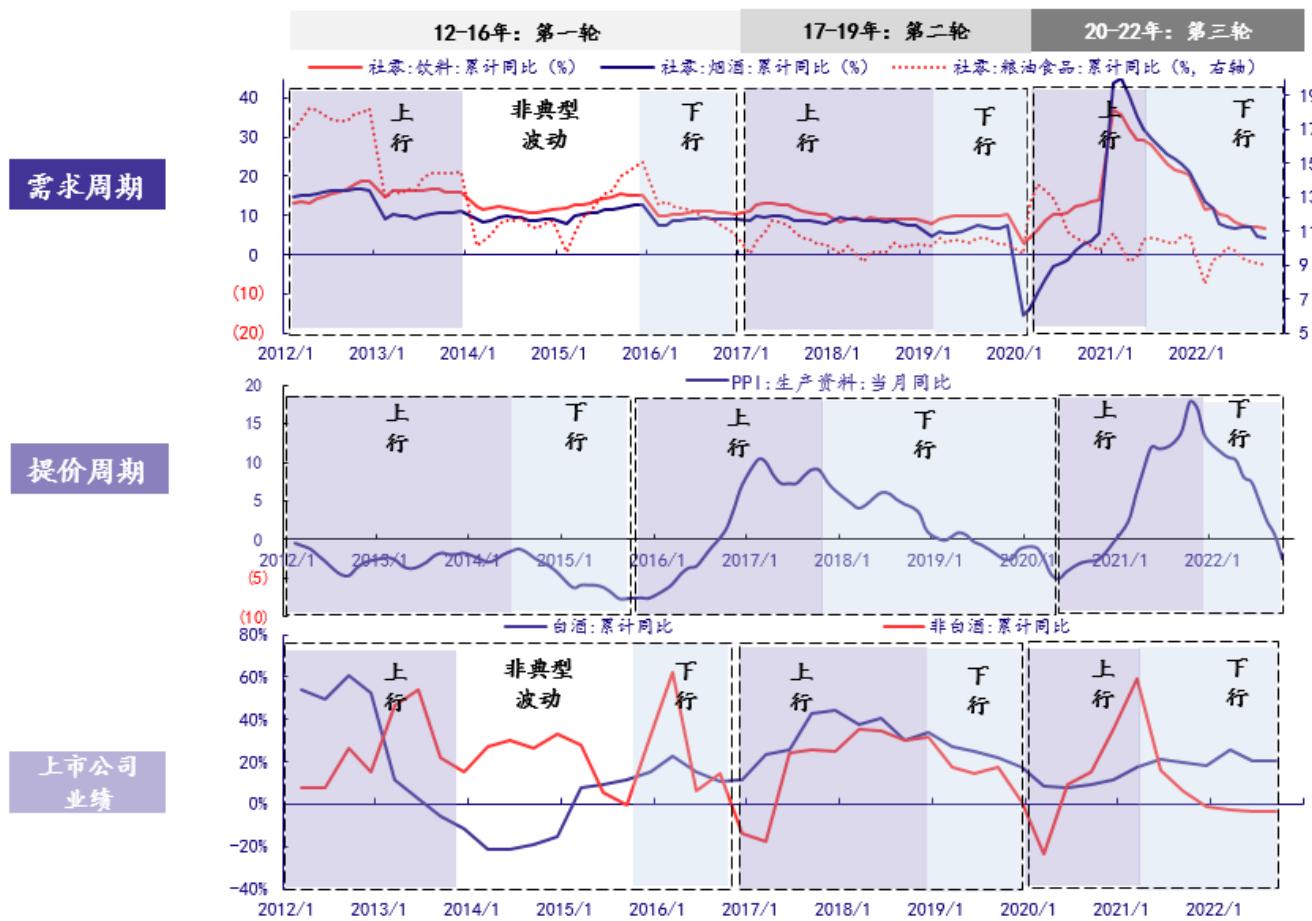
基于我们的消费周期分析框架，我们认为2020年食品饮料行业开启了新一轮的周期，而2022年恰好处于本轮周期的下行阶段，具体表现为终端需求疲软，原料成本上涨，渠道库存高位，上市公司盈利承压。

图 2: 食品饮料周期的逻辑框架



资料来源：国银河证券研究院整理

图 3: 食品饮料行业 2012 年至今共经历了 3 轮周期



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

1. 需求周期：2022年需求提前步入下行阶段

逻辑：需求周期一般约3~4年，主要由房地产波动与企业盈利波动引起，其详细逻辑为：

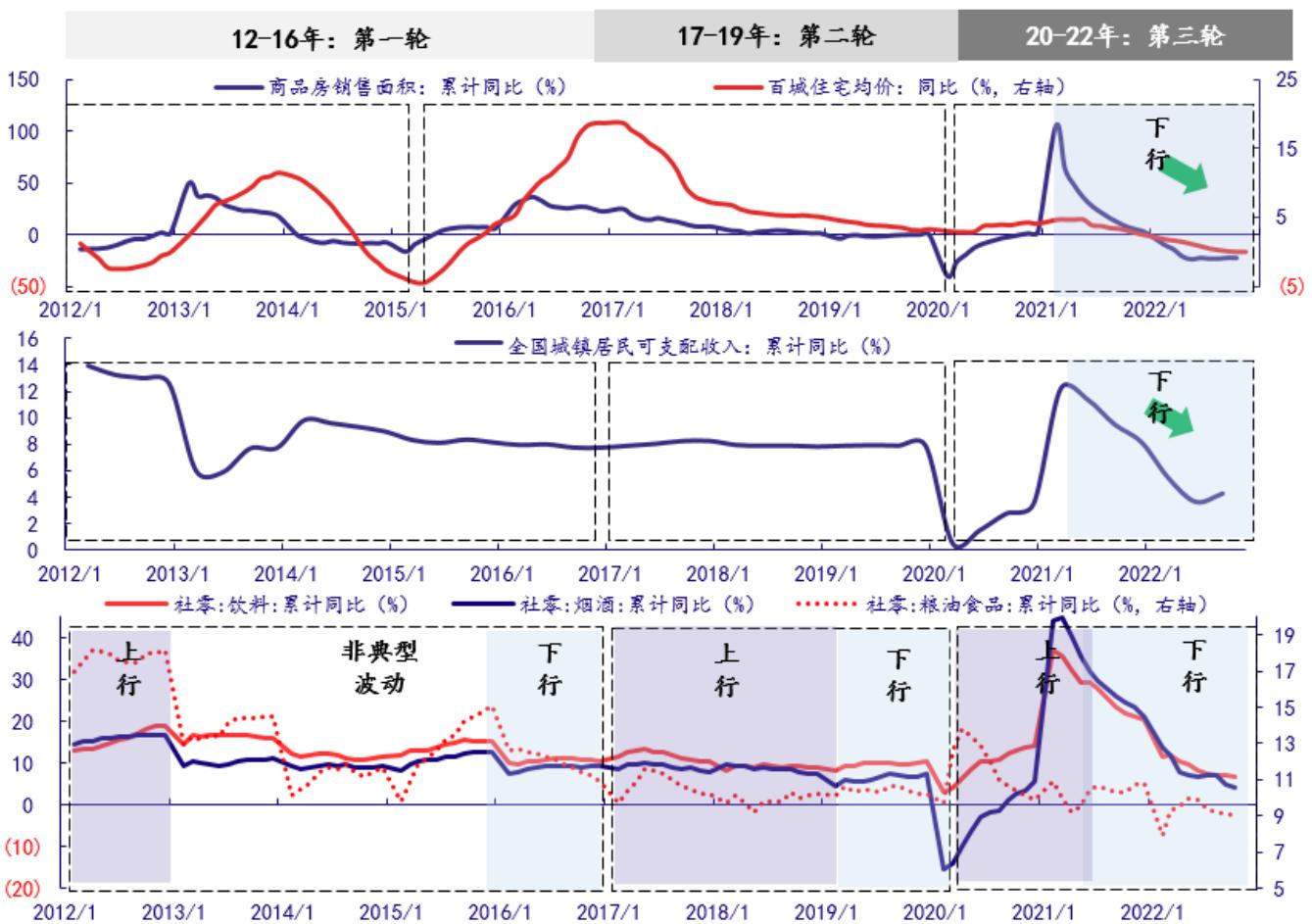
1) 地产销售面积下行带来消费的补偿效应，房价上涨带来消费的财富效应；2) 企业利润波动决定人均收入，进而影响消费需求。限于篇幅，本文不详细阐述。

总体看，疫情冲击下2022年需求周期整体处于下行阶段，主要系二方面原因：

1) 房地产：补偿效应与财富效应递减。2022年地产周期仍处于下行阶段，一方面住宅销售面积增速下降，理论上应该为消费带来补偿效应，但被疫情冲击所抵消；另一方面房价涨幅放缓，财富效应边际减弱，这主要对可选消费（高端与次高端白酒等）造成较大影响。

2) 人均收入：增速放缓导致需求承压。2022年人均收入增速进一步放缓，导致韧性更强的必选消费亦有明显承压。收入增速放缓主要系2021~2022年工业企业利润步入下行周期，叠加疫情冲击服务业就业，导致2021年人均收入提前步入下行周期。实际上2020年人均收入增速与GDP增速基本一致，这也解释了为何2020年同样面对疫情但食品行业业绩却表现较好。

图4：食品饮料行业的需求周期波动



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

2. 提价周期：2022 年需求疲弱制约通胀向下游传导

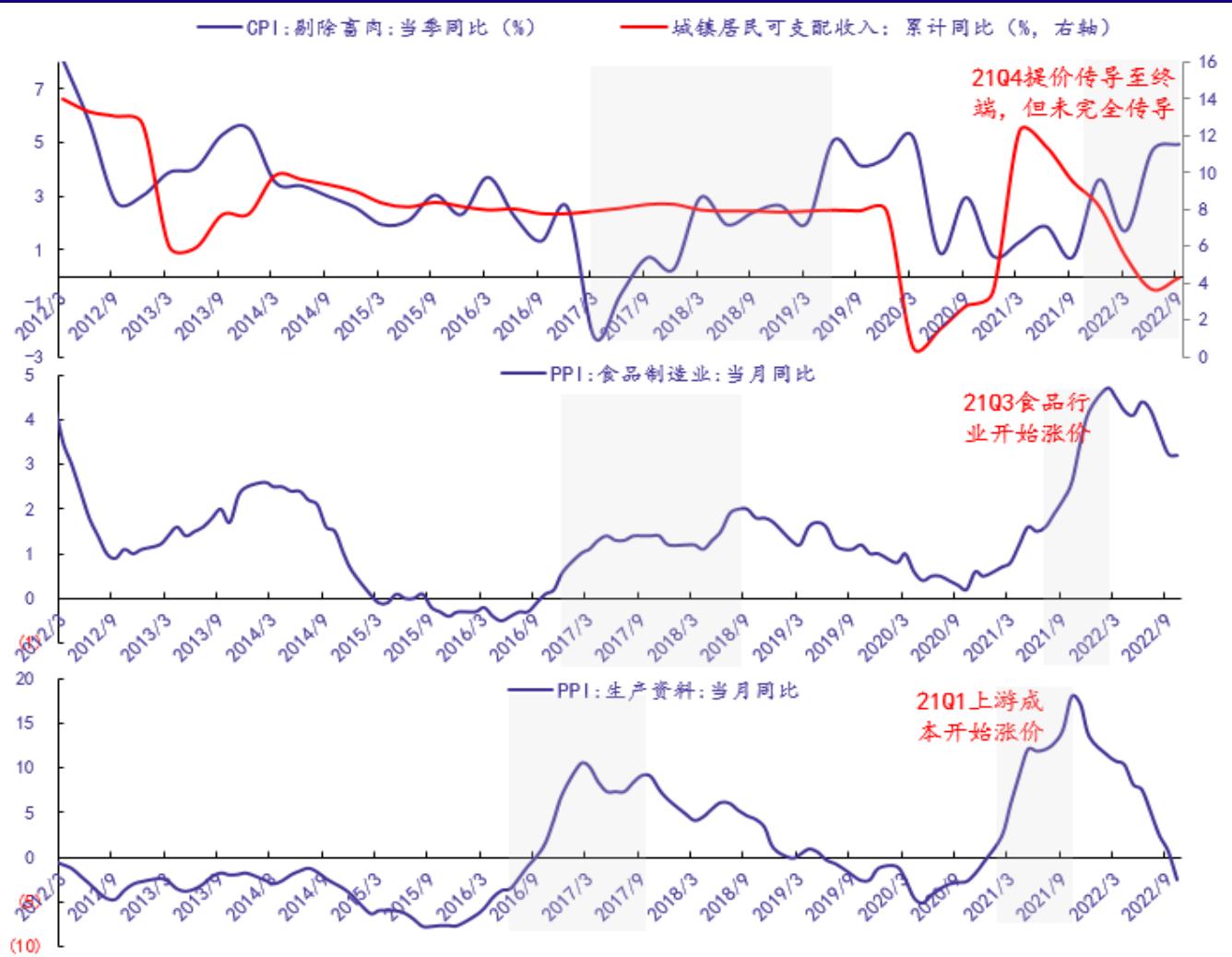
逻辑：食品饮料（非白酒）行业大规模的提价周期约 3~4 年，启动时点与提价幅度取决于成本压力，结束时点取决于宏观需求与渠道库存。提价周期的重要意义在于，改善企业盈利能力以及重塑渠道利润体系以便开启新一轮渠道扩张。

总体看，本轮周期开启于 21Q1，2022 年仍未结束，通胀压力未完全传导至终端：

1) 成本：疫后上游通胀压力持续凸显。疫情之后，随着供给端收缩和全球开启量化宽松，21Q1 至今大宗原料价格步入上行通道，表现为“PPI:生产资料”涨幅明显，但 22Q3 上游压力短期趋于缓和。

2) 提价：行业系统性提价但阻力大。21Q4 食品行业大范围提价，22 年主要工作系向下游传导，但由于宏观需求疲弱叠加渠道库存高位，成本压力尚未完全传导至终端，导致食品企业毛利仍承压+渠道利润缩水。

图 5：食品饮料行业的提价周期波动



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

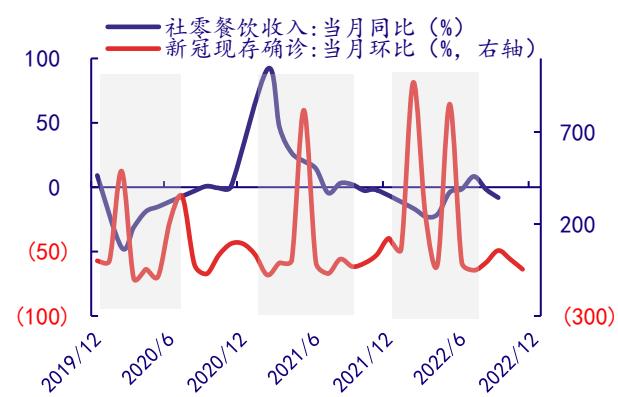
(二) 困境二：疫情冲击——消费场景受损，物流渠道受阻

短期来看，我们认为疫情对食品饮料的直接冲击体现消费场景受损、物流渠道受阻，但不同品类与企业受到的冲击存在较大差异。

1) **消费场景受损**：一方面社交场景受损，因此送礼、餐饮等需求减少，涉及的品类包括次高端白酒、常温酸奶、低温酸奶、调味品；另一方面长途出行场景受到限制，包括能量饮料。

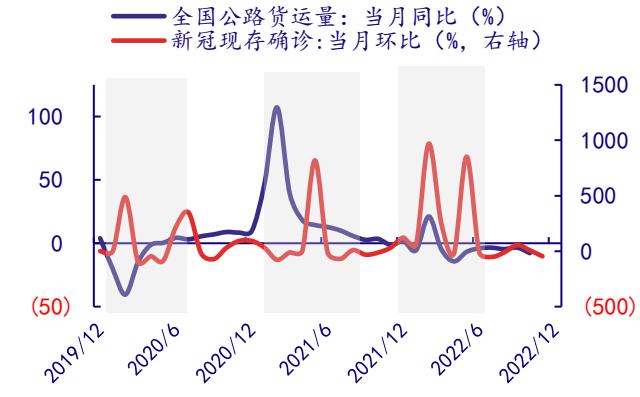
2) **物流渠道受阻**：一方面疫情管控导致运输物流受到限制，因此运力较差的企业发货将受到更大的影响；另一方面疫情具备不可预测性，因此依托冷链运输的品类，若长期滞留会导致品质的受损，这将更加考验企业的供应链管理能力。

图 6：餐饮消费场景受疫情冲击较大



资料来源：国家统计局，卫健委，IFind，中国银河证券研究院

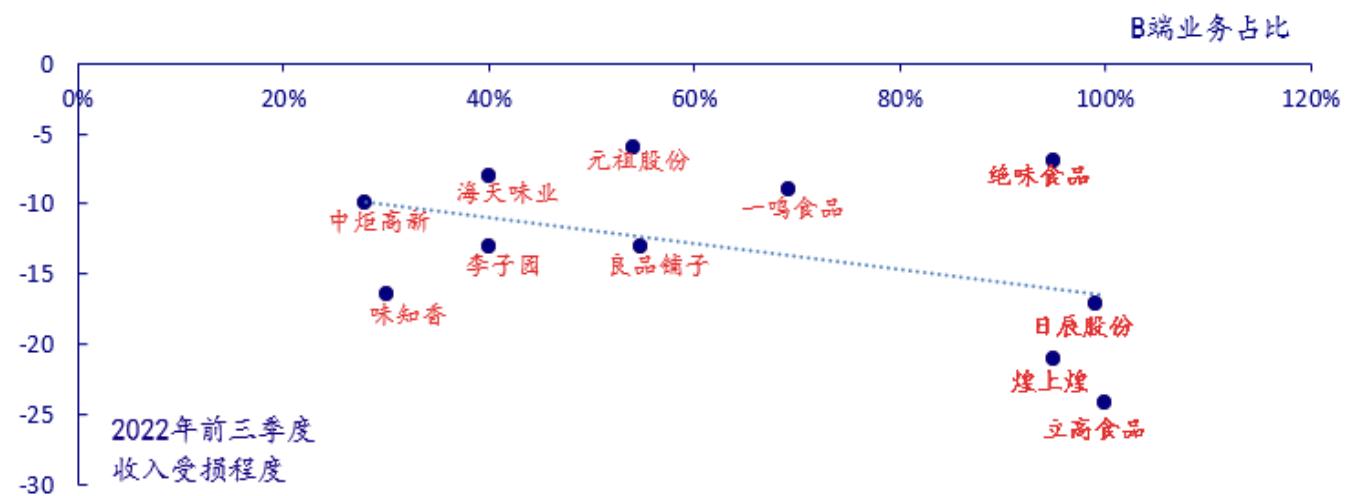
图 7：物流渠道受疫情冲击较大



资料来源：国家统计局，卫健委，IFind，中国银河证券研究院

3) **行业结构性分化**：在消费场景+渠道受阻+防疫政策趋紧的三重影响叠加下，不同品类与公司业绩表现差异较大，B 端占比与疫情期间受损程度正相关，因此基础调味品、定制餐调、连锁门店商业模式、次高端白酒受到的冲击较大。

图 8：B 端占比与疫情期间受损程度正相关

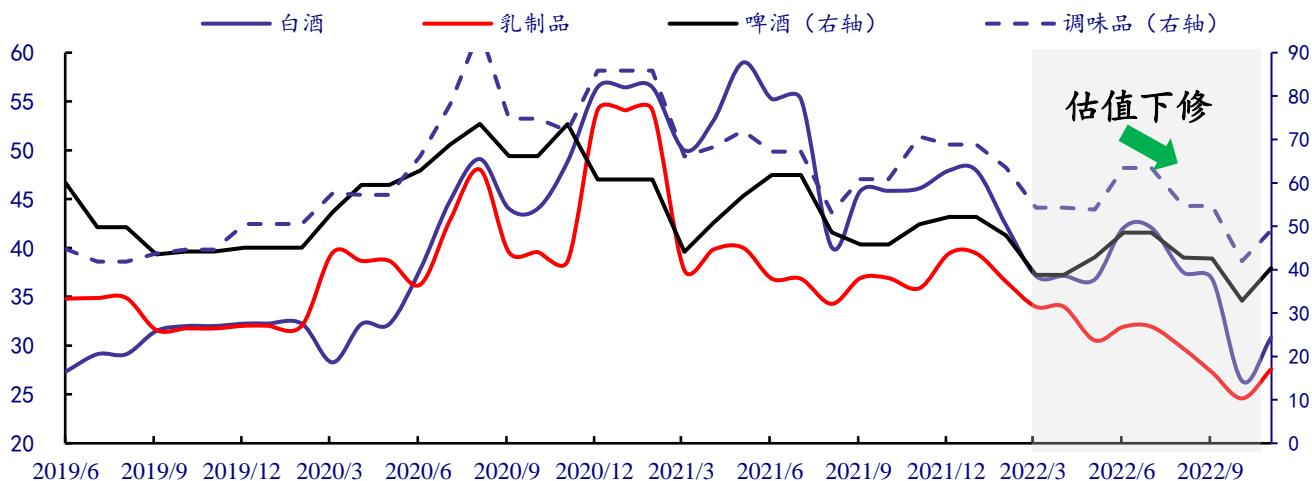


资料来源：IFind，中国银河证券研究院

（三）困境三：估值消化——海外资金波动与市场情绪降温

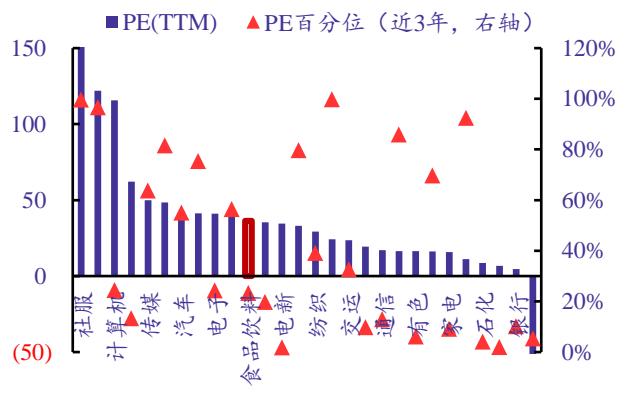
2022年食品饮料行情主线仍然是消化估值。2022/1/1~12/16,食品饮料板块PE(TTM)跌幅食品饮料PE跌幅30%,落后于沪深300指数(-15%)。总体看,食品饮料行业在2016-2020年连续5年实现对大盘指数的超额收益后,2021年开始迎来长达一年的估值消化阶段。2022年仍处于这一过程,一方面系疫情反复与俄乌冲突导致情绪降温,另一方面系美国利率上行与人民币贬值导致海外资金的波动,但经过调整后目前估值已处于较为合理的区间。

图 9：食品饮料 PE 在 2022 年进一步回落（截至 2022 年 12 月 16 日）



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 10: 食品饮料 PE 百分位已处于较低水平



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

注：数据对应交易日期为 2022 年 12 月 16 日

图 11：食品饮料 PE 与美债收益率存在明显负相关性

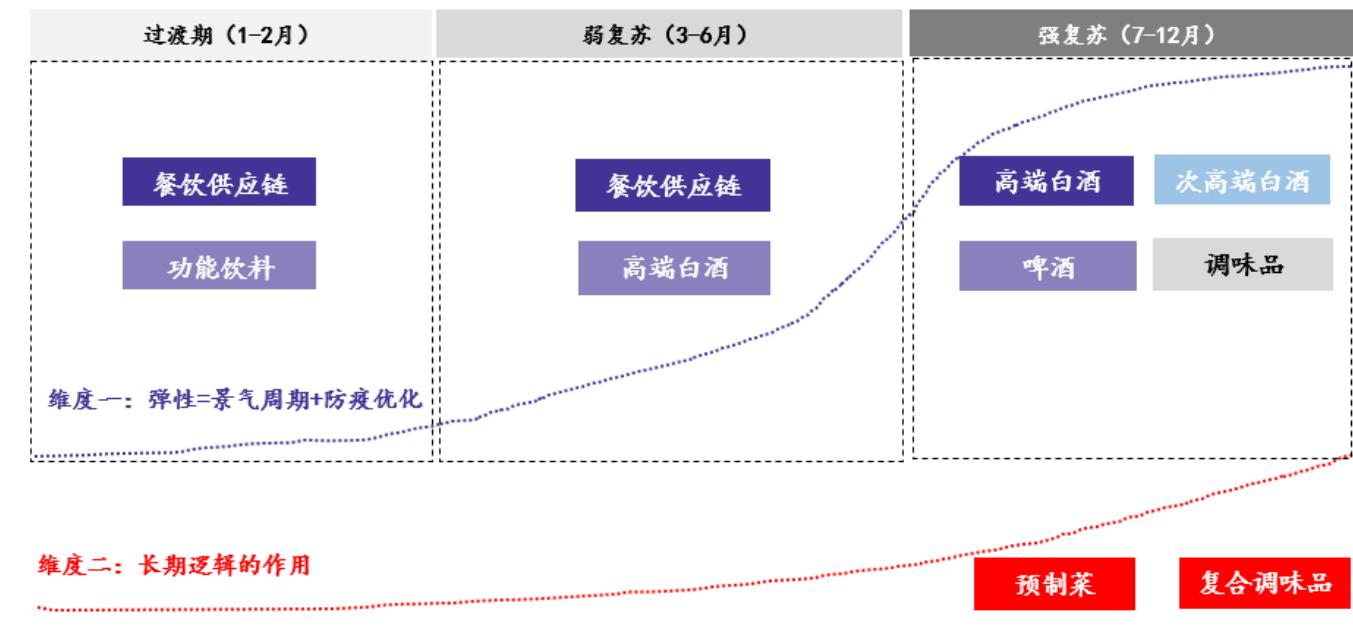


资料来源： *IFinD*，中国银河证券研究院

二、23年策略：景气周期叠加防疫优化，布局复苏三阶段机会

总体来看，我们乐观看待2023年的投资机会，主要得益于消费周期上行以及政策优化与刺激有望形成基本面共振，此外利率下行推动估值在水平区间向上修复。从节奏来看，结合消费周期节奏与政策优化的步伐，同时参考海外经验，预计2023年复苏节奏分为三个阶段：过渡期（1-2月），场景率先复苏但受制于疫情波峰；弱复苏（3-6月），疫情波峰后消费场景进一步复苏；强复苏（7-12月），地产财富效应叠加人均收入改善。从弹性来看，行业仍会呈现较强分化，其中餐饮供应链、连锁门店模式弹性大，取决于消费场景、渠道结构、成本压力、疫情期间受损程度等因素。

图12：2023年食品饮料应把握二个维度与三个阶段的投资机会



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

（一）趋势：多因素共振下2023年步入上行周期

总体来看，我们乐观看待2023年的投资机会，主要得益于消费政策刺激与防疫政策优化共同推动消费周期步入上行阶段，此外利率下行或推动估值在水平区间向上修复。

1. 政策周期：将是串联起2023年复苏的核心线索

1) **防疫政策优化：**2022年11月国家出台“二十条”，12月进一步出台“新十条”，继续优化国内防疫措施，在隔离点、风险区划定、区域间流动、核酸检测、健康码查询等方面作了较大幅度的优化，将对居民消费、物流运输、就业改善、经济恢复等方面均有较大的刺激作用。

2) **消费政策刺激：**参考美国、新加坡等海外经验，其疫后消费复苏效果较好部分得益于政策刺激。我们认为2023年相关的刺激政策有望进一步密集出台，则将对消费复苏起到杠杆作用，实际上2022年11月以来安徽、湖北、广州、南京等地已有相关政策出台。

表 1: 国内疫情防控政策逐步优化

类目	原措施	20 条	新 10 条
无症状感染者	7 天方舱集中隔离, 检测通过解除隔离	-	7 天居家隔离或自愿集中隔离
密接	7 天集中隔离, 3 天居家健康监测	5 天集中隔离, 3 天居家隔离	5 天居家隔离或自愿集中隔离
次密接	7 天居家隔离	不再判定	-
风险区	高、中、低三类风险区	高、低两类风险区	-
高风险区范围	原则上以“小区（村）”为单位划定	以“单元、楼栋”为单位划定	按“楼栋、单元、楼层、住户”划定高风险区
高风险岗位人员	7 天集中隔离或 7 天居家隔离	5 天居家健康监测	-
区域全员检测	根据风险大小, 分级分类确定区域核酸	一般不按行政区域开展全员核酸	不按行政区域开展全员核酸, 高风险岗位人员、高风险区人员检测, 其他人员愿检尽检
入境隔离政策	7 天集中隔离+3 天居家健康监测	5 天集中隔离, 3 天居家	-
熔断机制	疫情航班熔断机制	取消入境航班熔断机制	-
区域流动政策	高风险区旅居史人员 7 天集中隔离, 中风险区旅居史人员 7 天居家隔离, 低风险区旅居史人员 3 天 2 检	将高风险区旅居史人员调整为 7 天居家隔离	不再对跨地区流动人员查验核酸阴性证明和健康码, 不再开展落地检
高风险区解除政策	高风险区连续 7 天无新增降为中风险区, 中风险区连续 3 天无新增降为低风险区	高风险区连续 5 天无新增降为低风险	实行“快封快解”, 连续 5 天无新增及时解封
阳性标准	Ct 值 <37	Ct 值 <35	-
封校/停工/停产/停诊	高等学校可采取封闭管理, 中小学停止线下授课, 大型企业和事业单位采取弹性工作制	严禁随意封校停工, 严禁封控时间过长	非高风险区不得限制人员流动, 不得停工、停产、停业, 学校风险区外不得封闭

资料来源: 健康中国公众号, 中国银河证券研究院

表 2: 11 月以来国内多地出台刺激消费政策

地区	发布时间	政策概要
安徽省	2022. 11	11 月至 12 月举办安徽美食荟, 开展特色美食秀, 依托互联网平台开设美食赚取, 开展预制菜特销、畅销菜特惠、爆品特供, 线上促销扩大餐饮消费。
广州市	2022. 12	启动第三轮消费券发放, 涵盖轻茶餐饮、超市、电商、百货、正餐住宿五大类, 发放力度较以往更大。
湖北省	2022. 12	下发共计 800 万的“荆楚粮油”消费券, 可用于购买米面粮油产品, 面向省内外消费者投放。
福建省	2022. 11	福建省商务厅出台加大全省消费促进工作七条措施, 鼓励各地举办“八闽美食嘉年华”等餐饮促消费活动, 加大发放餐饮、住宿业专项消费券。引导各地餐饮门店满减让利、套餐折扣、跨店联动、主题活动等多形式促销。
苏州市	2022. 12	依托双 12 购物节, 结合上万家商贸及品牌企业策划让利促销活动, 鼓励本地头部餐饮企业推出定制年夜饭做大餐饮消费, 依托星巴克咖啡创新产业园壮大咖啡消费链条。
南京市	2022. 12	紧扣“双十二”、元旦、春节等节点, 结合商场超市、餐饮高频消费特点, 发放“乐享消费”、“汽车消费”、“绿色消费”等四种类型消费券。
武汉市	2022. 12	通过线上、线下平台发放家电消费券, 总额 1000 万元。
深圳市	2022. 12	启动消费电子和家用电器购置补贴, 最高按照销售价格的 15% 给予补贴。

资料来源: 中国银河证券研究院整理

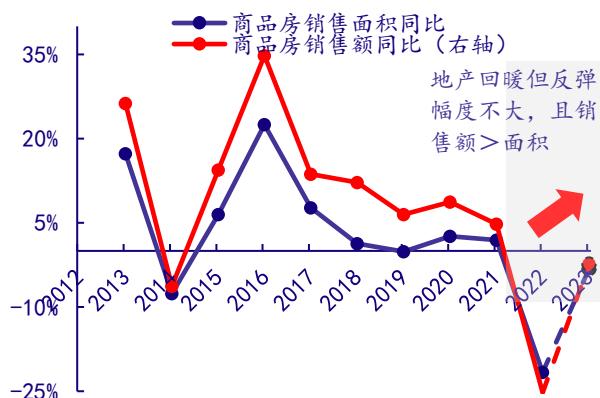
2. 消费周期：地产财富效应与人均收入改善将推动周期上行

在一个典型的消费周期框架中，若房地产销售面积下行，但房价上涨叠加人均收入改善，往往会推动消费需求向好。我们认为考虑到周期运行规律+防疫政策优化+其他政策刺激预期，2023年消费周期亦有望步入上行阶段。

1) 房地产：财富效应或逐步释放。根据银河地产团队研究观点，2023年地产基本面有望开启新周期，一方面高线城市房价继续温和上涨，财富效应逐步释放利好消费；另一方面住宅销售面积增速回升幅度有限（中性假设下为-3.2%），因此对可选消费造成的挤出效应相对可控，但仍需警惕住宅销售面积回升超预期。

2) 人均收入：或迎来增速的回升。原因一，2022年工业企业库存周期已从高位回落，叠加目前防疫政策优化与其他宏观政策刺激的预期，预计2023年工业企业利润步入上行阶段，或推动人均收入增速在2023H2回暖；原因二，防疫政策优化与其他政策的刺激，也将推动生活性服务业消费岗位增加，对人均收入改善亦有积极作用。

图 13：2023年房地产回暖但反弹幅度不大



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院预测

图 14：22Q3 工业企业的库存周期已经开始回落



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

3. 提价周期：关注通胀的结构性改善，提价红利或逐渐释放

考虑到周期运行规律（21Q1至今已2年）+通胀的结构性改善机会+需求复苏推动提价顺利传导，2023年提价周期亦有望步入上行阶段。

成本：关注结构性改善。总体来看，综合市场宏观团队观点，预计2023年成本压力维持平稳，但亦警惕通胀的粘性，以及需求复苏超预期带来的通胀上行风险。结构分化仍然显著，能源、包材价格或呈现前低后高的态势；农产品中，原奶价格同比基本持平，大豆/食用油/白砂糖或下行。

提价：红利或逐渐释放。23年需求周期上行+防疫政策优化，将推动提价在终端传导完毕（更多的体现为企业费用收缩和销量的恢复），同时成本压力整体可控，部分原料价格甚至同比回落，因此判断食品企业的盈利有望得到部分改善，此外渠道利润体系或得以修复。

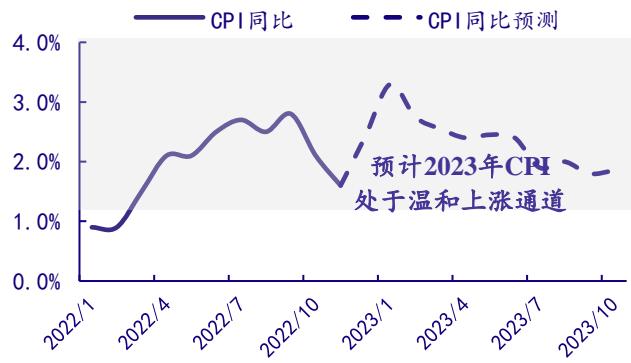


图 15：预计 2023 年 PPI 有望小幅下降并且前低后高



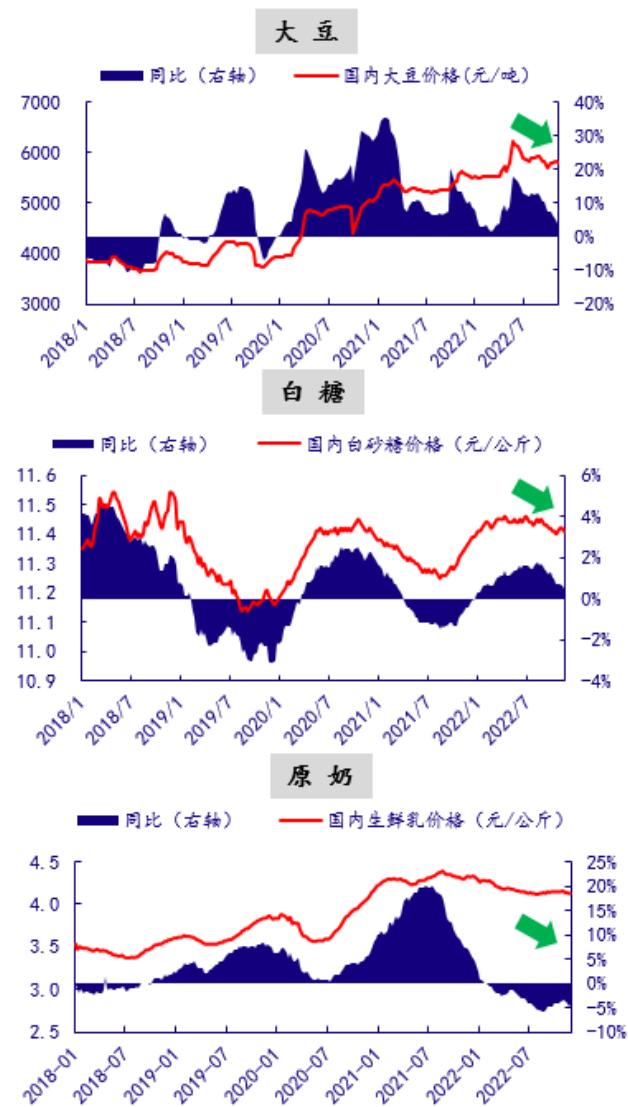
资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图 16：预计 2023 年 CPI 处于温和上涨通道

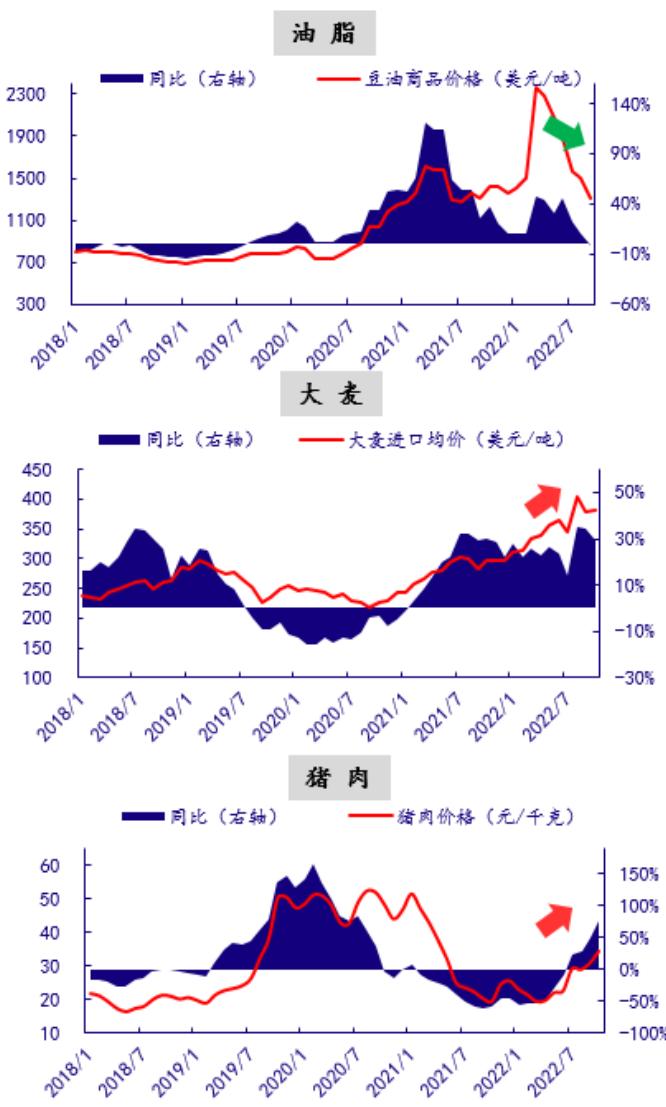


资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图 17：农产品原料成本压力情况



资料来源：IFind，中国银河证券研究院



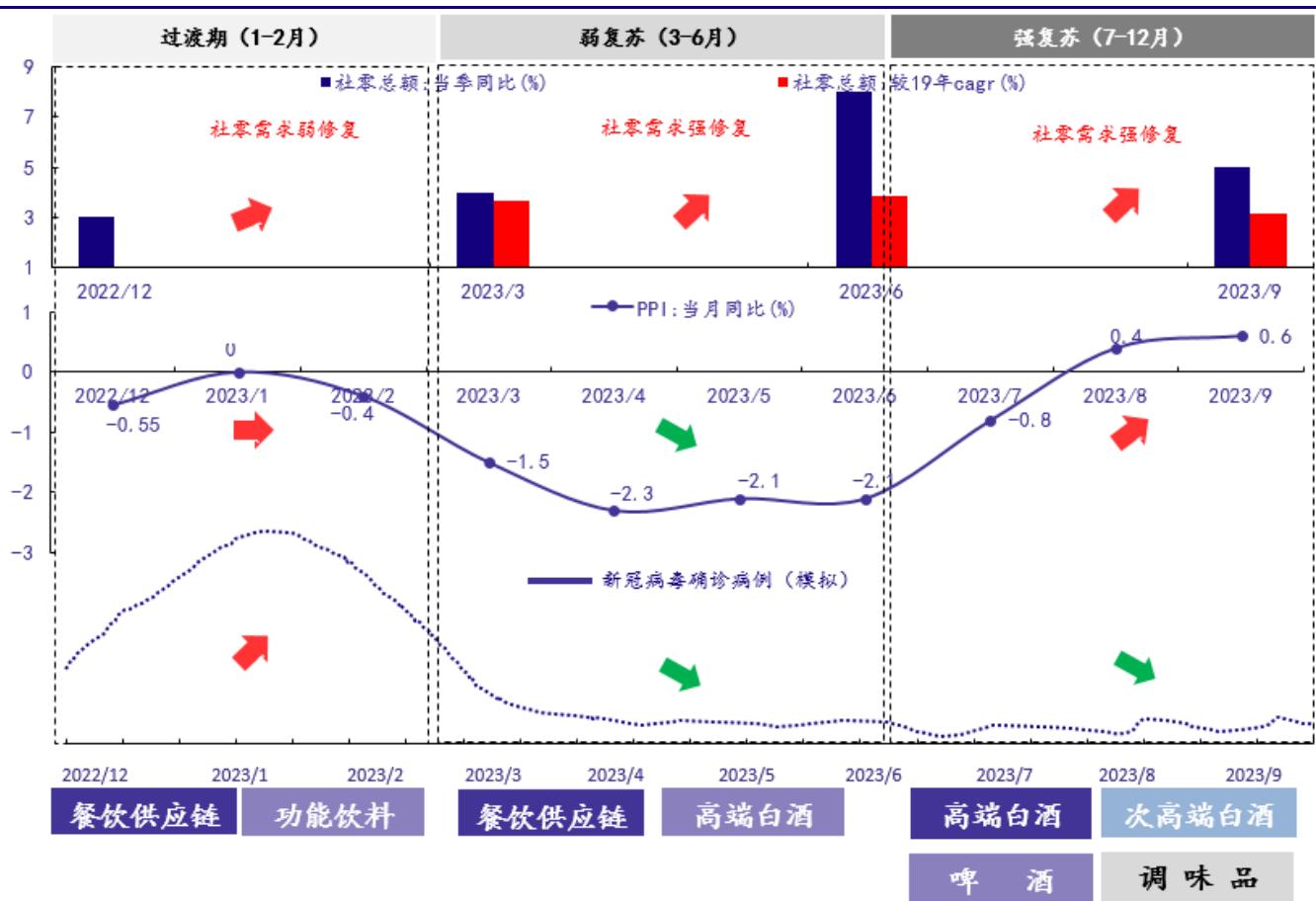
(二) 节奏：脉冲式复苏，布局三个阶段

1. 过渡期（1-2月）：场景率先复苏但受制于疫情波峰，重点关注餐饮链与功能饮料。这一阶段经济复苏周期尚未开启，主要线索是“新十条”防疫措施优化带来的消费场景修复（表现为消费意愿转正），但预计短期复苏斜率不会太高，主要受制于感染人数增加和居民相对谨慎的出行态度。根据媒体报道，张文宏、杨子峰等专家预计上海/广州病例高峰分别在1月初/1月底。在过渡期内，考虑到短期居民消费态度相对谨慎，建议关注具备强场景修复需求（长途司机）的能量饮料；受益于感染期间消费的电解制水；需求环比修复的餐饮供应链。

2. 弱复苏（3-6月）：疫情波峰后消费场景进一步复苏，关注餐饮供应链、高端白酒。预计全国各地疫情波峰将陆续度过，消费场景将步入快速修复过程，同时失业率修复到正，人均收入触底回升，同时政策刺激将推动消费进一步修复。考虑到低基数效应与场景修复，建议关注餐饮供应链、高端白酒。

3. 强复苏（7-12月）：地产财富效应叠加人均收入改善，关注高端白酒、次高端白酒、啤酒、调味品。我们预计这一时段疫情相对平稳，主要线索将切换为一方面地产销售企稳与房价上涨推动财富效应释放，可选消费相对受益，另一方面企业利润修复（库存下降叠加政策刺激推动），人均收入将有所改善，推动必选消费的终端需求提振。

图 18：复苏三阶段与对应投资方向



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

(三) 弹性：结构性分化显著，餐饮链与连锁店更优

预计 2023 年整体趋势向好，但从弹性来看行业仍会呈现较强分化，其中餐饮供应链、连锁门店模式弹性大，主要取决于消费场景、渠道结构、成本压力、疫情期间受损程度等因素。

从消费场景来看，越受益于防疫政策优化则弹性越大，包括送礼、餐饮、校园、长途出行等，涉及的品类包括次高端白酒、常温酸奶、低温酸奶、调味品等。

从渠道结构来看，一方面连锁门店型企业修复空间大，包括连锁卤味、连锁米面等；另一方面以冷链运输为主的企业具备低基数效应，包括低温酸奶等。

从成本压力来看，原料价格下降幅度越大，且前期提价已充分向下游传导的品类具备更大的弹性，比如调味品等。

受损程度，以收入、扣非净利润为比较指标，对受损度进行量化（20 年至 22Q3 复合增速 -17 年至 19 年复合增速），餐饮供应链~连锁门店模式 > 基础调味品~次高端白酒 > 乳制品。

图 19：食品饮料弹性计算表

公司	收入 受损度	扣非净利润 受损度	场景恢复 -送礼	场景恢复 -餐饮	场景恢复 -校园	场景恢复 -长途出行	渠道好转 -连锁门店	渠道好转 -冷链	成本改善
一鸣食品	-9	-11					✓		
煌上煌	-21	-65					✓		
良品铺子	-13	-36					✓		
日辰股份	-17	-32		✓					
祖名股份	7	-31							
绝味食品	-7	-31					✓		
百润股份	1	-37				✓			
伊力特	-16	-39		✓					
水井坊	-32	-36	✓	✓					
恒顺醋业	0	-34							
中炬高新	-10	-33							
舍得酒业	14	-32	✓	✓					
口子窖	-15	-32	✓	✓					
重庆啤酒	55	-31							
元祖股份	-6	-25	✓				✓		
燕塘乳业	-1	-17						✓	
李子园	-13	-16			✓				
海天味业	-8	-16			✓				
养元饮品	1	-16	✓						
天润乳业	-8	-15						✓	
千禾味业	-2	-13							
三元股份	-12	-10							
安琪酵母	1	-9							
今世缘	-7	-7	✓	✓					
新乳业	9	-2						✓	
青岛啤酒	3	-2			✓				
金徽酒	4	-3			✓				
熊猫乳品	2	-5			✓				
伊利股份	-3	-6	✓						
山西汾酒	-5	-5	✓	✓	✓				
酒鬼酒	21	-5	✓	✓	✓				
金龙鱼	-	-			✓				
东鹏饮料	-	-				✓			
立高食品	-	-			✓				
宝立食品	-	-			✓				
巴比食品	-	-					✓		
千味央厨	-	-			✓				
味知香	-	-					✓		

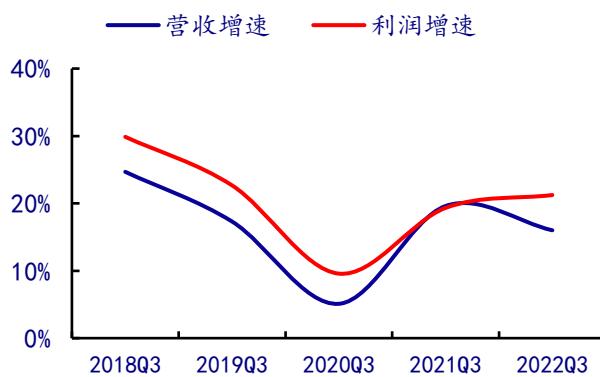
资料来源：IFind, 中国银河证券研究院 (计算方法：20 年前三季度至 22 年前三季度 CAGR—17 年前三季度至 19 年前三季度 CAGR)

三、白酒：底部价值凸显，守望景气回升

(一) 22年复盘：小周期下行阶段，内部分化明显

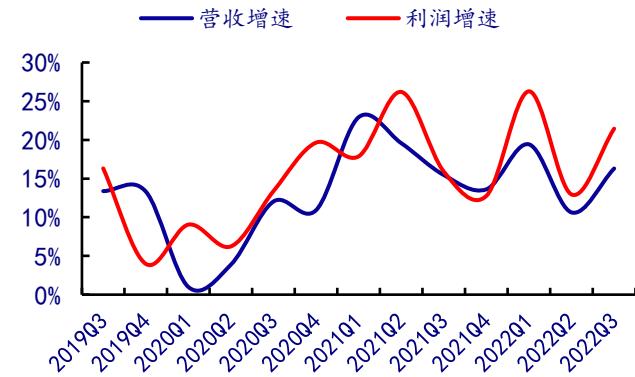
22年酒企报表端增速放缓，压力尚未完全体现。总体看，22年前三季度，白酒板块营收/归母净利润分别同比+16.0%/21.2%，整体增速放缓但报表端压力不如前几轮周期，一方面系本轮小周期内高端酒的稳健表现为行业托底，另一方面动销压力尚未从渠道端传导至报表端。分季度看，22Q1~Q3 归母净利润分别同比+26.3%/13.0%/21.5%，经营压力在 22Q2 体现的较为明显，主要系疫情冲击+部分次高端酒企基数偏高，22Q4 考虑到防疫政策优化后基本面边际改善，预计行业整体平稳收官。分板块看，内部分化延续，高端稳健，次高端与部分区域酒承压。

图 20：白酒板块 22 年前三季度收入、利润增速



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

图 21：白酒板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

图 22：2022 年前三季度不同酒企之间业绩分化明显

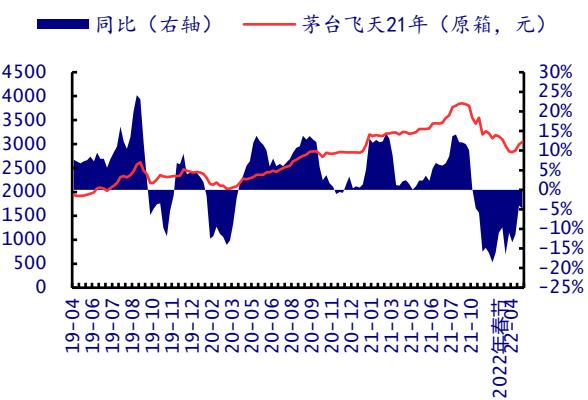
价格带	公司	2019年前三季度	2020年前三季度	2021年前三季度	2022年前三季度
高端	贵州茅台	22	11	10	17
	五粮液	32	16	19	15
	泸州老窖	35	26	31	31
次高端	山西汾酒	33	35	92	45
	舍得酒业	10	0	203	22
	水井坊	38	-21	99	5
区域酒	酒鬼酒	14	80	118	35
	洋河股份	2	1	0	26
	古井贡酒	38	-14	32	34
低档	今世缘	26	1	29	23
	口子窖	14	-33	33	4
	伊力特	5	-34	35	-46
	金徽酒	1	-2	53	-12
	迎驾贡酒	21	-11	81	25
	顺鑫农业	29	-34	-15	-97

资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

需求周期下行，终端实际动销疲弱。正如第一章节所述，疫情冲击下2022年需求周期整体处于下行阶段：①房地产的财富效应递减，这主要对高端、次高端白酒等造成一定影响；②人均收入增速进一步放缓，导致中低端白酒等亦有明显承压；③疫情的冲击也直接导致白酒消费场景受损，包括送礼、宴请等需求减少。

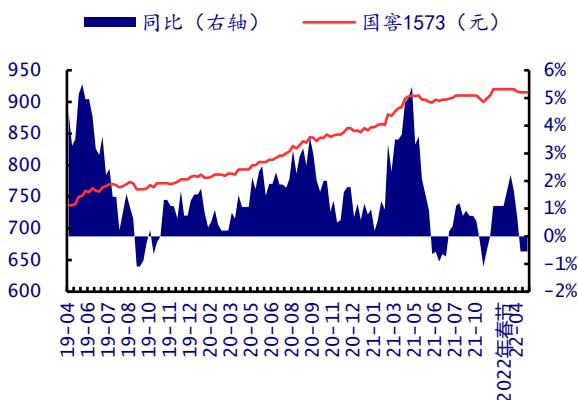
渠道周期下行，批价回落与库存走高。从批价来看，茅台飞天与其他品牌环比下降，根据今日酒价数据，截止11月底，茅台飞天（21年箱价）批价下降至3001元，主要系疫情管控更加严格，导致终端需求较弱，渠道信心不足。相较之下，普五、老窖52度、洋河梦之蓝、汾酒青花20批价环比亦略有回落。从渠道库存来看，高端酒在年初至今一直相对良性，但酱酒、部分次高端白酒、区域酒面临库存走高的压力，这一趋势在22Q4仍然存在。

图 23：飞天茅台一批价



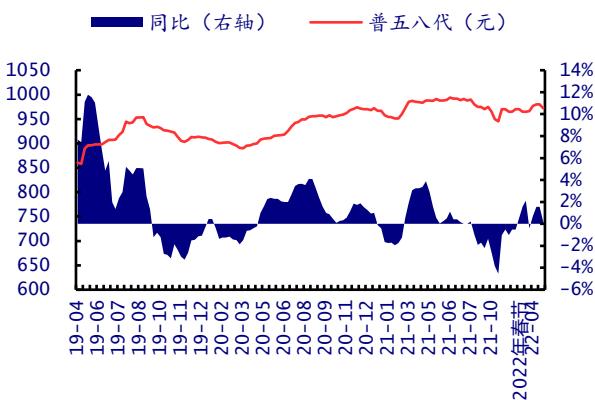
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 25：国窖 52 度一批价



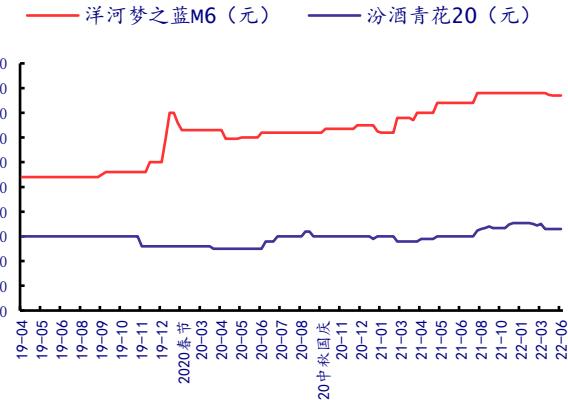
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 24：五粮液普五一批价



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 26：其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花 20）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

(二) 23年展望: H1 调整逐渐结束, H2 或开启新周期

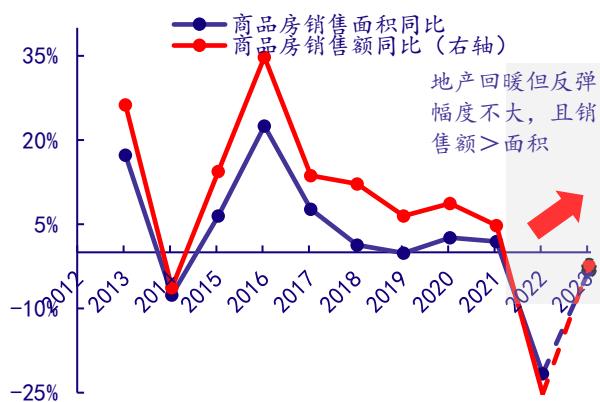
1. 趋势: 需求回暖与防疫优化, 景气周期有望回升

1) 2023年宏观需求周期有望回升。白酒作为可选消费品与宏观经济波动呈现较强的正相关性, 我们认为2023年宏观需求或步入上行周期, 进一步推动白酒景气度回升: ①地产财富效应或逐步释放, 主要系2023年地产有望开启新周期, 高线城市房价温和上涨, 财富效应利好高端、次高端白酒。②人均收入改善提振白酒整体终端动销, 主要系2023年工业企业利润步入上行阶段, 或推动人均收入增速在2023H2回暖。

2) 防疫政策优化推动消费场景恢复。随着“新十条”出台后防疫政策优化, 送礼、喜宴、家宴、商务宴请等诸多消费场景有望改善, 有利于推动次高端白酒、区域酒终端动销。此外物流配送亦恢复正常, 渠道备货信心与节奏恢复。

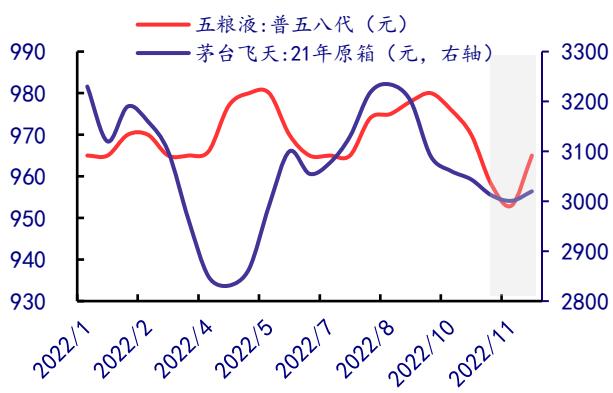
3) 多个微观指标反映22Q4已触底。①从渠道库存来看, 目前虽然面临一定压力(多数酒企库存2~3个月), 但仍小于2013年下行周期; ②从批价来看, 茅台(飞天)、五粮液(普五)在12月中旬已有弱反弹; ③大部分酒企对2023年信心较足, 制定了较高的增长目标。

图 27: 2023年房地产回暖但反弹幅度不大



资料来源: 国家统计局, IFinD, 中国银河证券研究院预测

图 29: 茅台飞天/五粮液普五批价12月中旬反弹



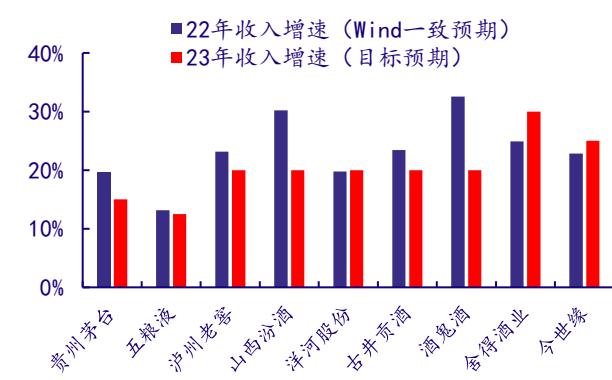
资料来源: 今日酒价, 中国银河证券研究院

图 28: 22Q3工业企业库存周期已经开始回落



资料来源: 国家统计局, IFinD, 中国银河证券研究院

图 30: 部分酒企仍制定了较高的增长目标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

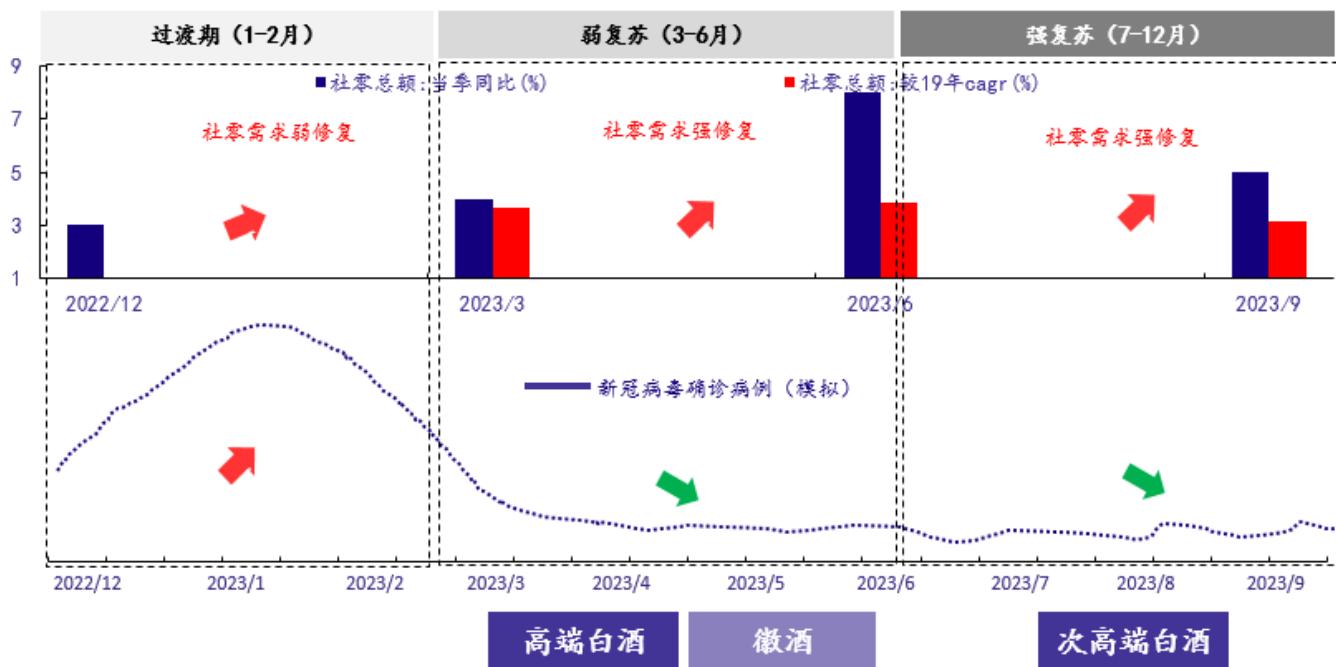
2. 节奏：23H1 调整步入尾声期，23H2 开启新一轮周期

1) **过渡期（1-2月）**，场景率先复苏但受制于疫情波峰，因此终端动销的复苏斜率相对平缓，同时考虑到目前渠道库存水平与批价回落位置，预计 23 年春节或环比改善但幅度不大，仍需一段时间消化库存、稳定批价。

2. **弱复苏（3-6月）**，预计全国各地疫情波峰将陆续度过，消费场景将步入快速修复过程，此外政策刺激或将推动消费进一步修复，高端白酒有望率先步入复苏通道，区域酒中徽酒预计表现较好，此外 23Q2 此高端白酒或在低基数背景下实现一定增长。

3. **强复苏（7-12月）**，预计这一时段疫情相对平稳，宏观需求周期有望回升，一方面地产销售企稳与房价上涨推动财富效应释放，另一方面企业利润修复（库存下降叠加政策刺激推动），人均收入将有所改善，推动可选消费的终端需求提振，关注次高端白酒弹性。

图 31：白酒板块 2023 年基本面节奏



资料来源：IFind，中国银河证券研究院

3. 分化：高端白酒复苏斜率平稳，部分次高端与区域酒弹性较大

从弹性来看，预计行业内部仍然延续分化，其中次高端、部分区域酒弹性大，主要取决于消费场景、渠道结构、疫情期间受损程度等因素。

1) **高端酒**：需求刚性较强并且具备一定投资属性，2022 年受疫情冲击较小，动销与库存相对良性，因此预计 2023 年弹性不大，仍然以稳为主。

2) **次高端酒**：消费场景集中在宴请与商务消费，2022 年业绩受疫情冲击较大，2023 年随着防疫政策优化和疫情逐渐平缓，业绩复苏弹性较大。

3) 区域酒: 分化较为明显, 古井贡酒受益于区域经济高速发展以及自身渠道红利与品牌势能释放, 2022 年实现较高增长, 2023 年势能有望延续, 业绩弹性仍较大; 金徽酒、伊力特等受当地疫情反复冲击, 2022 年报表端承压明显, 对应 2023 年存在较大修复空间。

4) 低档酒: 2022 年疫情对低收入人群消费存在一定冲击, 但公司业绩下滑更多归因于新国标出台后渠道信心不足, 实际上终端动销影响较小。展望 2023 年, 随着经济回暖与疫情平缓, 经销商信心逐渐恢复, 叠加公司推出金标产品, 预计业绩弹性有望释放。

图 32: 白酒板块弹性计算表

公司	收入受损度	扣非净利润受损度	场景恢复 -送礼	场景恢复 -宴请
伊力特		-16	-39	✓
水井坊		-32	-36	✓
舍得酒业	14		-32	✓
口子窖		-15	-32	✓
今世缘		-7	-7	✓
金徽酒	4		3	✓
山西汾酒		-5	14	✓
酒鬼酒	21		29	✓

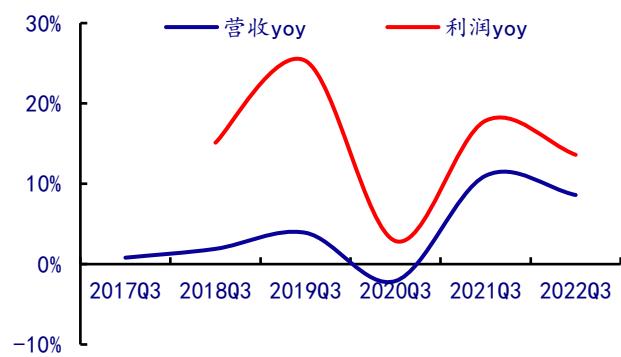
资料来源: *IFind*, 中国银河证券研究院

四、啤酒：现饮需求恢复，高端化持续演绎

(一) 22年复盘：高端化对冲成本压力，板块盈利系统性改善

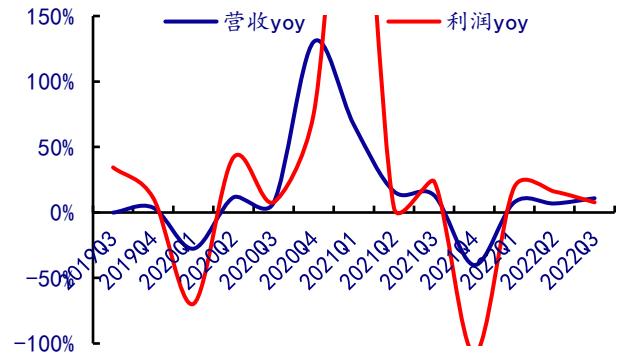
总体看，22年前三季度，啤酒板块营收/归母净利润分别同比+8.6%/13.6%，行业利润均迎来全面改善，主要得益于行业高端化趋势对冲疫情冲击带来的价增，同时22H2包材成本回落亦贡献利润弹性。分季度看，22Q1~Q3归母净利润分别同比+19.5%/16.0%/7.8%，其中4-5月受疫情影响现饮渠道需求下滑，但7-8月全国多地出现历史性高温天气，有利于啤酒终端动销，表现好于其他子行业。22Q4，预计啤酒板块淡季收入端或表现平淡，但利润端延续较高弹性。

图 33：啤酒板块 2022 年前三季度收入、利润增速



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图 34：啤酒板块单季度收入、利润增速



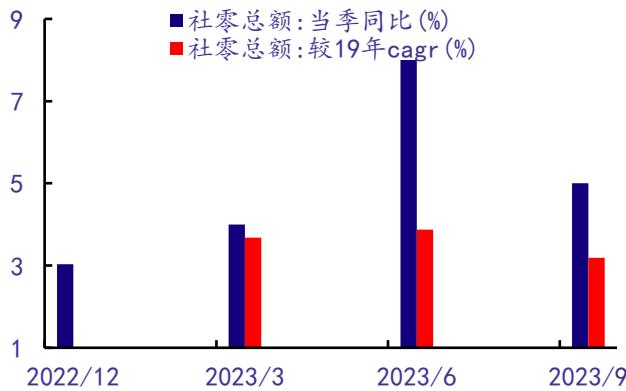
资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

(二) 23年展望：现饮需求有望恢复，高端化逻辑持续兑现

1.需求端：疫情平缓后现饮需求有望恢复

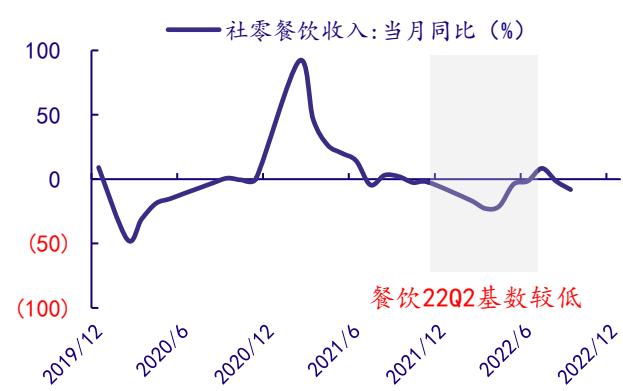
2023年随着防疫政策优化以及疫情逐渐平缓，预计前期受到压制的餐饮、夜场等消费场景有望在23H1得到率先修复，此外随着人均收入恢复，消费者信心亦不断增强，23H2需求有望进一步修复。

图 35：2023 年社零需求有望迎来修复



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 36：餐饮渠道 2023 年面临低基数效应



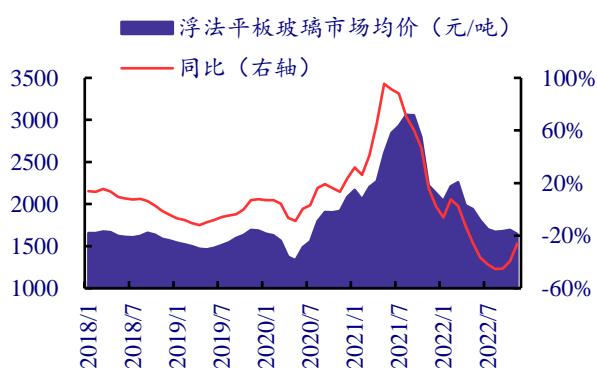
资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

2. 成本端：成本压力或呈现前低后高的态势

从包材来看，2022年11月价格持续回落，其中瓦楞纸/LME铝价格分别同比-21.4%/-11.6%，玻璃价格加速下行，11月同比-26.1%。从农产品原料来看，受俄乌冲突影响，国际大麦价格持续攀升，10月价格同比+29.1%。总体来看，包材在成本中占比较大，因此22Q4成本压力边际缓和，企业盈利能力改善。

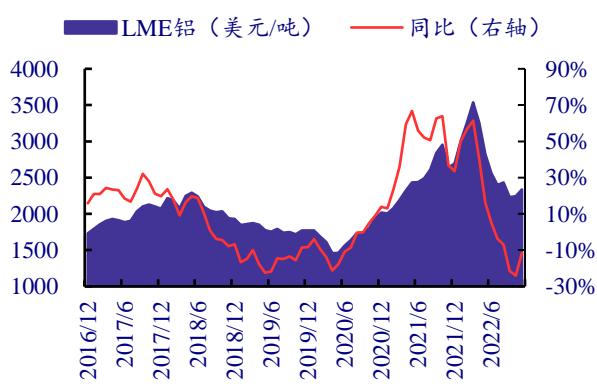
展望2023年，成本压力整体可控，但或前低后高。从农产品原料来看，22年末对大麦进行锁价，而目前大麦价格同比涨幅较高，因此23年大麦成本仍有压力。从包材来看：23H1，考虑到22H1价格较高以及经济恢复节奏较慢，因此预计成本压力仍不大；23H2，宏观经济需求逐渐回暖，尤其是地产需求增加将推动玻璃、铝的价格上扬，因此成本压力逐渐增大。

图37：2022年11月浮法平板玻璃价格同比-26.1%



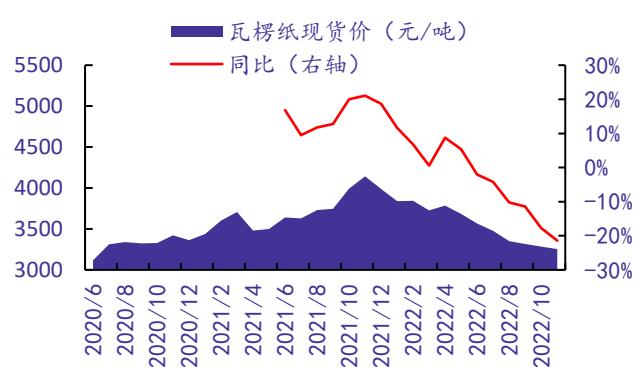
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图39：2022年11月LME铝价同比-11.6%



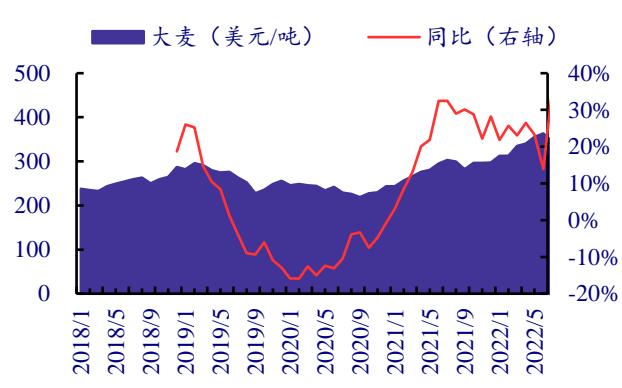
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图38：2022年11月瓦楞纸价格同比-21.4%



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图40：2022年10月大麦进口价格同比+29.1%

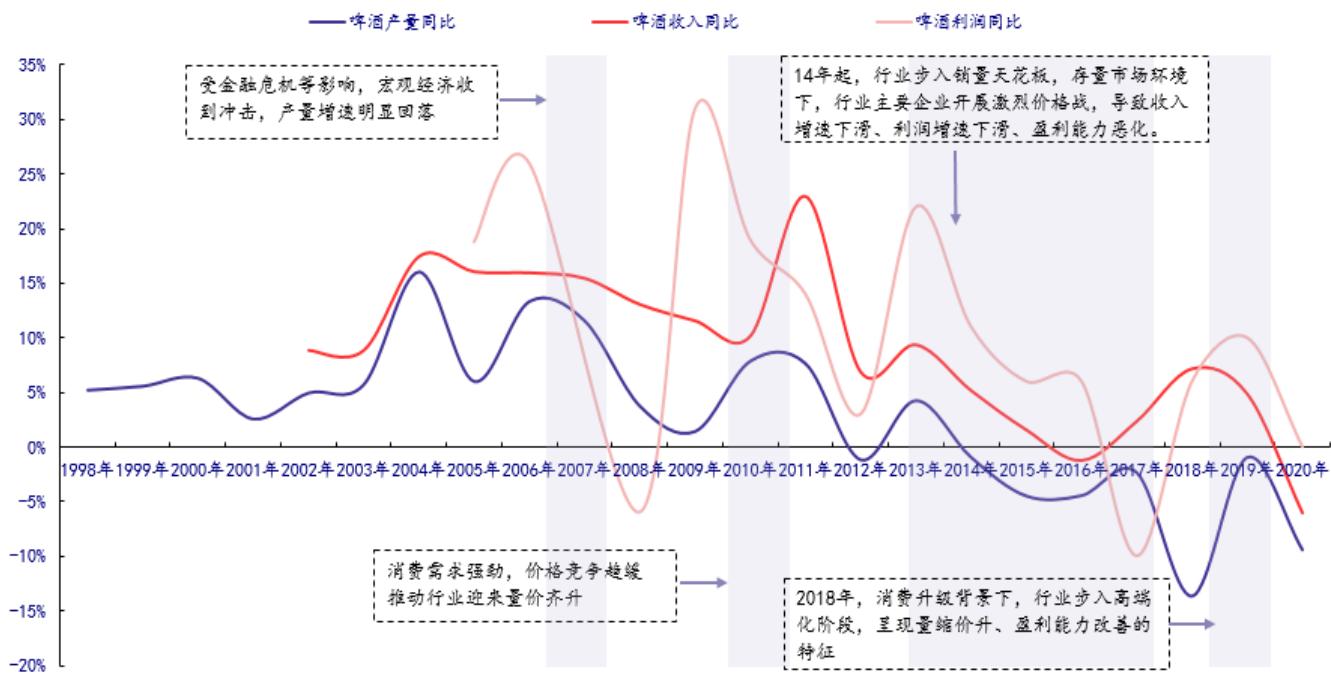


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

3. 结构：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。2023年啤酒行业仍处于高端化的第二阶段，看好头部企业的α机会。

图 41：啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段



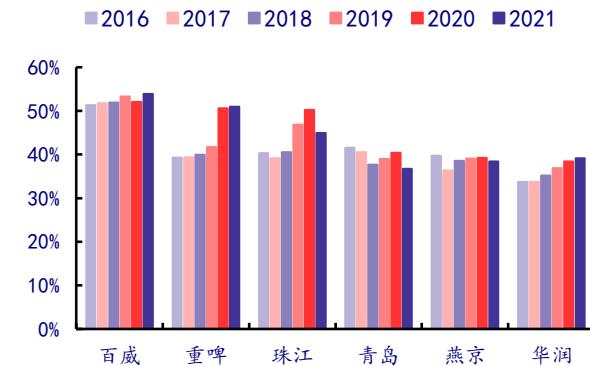
资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图 42：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 43：啤酒企业盈利能力提升（毛利率，2016-2021 年）



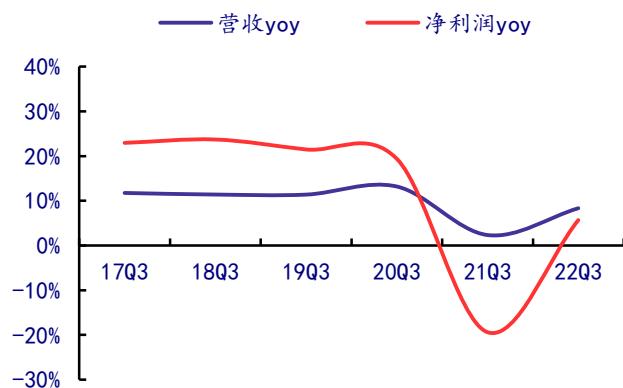
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

五、调味品：步入复苏周期，节奏延续分化

(一) 22年复盘：整体经营弱改善，板块内部分化

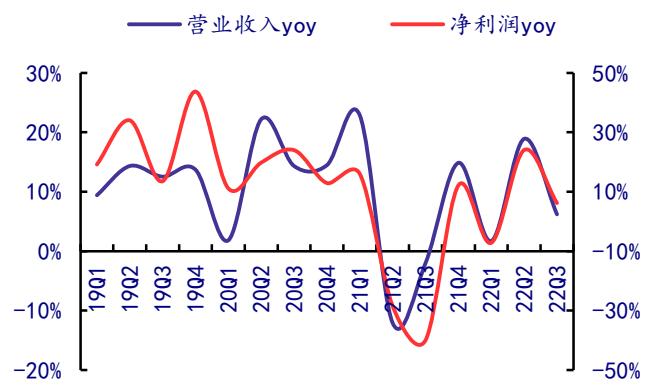
需求弱复苏，成本持续承压。总体看，22年前三季度调味品收入/归母净利润分别同比+8.3%/5.7%，行业处于底部弱改善阶段。分季度看，22Q1~Q3，调味品行业归母净利润分别同比-7.2%/+24.0%/+6.2%，季度间的波动主要归因于渠道库存与疫情反复，22Q1下滑主要系21Q4提价刺激渠道补货导致库存高位，22Q2环比改善明显主要系低基数+前期库存下降，22Q3环比降速主要系C端去库存导致需求增速放缓，以及疫情反复导致B端餐饮需求改善幅度有限。

图 44：调味品板块前三季度收入、利润增速



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

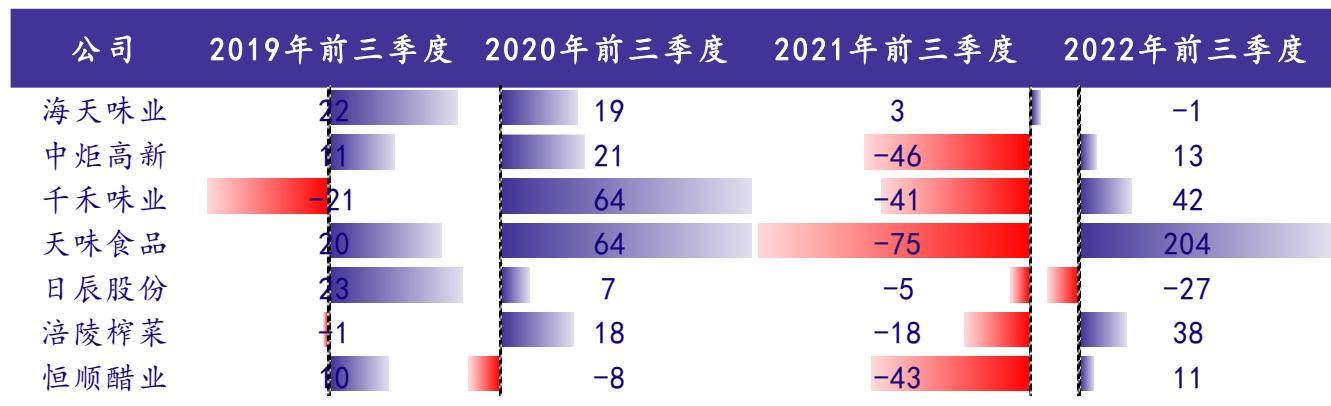
图 45：调味品板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

复苏节奏存在差异，天味、千禾领先。实际上，我们认为虽然行业整体处于底部反复阶段，但天味食品、千禾味业等部分企业复苏节奏更快，率先走出低谷，表现为收入端与利润端22年前三季度提速明显，基本面强于同期其他调味品公司。反映在股价上，22年前三季度天味食品、千禾味业相较于调味品指数的超额收益显著。

图 46：2022年前三季度不同酒企之间业绩分化明显



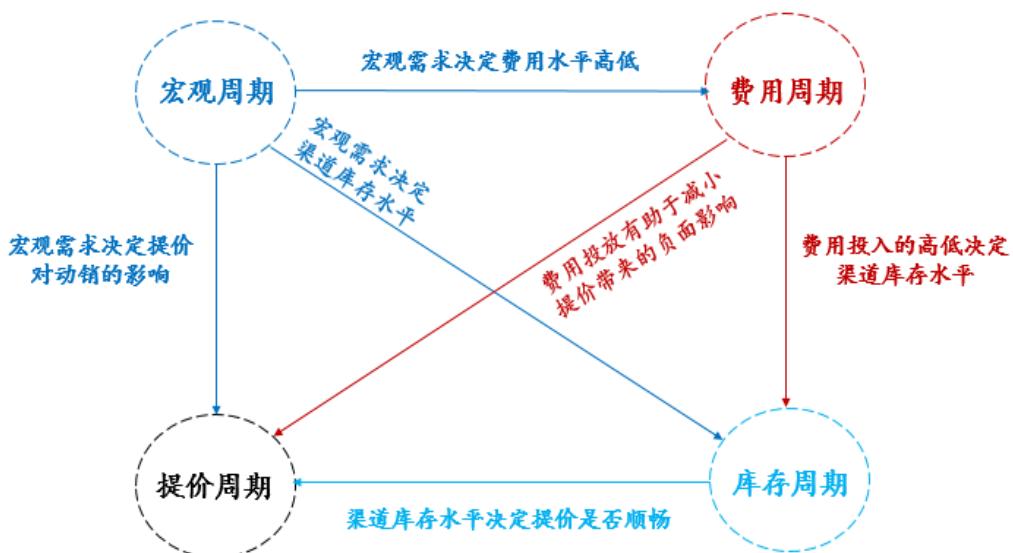
资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

(二) 23年展望：有望步入复苏周期，内部节奏延续分化

1. 趋势：四周期因子向上共振，23H2或步入复苏周期

以1~5年的维度来看，调味品基本面变化可以用四重因子加以解释——需求周期、库存周期、费用周期、提价周期。展望2023年，随着疫情平缓+经济回暖推动宏观需求恢复，同时费用加快投放帮助去化库存，23H2行业有望再次实现4个周期因子向上共振，迎来基本面拐点。

图47：从四景气周期理解公司的业绩波动

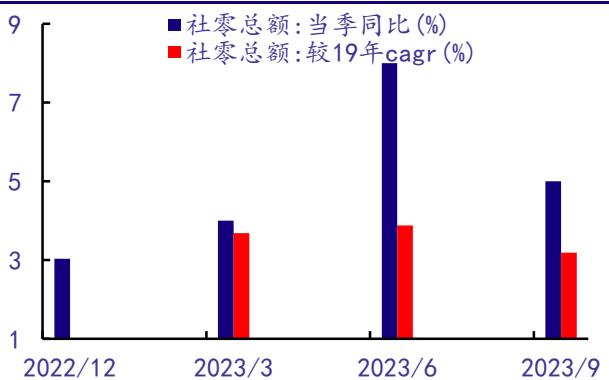


资料来源：中国银河证券研究院

1) 需求周期，2023年宏观需求或步入上行周期，一方面23Q2疫情平缓后餐饮消费场景进一步恢复，另一方面23H2人均收入改善叠加低基数效应，推动调味品动销改善。

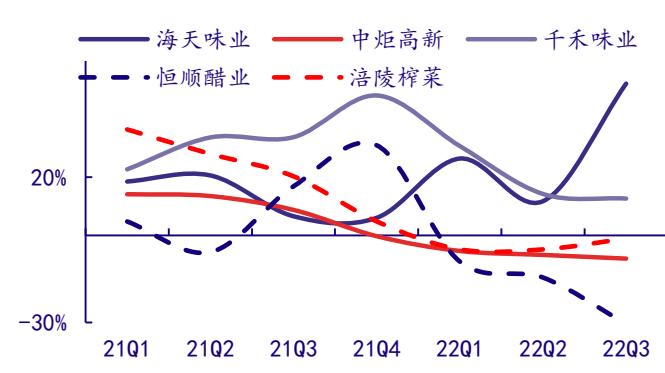
2) 渠道周期，22Q3海天渠道库存处于高位，其他企业库存水平相对良性，22Q4海天加大费用投放持续去化库存，但考虑年底疫情波峰影响渠道备货节奏和终端复苏斜率，我们预计海天渠道库存回归到合理水平仍需一段时间，需在23Q1进一步观察。

图48：2023年社零需求有望迎来修复



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

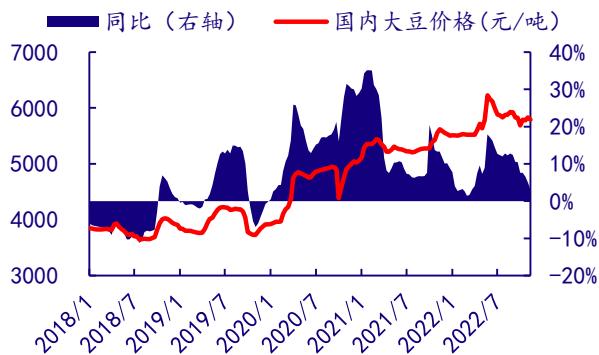
图49：调味品主要企业存货规模同比



资料来源：IFind, 中国银河证券研究院

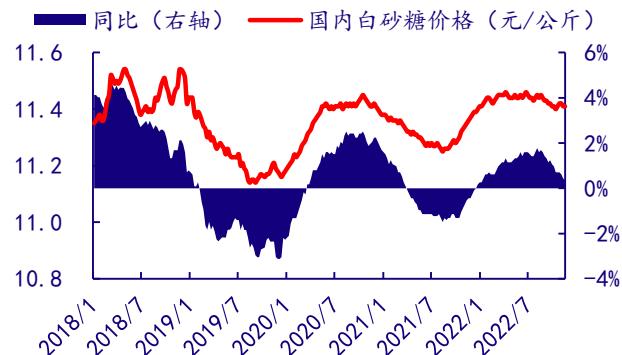
3) 成本周期, 22Q4 大豆、白糖价格环比高位回落, 预计 23H1 成本压力延续缓和趋势, 但同时警惕 23H2 的反弹。大豆 23H1 环比下降: ①USDA 预计 2023 年全球大豆供应同比增加; ②23H2 猪价下跌后饲料需求亦减少, 但也应警惕国内经济复苏或带动部分需求向好。白糖 23 年价格中枢处于低位: ①供给增加, 国内库存较高且 12 月新榨季伊始后新糖陆续上市; ②需求疲弱, 疫情波峰导致下游在春节前备货相对谨慎。

图 50: 大豆价格在 22Q4 环比回落



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

图 51: 白糖价格在 22Q4 环比回落



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

2. 分化: 餐饮供应链弹性大, 关注零添加渗透率提升

1) 餐饮供应链: 考虑到消费场景、渠道结构、疫情期间受损程度等因素, 我们认为餐饮供应链弹性较大, 具体公司包括海天味业、颐海国际 (H 股)、宝立食品、日辰股份。

2) 零添加: 关注酱油添加剂事件后零添加渗透率提升, 一方面主营“零添加”的千禾味业将表现较好, 另一方面龙头海天味业也在终端、渠道层面积极推广“零添加”产品, 或凭借这一窗口期优化品类结构。

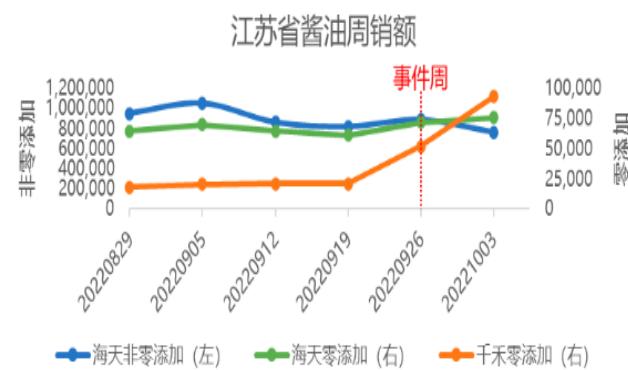
3) 复调: 天味食品或延续较快增速, 一方面关注 B 端渠道扩张进程 (团餐+小 B), 另一方面在前期疫情波峰时期复调 C 端需求仍会相对旺盛。

图 52: 调味品弹性计算表

公司	收入 受损度	扣非净利润受 损度	场景恢复 -餐饮	成本改善
日辰股份	-17	-52	✓	
恒顺醋业	0	-34		✓
中炬高新	-10	-33		✓
海天味业	-8	-16	✓	✓
千禾味业	-2	-13		✓

资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院

图 53: 江苏 C 端零添加销量环比显著提升



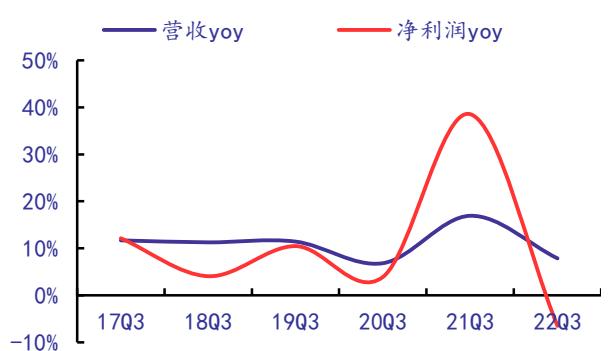
资料来源: 马上赢, 中国银河证券研究院

六、乳制品：需求有望修复，成本压力可控

(一) 22年复盘：疫情造成结构性冲击，拖累整体增速放缓

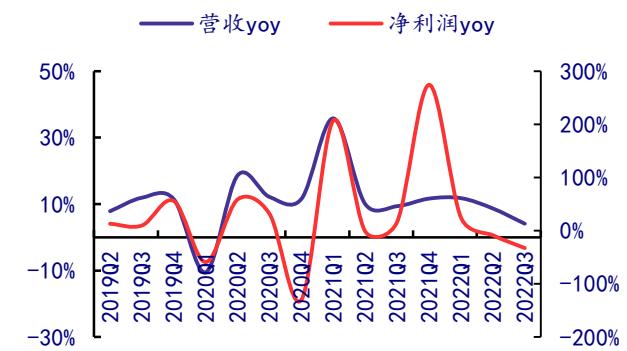
总体看，22年前三季度，乳制品板块营收/归母净利润同比+7.9%/-6.5%，板块基本面略有承压，主要系疫情扰动部分品类需求以及头部企业费用拖累。分季度看，22Q1~Q3 归母净利润同比+22.3%/-9.1%/-32.8%，22Q2/22Q3 下滑明显，主要系局部地区疫情反复的扰动下，终端需求呈现弱改善态势，其中白奶需求旺盛但酸奶与乳饮料动销疲弱；利润端，虽然原奶成本延续下降趋势，但头部企业费效率下降，导致板块整体承压。22Q4，预计行业基本面有望环比改善，主要得益于：1) 疫情后时代消费者健康需求增加，短期渠道封闭导致需求延迟只是暂时性问题；2) 春节备货期前置；3) 原奶价格持续处于下行通道。

图 54：乳制品板块前三季度收入、利润增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 55：乳制品板块单季度收入、利润增速

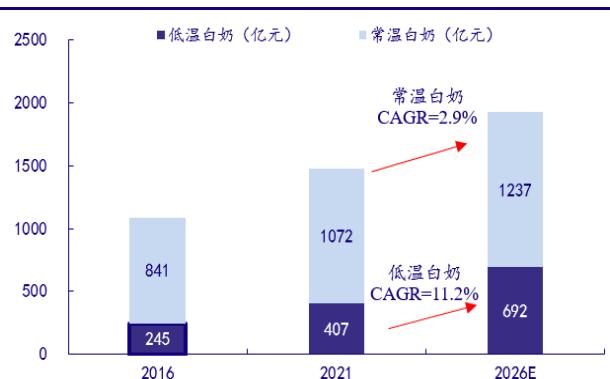


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 23年展望：需求有望迎来修复，成本压力持续可控

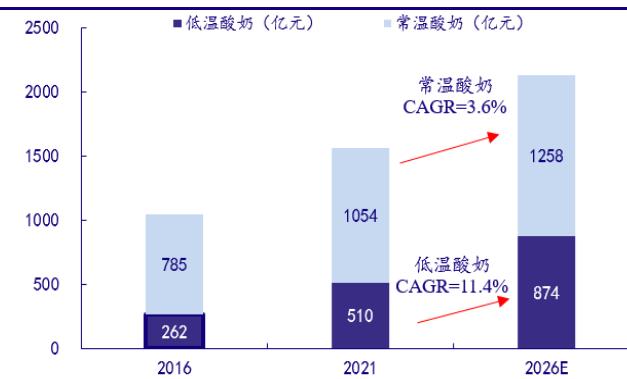
需求端：场景修复与收入改善，拉动终端动销与改善渠道困境。随着疫情平缓与经济恢复，我们预计乳制品行业将迎来二方面的改善，一是前期受损的场景如送礼迎来需求修复，利好高端白奶、常温酸奶；二是疫情管控导致运输物流受到限制，尤其是依托冷链运输的品类受到冲击较大，这一问题在2023年有望得到解决，利好低温酸奶、低温白奶。

图 56：疫情后低温白奶增速更高



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

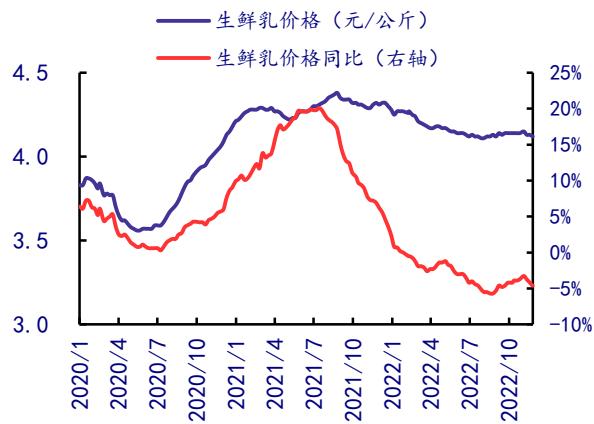
图 57：疫情后低温酸奶增速更高



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

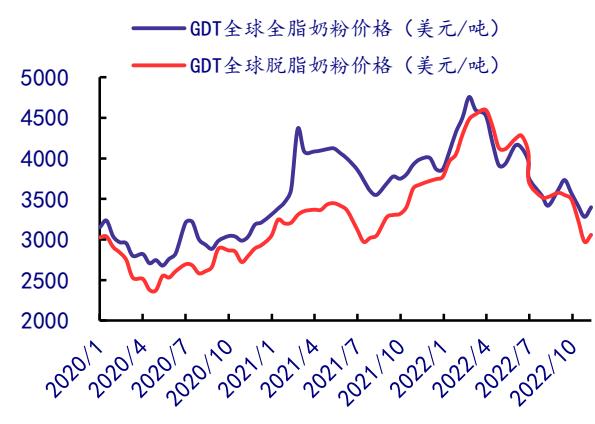
成本端：预计原奶价格 2023 年同比基本持平。截止 2022 年 11 月底，国内生鲜乳价格为 4.12 元/公斤，环比 -0.48%，同比 -4.6%，预计 12 月仍将延续回落趋势。考虑到上游供给量的增加以及短期需求恢复斜率不高，我们认为 23H1 原奶价格延续下行趋势，23H2 或有小幅反弹，但全年来看基本同比持平。

图 58：2022 年 11 月原奶价格同比涨幅回落至 -4.6%



资料来源：农业部，IifinD，中国银河证券研究院

图 59：11 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格小幅下降



资料来源：IifinD，中国银河证券研究院

七、投资建议

展望 2023 年，应结合基本面趋势、复苏节奏和弹性作出投资判断，即把握二个维度与三个阶段。从板块顺序来看，依次推荐餐饮供应链>啤酒~白酒>调味品>乳制品~饮料。

(一) 二个维度

维度一，寻找景气周期+疫后复苏共振的弹性。短期来看，应关注受益于景气周期（地产财富效应+人均收入改善+成本回落）以及消费场景恢复的板块，并且从弹性大小依次排序。

- 1) 餐饮供应链：颐海国际（H股）、日辰股份、海天味业、宝立食品、千味央厨。
- 2) 啤酒：青岛啤酒、燕京啤酒。
- 3) 白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份。
- 4) 调味品：中炬高新、千禾味业。
- 4) 软饮料：东鹏饮料、李子园。

维度二，重视疫情带来的长期逻辑变化。除了短期冲击之外，疫情对食品饮料行业亦造成一些长期的影响，可能会对未来 3~5 年的发展形成潜移默化的作用。

- 1) 复调的供给端出清：颐海国际（H股）、天味食品。
- 2) 预制菜渗透率提升：安井食品。

(二) 三个阶段

阶段一，场景率先复苏但受制于疫情波峰，关注餐饮供应链与功能饮料。

阶段二，疫情波峰后消费场景进一步复苏，关注餐饮供应链、高端白酒。

阶段三，地产财富效应叠加人均收入改善，关注高端白酒、次高端白酒、啤酒、调味品。

八、风险提示

疫情反复超预期；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 年食品饮料行情复盘 (2022.1.1 至 12.16)	2
图 2: 食品饮料周期的逻辑框架	3
图 3: 食品饮料行业 2012 年至今共经历了 3 轮周期	3
图 4: 食品饮料行业的需求周期波动	4
图 5: 食品饮料行业的提价周期波动	5
图 6: 餐饮消费场景受疫情冲击较大	6
图 7: 物流渠道受疫情冲击较大	6
图 8: B 端占比与疫情期间受损程度正相关	6
图 9: 食品饮料 PE 在 2022 年进一步回落 (截至 2022 年 12 月 16 日)	7
图 10: 食品饮料 PE 百分位已处于较低水平	7
图 11: 食品饮料 PE 与美债收益率存在明显负相关性	7
图 12: 2023 年食品饮料应把握二个维度与三个阶段的投资机会	8
图 13: 2023 年房地产回暖但反弹幅度不大	10
图 14: 22Q3 工业企业的库存周期已经开始回落	10
图 15: 预计 2023 年 PPI 有望小幅下降并且前低后高	11
图 16: 预计 2023 年 CPI 处于温和上涨通道	11
图 17: 农产品原料成本压力情况	11
图 18: 复苏三阶段与对应投资方向	12
图 19: 食品饮料弹性计算表	13
图 20: 白酒板块 22 年前三季度收入、利润增速	14
图 21: 白酒板块单季度收入、利润增速	14
图 22: 2022 年前三季度不同酒企之间业绩分化明显	14
图 23: 飞天茅台一批价	15
图 24: 五粮液普五一批价	15
图 25: 国窖 52 度一批价	15
图 26: 其他白酒批价 (洋河梦之蓝、青花 20)	15
图 27: 2023 年房地产回暖但反弹幅度不大	16
图 28: 22Q3 工业企业的库存周期已经开始回落	16
图 29: 茅台飞天/五粮液普五批价 12 月中旬反弹	16
图 30: 部分酒企仍制定了较高的增长目标	16
图 31: 白酒板块 2023 年基本面节奏	17
图 32: 白酒板块弹性计算表	18
图 33: 啤酒板块 2022 年前三季度收入、利润增速	19
图 34: 啤酒板块单季度收入、利润增速	19
图 35: 2023 年社零需求有望迎来修复	19
图 36: 餐饮渠道 2023 年面临低基数效应	19
图 37: 2022 年 11 月浮法平板玻璃价格同比 -26.1%	20
图 38: 2022 年 11 月瓦楞纸价格同比 -21.4%	20
图 39: 2022 年 11 月 LME 铝价同比 -11.6%	20

图 40: 2022 年 10 月大麦进口价格同比+29.1%.....	20
图 41: 啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段	21
图 42: 啤酒行业吨价持续提升 (出厂端, 2017-2021 年)	21
图 43: 啤酒企业盈利能力提升 (毛利率, 2016-2021 年)	21
图 44: 调味品板块前三季度收入、利润增速	22
图 45: 调味品板块单季度收入、利润增速	22
图 46: 2022 年前三季度不同酒企之间业绩分化明显	22
图 47: 从四景气周期理解公司的业绩波动	23
图 48: 2023 年社零需求有望迎来修复	23
图 49: 调味品主要企业存货规模同比	23
图 50: 大豆价格在 22Q4 环比回落	24
图 51: 白糖价格在 22Q4 环比回落	24
图 52: 调味品弹性计算表	24
图 53: 江苏 C 端零添加销量环比显著提升	24
图 54: 乳制品板块前三季度收入、利润增速	25
图 55: 乳制品板块单季度收入、利润增速	25
图 56: 疫情后低温白奶增速更高	25
图 57: 疫情后低温酸奶增速更高	25
图 58: 2022 年 11 月原奶价格同比涨幅回落至 -4.6%	26
图 59: 11 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格小幅下降	26

表格目录

表 1. 国内疫情防控政策逐步优化	9
表 2. 11 月以来国内多地出台刺激消费政策	9

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, 银河证券不对其实质内容负责。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: 唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn