



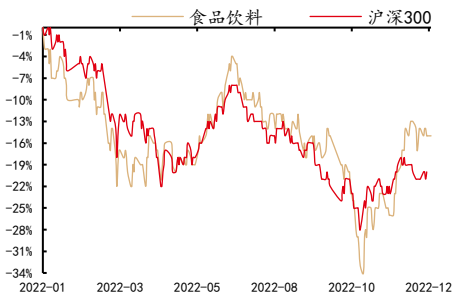
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	22956.29
52周最高	26877.33
52周最低	17771.98

行业相对指数表现(相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com  
分析师:华夏霖  
SAC 登记编号:S1340522090003  
Email:huaxialin@cnpsec.com  
分析师:杨逸文  
SAC 登记编号:S1340522120002  
Email:yangyiwen@cnpsec.com

近期研究报告

食品饮料行业 2023 年投资策略：

否极泰来终可待，需求复苏正归来

● 投资要点

我国防控政策在 12 月起基本全面放开，预计度过第一波疫情冲击后，消费复苏有望步入正轨。餐饮需求复苏下，食品饮料行业相关公司 B 端业绩有望迎来修复。对比海外餐饮复苏节奏，预计消费复苏业绩弹性在 2023 年中期报表端得到反馈。立足当下，展望 2023 年，我们探寻了食品饮料七大投资逻辑主线。

● 投资建议

我们认为行业投资逻辑分为三大阶段：政策利好下预期复苏→动销数据回暖带动基本面改善→报表端业绩集中体现。

从七条主线出发看 2023 年业绩弹性：

- 1. 穿越周期仍稳健，不惧短期疫情冲击：**目前市场处于疫情防控政策端与预期端的真空期，在这样的预期差下短期可以关注 C 端占比为主、在疫情反复下需求影响较小，且 Q4 以来动销数据明朗的复调、软饮头部公司，其业绩表现将很快体现在报表端。同时，从中长期视角看，复调、软饮中的无糖、功能饮料品类均为板块中处于高速增长阶段的子品类，在渗透度提升、集中度提高等因素驱动下，细分品类龙头业绩有望继续保持高增。推荐标的：东鹏饮料、天味食品。
- 2. 线下消费渐复苏，关注连锁业态单店回升：**我们通过测算不同线城市受疫情影响程度，一线/新一线/二线城市受影响较大但更具恢复弹性，下沉市场受影响小处于正常增长区间，基于此判断我们认为高线城市占比较大、且于 22 年上半年受损严重的标的，业绩在 23 年 Q2-Q3 有更大弹性。推荐标的：巴比食品、紫燕食品，建议关注：绝味食品、煌上煌。
- 3. 餐饮复苏正归来，关注 B 端需求升温：**目前国内各地防疫政策向好，复盘海外亚洲国家疫后复苏路径，终端销售将在政策放松后 2-4 个月后反弹式修复，建议关注今年二季度的 B 端需求上升推动速冻及调味品公司业绩增长。推荐标的：千味央厨、立高食品，建议关注：安井食品、中炬高新、宝立食品\*。
- 4. 消费信心正回升，白酒增长预期乐观：**前期白酒股面临较大资金面回撤后估值部分修复，疫情影响节前部分商务消费需求，疫情三年后的回乡人流，整个大春节期间（至元宵节）饮酒需求值得关注 and 期待。板块经历一个季度左右的估值修复期后 Q2 宴席、商务需求陆续回补助力动销好转，业绩改善自二季度开始逐步体现释放弹性，建议提前布局渠道库存合理、春节回款确定性高或自身具有强变革动能标的。推荐标的：贵州茅台、古井贡酒、山西汾酒，顺鑫农业。建议关注：五粮液\*、泸州老窖\*、舍得酒业\*。
- 5. 健康需求有支撑，乳品、保健品逐渐复苏：**2022 年受消费力短期受损影响，偏可选消费品类承压，乳制品的高端白奶、常温酸以及保

健品营收增速均有回落。预计伴随 2023 年消费信心复苏以及健康诉求支撑，两者需求端增速有望重回双位数增长。推荐标的：新乳业，建议关注：伊利股份、妙可蓝多\*、汤臣倍健\*。

**6. 成本改善在路上，2023 年盈利弹性可期：**2021&2022 年，受全球降息、俄乌冲突、全球大宗商品涨价潮影响，食品饮料行业成本端持续承压。看 2023 年，两者影响因素减弱，海外需求收缩预期下，成本端多数原料价格有望迎来改善，食品饮料各子板块预计将获得不同程度的毛利率修复。推荐标的：东鹏饮料、安琪酵母，建议关注：海天味业。

**7. 消费场景受催化，休闲零食渠道求变促增长：**疫情已然接近尾声，疫后复苏迫在眉睫，展望未来，对休闲零食行业而言，渠道变革产生的红利将成为推动业绩增长的主要动力来源。建议关注：洽洽食品\*、盐津铺子\*。（\*标记公司尚未覆盖）

● **风险提示：**

疫情反复、消费需求复苏不及预期、成本波动、食品安全等风险。

## 目录

1 复盘 2022 年，食品饮料行业逐渐走出低谷 .....	6
1.1 食品饮料板块复盘：否极泰来，走出低谷 .....	6
1.2 2022 年前三季度基金持仓回顾 .....	7
2 政策放开趋势向好，消费需求复苏在望 .....	9
2.1 疫后放开，消费复苏步入正轨 .....	9
2.2 分渠道看，连锁餐饮复苏弹性大 .....	10
2.3 分区域看，高能城市有望引领复苏 .....	12
2.4 对比海外，半年维度下餐饮景气度有望修复 .....	14
2.5 消费者信心有望触底反弹 .....	18
3 展望 2023 年，七大主线看食品饮料行业复苏 .....	19
3.1 主线一：穿越周期仍稳健，不惧短期疫情冲击 .....	19
3.2 主线二：餐饮复苏正归来，关注 B 端需求升温 .....	20
3.3 主线三：线下消费渐复苏，关注连锁业态单店回升 .....	25
3.4 主线四：消费信心正回升，白酒增长预期乐观 .....	27
3.5 主线五：健康诉求有支撑，乳品、保健品逐渐复苏 .....	34
3.6 主线六：成本改善在路上，2023 年盈利弹性可期 .....	36
3.7 主线七：消费场景受催化，休闲零食渠道求变促增长 .....	42
4 2023 年食品饮料行业推荐标的 .....	44
5 投资建议 .....	55
6 风险提示 .....	56

## 图表目录

图表 1: 乳品行业 2022 年跌幅最大.....	6
图表 2: 2022 年食品饮料行业个股涨幅前 10 位.....	6
图表 3: 申万食品饮料行业 2022 年涨跌幅位于所有行业中第 13 位.....	7
图表 4: 申万食品饮料指数过去 10 年 PE-Band.....	7
图表 5: 22Q3 食品饮料行业持股比重突破低点.....	8
图表 6: 食品饮料行业基金持仓比例有所反弹.....	8
图表 7: 食品饮料板块近 4 季度基金持仓前五个股持仓环比变动幅度对比 (pct).....	8
图表 8: 10 月起至今疫情防控情况梳理.....	9
图表 9: 2019-2022 年社消零售餐饮当月值.....	11
图表 10: 2019-2022 年社消零售餐饮累计值.....	11
图表 11: 2020-2022 社消零售餐饮当月同比 2019 年对比.....	11
图表 12: 2020-2022 年疫情防控严格指数对比.....	11
图表 13: 连锁餐饮疫情期间受损更为严重.....	12
图表 14: 火锅快餐等连锁业态疫情期间受损更为严重.....	12
图表 15: 多数高线城市受疫情影响更大.....	13
图表 16: 各线城市分类.....	14
图表 17: 各线城市 2019 年 GDP 增速与 2022 年预计增速差.....	14
图表 18: 美国疫情政策及社会消费情况.....	15
图表 19: 英国疫情政策及社会消费情况.....	16
图表 20: 日本疫情政策及社会消费情况.....	16
图表 21: 韩国疫情政策及社会消费情况.....	17
图表 22: 越南疫情政策及社会消费情况.....	17
图表 23: 新加坡疫情政策及社会消费情况.....	18
图表 24: 消费者信心与家庭财富/收入关联.....	18
图表 25: 调味品 B/C 端需求切换顺畅.....	19
图表 26: 2022 年菜谱酱料 (复调) 增速高于行业平均.....	19
图表 27: 软饮板块 21、22 年受疫情影响较小.....	20
图表 28: 部分软饮细分品类维持高增速.....	20
图表 29: 速冻预制菜行业疫情影响与复苏复盘.....	21
图表 30: 连锁餐饮点位主要购物中心今年客流下滑严重.....	22
图表 31: 2021-2022 不同品类门店集中度 CR10 对比.....	22
图表 32: 19-22 年中餐部分上市餐企营收同比增速.....	23
图表 33: 19-22 年火锅部分上市餐企营收同比增速.....	23
图表 34: 调味品行业疫情影响与复苏复盘.....	24
图表 35: 调味品行业 CR3 稳健, CR5 回落.....	24

图表 36: 外卖渗透度提升改变餐饮调味品需求结构 .....	24
图表 37: 2022Q2 全国主要静默城市分布 .....	26
图表 38: 2022Q3 全国主要静默城市分布 .....	26
图表 39: 2020-2021 热卤线上消费情况 .....	26
图表 40: 连锁业态复苏弹性对比 .....	27
图表 41: 白酒公司疫情三年收入/利润复合增速, 2022 年前三季度收入利润表现 .....	28
图表 42: 2022 年前三季度各省 GDP 增速排名 .....	29
图表 43: 飞天茅台、八代五粮液批价走势 .....	29
图表 44: 固定资产/房地产投资与白酒产量相关性 .....	29
图表 45: 茅五泸股价自 2019 年 1 月 2 日涨跌幅(左轴)和估值(右轴)走势 .....	30
图表 46: 汾酒/舍得/酒鬼酒/水井坊自 2019 年 1 月 2 日涨跌幅(左轴)和估值(右轴)走势 .....	30
图表 47: 洋河/今世缘/古井/迎驾贡酒自 2019 年 1 月 2 日涨跌幅(左轴)和估值(右轴)走势 .....	31
图表 48: 顺鑫/口子窖/老白干/伊力特/金徽/金种子自 2019 年 1 月 2 日涨跌幅(左轴)和估值(右轴)走势 .....	31
图表 49: 截至 2022 年 12 月 26 日各省市疫情感染和恢复进度 .....	32
图表 50: 截至 2022 年 12 月 26 日市县村感染和恢复进度 .....	32
图表 51: 北上广深成都杭州长沙武汉地铁出行数据 .....	32
图表 52: 各白酒公司 2023 年的 wind 一致预期下的估值 .....	32
图表 53: 帝亚吉欧 PE-Band .....	32
图表 54: 茅五的近期批价走势 .....	33
图表 55: 各个白酒上市公司回款进度 .....	33
图表 56: 白酒个股 22Q2 收入和净利占比全年的比重较前三年平均值略有下滑 .....	34
图表 57: 伊利、蒙牛主要产品 2022 年销售额对比 .....	35
图表 58: 伊利、蒙牛主要产品 2022 年销售额增速对比 .....	35
图表 59: 保健品行业市场规模 .....	36
图表 60: 保健品细分子品类规模和增速 .....	36
图表 61: 2022 年猪肉、禽肉价格趋势 .....	37
图表 62: 2022 年豆油、棕榈油价格趋势 .....	38
图表 63: 2022 年 PET、瓦楞纸、浮法玻璃价格趋势 .....	39
图表 64: 2022 年大豆、豆粕、玉米、糖蜜价格趋势 .....	39
图表 65: 2022 年原奶、奶粉、奶酪价格趋势 .....	40
图表 66: 餐饮各行业主要原料价格变动对应下的公司毛利率弹性测算 .....	42
图表 67: 休闲零食市场空间和增速预期 .....	43
图表 68: 各零食公司新兴渠道销售情况 .....	43
图表 69: 休闲零食行业销售额线上/线下渠道占比 .....	44
图表 70: 餐饮行业公司 2023 年重点推荐 .....	54

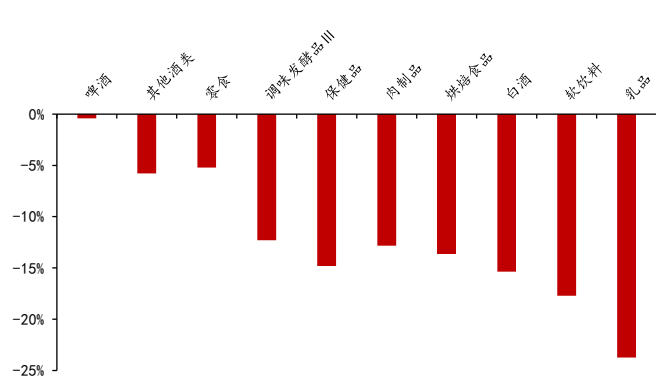
## 1 复盘 2022 年，食品饮料行业逐渐走出低谷

### 1.1 食品饮料板块复盘：否极泰来，走出低谷

2022 年食品饮料板块在 11 月起整体反弹后，全年表现优于行业平均。截至 2022 年 12 月 30 日，申万食品饮料行业指数(801120.SL)本年区间涨跌幅为-15.12%，在申万一级行业中位列第十三，跑赢沪深 300 指数 10.68%，当前行业动态 PE 为 36.22，处于近三年偏低位置。

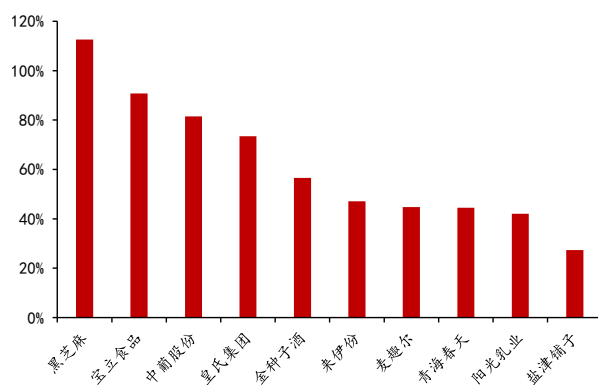
本年度食品饮料板块子行业均下跌，板块涨幅前三为啤酒（-0.41%）、其他酒类（-5.78%）、零食（-5.21%）；跌幅前三的分别为乳品（-24.25%）、软饮料（-19.17%）、白酒（-15.95%）。

图表1：乳品行业 2022 年跌幅最大



资料来源：ifind，中邮证券研究所

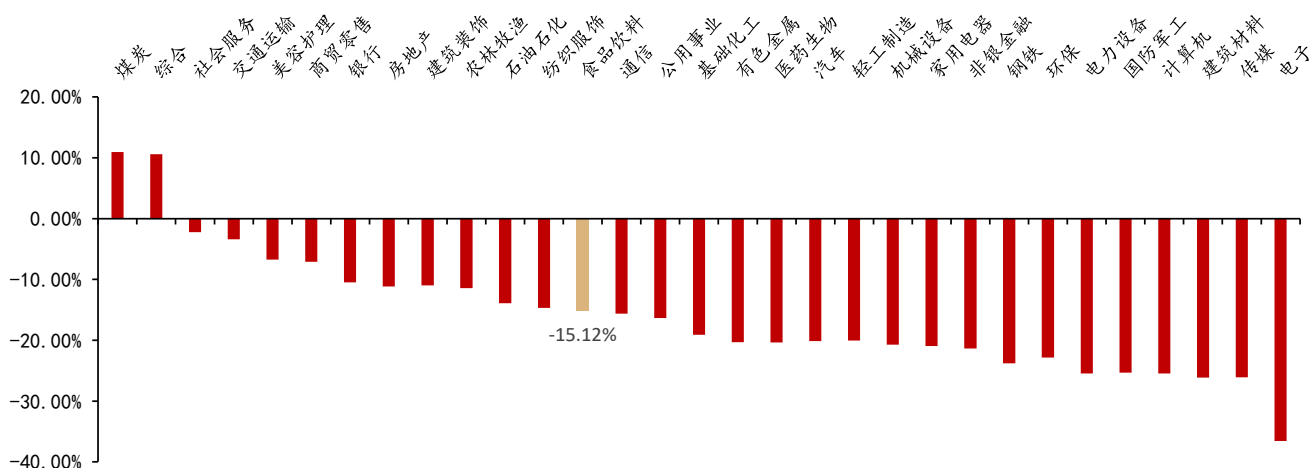
图表2：2022 年食品饮料行业个股涨幅前 10 位



资料来源：ifind，中邮证券研究所

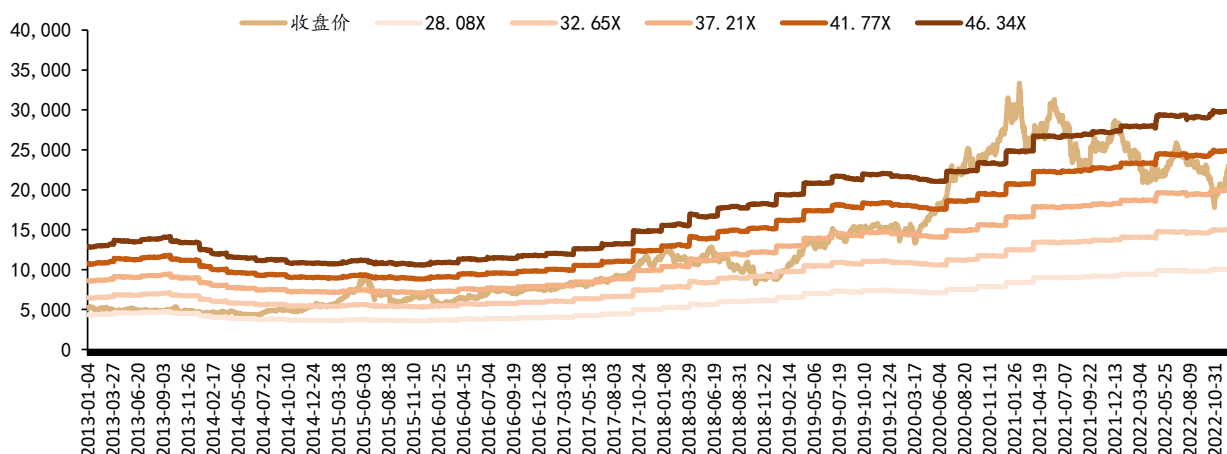
看个股，食品饮料板块本年度 29 只个股收涨，91 只个股收跌，涨幅前 5 分别为黑芝麻（+133.92%）、宝立食品（+95.78%）、中葡股份（+82.00%）、皇氏集团（+73.41%）、金种子酒（+58.01%）；跌幅前五分别为李子园（-52.86%）、桃李面包（-45.77%）、三只松鼠（-44.91%）、妙可蓝多（-43.14%）、朱老六（-41.50%）。

图表3：申万食品饮料行业 2022 年涨跌幅位于所有行业中第 13 位



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表4：申万食品饮料指数过去 10 年 PE-Band

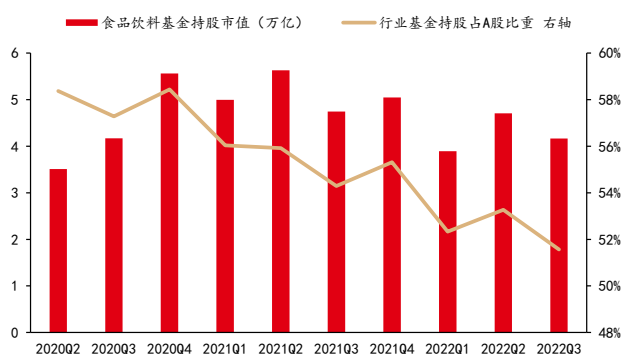


资料来源：ifind，中邮证券研究所

## 1.2 2022 年前三季度基金持仓回顾

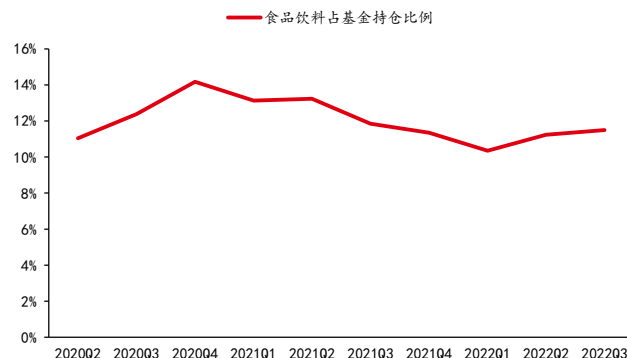
前三季度食品饮料行业基金持仓占比回落。2022Q3 食品饮料行业基金持股总值从 Q2 的 4.71 万亿回落至 4.17 万亿，同比下降 0.58 万亿元(同比降幅 12.20%)，环比下降 0.54 万亿元(环比降幅 11.44%)。基金持仓占流通 A 股比例在 22Q3 突破原先 Q1 低点，进一步下降至 51.56%。

图表5: 22Q3 食品饮料行业持股比重突破低点



资料来源: ifind, 中邮证券研究所

图表6: 食品饮料行业基金持仓比例有所反弹

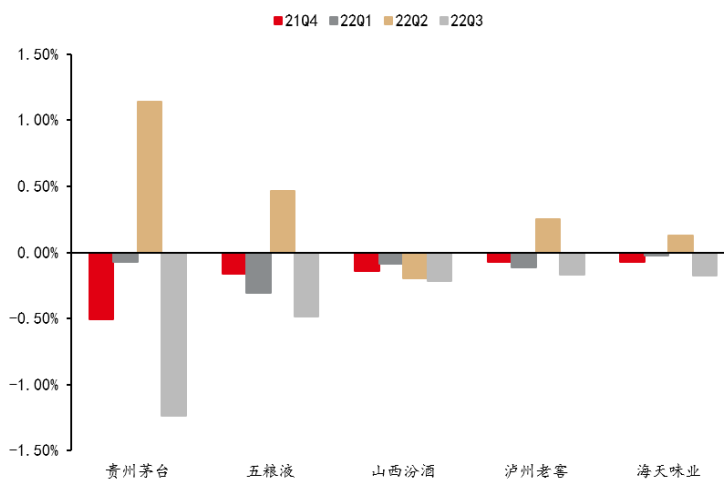


资料来源: ifind, 中邮证券研究所

食品饮料行业占基金总持仓比例在近两年先升后降, 22Q3 持仓比例回升至 11.50%, 环比上升 0.26pcts, 但仍较去年同期下降 0.35pcts。

四家白酒公司位居食品饮料板块基金重仓个股前五, 分别为贵州茅台、五粮液、山西汾酒和泸州老窖。其中贵州茅台稳居基金重仓股第一, 22Q3 占基金投资股票市值比例为 4.39%, 五粮液、山西汾酒和泸州老窖占基金投资股票市值比例为 1.16%/0.75%/0.63%, 环比-0.48/-0.22/-0.17pcts, 位列行业第 2 到 4 位。板块重仓前五唯一大众品公司海天味业占基金投资股票市值比例为 0.61%, 环比 -0.17pcts。

图表7: 食品饮料板块近 4 季度基金持仓前五个股持仓环比变动幅度对比 (pct)



资料来源: ifind, 中邮证券研究所

## 2 政策放开趋势向好，消费需求复苏在望

### 2.1 疫后放开，消费复苏步入正轨

政策转向，消费复苏在望。目前我国防控政策在 12 月起从此前的第九版防疫政策变更为“新十条”，随后在 2023 年 1 月 8 日起将进一步放开国际间人员流动管控，整体政策基本全面放开，消费复苏有望步入正轨。

图表8：10 月起至今疫情防控情况梳理

时间	地区	政策	趋势
<b>疫情防控</b>			
10 月 30 日	内蒙古	要求科学精准管控社会面，严格落实疫情防控政策，该管的坚决管住、该放的有序放开，划定风险区域要精准到楼栋，不能因为出现一两个病例就封住整个小区，不能无差别无休止地管控和限制，让城市逐渐恢复活力。	12 月起疫情防控全面放松，1 月起即将开通国际间流通
10 月 31 日	河南	要求科学精准管控社会面，严格落实疫情防控政策，该管的坚决管住、该放的有序放开，划定风险区域要精准到楼栋，不能因为出现一两个病例就封住整个小区，不能无差别无休止地管控和限制，让城市逐渐恢复活力。	
11 月 2 日	多地区	部分地区乘坐高铁、飞机出行不再需要 48 小时内核酸检测阴性证明。	
11 月 11 日	全国	国务院联防联控机制下发《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，公布进一步优化防控工作的二十条措施，包括将“7+3”调整为“5+3”、不再判定密接的密接、将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类等。	
12 月 1 日	广东广州	不按行政区域开展全员核酸检测，不代表不开展核酸检测，而是优化为对风险岗位重点人群分类开展固定频次的检测，对重点机构开展抽样检测，对有工作和生活有需要的市民开展便民检测。	
12 月 7 日	全国	国务院提出“新十条”疫情防控措施，要求按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不按行政区域开展全员核酸检测，加快推进老年人新冠病毒疫苗接种等新防疫措施。	
12 月 9 日	福建	非高风险区不得限制人员流动，单位、企业、场所发生疫情时，因地制宜快速隔离或转运感染者，开展终末消毒，不得停工、停产、停业。	
12 月 12 日	全国	根据国务院联防联控机制综合组有关要求，2022 年 12 月 13 日 0 时起“通信行程卡”服务正式下线。	
12 月 12 日	上海	除养老机构、儿童福利机构、医疗机构、学校（含托幼机构）等特殊场所外，本市其余场所不再要求查验“随申码”等健康码，不再要求扫“场所码”。	
12 月 13 日	广西	抗原或单人单采核酸检测结果为阳性，不需要流调，人员阳性信息不用向社区报备，自觉居家隔离 5 天不外出，自行购买抗原试剂和必备药品。	
12 月 14 日	国家卫健委	从 2022 年 12 月 14 日起不再公布无症状感染者数据，对无症状感染者继续由基层医疗卫生机构指导居家健康监测，关心其健康状况、给予相应服务。	
1 月 3 日	全国	自 2023 年 1 月 8 日起，取消入境人员全员核酸检测，所有入境人员均需向海关申报入境前 48 小时内新型冠状病毒核酸检测结果。海关对健康申报正常且口岸常规检疫无异常的入境人员，放行进入社会面；	
<b>消费、旅游、餐饮</b>			
10 月 3 日	重庆	进入景区需查验健康码、场所码、行程码以及 72 小时内核酸监测证明。	消费、旅游、餐饮等各项引导政策出台积极
10 月 8 日	全国	允许上海、重庆设立并符合条件的外商投资旅行社从事除台湾地区以外的出境游业务。	
10 月 11 日	贵州	对批发、零售、住宿、餐饮等行业企业所在区域 7 日内无本土疫情的，原则上不限制企业在做好疫情防控工作的前提下，开展生产经营活动。	
11 月 29 日	河南郑州	除高风险区外，其他区域解除流动性管理，转入常态化疫情防控，电影院、图书馆、体育馆、餐饮等场所有序开放。	
11 月 30 日	广东广州	11 月 30 日，海珠区低风险区的餐饮服务单位恢复堂食服务。12 月 1 日，荔湾区餐饮经营单位有序恢复堂食，居民群众凭绿码通行。	
12 月 7 日	海南	海南调整疫情防控策略，并启动离岛免税跨年狂欢季活动。12 月 7 日至 8 日，海口和三亚的进出港机票搜索量都出现大幅上涨，三亚全市酒店平	

		均预订量单日上升 10%左右。	
12月8日	四川成都	开展“一周一场景、一周一主题”促消费活动，举办第19届成都国际美食节系列体验会场促消费活动、联动 SKP 举办新春欢乐购活动、组织春节期间成渝双城促消费活动、举办 2022 中国楼宇经济暨总部经济全球合作大会等。	
12月8日	上海	发布《上海金融支持文旅行业恢复和高质量发展综合服务方案》，加大金融对文旅行业支持力度，对上海市重大旅游投资项目开展意向性授信，创新文旅行业金融服务供给，支持文旅行业加快恢复发展。	
12月8日	广东广州	启动“羊城欢乐购·冬日盛惠”促消费活动，派发的消费券涵盖超市、电商、百货、正餐住宿、轻茶餐饮等五大类，面值从 10 元至 100 元不等。	
12月8日	湖北武汉	发放“乐购武汉”家电家具消费券，投放总金额 1000 万元，设置 50 元、100 元、300 元三种面额，消费金额分别达到满 500 元、1000 元、3000 元可触发消费券的使用。	
12月9日	全国	文化和旅游部对疫情防控工作指南进行调整，除对导游上团前核验健康码外，不再要求提供核酸检测阴性证明、查验健康码、开展落地检。	
12月9日	福建	安排 2 亿元支持各地发放消费券，并结合当前消费市场需求，将促消费活动延长至 12 月底，鼓励各地开展跨年促消费活动。	
12月9日	广东深圳	举办“深圳人游深圳”主题活动，利用周末和元旦、春节等节假日黄金时间，鼓励星级酒店、旅游景区联合推出“联游套票”，赠送旅游景区门票、“海上看澳门”观光航线体验票，政府给予一定补贴。	
12月12日	四川成都	面向全国游客分两期发放 1000 万元“烟火暖冬日·安心游成都”文旅消费券，涵盖景区门票、酒店民宿、度假线路等消费品类。	
12月13日	山西	联动旅游景区及特色民宿、餐饮、滑雪场等消费场所，推出“欢乐中国年、地道山西味”系列活动，举办 2022 中国非遗面食大会等，促进文旅行业复苏。	
12月13日	北京	恢复旅行社及在线旅游企业经营在京团队旅游、进出京跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。旅行社在旅游团队行程开始前需对游客、导游、司机等参团人员进行体温检测，体温异常的人员不允许参加行程。	
12月14日	广东广州	整合银联、商业银行、企业商家等资源，发放文化和旅游消费券。同时，开展文旅惠民“惠行动”，通过政府补助，鼓励景区、旅行社、酒店、民宿等推出优惠打折产品，让市民群众以“惠民价”畅游美丽广州、畅享欢乐元旦春节假期。	
1月3日	全国	有序恢复受理审批中国公民因出国旅游、访友申请普通护照，恢复办理内地居民旅游、商务赴港签注。	
<b>港澳台</b>			
10月28日	香港	11月3日起取消食肆堂食时间限制，港府辖下的烧烤场地重开，市民在宴会或婚宴等活动台上拍照时可不用戴口罩。	<b>香港餐饮业从二季度起显著复苏</b>
11月	香港	香港餐饮巨头大家乐集团披露 2023 财年中期报，截至 2022 年 9 月 30 日止 6 个月，实现营收 38.98 亿港元，同比增加 0.73%；实现净利润 1.09 亿港元，同比增 33.9% 翠华控股实现净利润 4086.7 万港元，而去年同期亏损为 3042.8 港元。	

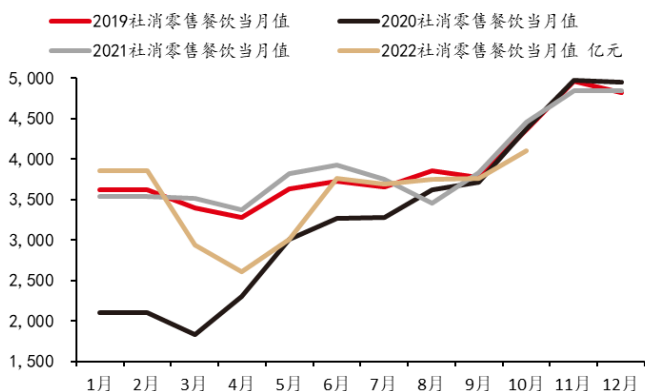
资料来源：中邮证券研究所整理

**政策方向转向经济复苏。**从 11 月 30 日卫健委座谈会起，“奥密克戎病毒致病性减弱”得到国家官方确认，同时此前的防疫“三个坚定不移”转变为“新形势新任务”。随后自 12 月 1 日起，各地方政府快速响应国家卫健委指示，在防疫政策上连续更新，进一步放开。我们认为，政策转变标志着未来国家主要工作重心将转至经济复苏上。未来伴随餐饮、旅游、国内外贸易和人员来往的逐步恢复，我国消费行业有望迎来复苏。

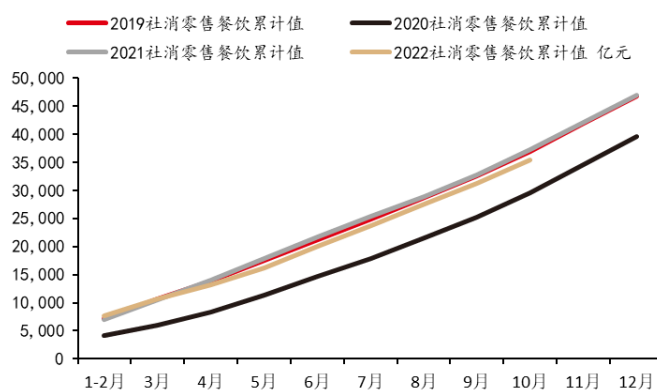
## 2.2 分渠道看，连锁餐饮复苏弹性大

伴随政策向好，B 端复苏有望为食品饮料行业公司带来确定性较高的业绩修复动力。虽然此前疫情影响下，封控、居家隔离、以及自发性的减少社交活动、甚至

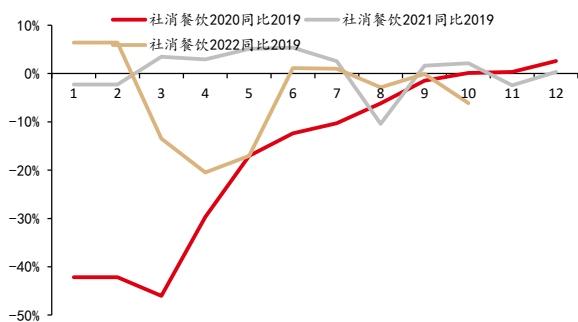
消费能力短期偏弱都导致餐饮业务占比较高的公司业绩受损。但从社消零售餐饮数据看，2021年疫情管控相对放松的背景下，餐饮需求快速恢复，全年较2019年增长0.37%。分关键单月看，2021年3-7月以及2022年春节，餐饮消费较2019年同期分别增长3.88%/6.44%，B端餐饮需求展现较强韧性。我们认为，疫情管控政策转向后，B端复苏有望为餐饮行业带来确定性较强的边际改善动力。

**图表9：2019-2022年社消零售餐饮当月值**


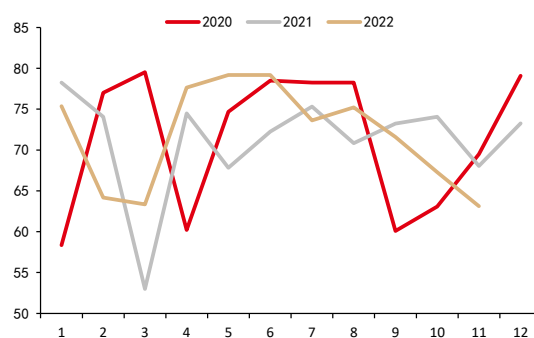
资料来源：ifind，中邮证券研究所

**图表10：2019-2022年社消零售餐饮累计值**


资料来源：ifind，中邮证券研究所

**图表11：2020-2022年社消零售餐饮当月同比2019年对比**


资料来源：ifind，中邮证券研究所

**图表12：2020-2022年疫情防控严格指数对比**


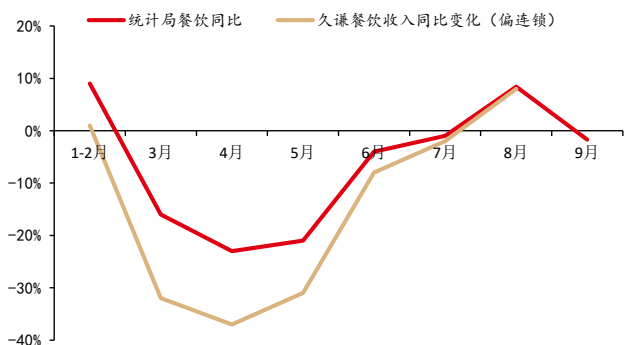
资料来源：ifind，中邮证券研究所

**餐饮需求中以连锁餐饮为主，大B业务占比较高的公司疫后复苏弹性更大。**

拆分B端客户看，疫情期间由于连锁餐饮主要位于大型商场、或人流量较大且远离住宅区的核心商圈，疫情封控下主动暂停营业执行严格，同时商圈人流下滑较大，因此连锁餐饮整体受疫情影响更大。相比之下，中小B受疫情冲击更小。疫情期间中小B餐饮经营灵活且靠近社区，能承接居民就近消费需求，因此中小B端公司受损相对有限。根据久谦线下跟踪数据与国家统计局数据对比，偏高线城市

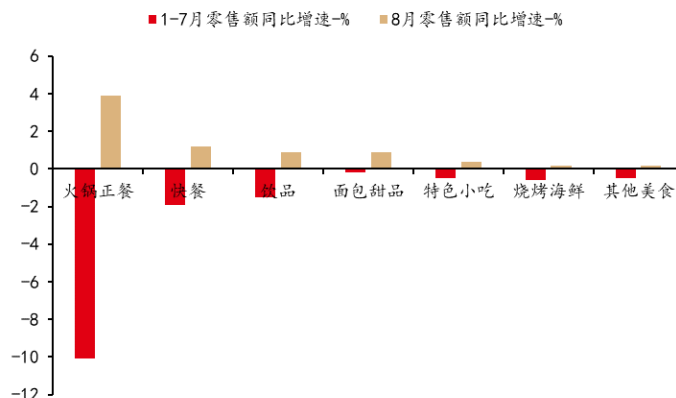
市连锁餐饮行业业态在疫情期间受影响更为严重，但8月复苏弹性更大。同时从细分业态看，火锅正餐、快餐等偏连锁业态较特色小吃、烧烤海鲜等中小B餐饮受损更为严重，但同样8月复苏弹性更大。因此B端修复后，我们认为大B恢复更快弹性更足。从复苏节奏看，疫情期间受损较小的快餐、饮品将优先恢复，而更具有社交属性的火锅正餐复苏节奏相对偏慢。

图表13: 连锁餐饮疫情期间受损更为严重



资料来源: 久谦中台, 中邮证券研究所

图表14: 火锅快餐等连锁业态疫情期间受损更为严重



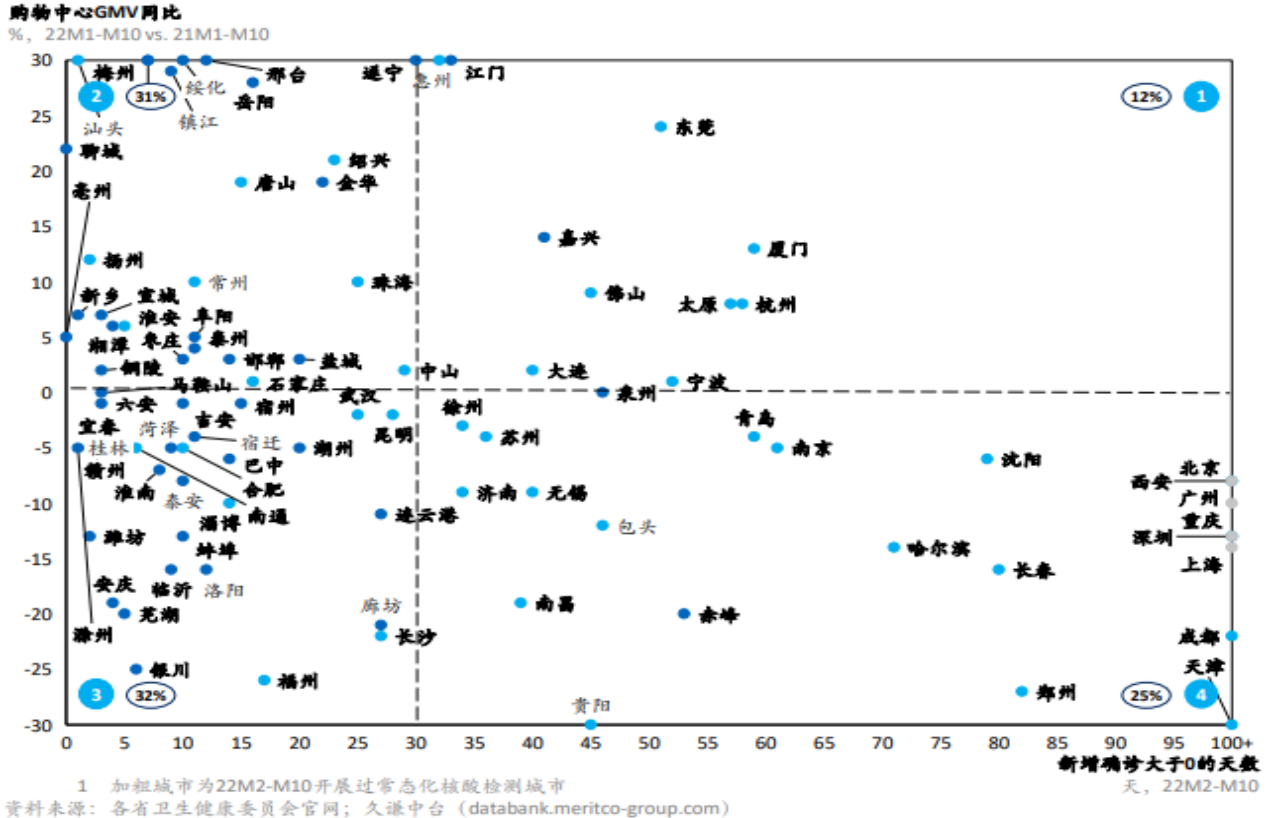
资料来源: 久谦中台, 中邮证券研究所

### 2.3 分区域看, 高线城市有望引领复苏

多数高线城市受疫情影响较重, 疫后商业复苏弹性更高。根据久谦中台数据, 我国各线城市可根据购物中心 GMV 同比增速和新增确诊大于 0 的天数分为四大象限, 其中多数高线城市处于高新增天数且商场 GMV 同比下滑的区间。从四象限对应的复苏节奏展望看, 1) **疫情反复, 但消费修复至疫情前**的厦门、杭州等城市经济韧性强, 在疫情扰动下消费仍然有韧性, 疫后线下消费有望快速恢复并超越疫情前水平。2) **基本无疫情, 且消费已修复至疫情前**: 三线城市集中且主要分布在山东、江苏、安徽等全省疫情防控较好的省份。在完善的防疫政策下, 此类城市经济逆势增长, 客流恢复程度较好, 疫后复苏弹性相对较低。3) **基本无疫情, 但消费低迷**: 此类城市由于疫情期间管控较为严格, 虽然防控出色, 但居民消费能力受损。预计疫后受经济复苏滞后性影响, 复苏动能不足, 社零和餐饮复苏进度预计较为缓慢。4) **疫情反复, 消费低迷**: 主要为一线及二线城市占比高, 多属于人口大省、省会城市, 本身消费能力较强, 经济韧性强, 有较大的消

费提升空间。此前不断受到散发式疫情冲击，居民出行受限、消费承压，但预计疫后复苏弹性在四类城市中最高。

图表15：多数高线城市受疫情影响更大



资料来源：久谦中台，中邮证券研究所整理

高线城市 GDP 增速受疫情影响更大。我们选取全国不同线级（一线/新一线/二线/三线/四线/五线）受到疫情影响不同的城市作为测算样本，通过测算每级城市 19 年平均 GDP 增速与 22 年之差做比较，发现高线城市受到疫情冲击较低线城市更大。因此，我们认为高线城市 2023 年消费复苏潜力相对更大，而久谦数据也佐证多数高线城市消费尚处低迷状态。

图表16: 各线城市分类

城市等级	城市名单
一线城市	上海、北京、广州（广东）、深圳（广东）
新一线城市	1、疫情严重 2、疫情较缓
	成都（四川）、重庆、天津 长沙（湖南）、青岛（山东）
二线城市	1、疫情严重 2、疫情较缓
	哈尔滨（黑龙江）、长春（吉林） 济南（山东）、无锡（江苏）、 厦门（福建）
三线城市	台州（浙江）、海口（海南）、乌鲁木齐（新疆）（疫情稍重）、洛阳（河南）、廊坊（河北）
四线城市	宜宾（四川）、鞍山（辽宁）、玉林（广西）、秦皇岛（河北）、汕尾（广东）、晋中（山西）
五线城市	六盘水（贵州）、张家界（湖南）、齐齐哈尔（黑龙江）、延安（陕西）、鹤壁（河南）、萍乡（江西）、葫芦岛（辽宁）、池州（安徽）

资料来源：中邮证券研究所整理

图表17: 各线城市2019年GDP增速与2022年预计增速差

城市等级	GDP 增速差值
一线城市	3.9%
新一线城市	2.7%
二线城市	4.6%
三线城市	1.1%
四线城市	-0.3%
五线城市	-2.9%

资料来源：中邮证券研究所测算

## 2.4 对比海外，半年维度下餐饮景气度有望修复

对比海外各国放开后的消费和餐饮复苏节奏，我国社零和餐饮需求有望在半年维度得到有效修复。海外较早放开的美英两国解封后社零和餐饮数据在2个月内快速复苏，但随后由于德尔塔毒株影响下的第一波大面积感染冲击，零售和餐饮需求均再次承压，两者回落至低于封控前的水平。而日韩两国作为东亚地区放开较早的国家，两者零售和餐饮走势也与美英两国类似，在放开后第一波疫情冲击下需求跌破封控前水平。而放开较晚的越南、新加坡由于面对的奥密克戎毒株影响相对较小，因此受第一波疫情的扰动更小，社零和餐饮需求未跌破前低。从六国社零和餐饮复苏至平稳水平的节奏看，均需6-12个月的维度完成稳态复苏。

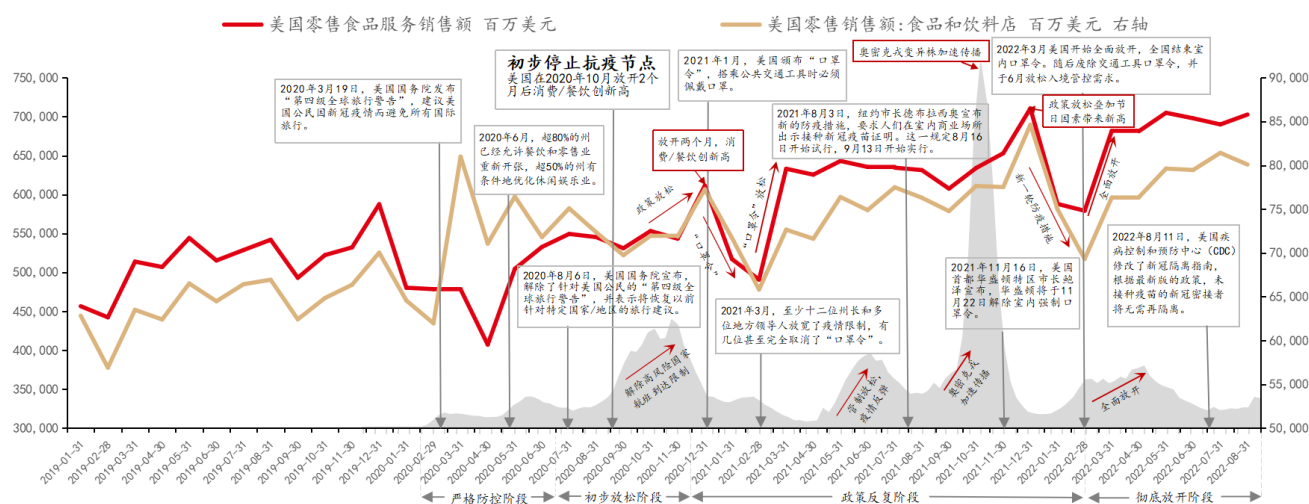
### 细分国家看：

- 美国在2020年10月放开2个月后消费/餐饮创新高，零售食品服务销售额达到近六个月以来的最高点；
- 2021年3月底，英国政府宣布优化管控措施，英国零售销售额在3个月后攀升至新的峰值，此后虽有所波动，但总体保持增长；2021年6月完全解除封锁，6个月后消费/餐饮创新高；
- 日本于2021年9月停止新冠紧急状态，此后经济逐渐恢复，4个月后日本消费/餐饮创新高；

- 2022年4月中下旬起，韩国自22年1月开始逐步放开，4月全面实施放开措施，韩国零售总额在4月已恢复至以前107%水平，两年平均增速10%，较疫前高6个百分点；
- 2022年3月，越南出入境政策放宽，持阴性证明入境后无需隔离，4个月后消费/餐饮创新高；
- 新加坡在2021年11月放开后2个月消费/餐饮创新高。

纵观六大经济体疫后修复路线，防疫政策优化后，经济通常需要6-12个月的维度完成稳态复苏。由于我国本次疫情持续时间较长，市场主体需要时间振作、也需要政策扶持，社零和餐饮复苏趋势可对标越南新加坡，时间维度看预计仍需6个月左右完成有效修复。

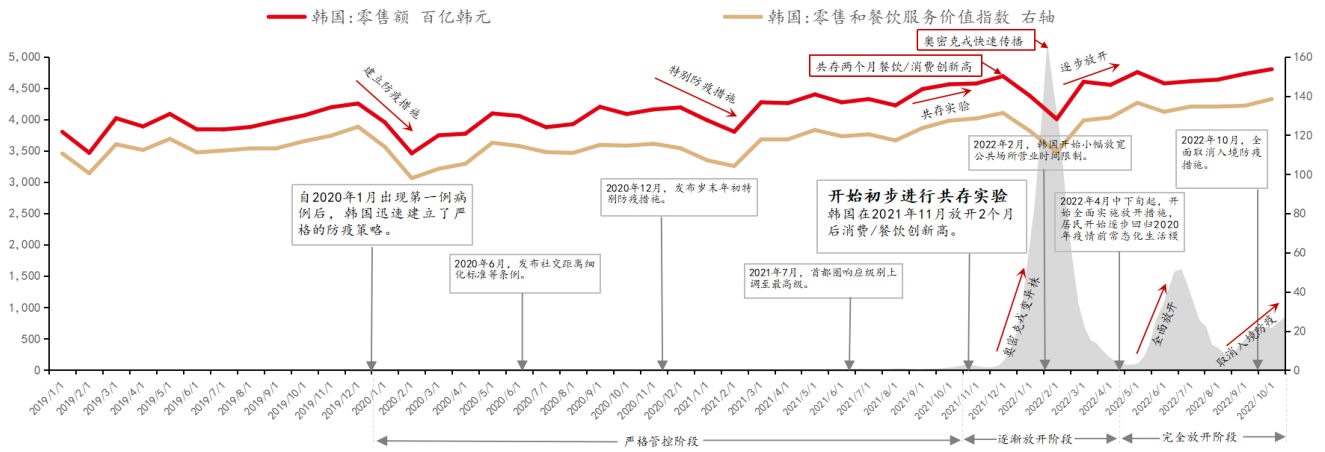
图表18：美国疫情政策及社会消费情况



资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

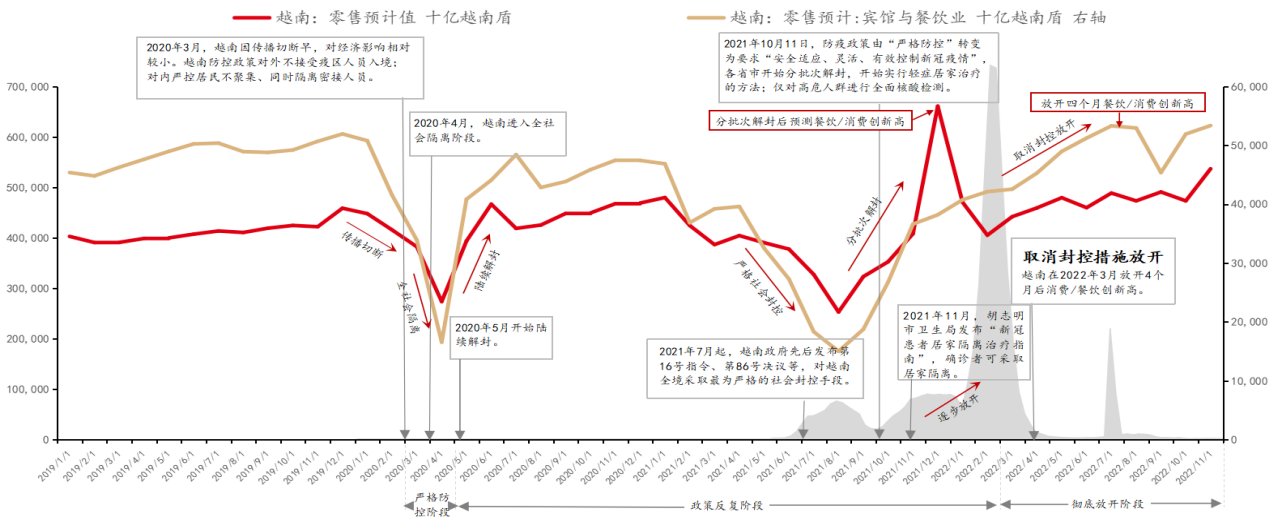


图表21：韩国疫情政策及社会消费情况



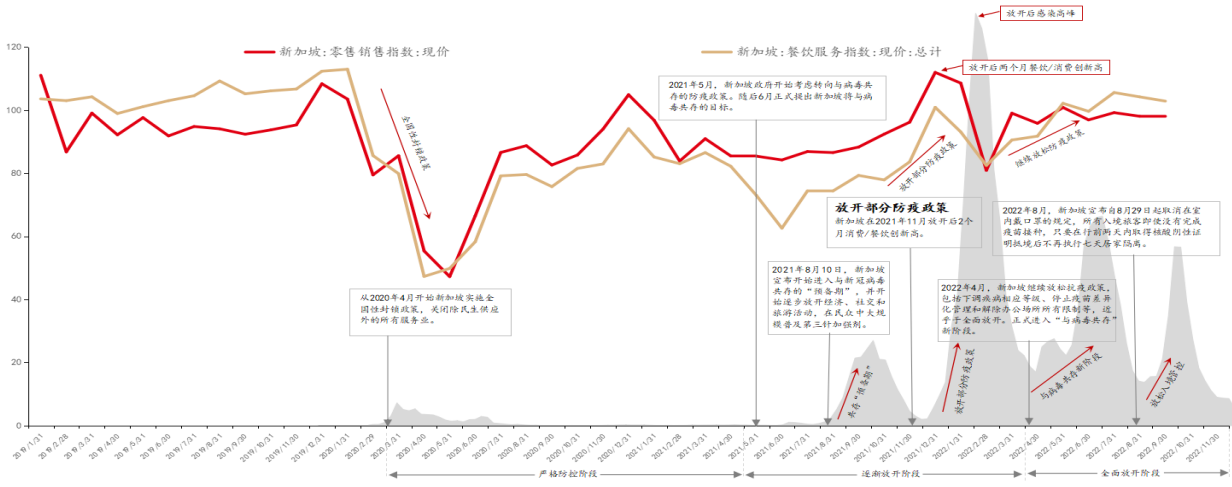
资料来源: ifind, 中邮证券研究所整理

图表22：越南疫情政策及社会消费情况



资料来源: ifind, 中邮证券研究所整理

图表23：新加坡疫情政策及社会消费情况

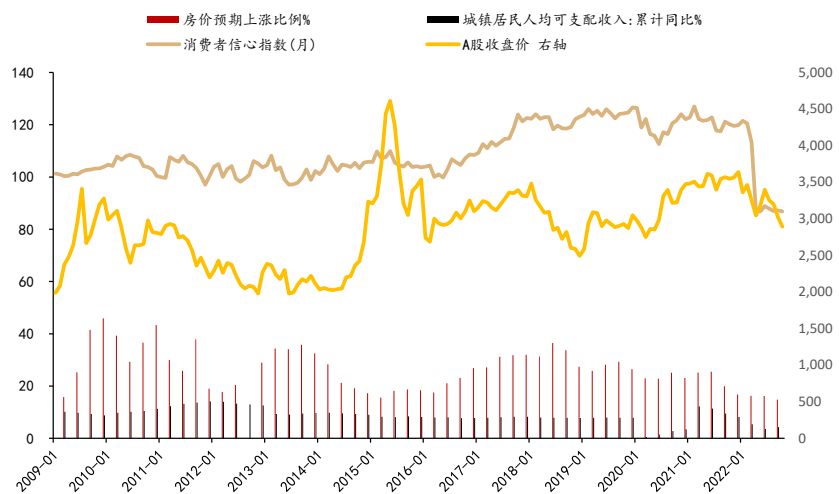


资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

## 2.5 消费者信心有望触底反弹

我们认为消费者信心即将触底反弹，伴随2023年国家促进消费的政策逐步推进，居民端消费复苏在望。复盘消费者信心指数与收入、家庭财富的关联，消费信心基本与房价预期、股市趋势、收入增速呈现正相关性。2022Q4，房价预期、股价走势、收入增速均回落至近3年低点，消费信心快速下滑。从历史趋势看，房价、股市、收入增速低迷阶段普遍在1年之内反转，我们预计2023年消费信心将进入反弹阶段。

图表24：消费者信心与家庭财富/收入关联



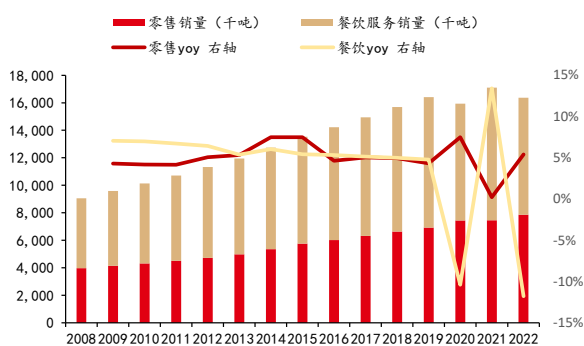
资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

### 3 展望 2023 年，七大主线看餐饮行业复苏

#### 3.1 主线一：穿越周期仍稳健，不惧短期疫情冲击

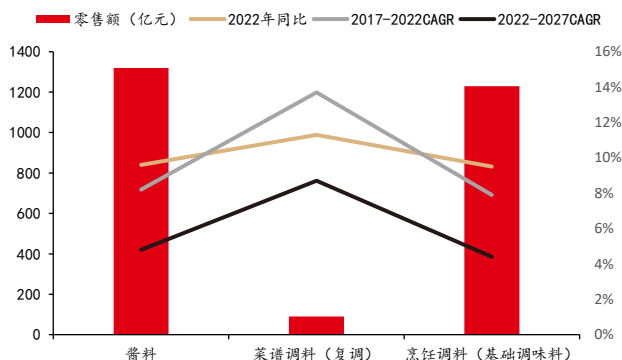
当前市场处于疫情防控政策端放开后的乐观预期、业绩端的真空期以及第一波疫情冲击下的扰动阶段。第一波疫情冲击、后续国际放开后的各类变异毒株再次冲击以及消费复苏进度的不确定性下，可以关注 B/C 端切换顺畅、疫情反复下需求影响较小，且 Q4 以来动销数据明朗的复调、软饮料行业相关公司。

图表25：调味品 B/C 端需求切换顺畅



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表26：2022 年菜谱酱料（复调）增速高于行业平均



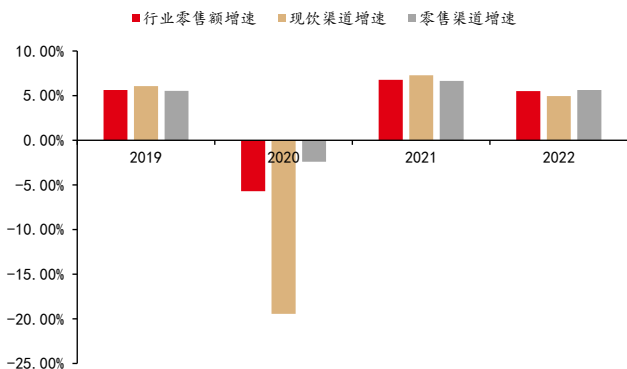
资料来源：中邮证券研究所测算

从需求端看，复合调味品的家庭/餐饮消费场景具有较强的互补性，疫情冲击对餐饮端扰动下复调需求可转为家庭需求。同时疫后餐饮修复下，B 端场景将承接此前 C 端需求。根据欧睿国际数据，调味品行业在 2020、2022 年疫情影响较为严重年份，餐饮增速转负但，餐饮增速转负但零售增速走高，对整体需求形成支撑。从细分品类看，调味品酱料中菜谱酱料（复调）过去 5 年复合增速为 13.70%、2022 年同比增速为 11.30% 分别高于传统烹饪调料（基础调味品）5.80pct/1.80pct。

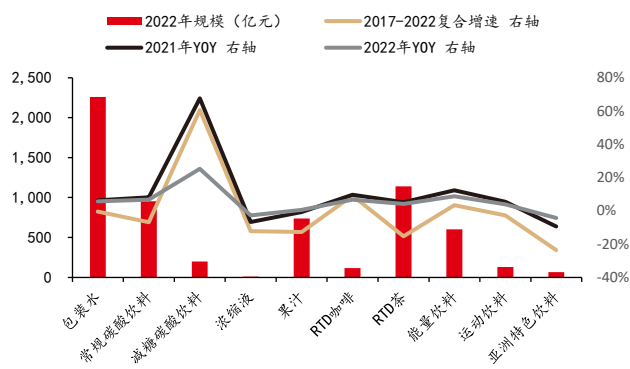
展望 2023 年，短期来看如我国放开国际流通后海外各类变异毒株造成疫情反复，复合调味品行业 C 端有望延续高增长，维持业绩稳定；如后续疫情影响消退餐饮复苏，B 端当前较低的渗透度将给复调公司带来较大的增量空间。从中长期视角看，复调调味品当前市场规模、份额占比仍相对较小，人均消费量较海外

其他餐饮文化类似的日韩等过偏低，未来成长空间仍然广阔，疫后餐饮复苏后复调 B 端业务有望伴随餐饮连锁化率提升同步增长。

图表27：软饮板块 21、22 年受疫情影响较小



图表28：部分软饮细分品类维持高增速



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

**部分软饮品类疫情下仍保持高增速，放开业绩有望提速。**疫后放开背景下线下消费场景需求有望复苏，同时成本端 PET 价格回落趋势预计延续，软饮行业毛利率有望修复。需求端，此前在疫情持续影响下，软饮料主要的消费场景如 RTD、餐饮、户外运动等消费场景均受抑制，对应的运动、植物蛋白、功能、碳酸饮料等品类增速受损。但伴随疫情放开，后续户外线下人流复苏、宴席餐饮聚会回补等需求场景带动下，软饮料整体需求得到改善。从细分品类看，减糖碳酸饮料、RTD 茶以及功能饮料品类在疫情影响下仍能保持高增长，2022 年同比增速分别为 25.30%/4.2%/8.79%。中长期视角看，以上三类子品类属于软饮料行业后起之秀，市场规模较小、渗透度偏低，当前仍处高速成长阶段。其中减糖碳酸饮料和无糖 RTD 茶饮有望继续跟随消费者健康理念普及而提升市场份额，替代部分传统含糖产品，而功能饮料行业则有望在人均消费量、应用场景等方面持续突破。

综合看，如在放开后将面对多种变异毒株可能造成的疫情反复波动干扰，我们预计 2023 年复调、部分软饮料仍将是食品饮料行业业绩较为稳定的板块。

### 3.2 主线二：餐饮复苏正归来，关注 B 端需求升温

近期我国全面放开后餐饮市场逐渐复苏，以 B 端渠道为主的餐饮供应链需求反弹。过去 3 年，疫情影响下餐饮消费下滑，与其关联度较高的基础调味品、速冻预制菜行业业绩承压。目前国内各地防疫政策向好，复盘海外亚洲国家疫后复

苏路径，终端销售将在政策放松后 2-4 个月后表现出反弹式修复，建议关注 2023 年二季度后 B 端需求上升推动速冻及调味品公司业绩增长。

图表29：速冻预制菜行业疫情影响与复苏复盘

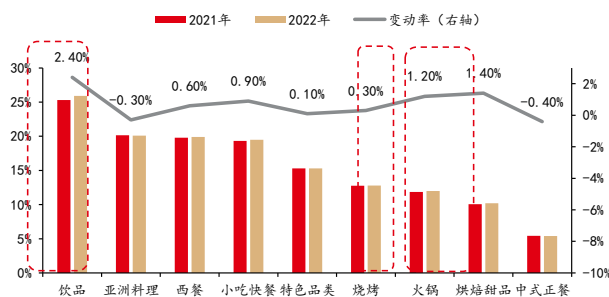
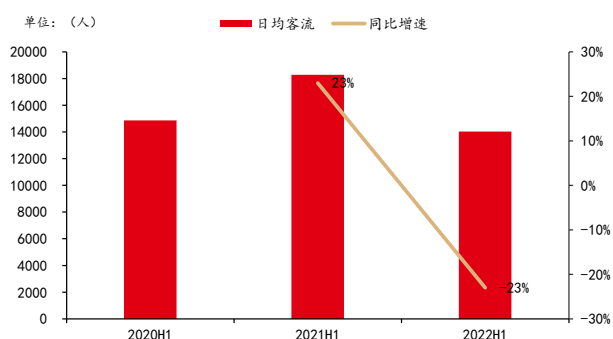


资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

渠道结构转向均衡，餐饮渠道复苏已在上游体现。今年以来 B 端餐饮由于线下多地疫情封控增速将出现下滑，其中一部分需求将转移至 C 端，三季度 BC 渠道失衡发展的趋势得到缓解，四季度受疫情影响餐饮需求呈现出先下探再回升的趋势。分渠道表现，C 端及新零售平台延续较高速增长，小 B 复苏快于大 B，对应经销渠道更快修复，大 B 端随下游需求进入弱复苏通道。安井本身以经销渠道见长，今年 Q1/Q2/Q3 单季度经销渠道同比增速分别为 18.63%/25.48%/32.71%，逐季增长提速，C 端锁鲜装依旧表现亮眼，今年前三季度销售额同比增长超 40%，

进入 10 月后安井开展常规旺季促销、促销力度较去年同期差不多，我们估计 10 月主业表现有双位数稳健增长，经营趋势平稳，11 月需求端略显疲软，12 月有望通过小范围提价提振业绩。千味央厨的经营表现中更能反映出大 B 客户需求恢复情况，直营渠道同比仍存在下滑但降幅收窄，客户结构中第一大客户百胜中国销售情况在三季度明显好转，且剔除其余大 B 客户销售情况较去年同期有近 25% 的增长，经销渠道保持在 30% 左右的高增长，四季度经营有望保持双位数增长。行业内其余企业也随着疫情对市场的影响而积极求变，海欣通过调整管理模式、产品结构、渠道裂变在三季度实现营收利润双增长。

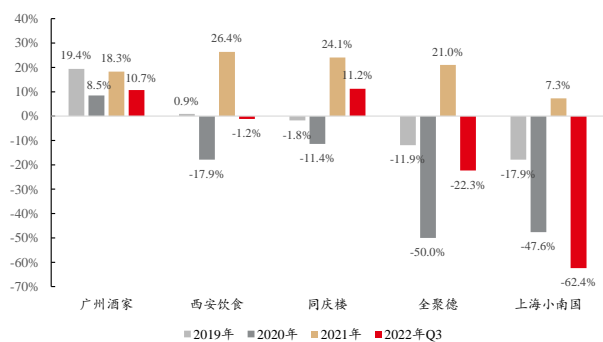
**图表30：连锁餐饮点位主要购物中心今年客流下滑严重**      **图表31：2021-2022 不同品类门店集中度 CR10 对比**



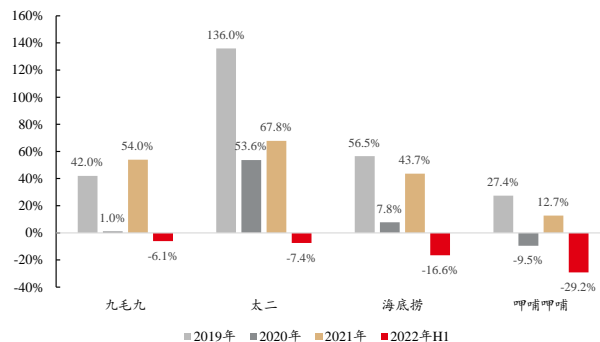
资料来源：赢商大数据，中邮证券研究所

资料来源：红餐大数据，中邮证券研究所

从下游客户情况来看，上半年餐饮大客户表现疲弱，三季度均有较大改善。麦当劳中国区同店销售额出现负增长，在第三季度包括中国在内的国际市场同店销售额实现 16.7% 的正增长，百胜中国在单三季度收入同比增长 11%，利润大增 86%，其中肯德基和必胜客同店销售额均回升至去年同期水平，大型餐饮连锁品牌在 7、8 月餐饮市场逐渐企稳后在 9 月迅速抓住发展机遇，实现了同环比的增长。国内火锅连锁品牌如太二、海底捞、九毛九等同店在 10 月均恢复至去年同期的 70%-80% 左右。

**图表32：19-22年中餐部分上市餐企营收同比增速**


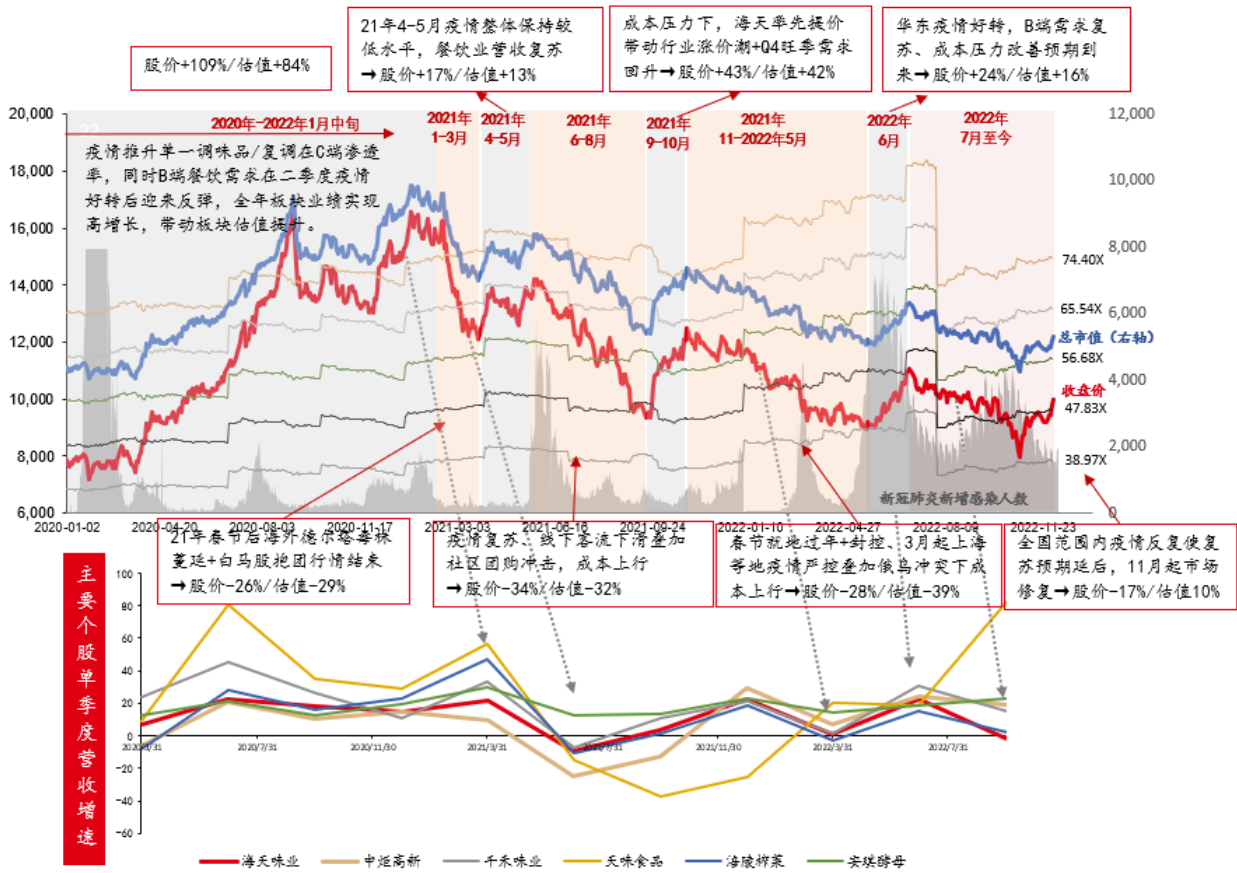
资料来源：ifind，中邮证券研究所

**图表33：19-22年火锅部分上市餐企营收同比增速**


资料来源：ifind，中邮证券研究所

**展望 2023，预制菜品类仍将持续推升 C 端渗透率，而疫后复苏将带动 B 端需求释放。**2023 年成本端扰动因素仍在，B 端餐饮市场需求将随着消费市场复苏而回暖，主要变化因素：1) 渠道端：大 B 需求复苏值得期待，将推动直营渠道恢复式增长，经销渠道受损较小预计仍将保持快速发展的态势；2) 成本端：安井、三全、正大已于 22 年年底再度进行价格调整，以应对年尾餐饮需求恢复疲软的市场环境、改善盈利水平。2023 年油脂、猪肉等原材料价格有望走低，禽类价格上升，关注原材料成本压力边际改善以及疫后消费复苏带来的餐饮端修复行情，以安井食品为主的龙头具有较强韧性。3) 业绩端：根据渠道数据，四季度以来 C 端动销良好、B 端受餐饮影响 11 月需求被动下滑，12 月恢复增长，由于今年春节较早采购节奏提前，经销商备货积极性较高，预计随着餐饮业复苏后将进一步带动行业 BC 两端双升。

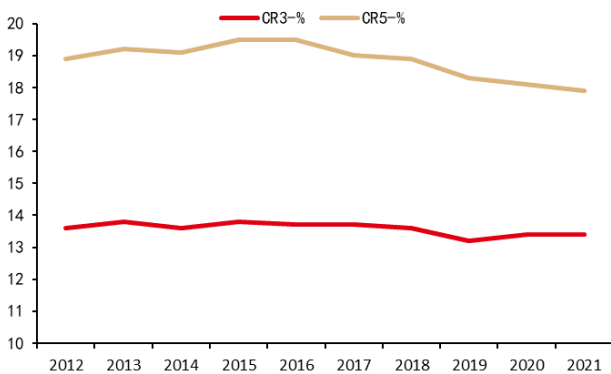
图表34：调味品行业疫情影响与复苏复盘



资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

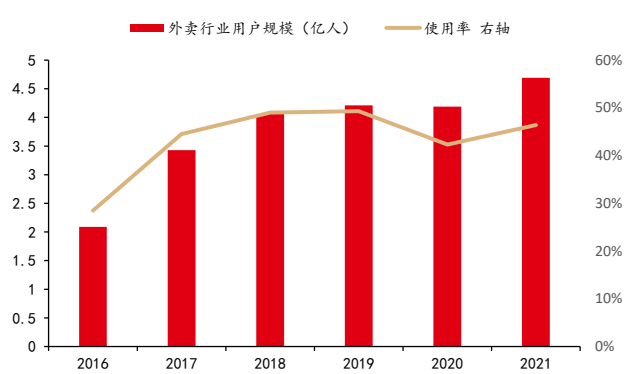
看餐饮 B 端相关的调味品需求，不利因素正逐渐消退。近 2 年，调味品 B 端需求受散发疫情导致的消费场景缺失以及经济下行压力下的餐饮消费低迷影响，复苏进程不断受阻。但在疫情得到有效控制期间，调味品行业公司业绩、板块走势等均有较为显著的反弹，需求端韧性十足。

图表35：调味品行业 CR3 稳健，CR5 回落



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表36：外卖渗透度提升改变餐饮调味品需求结构



资料来源：中商产业研究，中邮证券研究所测算

**展望 2023 年，疫后餐饮复苏、原料成本回落，双重驱动下基础调味品行业盈利复苏在望。**需求端对比海外趋势，餐饮需求有望在半年维度得到修复，基础调味品 B 端需求预计保持同步复苏。此前 2022 年 8 月疫情略有好转的背景下，社消零售餐饮数据同比改善显著，基础调味品 B 端需求复苏，需求韧性得到确认。我们认为 2023 年 Q1 伴随多数城市度过疫情第一波冲击，餐饮复苏将快速修复。同时根据此前调研机构统计数据对餐饮端（主要为连锁餐饮）监控数据，疫情影响下连锁餐饮较受影响程度大于行业整体，但需求复苏弹性更强，因此调味品行业基于连锁餐饮的 B 端业务有望迎来更高弹性。

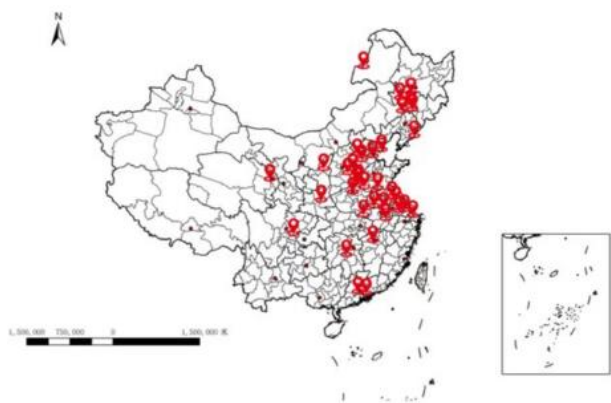
从调味品行业竞争格局看，除龙头公司外，其他基础调味品公司份额逐渐下滑。当前伴随年轻群体居家烹饪时间、需求减少，外卖渗透度逐年提高，而外卖行业为保证菜品出菜效率、口味因素考虑，复调和预制菜使用占比逐年提升，终端餐饮市场基础调味品需求降低。我们认为在此趋势下，基础调味品行业将继续淘汰低质中后部公司，行业集中度将继续提升。根据欧睿国际数据，调味品行业 2021 年 CR3/CR5 分别为 13.4%/17.9%，较 2016 年的集中度高点分别下滑 0.4/1.6 个百分点，头部的传统基础调味品公司份额逐渐收缩，仅龙头海天在过去 10 年保持份额持续提升。我们认为龙头公司具有规模、品牌、渠道优势，成本控制能力更优，在过去三年展现经营韧性和定力，未来需求复苏下盈利复苏确定性更强，而其他基础调味品公司在激烈竞争中市场份额或将被蚕食。

### 3.3 主线三：线下消费渐复苏，关注连锁业态单店回升

**线下消费回升、连锁业态单店恢复+快速开店带来更多业绩弹性。**我们通过测算不同线级城市受疫情影响程度，一线/新一线/二线城市受影响较大但更具恢复弹性，下沉市场受影响小处于正常增长区间，基于此判断我们认为高线城市占比较大、且于 22 年上半年受损严重的标的，业绩在 23 年 Q2-Q3 有更大弹性。

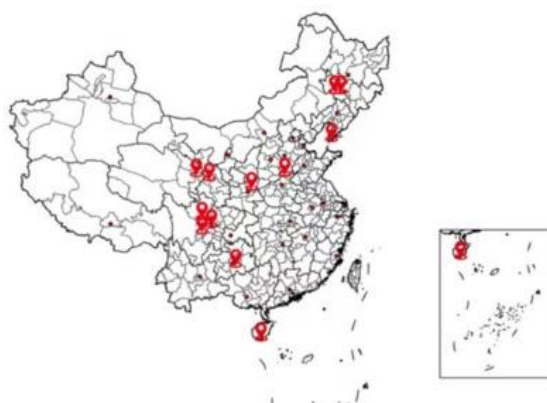
上半年 Q2 疫情全国多点爆发导致线下消费受到严重影响，Q3 以来随着疫情政策趋向精准化，连锁经营品牌终端门店表现环比改善明显。我们通过地图对比全国主要封锁城市点位图，可以感受到华东消费大区门店的经营压力释放。Q4 再度经历了一波低谷，12 月随着疫情政策性放开，线下消费将迎来全面改善。

图表37：2022Q2 全国主要静默城市分布



资料来源：中邮证券研究所整理

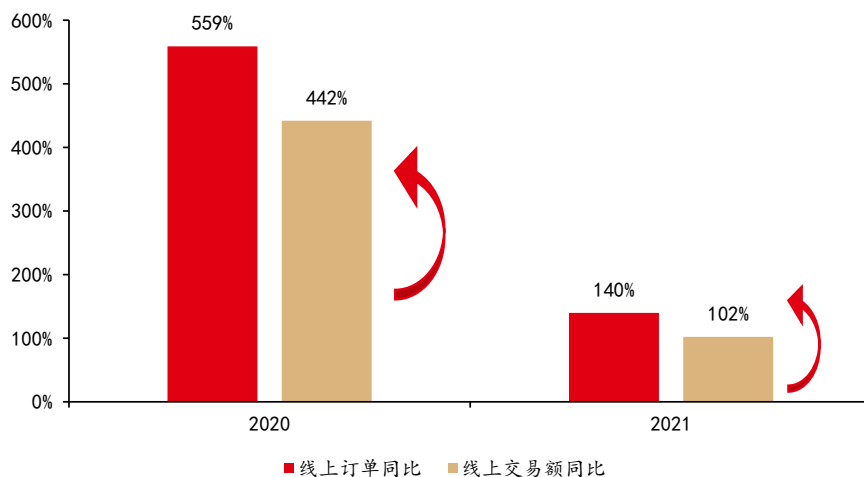
图表38：2022Q3 全国主要静默城市分布



资料来源：中邮证券研究所整理

就连锁经营模式而言，加盟业态在疫情期间的表现更具韧性，龙头企业在全国散点疫情频发的环境下，上面仍可实现营收同增，另外也通过费用减免、让利补贴等疫情政策深度绑定加盟商，巩固加盟体系护城河，上半年费用高启叠加原材料压力加大，企业盈利能力出现大幅下降。三季度以来可以看到连锁加盟业态门店端的逐季、逐月环比改善趋势愈发明显。其中，疫情压力下，卤味成为社区餐饮的生力军，2020年，“热卤”线上订单增长了近6倍，2021年也保持高速增长。

图表39：2020-2021 热卤线上消费情况



资料来源：美团，中邮证券研究所

分公司看，绝味门店表现继今年4月以来延续了环比改善的趋势，9月疫情扰动影响可控，整体来看Q3增速将比Q2环比提升。巴比华东地区6月疫后修复，上海门店在8月底9月初恢复正常，带动全国门店收入的回升，10月开始华东

缺口恢复，全国单店收入降幅进一步收窄。紫燕三季度单店日均进货额较去年同期仅有 10-20 元的差距，预计四季度开始单店收入同比有望实现正向增长。煌上煌近两年门店不断收缩，全年加盟店单店情况同比 21 年下滑 15% 左右。

图表40：连锁业态复苏弹性对比

	绝味食品	巴比食品	紫燕食品	煌上煌
上半年新开店	1207家	巴比品牌新增407家	门店数约5600-5700家	门店数量从年初的4281家收缩至4000家左右
Q3新开店	约100家*	新增270家	总计新增约500家*	
全年开店目标	近1500家	1000家	1000家	年初计划新开1059家
闭店率	维持在5%以内	巴比品牌在7%左右	10%左右（不包括迁址）	预计10%左右
测算Q1全国单店表现	同比有个位数下滑	同比下滑15%左右	单店日均订货额同比-5%	
测算Q2全国单店表现	同比降幅扩大至15%左右	同比降幅扩大至约30%	同比降幅扩大至14%左右	
测算Q3全国单店表现	同比降幅收窄至10%左右	同比降幅收窄至15%-20%（截至9.30时点华东门店-5%，全国门店整体-10%，10月华东缺口已恢复）	单店日均订货额较去年同期差距收窄至1%以内	预计全年加盟店单店收入同比下滑15%左右
预测Q4全国单店表现	同比降幅收窄至3%-5%左右	同比降幅收窄至10%上下浮动	同比实现正向增长	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

**展望 2023 年，单店表现持续回升，缩减开支+提价策略将改善成本。**10 月以来主要公司单店表现延续修复态势，四季度世界杯等活动将提升卤味零食需求，在乐观预期下，我们预计龙头品牌绝味、巴比、紫燕单店店效较去年同期相比将持平甚至实现正增长。2023 年随着线下消费回归常态，门店端表现将迅速回升，单店收入同比缺口回补并实现增长。成本方面，1) 加盟商的补贴开支不再；2) 巴比对猪肉锁价可支撑至来年春节前后，绝味、紫燕、煌上煌主要原材料鸭副产品价格已处于历史绝对高位，即使短期内无法缓解成本压力，也不会再加码。整体来看，我们认为连锁业态将加速回暖，前期拓店顺利保证全年开店目标无忧，单店盈利能力的改善将呈倍数地推动营收和利润双增长。

### 3.4 主线四：消费信心正回升，白酒增长预期乐观

#### ➤ 复盘 2022 年，疫情三年下的分化

从白酒内在发展韧性和规律看，高端酒格局稳定，茅五泸均实现强劲双位数复合增长。次高端凭借产品/渠道改革，保持行业内较高增速。区域型酒企的发展更多依赖于当地经济、消费升级价格带 vs 公司产品价格带以及市场操盘的匹

配度。十四五规划期间，白酒企业考核从纵向自身发展、横向行业内比较均有涉及。按 2022 年 wind 一致预期/公司业绩预告看上市公司三年排名变化，山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、舍得酒业、酒鬼酒呈上升趋势。

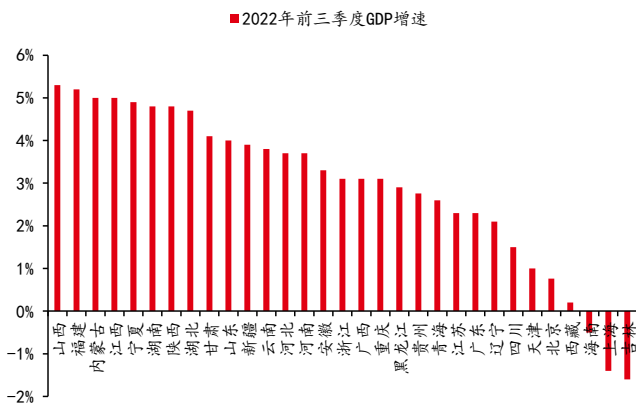
从疫情三年带来的影响看，白酒行业经历最初 2020 年冲击下的需求/场景受损，全球流动性释放、推升大类资产价格上涨，茅台批价突破历史新高直冲 3000 元大关，带动行业整体价格上涨预期。2021 年行业享受了股市上涨带来的家庭财富效应、消费者信心指数高涨下的快速发展期，名优酒渠道库存偏低。2022 年线下饮用场景&消费力均受疫情影响，行业性批价疲软，除茅台五粮液外，渠道库存增加值普遍在 1 个月以上。从固定资产/地产投资与白酒消费正相关来看，2022 年的商务消费疲软使得省外市场开拓期的次高端受影响较大，前三季度报表端增速仍较好、渠道库存水平较高。此外区域经济/疫情防控影响大的区域型白酒受冲击较大。

图表41：白酒公司疫情三年收入/利润复合增速，2022 年前三季度收入利润表现

公司	营业总收入					归属母公司股东的净利润			营业总收入		归属母公司股东的净利润	
	2019A	排名	2022E	排名	CAGR	2019A	2022E	CAGR	2022前三季度	同比增速	2022前三季度	同比增速
600519.SH 贵州茅台	888.54	1	1272.00	1 →	12.7%	412.06	626.00	0.15	897.86	16.52%	444.00	19.14%
000858.SZ 五粮液	501.18	2	747.81	2 →	14.3%	174.02	269.46	0.16	557.80	12.19%	199.89	15.36%
002304.SZ 洋河股份	231.26	3	304.14	3 →	9.6%	73.83	95.99	0.09	264.83	20.69%	90.72	25.78%
000568.SZ 泸州老窖	158.17	4	254.33	5 ↓	17.2%	46.42	101.78	0.30	175.25	24.20%	82.17	30.94%
000860.SZ 顺鑫农业	149.00	5	128.60	7 ↓	-4.8%	8.09	1.69	-0.41	91.06	-21.57%	0.28	-92.58%
600809.SH 山西汾酒	118.80	6	259.90	4 ↑	29.8%	19.39	76.26	0.58	221.44	28.32%	71.08	45.70%
000596.SZ 古井贡酒	104.17	7	164.01	6 ↑	16.3%	20.98	30.28	0.13	127.65	26.35%	26.23	33.20%
603369.SH 今世缘	48.74	8	78.66	8 →	17.3%	14.58	24.86	0.19	65.18	22.18%	20.81	22.53%
603589.SH 口子窖	46.72	9	54.18	11 ↓	5.1%	17.20	17.95	0.01	37.62	3.67%	12.02	4.47%
600559.SH 老白干酒	40.30	10	47.62	13 ↓	5.7%	4.04	7.00	0.20	34.55	24.78%	5.33	113.83%
603198.SH 迎驾贡酒	37.77	11	56.11	10 ↑	14.1%	9.30	17.53	0.24	38.92	21.42%	12.03	24.92%
600779.SH 水井坊	35.39	12	52.05	12 →	13.7%	8.26	13.27	0.17	37.71	10.15%	10.55	5.46%
600702.SH 舍得酒业	26.50	13	62.02	9 ↑	32.8%	5.08	15.52	0.45	46.17	28.00%	12.00	23.76%
600197.SH 伊力特	23.02	14	18.68	16 ↓	-6.7%	4.47	2.94	-0.13	13.07	-10.77%	1.40	-47.57%
603919.SH 金徽酒	16.34	15	21.88	15 →	10.2%	2.71	3.58	0.10	15.61	16.42%	2.14	-12.08%
000799.SZ 酒鬼酒	15.12	16	44.92	14 ↑	43.8%	2.99	12.08	0.59	34.86	32.05%	9.72	34.98%
600199.SH 金种子酒	9.14	17	13.83	17 →	14.8%	-2.04	-0.47	减亏	8.15	0.99%	-1.36	5.95%
板块整体	2450.17		3580.74		13.5%	821.38	1315.71	0.17	2667.71		999.01	

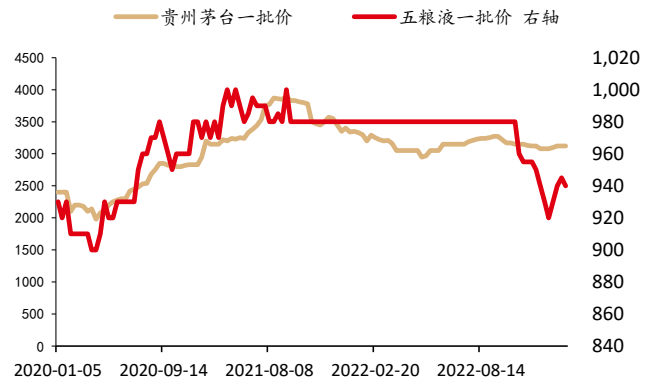
资料来源：Wind，中邮证券研究所 注：2022 年收入、归母净利润为 wind 一致预期/公司业绩预告

图表42：2022年前三季度各省GDP增速排名



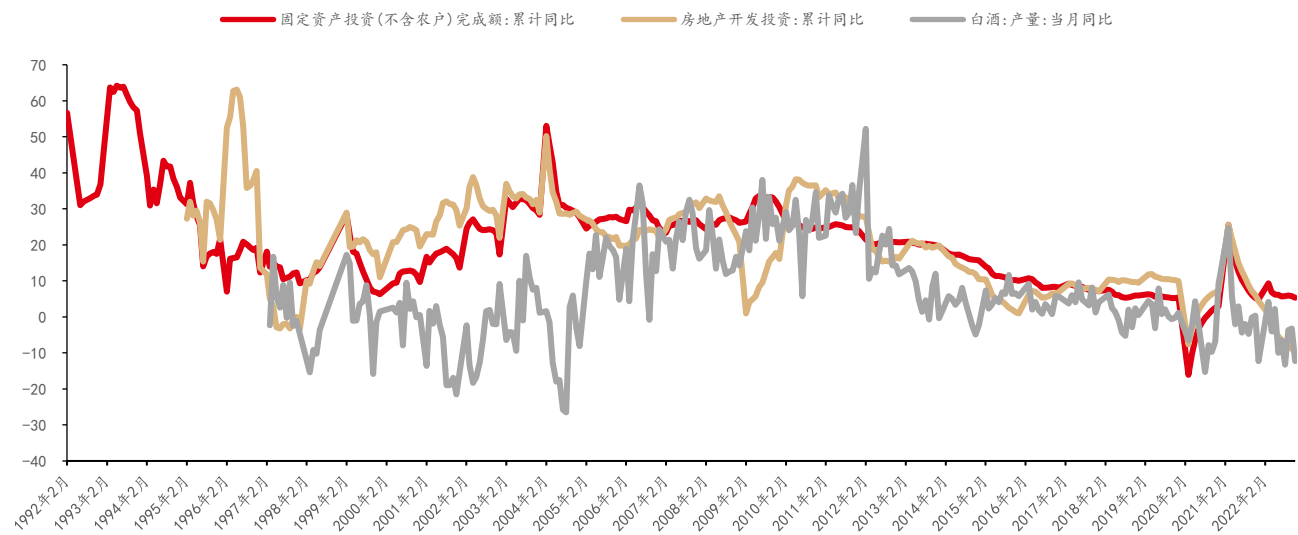
资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

图表43：飞天茅台、八代五粮液批价走势



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表44：固定资产/房地产投资与白酒产量相关性

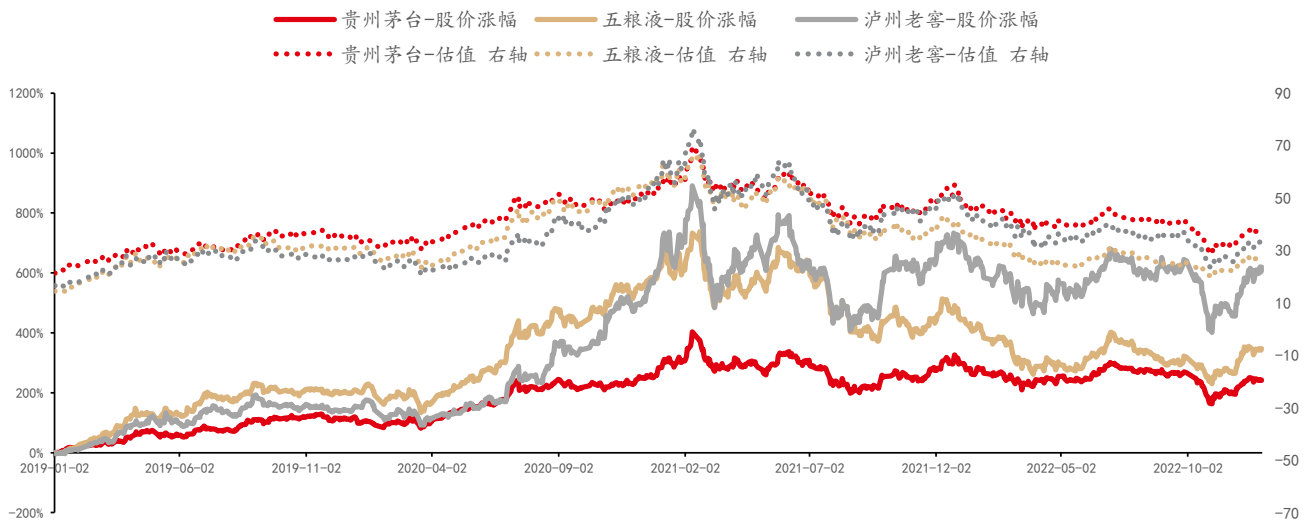


资料来源：ifind，中邮证券研究所

### ➤ 估值的消化与回归

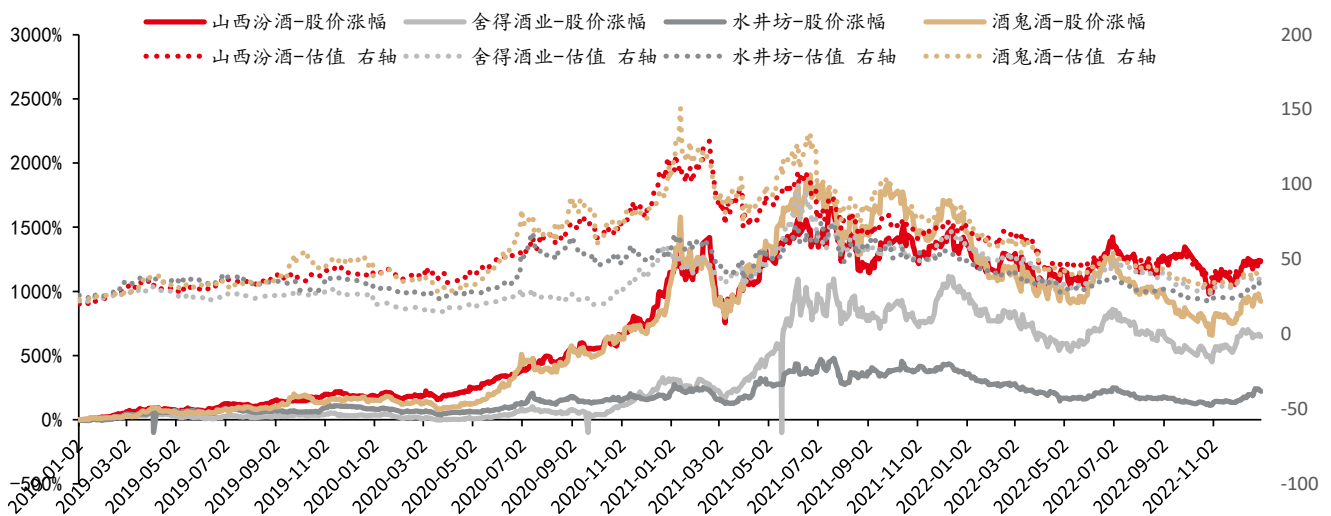
2020年白酒板块享受戴维斯双击后，2021年&2022年经历两年的估值消化，超额收益从2020年的品牌力强的茅五泸汾，到2021年的渠道改革力强的舍得、酒鬼酒，再到区域型白酒迎驾贡。

图表45：茅五泸股价自2019年1月2日涨跌幅(左轴)和估值(右轴)走势

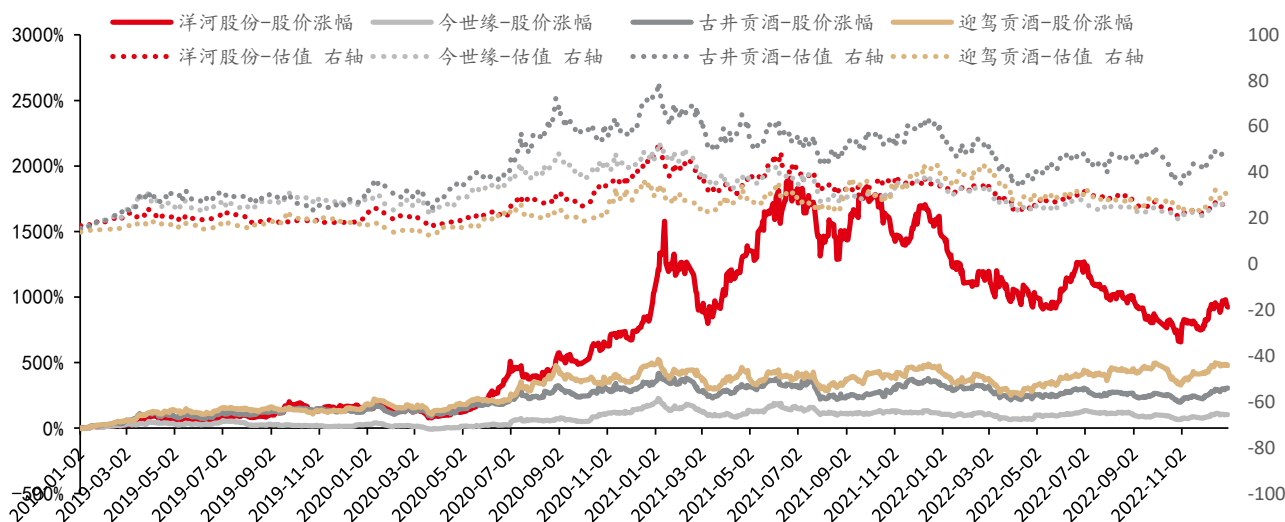


资料来源：ifind，中邮证券研究所

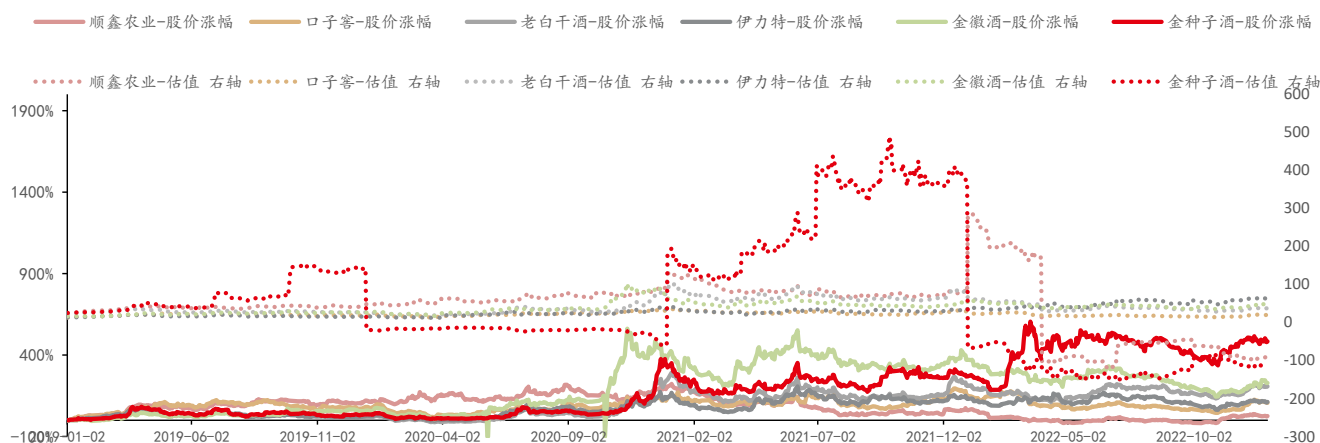
图表46：汾酒/舍得/酒鬼酒/水井坊自2019年1月2日涨跌幅(左轴)和估值(右轴)走势



资料来源：ifind，中邮证券研究所

**图表47：洋河/今世缘/古井/迎驾贡酒自 2019 年 1 月 2 日涨跌幅(左轴)和估值(右轴)走势**


资料来源：ifind，中邮证券研究所

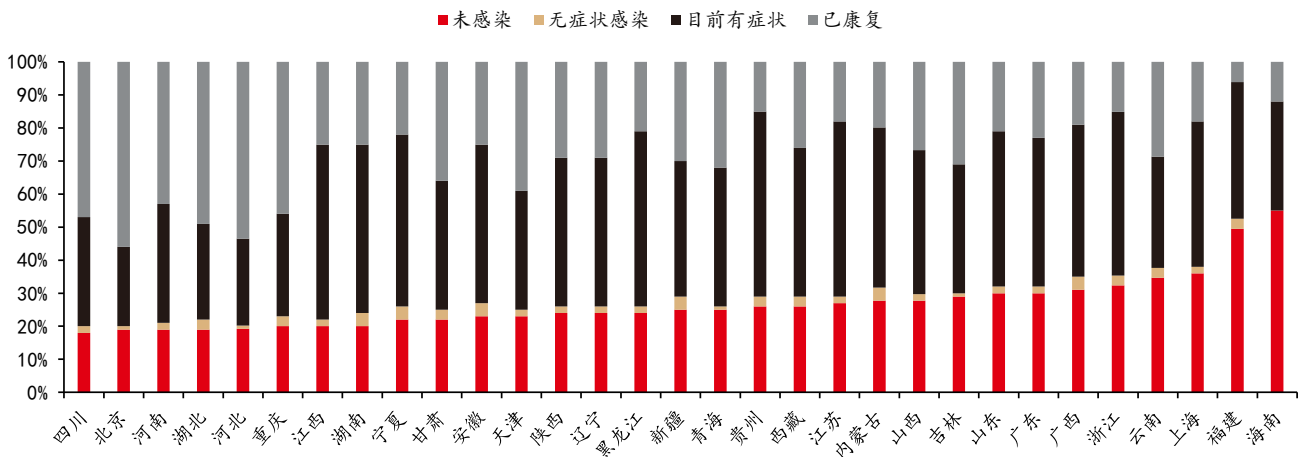
**图表48：顺鑫/口子窖/老白干/伊力特/金徽/金种子自 2019 年 1 月 2 日涨跌幅(左轴)和估值(右轴)走势**


资料来源：ifind，中邮证券研究所

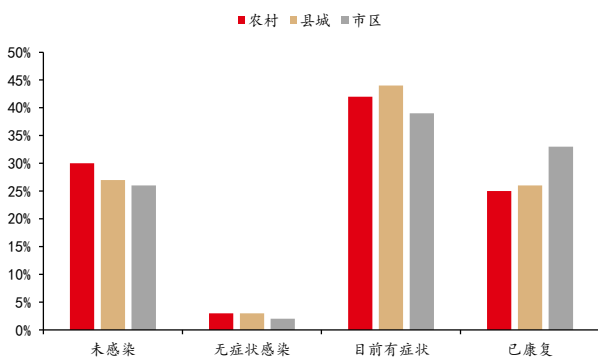
➤ **展望 2023 年：估值修复先行，再看动销改善及业绩弹性**

1) **率先放开城市消费改善趋势强劲推动板块估值进一步修复。**

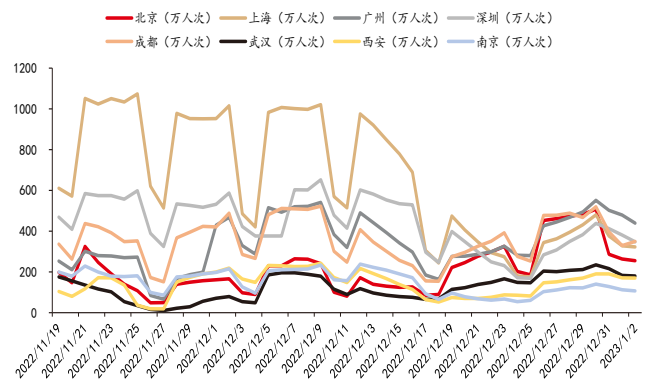
各地感染数据陆续在 12 月底/1 月初达峰，作为最早放开的城市之一，北京通勤出行率先恢复。北京元旦假日期间，市商务局重点监测的百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等业态企业实现销售额 35.3 亿元，恢复至去年同期 83.8%，消费改善趋势强劲，带动板块估值进一步修复

**图表49：截至2022年12月26日各省市疫情感染和恢复进度**


资料来源：人社通，中邮证券研究所整理

**图表50：截至2022年12月26日市县村感染和恢复进度**


资料来源：人社通，中邮证券研究所整理

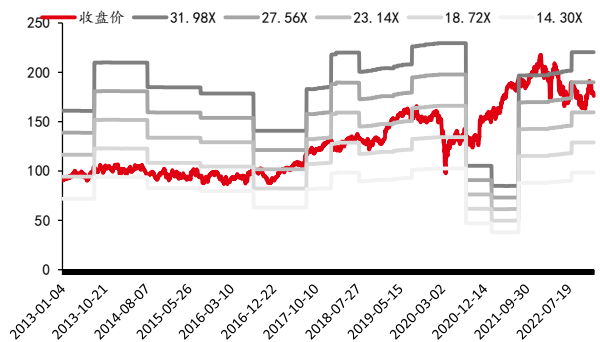
**图表51：北上广深成都杭州长沙武汉地铁出行数据**


资料来源：各地铁公司官网，中邮证券研究所整理

**图表52：各白酒公司2023年的wind一致预期下的估值**

公司	23PE 估值	公司	23PE 估值
贵州茅台	29.72	口子窖	16.58
五粮液	22.47	金徽酒	29.38
泸州老窖	26.10	伊力特	29.14
山西汾酒	34.69	酒鬼酒	27.85
舍得酒业	26.72	迎驾贡酒	23.15
水井坊	25.21	顺鑫农业	47.58
洋河股份	20.83	古井贡酒	36.83
今世缘	20.76	老白干酒	35.36

资料来源：ifind，中邮证券研究所

**图表53：帝亚吉欧 PE-Band**


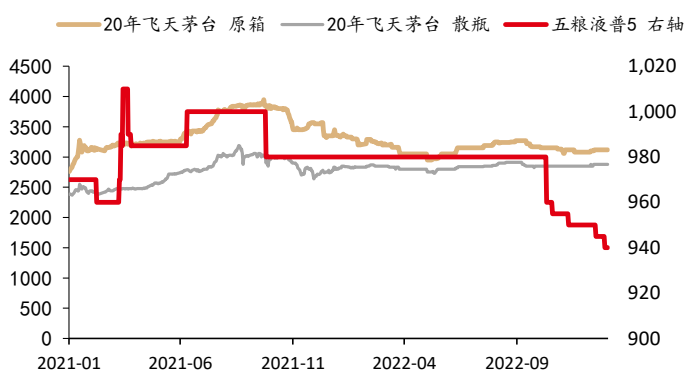
资料来源：ifind，中邮证券研究所

## 2) 春节：节前龙头企业回款进度有保障、关注春节期间大众聚餐氛围表现

白酒的春节消费类型中，估计商务消费和非商务消费占比在 7:3 左右，商务消费中的礼赠：线下商务聚饮大概占比在 4:6。礼赠部分基本不受影响，从茅台/五粮液近期批价走势触底企稳也可以看出这部分需求先行。线下商务聚饮（公司中大型年会、年底客勤答谢等）一定程度上受疫情影响。渠道反馈 12 月第二周/第三周针对团购、公司小型年会、礼赠需求的询价和陆续采购，1 月份春节前的三周表现，是动销起势的关键观察期。**值得关注的是，疫情三年后的回乡意愿强烈，整个大春节期的饮酒需求/场景或将延后持续至元宵节，聚饮氛围值得期待。**

根据渠道调研反馈，11 月古井贡酒先期启动 2023 年春节回款，12 月其他酒企陆续启动。截止目前，茅台完成 1 月回款（占全年 25% 的计划量），12 月配额散箱出现缺货、预期 1 月第一周当月配额到货。五粮液大商完成 40% 的回款进度。泸州老窖国窖品牌完成 30%。洋河回款进度大商在 30% 左右、小商 40%。山西汾酒 Q1 按 35%-40% 进度、1 月完成 25% 的回款进度走。古井贡酒回款进度在 40%-50%。今世缘进度在 35%。舍得、酒鬼酒节前估计 20% 左右确保一季度不下滑

图表54：茅五的近期批价走势



资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

图表55：各个白酒上市公司回款进度

公司	回款进度
古井贡酒	11 月启动，完成 40%-50%
贵州茅台	1 月完成全年 25%，12 月缺货于 1 月第一周到货
五粮液	大商完成 40%
泸州老窖	国窖品牌完成 30%
洋河股份	大商完成 30%，小商完成 40%
山西汾酒	1 月完成 25%，Q1 进度为 35%-40%
今世缘	完成 35%
舍得酒业	节前完成 20%，保证一季度不下滑
酒鬼酒	节前完成 20%，保证一季度不下滑

资料来源：渠道交流，中邮证券研究所整理

### 3) 二季度动销改善带动业绩改善预期

经过当前库存水平及春节档消费需求匹配，估计会有比往年多的库存带入到节后淡季消化，彼时次高端及以下的批价企稳、商务需求释放弹性，五一端午宴席/亲友聚饮场景带动动销明显改善，叠加 2022 年 Q2 的业绩低基数，推升对于板块业绩改善的预期。

图表56：白酒个股 22Q2 收入和净利占比全年的比重较前三年平均值略有下滑

	各年度 Q2 营收占全年比重			各年度归母净利润占全年比重		
	19-21 平均值	22Q2	变动情况	19-21 平均值	22Q2	变动情况
600519.SH 贵州茅台	20.82%	20.64%	-0.18%	20.62%	20.05%	-0.57%
000858.SZ 五粮液	18.73%	18.29%	-0.44%	16.28%	15.87%	-0.41%
002304.SZ 洋河股份	20.54%	19.34%	-1.20%	21.27%	19.88%	-1.39%
000568.SZ 泸州老窖	23.04%	21.05%	-2.00%	25.85%	26.10%	0.25%
000860.SZ 顺鑫农业	25.07%	20.31%	-4.76%	38.86%	-38.16%	-77.02%
600809.SH 山西汾酒	21.52%	18.48%	-3.04%	19.88%	17.08%	-2.80%
000596.SZ 古井贡酒	21.88%	22.73%	0.85%	22.68%	27.09%	4.41%
603369.SH 今世缘	22.56%	21.10%	-1.46%	27.69%	24.76%	-2.93%
603589.SH 口子窖	21.29%	18.19%	-3.10%	18.22%	14.16%	-4.06%
600559.SH 老白干酒	20.97%	23.47%	2.50%	17.76%	13.81%	-3.95%
603198.SH 迎驾贡酒	19.24%	17.00%	-2.24%	12.59%	13.05%	0.47%
600779.SH 水井坊	12.82%	12.65%	-0.16%	-0.32%	0.54%	0.86%
600702.SH 舍得酒业	24.29%	18.40%	-5.89%	28.10%	19.65%	-8.44%
600197.SH 伊力特	25.63%	27.26%	1.62%	24.59%	6.81%	-17.79%
603919.SH 金徽酒	21.99%	23.78%	1.79%	17.29%	13.19%	-4.10%
000799.SZ 酒鬼酒	23.38%	18.89%	-4.49%	24.58%	16.31%	-8.27%
600199.SH 金种子酒	21.63%	18.57%	-3.06%	39.14%	91.10%	51.97%

资料来源：ifind，中邮证券研究所 注：2022 年营收和净利润为一致预期

### 3.5 主线五：健康诉求有支撑，乳品、保健品逐渐复苏

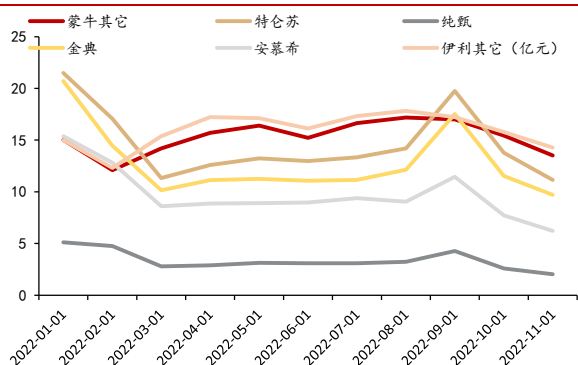
乳制品、保健品行业在放开后疫情冲击、“健康第一责任人”理念等因素催化的健康诉求支撑下，需求端景气度有望复苏。2022 年受消费力短期受损影响，偏可选消费品类承压，乳制品的高端白奶、常温酸以及保健品营收增速均有回落。预计伴随 2023 年消费信心复苏以及健康诉求支撑，两行业营收增速有望重回双位数增长。

乳制品板块，高端化进程有望延续。行业龙头伊利蒙牛 2020 年起提出的新五年目标中，战略重心均从份额竞争向规模扩容转变，行业的竞争从浅层价格战逐渐转向高质量发展。当前高端化是乳制品行业未来主要驱动力，在乳制品行业已步入成熟阶段，龙头公司市场份额提升减缓，行业集中度较高后，在基础常温品类价格战带来边际增长减弱，行业已进入产品结构高端化驱动利润增长的阶段。2022 年，需求端主流的中高端常温产品受消费力下滑和消费场景缺失影响，结

构高端化进程短暂受阻，量增动力不足，价盘普遍难以维持。根据木丁商超数据，基础常温白奶全年需求稳定，高端白奶春节、国庆期间需求回升，而常温酸节日期间表现较弱。2023 年，疫情放开后，短期春节返乡客流有望带动礼赠产品回升；中期消费力复苏、健康诉求支撑下结构升级产品增速回暖；长期看，渗透度较低的鲜奶、奶酪品类有望接棒常温贡献行业新增量。

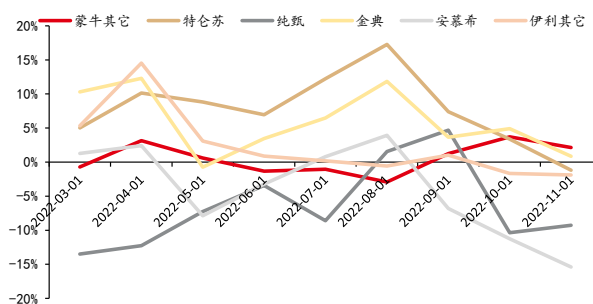
展望 2023 年，疫后放开的首个春节返乡客流预计大幅回升，春节礼赠场景修复，同时成本端原奶价格预期小幅回落，乳制品行业营收、利润增速回升可期。需求端，2022 年疫情持续影响下，消费需求短期承压，乳制品行业增速呈现 K 型结构，偏中端的高端白奶、常温酸奶增速放缓，而基础白奶、超高端鲜奶、奶酪需求仍保持稳健增长。但伴随疫后放开，叠加今年春节时间较早 Q4 进入春节备货周期，预计以礼赠场景为主的高端白奶、常温酸奶增速有望重回双位数增速。

图表57：伊利、蒙牛主要产品 2022 年销售额对比



资料来源：木丁，中邮证券研究所

图表58：伊利、蒙牛主要产品 2022 年销售额增速对比



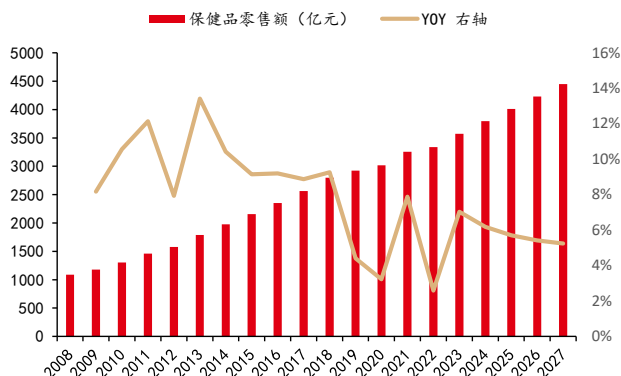
资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

**保健品从老年向中青年渗透有望带动行业增速回升。**保健品作为市场规模超 3000 亿的可选消费属性行业在 2022 年同样受疫情影响导致的线下零售场景人流受损，消费力下滑以及礼赠缺失导致的需求端低迷影响，整体增速承压，根据欧睿国际数据 2022 年行业增速较 2021 年的 7.89% 降至 2.58%。当前放开后，短期疫情冲击下，民众健康诉求高增，且低年龄段群体对自身健康关注度也在逐年提升。在中青年群体普遍认知水平高于老年群体的背景下，保健品行业产品质量可靠，价格定位合理的公司有望脱颖而出。

展望 2023 年，保健品行业同样有望在健康诉求催化下，将消费群体从中老年群体向年轻群体渗透，行业增速有望重回高个位数增长。从细分品类看，规模较大、日常使用频率较高的维生素补剂在疫情期间仍保持稳定增长，2022 年增

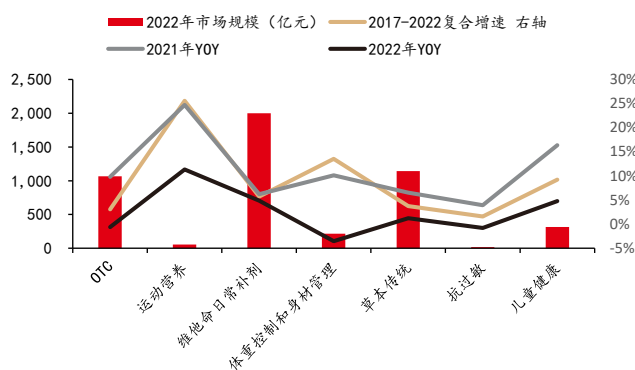
速与过去 5 年 CAGR 接近；而规模二至四位的草本传统/OTC/儿童健康类保健品 2022 年营收增速较 2021 年分别-5.29/-10.43/-11.61 个百分点。伴随消费能力复苏以及养生年轻化，预计疫情期间受损较为严重的子品类有望得到修复。

图表59：保健品行业市场规模



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表60：保健品细分子品类规模和增速



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

### 3.6 主线六：成本改善在路上，2023 年盈利弹性可期

2022 年，受俄乌冲突、美联储降息后的全球大宗商品涨价潮影响，食品饮料行业成本端持续承压。看 2023 年，伴随俄乌冲突影响减弱，美联储加息进入后期，海外需求收缩预期下，成本端多数原料价格有望迎来改善，食品饮料各子板块预计将获得不同程度的毛利率修复。

#### 分各原材料种类看：

##### ➤ 肉类：

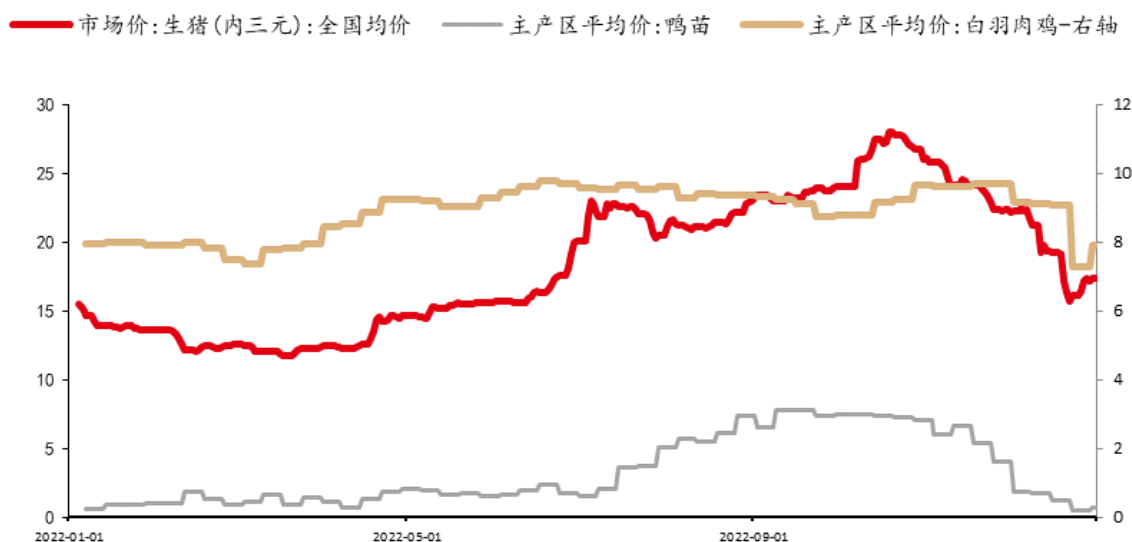
今年生猪价格波动率较高，全年生猪均价略有上移，主因为饲料等成本上升所致，市场需求下半年至年末逐渐减弱，导致生猪均价在年尾大幅下滑。从出栏情况来看，今年 4 月以来能繁母猪存栏增幅高于去年能繁母猪去化速度，因此 23 年生猪供应将逐步增加，猪肉价格重心将较今年下移。

今年鸡肉价格白羽鸡价格平稳，但养殖景气度持续回升。受海外引种困局及国内祖代产能下降影响、供给端受限后，2023 年上游供给短缺的影响将进一步向下游传导，带动鸡肉价格上涨。

养殖饲料成本上升导致的鸭副等原料价格上涨，鸭苗价格自 6 月底以来快速走高，突破近两年来的价格高点，至 10 月区间涨幅超 400%。供给紧缺局面短期

内难以得到缓解，近期肉鸭价格快速下滑主要受短期养殖户进苗推迟影响导致需求下降所致，但根据肉鸭养殖情况来看，鸭肉市场需求不断上升，而祖代和父母代存栏量降低，预计未来一段时间鸭肉产品价格仍会在偏高位震荡，但价格中枢较今年下行。

图表61：2022年猪肉、禽肉价格趋势



资料来源：ifind，中邮证券研究所

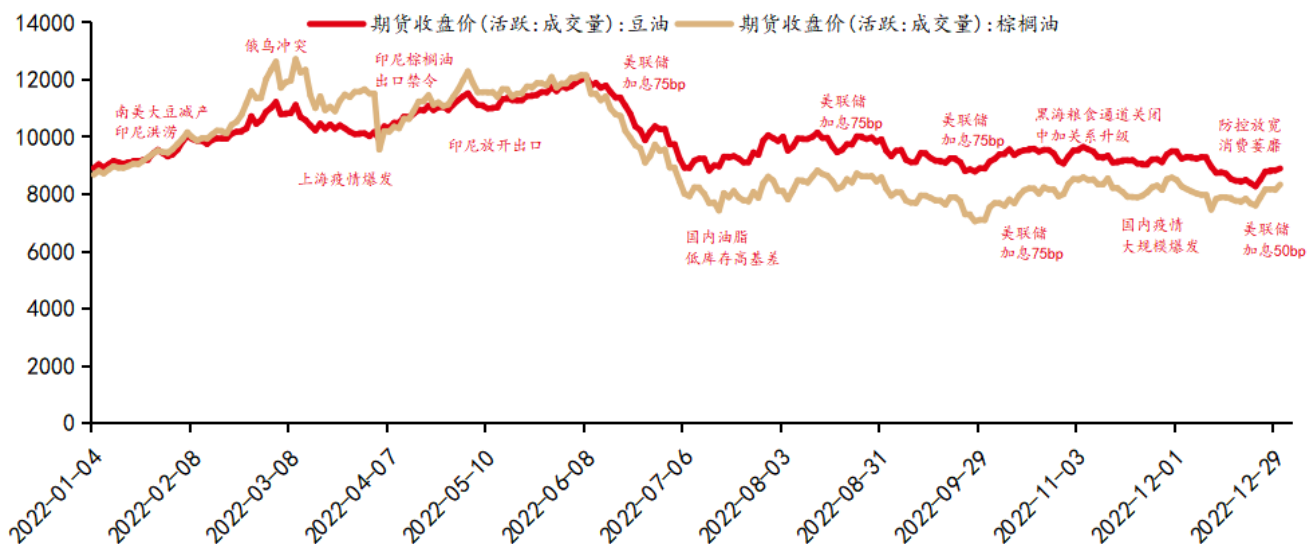
### ➤ 油脂

总体而言，油脂市场今年波动较大。上半年市场行情表现较好，棕榈油和豆油的期货价格不断攀升，但下半年价格不断下降，已经跌回年前的价格水平。今年上半年的俄乌冲突、印尼限制油脂出口等是市场价格上涨的主要原因；但今年下半年印尼开放甚至鼓励出口、俄乌冲突局势放缓、美联储数次超预期加息等让油脂市场的价格一路下跌。

供需层面上，23年度基本确定是供应紧缺转向宽松的局面，价格有望下行。在供给端，22年产量不及预期，22-23年度棕榈油产量预期有望取得恢复性增长，但整个东南亚特别是马来西亚产量增长遇到瓶颈，考虑到马来西亚劳动力短缺问题、树龄老化问题、低肥料投入对单产的影响，预计未来整个油脂的供应增速会放缓；在需求端，有望随着产量的恢复增长，但限于印度、欧盟、中国等主要需

求国的需求下降，其他油脂生产带来的抑制，棕榈油价格难以维持高位，整体油脂价格将震荡下行。

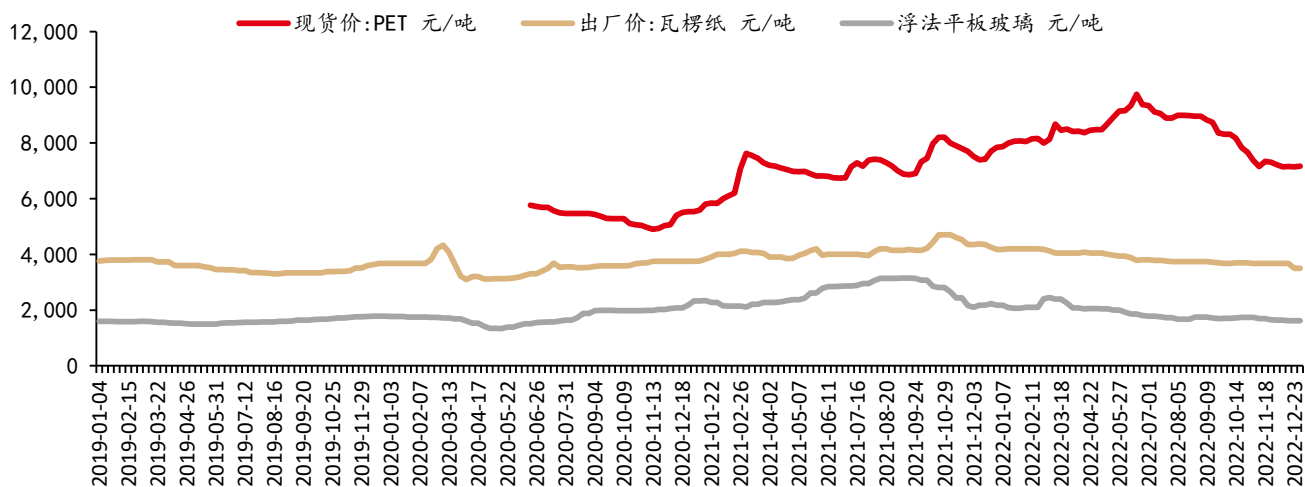
图表62：2022年豆油、棕榈油价格趋势



资料来源：ifind，中邮证券研究所整理

### ➤ 包材

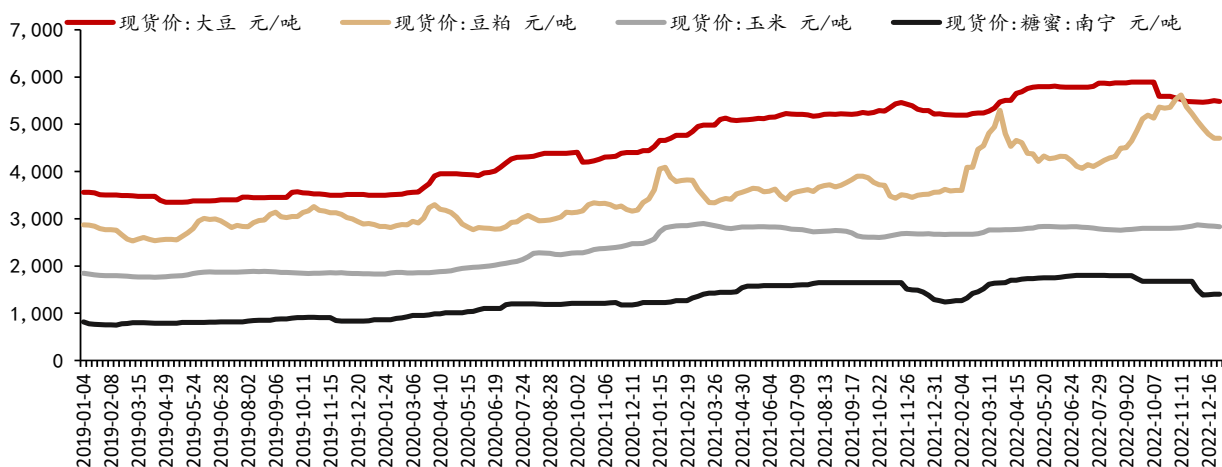
各类主流包材价格均已进入下行趋势。包材中瓦楞纸、玻璃价格在2021年10月达到高点后，2022年全年持续走低，预计2023年国内需求复苏、海外需求回落大趋势下，整体需求保持平稳态势，价格预计相对稳健。PET价格在2022年受俄乌冲突带来的原油价格高涨影响，在7月达到历史高点每吨接近万元，随后持续回落，截至2022年底已回落至7100元左右。当前欧洲国家对俄罗斯原油限价在60美元/桶，对比历史海外原油价格60美元/桶对应国内PET价格在6600元/吨，在此价格基础下预计2023年PET价格仍有下降空间。

**图表63：2022年PET、瓦楞纸、浮法玻璃价格趋势**


资料来源：ifind，中邮证券研究所

### ➤ 农产及加工品

饮食行业主要农产品原料大豆、豆粕、玉米、糖蜜价格在10月起均有一定回落。2020年至今，各类全球大宗商品价格持续上涨，其中玉米、豆粕、大豆、等饮食主要农产品原料价格均出现较大幅度上升。当前伴随美联储加息，海外需求预计进入下行周期，大宗品价格有望回落，当前主要农产品价格已呈现改善趋势，但相较俄乌冲突前仍有改善空间。此外，糖蜜价格伴随22/23榨季全年糖产量小幅提升，成交价已回落至1350-1400元区间，预计糖蜜供给增长叠加行业内水解糖替代工艺部分替代，2023年价格有望低于2022年水平。

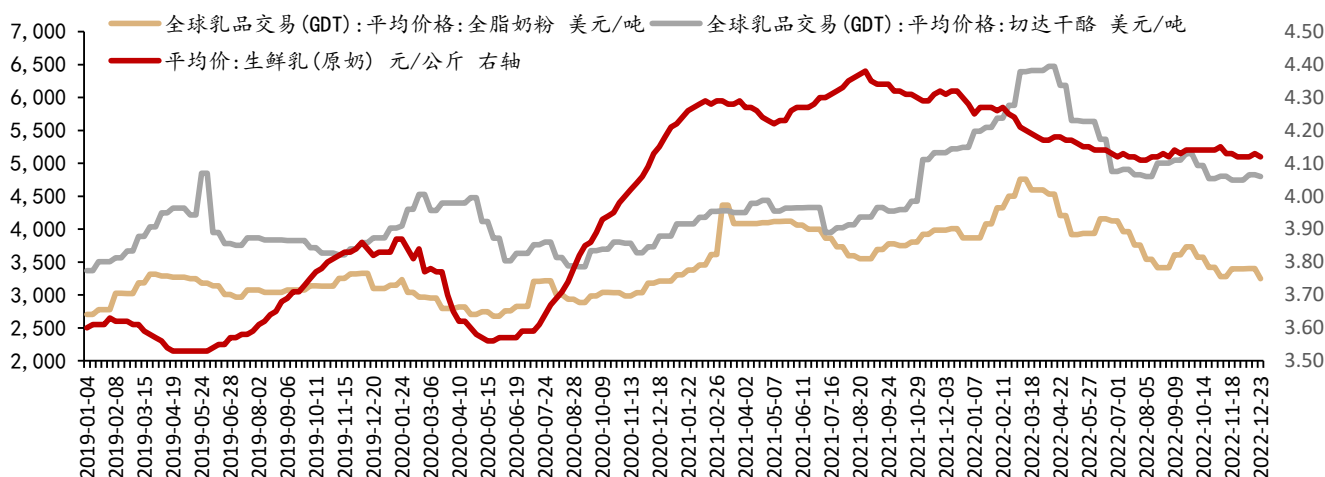
**图表64：2022年大豆、豆粕、玉米、糖蜜价格趋势**


资料来源：ifind，中邮证券研究所

### ➤ 乳制品

乳制品主要原料原奶、大包粉、奶酪价格均在 2022 年下半年开始回落。国内原奶供给从上游牧场存栏周期看，此前 2020 年起上游牧场开启补栏的乳牛逐渐进入产奶期，从 2022 年 Q3 起原奶供给逐渐放量，预计 2023 年供给端持续放量。同时从 GDT 拍卖价格看，全球乳粉、奶酪价格均在 2022 年 3 月起回落，主要由于 2022 年 Q2 起，国内原奶供给逐渐放量叠加需求偏弱，喷粉量大增导致进口乳粉需求下滑，同时餐饮消费需求下滑以及运输不畅也导致我国奶酪进口需求回落。展望 2023 年，在较为稳健的需求支撑下，乳制品供需预计仍将处于紧平衡阶段，行业原料价格降幅预计在低个位数。

图表65：2022 年原奶、奶粉、奶酪价格趋势



资料来源：ifind，中邮证券研究所

### 从原料价格展望 2023 年食饮子行业毛利率弹性：

调味品行业主要原料大豆、豆粕、糖蜜等价格均逐渐从历史高位回落。从细分品类看，基础调味品行业如酱油品类，单一原料占比较高，核心原料占比均在 50-60%以上。结合目前大豆 2022Q4 起价格回落近 8% 的背景下，我们认为调味品成本端压力逐渐缓解，在保持当前价格水平下预计 2023 年海天、中炬毛利率有望改善 3-4pcts。此外，伴随 11 月底 22/23 糖作物榨季到来，新产糖蜜 12 月均价已回落至 1420 元，同比下降近 3 个百分点，对应安琪 2023 年毛利率有望提升近 1 个百分点。复合调味品单一原料占比低，虽然产品主要原料占比同样较高在

7 成以上，但由于原料组成多样，单一原料占比均在 10% 以下，此消彼长下预计 2023 年毛利率改善空间相对较小。

**乳制品行业主要原料为原奶、以及进口的大包粉、干酪。**需求端，自 2022 年 Q4 起进入春节备货周期，下游需求复苏预计抵消上游供给提升影响，供需平衡下当前原奶保持 4.1 元左右震荡。看 2023 年，预计伴随上游牧场产量持续放量，全年原奶成本预计略低于 2022 年。乳粉和奶酪伴随国内疫后国际流通放开，进口需求支撑下，价格预计持平或微升。综合看，乳制品行业 2023 年毛利率有望获得低个位数改善。

**软饮料原材料中 PET、白糖占比较高，合计占比普遍在 50% 以上。**软饮料产品的瓶胚、瓶盖等多采用 PET 为原料，而内容物中多数添加白砂糖。2022 年 PET 价格伴随俄乌冲突后原油高涨同步走高并于 2022 年 7 月达到高点近万元/吨，9 月起 PET 价格回落，当前较高点下降近 18%。我们预计行业多数公司 2022 全年 Pet 成本均价在 8000 元左右，假设明年 PET 价格回落到 6600 元（对应原油价格 60 美元/桶），行业公司根据 PET 在成本中的占比不同，毛利率有望提升 2-4 个百分点。

**速冻食品原材料价格构成种类较多，包括肉类、鱼糜、粉类、纸箱等，其中鱼糜、猪肉、牛肉等肉制品价格的波动是影响成本端的主要因素。**公司根据自己生产节奏与用量进行锁价或囤货，同时通过产品结构调整，优化毛利水平。安井食品生产成本基本保持平稳，2022 年鱼糜价格稳中有降，展望 2023 年鸡肉价格将有所抬升，但油脂、猪肉价格有望下行，综合来看预计 23 年毛利率将稳中有升。千味央厨持续专注于改善产品结构，通过对低毛利的产品更新换代后对毛利率提升有较大贡献，成本压力缓解，预计 23 年毛利率将有 1-2% 的提升。立高 Q3 将前期高价所囤油脂原料消化完全，产能利用率不足导致单位生产成本有所上升，公司已于 9-10 月做重新锁价，预计 2023 年棕榈油价格下滑将带动公司毛利率提升。

**连锁业态中卤制品、早餐包子行业原材料以肉制品为主，**2022 年以来猪肉、鸡鸭、牛肉价格普涨，使得行业内公司成本压力骤增，毛利率大幅下行，2023 年随着供需结构改善，原材料压力有望逐渐释放。绝味食品、紫燕、煌上煌主要受到鸭肉和猪肉价格上涨影响业绩下滑，展望 23 年预计主要肉类价格中枢较今

年下行，三家公司毛利率将有 2-3 个点的提升。巴比食品 22 年对猪肉进行了全年锁价，并未受到猪肉价格波动的影响，因此预计 23 年随着生猪价格下移，毛利率将持续抬升。

图表66： 食饮各行业主要原料价格变动对应下的公司毛利率弹性测算

公司	主要原料	占营业成本比重	公司 2023 年毛利率				
			-10%	-5%	中枢假设	+5%	+10%
安琪酵母	糖蜜	38%	38.11%	36.41%	34.71%	33.01%	31.29%
海天味业	大豆豆粕	20%	38.10%	38.04%	37.98%	37.92%	37.86%
东鹏饮料	PET	30%	44.77%	42.97%	43.07%	42.17%	41.37%
伊利股份	原奶	80%	37.75%	35.03%	32.31%	29.59%	26.87%
立高食品	油脂	21%	35.57%	34.52%	33.47%	32.42%	31.37%
安井食品	禽肉	18%	26.34%	25.44%	24.54%	23.64%	22.74%
千味央厨	面粉	30%	26.35%	24.85%	23.35%	21.85%	20.35%
绝味食品	禽肉	40%	36.12%	34.12%	32.12%	30.12%	29.12%
紫燕食品	畜禽	42%	24.67%	22.57%	20.47%	18.37%	16.27%
巴比食品	猪肉	36%	35.60%	33.80%	32.00%	30.20%	28.40%

资料来源：中邮证券研究所测算

### 3.7 主线七：消费场景受催化，休闲零食渠道求变促增长

随着居民消费逐渐多元化，休闲零食成为食品届的新宠。零食作为人们闲暇或休息时所吃的食品，已经从偏主食类温饱型向营养健康功能性及美味品质化转型发展。常见的零食品类有坚果蜜饯、膨化食品、糖果、肉制食品等。休闲零食作为一种典型的食品快消品，具有购买周期短、频率高、单价较低的特性。因此消费者在选购时对于购买便利性需求较强，且易受产品包装、陈列等外观视觉影响。另外，由于零食产品差异性较小，消费者往往不具备品牌忠诚度，客户粘性较弱。

需求和渠道在发展长河中几经突破升级，推动零食行业进入新时代。从我国零食的变迁史中折射出每个时代的烙印。

“零食 1.0 时代”：70 年代以前中国物资匮乏，经历过“三年自然灾害”，当时的零食少见而针对，主要为炸元宵、柿饼、红薯干等。70 年代至 90 年代，随

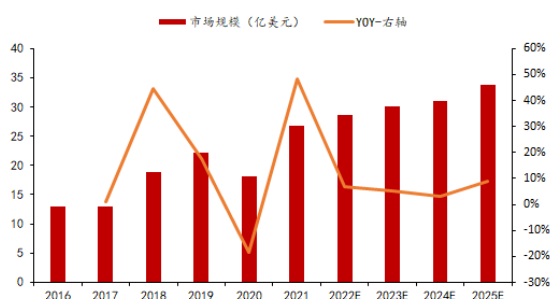
随着生活物资条件逐渐改善，出现了一批国货零食，如花生米、爆米花、大白兔奶糖。

“零食 2.0 时代”：90 年代掀起了改革开放的浪潮，零食行业开始被海外舶来品渗透，雀巢、卡夫等品牌纷纷带着饼干、糖果巧克力、膨化食品进入中国市场，这时国内零食品类逐渐丰富，但国内品牌市场份额被迅速挤压。随后本土品牌走上差异化竞争道路与国外品牌共同抢夺中国广阔市场，同时伴随着我国工业化快速发展、居民消费水平的提升，以恰恰、桃李、盐津为代表的休闲食品企业悄然崛起，坚果类和长保烘焙类零食品类也进入消费者视野，截至 2010 年，我国零食行业渠道仍以商超百货、个体零售为主。

“零食 3.0 时代”：2010 年后，电子商务的兴起促使我国零售业态迎来了巨大变革。而疫情再度对零食行业渠道提出全新要求，部分线下消费场景缺失后，线上销售占比在疫情期间有所扩大，随着疫情进入常态化，线下销售逐渐恢复。同时，新兴渠道如社区团购、生鲜平台等兴起也推动企业在渠道端进行多元化布局。

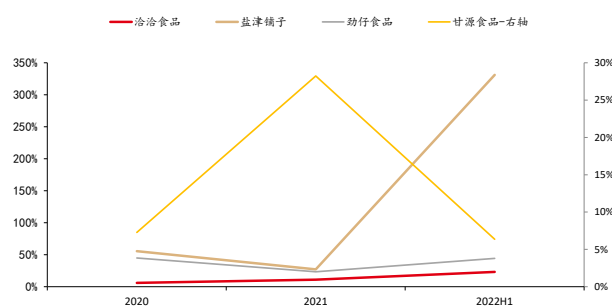
疫情已然接近尾声，疫后复苏迫在眉睫，展望未来，对休闲零食行业而言，渠道变革产生的红利将成为推动业绩增长的主要动力来源。

图表67：休闲零食市场空间和增速预期



资料来源：头豹，中邮证券研究所

图表68：各零食公司新兴渠道销售情况

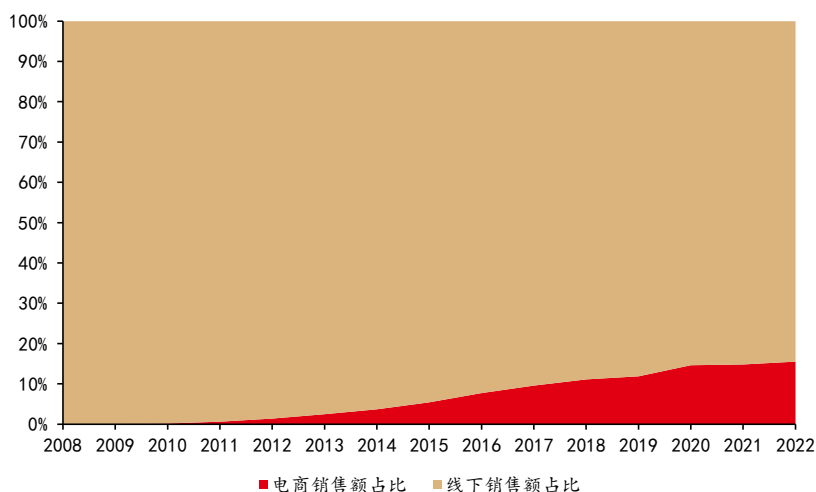


资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理 注：甘源食品为电商+其他模式，劲仔为线上销售模式，其他均为电商模式

目前来看，休闲零食可分为四种渠道类别：大卖场/超市、便利店/街边店、线上电商、即时零售。电商渠道快速发展带来的线上红利逐渐褪去，随着疫情对消费习惯的影响，综合性价比与便捷性的渠道成为主力，因此线下会员店、零食量贩业态迅速兴起。会员店通过大批量采购、形成高品质性价比的品牌形象切入

消费人群，我国会员制超市快速发展，2016-2021 年复合增速达 15.7%。甘源食品迅速凭借“芥末味夏威夷果”在山姆会员超市扩大销售规模成为市场爆款。零食量贩店/折扣店以超低性价比成为近期新渠道发展的重心，洽洽、盐津等公司纷纷入驻零食很忙等新渠道，目前龙头品牌月销达到千万级别。劲仔食品今年不断进行渠道结构优化，经销商数量稳步提升，同时大包装产品占比快速提升，实现收入和利润的双向增长。

**图表69：休闲零食行业销售额线上/线下渠道占比**



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

**展望 2023 年，我们认为休闲食品缺失的消费场景将回流，新兴渠道红利期仍将持续，因此全渠道发展的龙头公司将较好表现。**

1) 此前因疫情导致线下消费场景缺失，2023 年线下渠道布局将是发展重点，另外也可关注解封后的线下补库行情。Q3 以来休闲零食板块动销数据良好，春节备货行情提前将推动 22Q4-23Q1 业绩增长。

2) 大宗涨价对休闲食品的成本影响相对较小。而且以洽洽为代表的企业已通过提价转移部分成本压力，后续成本端扰动对业绩的影响有限。

## 4 2023 年食品饮料行业推荐标的

## ➤ 贵州茅台

股份公司超额完成收入规划、收入占比集团 93.26%，支持集团迈向十四五规划目标。公司 2022 年生产茅台酒基酒 5.68 万吨左右、同比增长 0.58%，系列酒基酒 3.50 万吨左右、同比增长 23.90%；预计实现营业总收入 1272 亿元、归属于上市公司股东的净利润 626 亿元左右，分别同比增长 16.20%、19.33%左右（其中茅台酒收入 1077 亿元、系列酒 157 亿元左右，分别同比增长 15.23%、24.65%左右）。2022 年茅台集团预计实现营收 1364 亿元，同比增长 16.5%（同口径剔除习酒的增速）；利润总额 911 亿元，同比增长 17.2%。四季度高端酒提速、释放利润弹性。四季度预计实现总收入 374.15 亿元、归母净利润 182.00 亿元，同比增长 15.44%、19.78%，其中茅台酒收入 333.00 亿元、系列酒收入 31.60 亿元，分别同比增长 16.96%、3.43%。高端酒提速与四季度飞天投放节奏占比较同期提升、非标直营占比略提高有关，系列酒降速与 1935 经营节奏把控有关。

茅台集团年底召开市场工作会议，释放诸多市场战略信号。2022 年数字营销突破口；茅台在全年累计投放茅台酒约 2207 吨、销售收入超 116 亿元，线上线下一盘棋格局初显，社会&茅台自营&电商三种渠道一盘棋格局已形成。2022 年完成 1363 家第三代专卖店迭代升级并于 2023 年全面完成。2022 年系列酒突破 150 亿，2023 年计划突破 200 亿，继续优化产品结构，取消 7 款系列酒产品，聚力培育 5 个大单品。目标将茅台 1935 打造成百亿级、茅台王子酒（酱香经典）和茅台王子酒（金王子）打造成超 20 亿元、把汉酱酒和茅台迎宾酒（紫）打造成超 10 亿元的大单品。2023 年是构建集团一盘棋大市场生态元年，‘美’从营销上升为战略，将持续产品品牌结构瘦身，基本形成全集团产品体系。营销上加大中端、平价产品的终端渠道建设，数字营销上深化 i 茅台功能：更多产品上此平台、加强用户互动和情感链接等，同时元旦上线巽风数字世界 app、1 月初进行玉兔生肖系列发布，营销思路更加年轻化。客户结构上巩固存量拓展增量，助力传统渠道商发展壮大。

公司 2022 年 11 月发布特别分红方案，叠加去年 6 月派发现金红利 272.28 亿元，年内分红 547.51 亿元，将预期股息率从 1.48% 提高到 2.73%，同时控股股东增持计划，诸多行动增厚投资人回报。12 月公告茅台酒“十四五”技改建设项目，此次扩产支持未来中长期维度中高个位数的产能增长，是达成十四五规划后、收

入继续年化双位数增长的强有力保障。我们预计公司 2022 年~2024 年收入增速为 16.60%、15.59%、15.35%，归母净利润增速为 19.15%、16.92%、16.57%，EPS 为 49.76、58.18、67.82 元/股，考虑到改革红利持续释放，维持前期 2500 元的目标价、对应 2023 年 43 倍 PE，维持“买入”评级。

#### ➤ 山西汾酒

**2022 年汾酒复兴纲领 123 总纲领战略提出，明确方向、路径。**青花高质量增长，基础版玻汾控量、百元献礼版玻汾全国上市，全品系齐头并进。22 年前三季度终端数量 115 万家同比增长 7.54%，可视化终端货物扫码数量 1387 万箱、同增 468.58%，长江以南市场增长超 50%。公司以文化+品质的传播理念进行内容营销，通过各大媒体平台、进行形式多样的品牌宣传活动。人才培育、组织变革持续推进，季度闭门营销会议、引导人员专业化高效化转变。

2023 年围绕 13348 汾酒营销思路，品牌价值快速提升助力价格回归价值，国际化战略调整转型，产品结构继续优化（青花战略不动摇，以青 20 为发展基准线、向上提升青 30/40 档次和规模、以推进市场占有率的突破，玻汾扩大清香消费人群，推升老白汾等腰部产品）。持续精耕三大市场（大基地、华东、华南市场）。提升营销队伍能力应对全要素竞争时代。启动全国市场秩序维护行动，稳定市场价格、提高经销商盈利水平，创新经销商激励模式。

中期增量要素：汾酒竹叶青杏花村三大品牌发展不够均衡，22 年底竹叶青划入销售公司、有助于其市场动作落地和消费者触达，以期更大体量的良性发展。海外市场覆盖亚美大洋洲，60+家经销商、7000+家终端（2021 年是 50+家经销商、80+家终端店），基础性建设继续推进。加速完善基础管理体系。调整经销商结构、提升优质大商比例（2022 年销售规模 1 亿以上客户销售占比 31%、0.5-1 亿占比 12%，0.1-0.5 亿占比 32%）。更大程度、更深维度的发挥青花汾酒品牌战略。

我们预计公司 2022-24 年收入增速为 30.51%/23.01%/25.05%，净利润增速 44.06%/31.17%/30.81%，当前消费场景逐步修复，商务消费需求复苏预期下利好青花收入弹性以及利润的弹性，我们给予 2023 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 288.05 元，维持“买入”评级。

#### ➤ 顺鑫农业

公司积极应对白酒新国标，纯粮新品规划积极。白酒新国标今年6月1日落地执行，公司对于大单品白牛二（固液混合工艺）换标识，并顺势推出升级新品金标陈酿。公司规划将用4年时间，将金标陈酿打造成为“中国白酒30-40元价格带纯粮光瓶酒大单品”，到2025年底力争完成年销售1500万箱的目标任务，分解下来2022年目标销售200万箱、2023年突破500万箱、2024年1000万箱，远期目标规划积极。

金标快速铺市，市场反馈积极。从去年底到今年初，金标开始全国重点市场导入。部分区域反馈8月铺市率达到40%、铺市快速，终端反馈口感品质均好于此前同价格带升级产品，7月动销率在15%以上，全年预估销量占比达到2个点、销售额占比达5个点，新品首年上市、表现亮眼

白牛二大基本盘三季度改善、新国标影响消退：公司白酒上半年收入49.10亿元同比下滑24.88%，其中高/中/低档酒分别3.56/7.32/38.21亿元，分别同比下滑55.2%/4.25%/23.2%，主要是本埠北京市场较为严格的防控/华东华南等核心销售市场受疫情影响严重导致，此外白酒新国标落地、渠道端观望心态等因素有关。单三季度白酒收入恢复中高个位数增速、白牛二消费需求并未受新规影响、白酒大基本盘改善。我们估计今年白酒下半年整体双位数左右的改善增速。

当下各地疫情防控思路边际上在往更精准的方向转变，2023年我们预计白酒收入、利润先期改善、恢复至2021年水平。前期白酒板块悲观预期持续发酵、10月下调幅度较大，顺鑫今年前三季度股价下跌47.8%、10月上涨2.76%、股价筑底完成。白牛二销售改善，看好金标陈酿发展前景，预计2022年~2024年白酒收入89.1、100、115亿元，白酒净利率在结构/规模效应下稳步提升。预计今年整体猪肉业务下半年扭亏，全年来看仍然亏损，明后年盈利且利润贡献较平稳。考虑到下坡屯地块房价走势、预计今年地产仍有一小部分减值，同比减亏，明后年思路仍是让利促销、加速商品房销售。我们预计2022~2024年公司整体表观收入在129.11、140.01、156.98亿元，表观归母净利润为1.01、5.09、7.35亿元。公司作为全国性大众酒龙头、走出低谷、未来表现可期。我们给予白酒业务2023年25倍估值，给予猪肉类业务1倍PS，目标价38元，维持“买入”评级。

#### ➤ 古井贡酒

展望 2023 年，公司持续推进产品结构升级带动毛利率提升，发布千元价格带新品提升品牌定位，随量费用减少和控费趋严有望改善净利率水平。从产品看，我们预计公司 2023 年规划下古 5、献礼等成熟品类大盘保持平稳，古 8 及以上次高端维持 30%以上增速，其中古 8、古 16 规划增速略高于古 20，高毛利品类占比提高带动毛利率提升。同时，公司在 2022 年年末发布新品功勋池酒，提前占位千元价格带，继续提升品牌定位。渠道端，预计今年随量费用有望减少，减少部分转为规划性费用，同时费用管控上从此前的粗放式向精确化改善，规划制下各项费用年初提前上报审批，随后严格核销，预计整体费用率有望下降，综合看今年净利率水平预计改善。根据往年进度看，公司春节开门红预计规划完成全年 50%进度，11 月即启动春节回款，Q4 省内多地渠道库存较低，外省市场库存略高于省内但总体处于合理水平，整体较低的库存为公司开门红打下良好基础。

当前部分渠道反馈回款规划如期完成。安徽是劳动人口输出大省，此次疫后首个春节，预计人流大幅回归带动消费复苏。根据安徽省卫健委通报省内大部分地区将在月底前达峰，我们预计动销端将在元旦后启动，叠加疫情三年后的回乡意愿强烈，整个大春节期间（至元宵节）饮酒需求值得关注 and 期待。我们预计公司 2023 年冲击 200 亿收入目标、提前实现十四五规划积极乐观可期。

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 167.04/199.02/233.53 亿元，同比增长 25.9%/19.1%/17.3%；实现归母净利润 29.85/39.20/47.61 亿元，同比增长 29.9%/31.3%/21.5%，对应 EPS 为 5.65/7.41/9.01 元，对应当前股价 PE 为 48x/36x/30x。公司 2022 年受疫情扰动、消费需求下滑等因素影响下仍保持高增长；看 2023 年，三品牌体系下，我们预计古井贡酒贡献主要增量，黄鹤楼完成业绩对赌后稳健发力，老明光逐渐复苏。今年线下场景恢复、需求复苏、消费信心回归预期良好，叠加产品结构改善、费用优化，公司盈利能力有望继续提升。参考公司历史估值、可比公司估值，我们给予公司 2023 年 42 倍 PE 估值，对应合理目标价格为 311.22 元，维持“买入”评级。

### ► 安琪酵母

从行业角度看，我国酵母行业在下游烘焙与 YE 需求增长驱动下，市场规模稳步提升，近年保持中个位数增速。酵母行业全球规模仅 350 亿，行业 CR3 达 64%，竞争格局稳定。下游应用场景中，烘焙行业需求稳健，疫情期间经营有韧

性，疫后复苏有弹性；而 YE 作为食品属性增鲜剂，未来替代空间广阔，仅味精替代就有望带来 150% 增量空间。同时，当前行业产销存在地域性错配，全球 65% 产能分布在增速较低的欧美国家，但未来蓝海主要为渗透度较低且人口增速较高的亚非地区。公司已在埃及、俄罗斯设厂，积极布局东欧、亚非蓝海市场。

展望 2023 年，公司成本端改善叠加海外业务扩张，业绩有望迎来拐点。伴随新榨季糖蜜产量提升，糖蜜成本预期回落，同时公司推出水解糖替代稳定价格波动，综合成本低个位数回落预期下，国内业绩有望回暖；同时近期美元升值叠加海运费用回落，国际业务盈利能力有望修复。公司主要竞争对手受地缘性冲突影响，产能运输受限，利好公司海外业务份额扩张。

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 128.20/152.41/174.04 亿元，同比增长 20.1%/18.9%/14.2%；实现归母净利润 13.47/16.69/21.29 亿元，同比增长 2.9%/23.9%/27.6%，对应 EPS 为 1.55/1.92/2.45 元，对应当前股价 PE 为 29x/24x/19x。公司 2022 年短期受成本上行以及疫情扰动影响，净利润增速放缓；看 2023 年，需求复苏、产能扩容、提价效果兑现，叠加成本回落预期，公司盈利能力有望修复。根据绝对估值法，公司合理市值为 473.61 亿元，对应合理价值为 54.50 元。参考公司历史估值、可比公司估值，我们认为给予公司 2023 年 28-32 倍 PE 估值较为合理。综合考虑，我们给予公司 2023 年合理价格区间 53.76-61.44 元，维持“买入”评级。

### ➤ 新乳业

短期疫后健康需求延续，零售渠道鲜奶需求稳健，同时咖啡等连锁渠道用奶需求也在持续回升，此外公司 2023 年起更为注重盈利能力提升，预计净利率水平有望提升。展望 2023 年，在乳制品三种预期假设（谨慎/中性/乐观）下，公司利润弹性分别为 29%/42%/60%。其中中性预期下，乳品行业维持正常增速（7.5% 增速），对应参考公司股权激励增速，预计 2023 年营收规模约为 123 亿元，同比增长 22%。谨慎预期下，乳制品礼赠场景仍受疫情反复冲击需求低迷（5% 增速），该情景下预计公司 C 端 KA、B 端咖啡需求均有受损，预计营收规模约为 113 亿元，同比增长 12%。乐观预期下，乳制品行业恢复升级趋势（10% 增速），公司低温酸奶回升至高个位数增速，预计公司营收约为 137 亿元，同比增长 36%。

展望 2023 年，公司继续聚焦鲜战略，持续深化鲜奶品类优势。短期看，公司持续多年聚焦鲜战略，长期的资源投入、品牌打造、渠道建设在鲜奶赛道打下深厚基础，为公司在乳制品行业整体低迷时提供稳健内生增长动力。公司近期推动数字化转型，数字工厂 MES 系统、全链路追溯鲜活源系统、营销平台鲜活购系统等项目先后上线，有效强化公司生产经营效率，提升客户体验。长期看，公司继续以鲜立方战略为核心，聚焦低温品类，持续改善产品结构，未来伴随高毛利率的鲜奶产品占比持续提升，公司利润率有望继续改善。此外，低温乳制品行业仍存在众多区域性乳企，公司在保持内生稳健增长的同时可继续通过外延扩张，依靠两轮成功并购整合积累的经验不断扩容旗下品牌矩阵，向全国乳业领先行列进军。

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 101.02/117.73/134.37 亿元，同比增长 12.66%/16.55%/14.13%；实现归母净利润 3.74/5.04/6.49 亿元，同比增长 19.63%/35.03%/28.69%，对应 EPS 为 0.43/0.58/0.75 元，对应当前股价 PE 为 24/18/14 倍。公司所处的鲜奶赛道仍处于成长阶段，公司未来 3 年净利润 CAGR 为 27.63%，根据 PEG 为 1 估值，我们给予公司 2023 年 28 倍 PE 估值，目标价 12.04 元，“买入”评级。

### ➤ 千味央厨

由于千味央厨渠道结构以 B 端为主，公司直营（大 B）/经销（中小 B）渠道结构约为 35%/65%，今年以来受到餐饮大客户需求下滑影响，大 B 直营渠道增速大幅放缓，上半年下滑 4.61%，Q3 连锁大餐饮品牌快速恢复，但前三季度直营渠道同比仍略有下滑，若剔除百胜中国的影响，其余大 B 客户销售情况较去年同期有近 25% 的增长，可见公司第一核心大客户百胜中国对业绩有绝对的影响，从油条类大单品收入规模也可窥见一二，油条前三季度销售收入大约 2.4 亿，剔除第一核心大客户影响其余油条增长为 28.4%，单三季度预计同比增幅约为 30% 左右。对接中小 B 的经销渠道近两年发展势头十足，同比增速始终保持 25%-30%，其中前 20 大经销商销售规模及增速显著上升，经销商网络逐渐成熟完善。

展望 23 年，我们根据渠道结构、受损较严重的核心大客户的恢复弹性等多方面进行三种餐饮恢复程度下的假设分析，中性假设下，随着餐饮业态恢复至疫情前正常增速，百胜中国、华莱士等大型快餐式连锁餐饮更具修复弹性，预计整

体营收规模可达 18.79 亿元，同比增速 27.14%。谨慎假设下，餐饮业态增速恢复低个位数正增长，预计整体营收规模为 17.95 亿元，同比增速 21.42%。乐观假设下，连锁餐饮随着终端需求超预期恢复而快速增长，整体营收规模预计为 19.69 亿元，同比增长 33.21%。

疫情短期扰动下公司通过大力外拓经销商网络、推动直营渠道恢复等举措，在疫情反复的背景下依旧实现稳步发展。展望 2023 年，疫情对餐饮渠道影响进一步减弱，产品矩阵不断完善，随着芜湖工厂产能释放，预计业绩将有较好表现。鉴于 B 端修复弱于预期，我们预计公司 2022-24 年收入预测分别为 15.41/19.03/23.49 亿元，对应增速分别为 20.93%/23.55%/23.49%，略下调 22 年净利润预测至 1.1 亿元，同比增长 24.05%，维持 23-24 年净利润预测 1.42/1.81 亿元，对应增速 29.59%/27.62%，给予 23 年 36 倍 PE 估值，对应目标价 59.04 元，维持“买入”评级。

#### ➤ 立高食品

今年从公司业绩表现上来看，传统强势渠道增速放缓，业绩增长略显乏力，餐饮及新零售平台快速发展。公司主营业务为冷冻烘焙和原料业务，业务结构基本 6:4，单独看冷冻烘焙业务渠道结构，商超/流通饼店/餐饮新零售分别占比约为 40%/45%/15%，今年前三季度商超渠道受线下客流影响较大，增速下滑至中个位数，流通渠道较上半年环比改善，前三季度有中高个位数增长，新零售渠道反之快速发展，增长接近 40%。今年由于行业竞争加剧、产品上新频率放缓等原因，重点渠道增速不达预期，未来公司将通过产品促销和人员奖励两方面促进销售增长，预计随着今年渠道恢复后业绩上将有较大弹性。

中国烘焙市场空间广阔，2020 年受国内疫情影响行业增速放缓，相对应的我们认为随着市场复苏迹象明确，烘焙行业将富有更大恢复弹性。根据欧睿数据统计，2015-2019 年烘焙市场复合增速近 10%，2020 年增速下滑至 3%，21 年增速迅速回升至 12%左右，预计随着疫情影响进一步消散，烘焙行业将保持双位数的快速增长。从第三方数据公司对市场终端渠道动销情况来看，以山姆为例的 KA 商超 5 月起平均单店店效较去年同期增长近 40%，复苏态势明显。通过梳理大型连锁烘焙品牌 KY 美食（面包新语）经营数据，2020 年往后中国大陆门店收入同比不断下滑，预计 22 年前十月大陆地区单店收入同比 19 年下滑近 20%，同比

降幅较 21 年进一步扩大，但相应也会更具复苏弹性。我们分析近两年星巴克中国单店收入情况，2020 财年（截止日期为 2020.9.27）中国区单店收入较 2019 年同比下滑 21.18%，但在 21 财年（截止日期为 2021.10.3）单店收入同比增长 24.91%，单店营收接近 19 年水平，可见连锁门店受损严重但更具向上修复空间。

展望 23 年，我们根据立高渠道结构、下游主要客户群体的恢复情况进行预期假设。谨慎/中性/乐观假设下，整体营收规模可达 35.29/37.92/40.64 亿元，同比增速 15.9%/24.5%/33.5%。

我们认为经营至暗时刻已过去，四季度随着成本压力缓解毛利率将明显改善。据此我们预计公司 2022-24 年收入预测分别为 30.42/37.76/47.01 亿元，对应增速分别为 8.0%/24.13%/24.48%，预计 2022-24 年归母净利润分别为 1.95/3.24/4.65 亿元，对应增速-30.99%/65.89%/43.38%，给予 23 年 45 倍 PE 估值，对应目标价 85.95 元，维持“买入”评级。

#### ➤ 紫燕食品

在疫情不断反复的背景下，紫燕积极维持门店开拓步伐、控制成本费用开支，纵观连锁业态今年以来的整体经营表现，公司在收入和利润端的表现均处于较高水平，市占率稳步上升。公司自 1989 年成立以来历经 30 年全方位拓展，逐渐从区域卤味品牌华丽蜕变为全国卤制品行业佼佼者。今年在经历了疫情反复对连锁业态的冲击后在三季度依旧保持了双位数的增长，前三季度单店表现较去年同期基本持平。分店型看，成熟门店平均店效保持稳定增长，抗风险能力较强，新开店在爬坡阶段受到宏观环境影响波动性较大。开店规划上将保持每年 1000-1500 家速度不变，通过在各级城市、不同点位的门店覆盖加强品牌露出，规模化效应下单店表现将有较高弹性，期待疫情缓解后收入和利润双重改善。

同样，我们对公司门店在不同线城市进行拆解，按照开店目标推算 23 年门店数可达到 7000 家。谨慎/中性/乐观假设下，我们分别给予高线城市（一线/新一线/二线）和低线城市不同的单店增长弹性，营收规模 44.61/45.87/47.36 亿元，分别同比增长 24.13%/27.62%/31.77%。

在疫情不断反复的背景下，紫燕积极维持门店开拓步伐、控制成本费用开支，纵观连锁业态今年以来的整体经营表现，公司在收入和利润端的表现均处于较高水平，市占率稳步上升。因此我们预计公司 2022-24 年收入预测分别为

35.94/44.26/53.40 亿元，对应增速分别为 16.24%/23.15%/20.7%，22-24 年归母净利润预测分别为 2.66/4.01/5.21 亿元，对应增速-18.83%/50.96%/29.81%，根据可比公司估值，给予 23 年 41 倍 PE 估值，对应目标价 39.77 元，维持“买入”评级。

### ➤ 巴比食品

上半年巴比华东加盟店数量达到 3012 家，占全国门店数 70.9%，因此 Q2 华东地区门店受损严重。三季度以来疫后修复逐步推进，新开店数量逐月增加，加盟业务表现有所恢复。江苏和浙江区域带头于 7 月底门店情况恢复正常水平，上海地区门店经营随后于 8 月底完全恢复，并在 9 月初实现同比正增长，华东地区在 9 月末整体基本修复完成。同时，公司也积极开展外卖业务，目前平均渗透率已达 15%，部分优势门店渗透水平更是超 40%，为店效增长提供更多势能。四季度以来新开店持续加速，全国疫情短暂影响了恢复进程但单店情况没有出现下滑，我们预计今年疫情带来的业绩压力将大幅释放。

我们对巴比门店在不同线级城市进行拆解，按照开店目标推算 23 年门店数可达到 5700 家（包含华中品牌）。谨慎/中性/乐观假设下，我们分别给予 23 年高线城市（一线/新一线/二线）和低线城市不同的单店增长弹性（巴比近 90% 门店位于一二线城市），营收规模可达 19.9/20.33/20.9 亿元，同比增速 22.82%/25.51%/29.04%。

今年疫情对连锁业态都产生了较大冲击，未来加盟店和团餐业务将双双驱动公司业绩高速增长，同时公司近期推出股权激励一方面透露出公司对未来保持双位数增长的信心，另一方面也可绑定公司核心人员，维持 2022-24 年收入预测分别为 16.20/19.85/23.85 亿元，对应增速分别为 17.80%/22.50%/20.15%，维持净利润预测分别为 2.50/3.07/3.73 亿元，对应增速-20.3%/22.64%/21.45%，给予 23 年 28 倍 PE 估值，对应目标价 34.72 元，维持“买入”评级。

### ➤ 东鹏饮料

**场景修复叠加外省市场复购提升，公司业绩有望维持高增速。**我们认为伴随疫情防控政策放开，高速物流、户外运动、复工复产等功能饮料需求端消费场景将逐渐修复，公司仍有望保持较高增速。展望 2023 年，在功能饮料需求端三种预期假设（谨慎/中性/乐观）下，公司利润弹性分别为 19%/29%/39%。其中中性

预期下，RTD 渠道、物流等消费场景恢复到常态，公司预计营收规模为 112.73 亿元，同比增长 34.21%。谨慎预期下，疫情反复导致 RTD 渠道人流下滑，该情景下预计营收规模为 104.18 亿元，同比增长 24.03%。乐观预期下，户外运动、物流、复工复产等超预期恢复，预计公司营收规模为 121.63 亿元，同比增长 44.80%。

短期看，公司四季度终端产品动销同比有大幅度增长，单 Q4 增速预计超前三季度。渠道反馈，全年销售目标小幅下调，但公司全年预计仍将实现 20%左右营收增长。成本端，伴随 PET 价格回落 2023 年公司毛利率预计同比改善。中期来看，功能饮料仍处于需求增长主导行业发展阶段，近年复合增速领跑软饮子品类，是高增速优质赛道。公司 500ml 大金瓶持续下沉叠加 250ml 金罐全国化推广，助力公司突破百亿营收。公司主要竞争对手红牛的商标纠纷在 Q3 出现反转，华彬红牛有望继续合法销售红牛，但当前两者纠纷持续，公司有望抢抓战略机遇发力 250ml 金罐，获得部分红牛市场份额。长期看，公司扩容“能量+”产品矩阵，当前已储备多款新品，未来有望进一步扩大消费群体，在东鹏特饮大单品之外打造第二成长曲线。

预计 2022-2024 年实现营收 84.00/107.80/127.46 亿元，同比增长 20.38%/28.34%/18.23%；实现归母净利润 13.56/17.99/22.28 亿元，同比增长 13.64%/32.71%/23.84%，对应 EPS 为 3.39/4.50/5.57 元，对应当前股价 PE 为 47/35/28 倍。结合公司历史估值与可比公司估值，我们给予公司 2023 年 40 倍 PE 估值，目标价 180 元，维持“买入”评级。

图表70：食品饮料行业公司 2023 年重点推荐

公司	收盘价	目标价	EPS			PE			评级
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	
贵州茅台	1768	2500	49.76	58.18	67.82	34.5	29.5	25.3	买入
山西汾酒	282.78	288.05	6.27	8.23	10.77	36.6	27.9	21.3	买入
顺鑫农业	29.9	38	0.14	0.69	0.99	213.6	43.3	30.2	买入
古井贡酒	267.62	310.46	5.65	7.22	8.78	47.8	37.4	30.8	买入
千味央厨	63.49	59.4	1.2	1.53	2.01	50.5	39.7	30.2	买入
立高食品	89.08	85.95	1.15	1.91	2.74	77.5	46.6	32.5	买入
紫燕食品	31.45	39.77	0.65	0.97	1.26	48.4	32.4	25	买入

巴比食品	30.76	34.72	1.01	1.24	1.5	30.5	24.8	20.5	买入
安琪酵母	44.94	56.7	1.55	1.92	2.45	29.3	23.6	18.5	买入
新乳业	12.92	12.04	0.43	0.58	0.75	30	22	17	买入
东鹏饮料	177.90	180	3.39	4.50	5.57	52	39	32	买入

资料来源：中邮证券研究所测算 注：测算基于 2022 年 12 月 30 日收盘价

## 5 投资建议

立足当下，展望 2023 年，根据复苏节奏，我们认为行业投资逻辑分为三大阶段：政策利好下预期复苏→动销数据回暖带动基本面改善→报表端业绩集中体现。

从七条主线出发看 2023 年业绩弹性：

**1. 穿越周期仍稳健，不惧短期疫情冲击：**目前市场处于疫情防控政策端与预期端的真空期，在这样的预期差下短期可以关注 C 端占比为主、在疫情反复下需求影响较小，且 Q4 以来动销数据明朗的复调、软饮头部公司，其业绩表现将很快体现在报表端。同时，从中长期视角看，复调、软饮中的无糖、功能饮料品类均为板块中处于高速成长阶段的子品类，在渗透度提升、集中度提高等因素驱动下，细分品类龙头业绩有望继续保持高增。

**推荐标的：**东鹏饮料、天味食品。

**2. 线下消费渐复苏，关注连锁业态单店回升：**我们通过测算不同线城市受疫情影响程度，一线/新一线/二线城市受影响较大但更具恢复弹性，下沉市场受影响小处于正常增长区间，基于此判断我们认为高线城市占比较大、且于 22 年上半年受损严重的标的，业绩在 23 年 Q2-Q3 有更大弹性。

**推荐标的：**巴比食品、紫燕食品，建议关注：绝味食品、煌上煌。

**3. 餐饮复苏正归来，关注 B 端需求升温：**目前国内各地防疫政策向好，复盘海外亚洲国家疫后复苏路径，终端销售将在政策放松后 2-4 个月 after 反弹式修复，建议关注今年二季度的 B 端需求上升推动速冻及调味品公司业绩增长。

**推荐标的：**千味央厨、立高食品，建议关注：安井食品、中炬高新、宝立食品\*。

**4. 消费信心正回升，白酒增长预期乐观：**前期白酒股面临较大资金面回撤后估值部分修复，疫情影响节前部分商务消费需求，疫情三年后的返乡人流，整

个大春节期间（至元宵节）饮酒需求值得关注和期待。板块经历一个季度左右的估值修复期后 Q2 宴席、商务需求陆续回补助力动销好转，业绩改善自二季度开始逐步体现释放弹性，建议提前布局渠道库存合理、春节回款确定性高或自身具有强变革动能标的。

**推荐标的：**贵州茅台、古井贡酒、山西汾酒，顺鑫农业。建议关注：五粮液\*、泸州老窖\*、舍得酒业\*。

**5. 健康需求有支撑，乳品、保健品逐渐复苏：**2022 年受消费力短期受损影响，偏可选消费品类承压，乳制品的高端白奶、常温酸以及保健品营收增速均有回落。预计伴随 2023 年消费信心复苏以及健康诉求支撑，两者需求端增速有望重回双位数增长。

**推荐标的：**新乳业，建议关注：伊利股份、妙可蓝多\*、汤臣倍健\*。

**6. 成本改善在路上，2023 年盈利弹性可期：**2021&2022 年，受全球降息、俄乌冲突、全球大宗商品涨价潮影响，餐饮行业成本端持续承压。看 2023 年，两者影响因素减弱，海外需求收缩预期下，成本端多数原料价格有望迎来改善，餐饮板块各子板块预计将获得不同程度的毛利率修复。

**推荐标的：**东鹏饮料、安琪酵母，建议关注：海天味业。

**7. 消费场景受催化，休闲零食渠道求变促增长：**疫情已然接近尾声，疫后复苏迫在眉睫，展望未来，对休闲零食行业而言，渠道变革产生的红利将成为推动业绩增长的主要动力来源。

建议关注：洽洽食品\*、盐津铺子\*。（\*标记公司尚未覆盖）

## 6 风险提示

**宏观经济下行的风险：**宏观经济下行可能导致消费需求下滑。

**食品安全的风险：**食品安全是行业发展根基。如果行业公司发生重大食品安全问题，其将会影响整个行业发展进程、公司自身品牌形象以及消费者信心。

**国家政策趋紧风险：**政策收紧可能影响行业内公司竞争格局。

**新品孵化不及预期的风险：**如果孵化新品与消费者口味不符，将导致行业公司营收不及预期。

**商超等传统流通渠道恢复不及预期风险：**商超等传统流通渠道是食品饮料行业重要销售渠道，如疫情反复冲击，客流恢复不及预期将导致公司盈利能力下滑。

**并购整合收益低于预期风险：**公司并购整合后运营收入低于预期将造成商誉减值，影响公司利润。

**行业竞争加剧，龙头集中度提升不及预期的风险：**第二梯队公司发力将导致行业竞争加剧，龙头公司集中度提升速度将低于预期。同时，如龙头公司难以掌握定价权，提价能力不足将导致营收增速不及预期。

**原材料价格波动风险：**原材料、包装材料等主要营业成本继续上行将导致公司利润下滑。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048