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

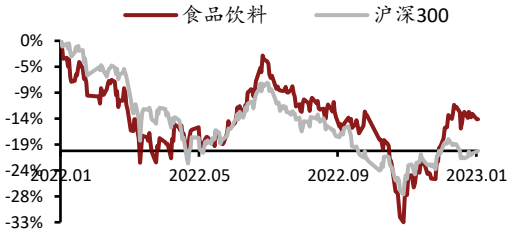
政策明朗，消费“上头条“，食饮表现率先

——食品饮料行业 2023 年一季度投资策略

证券研究报告-策略行业季度 **强于大市(上调)**

发布日期：2023 年 01 月 09 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

《食品饮料行业年度策略：雨雪岂能驱烟火，北风何曾阻清欢》 2022-11-28

《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

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：

- 近期，消费板块的市场表现普遍较好，其中食品饮料上涨幅度最大，保健品、烘焙、白酒等具有社交属性的子板块表现更为突出。2022 年 12 月 1 日至 2023 年 1 月 4 日期间，食品饮料板块上涨 10.38%，其中涨幅较大的板块包括保健品、烘焙、白酒和零食。食品饮料板块的静态估值目前处于历史平均偏上的位置，预计未来一个季度板块估值将会急速抬升至更高水平。但是，鉴于上市公司 2023 年的业绩增长将会显著改善，板块的动态估值实际上将呈下沉趋势。

- 社会消费全面修复的市场预期是食品饮料及大消费板块普遍上涨的重要原因。2022 年 12 月经济见底，但同时政策前景和市场预期趋于明朗，乐观情绪压倒现实困难；随之而来的全民感染导致生产短暂停摆；2023 年 1 月中旬，全社会感染率达峰，并迎来新春佳节，春节返乡人数大概率会激增，为二三四线城镇提前带来一波消费繁荣；年后，经济运营恢复至常态，各行业人员到岗，中国经济的内生性增长有望及时归位，承担了大量就业的服务部门恢复正常经营，社会就业面和居民收入预期双双改善，从而拉动消费底部回升。通过观察韩国相关数据，我们认为在管控放开后，商业和公共服务业的就业人口数量增加显著，就业新增不仅较疫情之前更为显著，较建筑、制造、金融、地产等其它行业的新增数量也更为突出。

- 通过考察日韩的案例，我们认为防疫管控放开后，我国的食饮零售增长将会出现一个时期的显著抬升。此外，人口流动与食饮消费密切相关。从高频消费数据来看，防控解除当月国内的人口流动已经明显改善。考虑到人口流动在未来几个季度将持续改善，直至正常的流动水平，因而食饮消费的增长可以被更加积极地估算。

- 投资策略：一季度是重要的投资时点，板块有望急速向价值中枢靠拢，完成价值回归，给予食品饮料行业“强于大市”的投资评级，板块将会呈现系统性行情。食品饮料板块自 2021 年年初开始下跌，下跌时长和幅度既超过了其它一级板块，也超过了自身以往。因而，市场拐点明确之后，板块“深蹲起跳”的回补空间也将会较大。

风险提示：居民收入和消费修复不及预期；出口订单持续减少，出口下降超过预期；过往三年中，欧美历经了四次新冠感染高峰，日韩经历了两次。我国首度放开管控后，目前经历了第一次感染潮，未来仍会有数次，将会切实影响到人员到岗、人流物流，继而影响资本市场的表现。

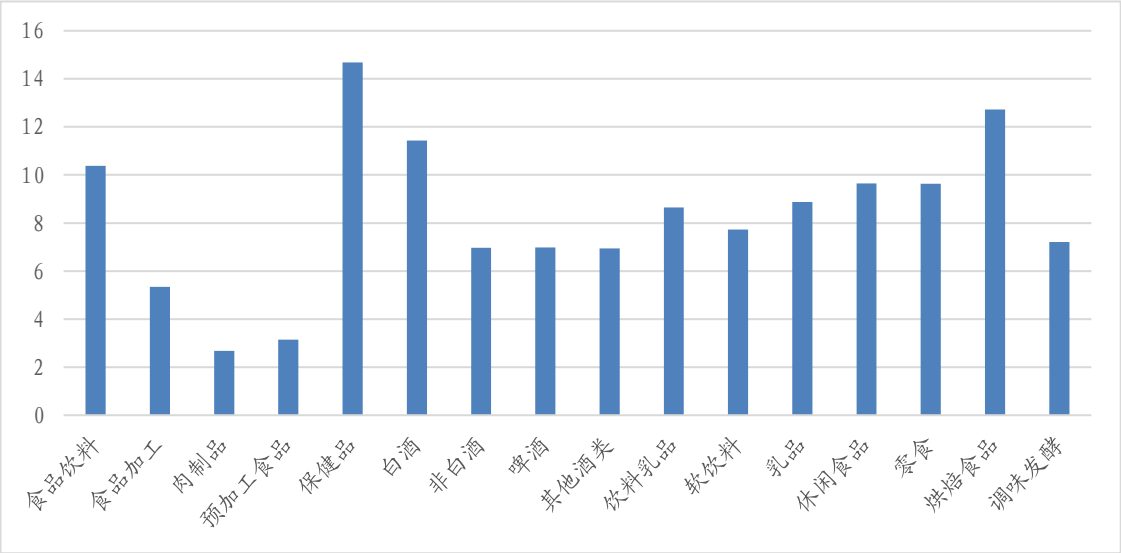
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1. 食品饮料市场表现

1.1. 板块近期表现优异

近期，食品饮料的市场表现较好，保健品、烘焙、白酒等具有社交属性的板块表现更为突出。2022 年 12 月 1 日至 2023 年 1 月 4 日期间，食品饮料板块上涨 10.38%，其中涨幅较大的板块包括保健品、烘焙、白酒和零食，期间分别上涨 14.68%、12.72%、11.44%和 9.64%，板块均带有社交属性，与双节期间社交需求激增相配合。

图 1：食品饮料板块市场表现（2022.12.1 至 2023.1.4）

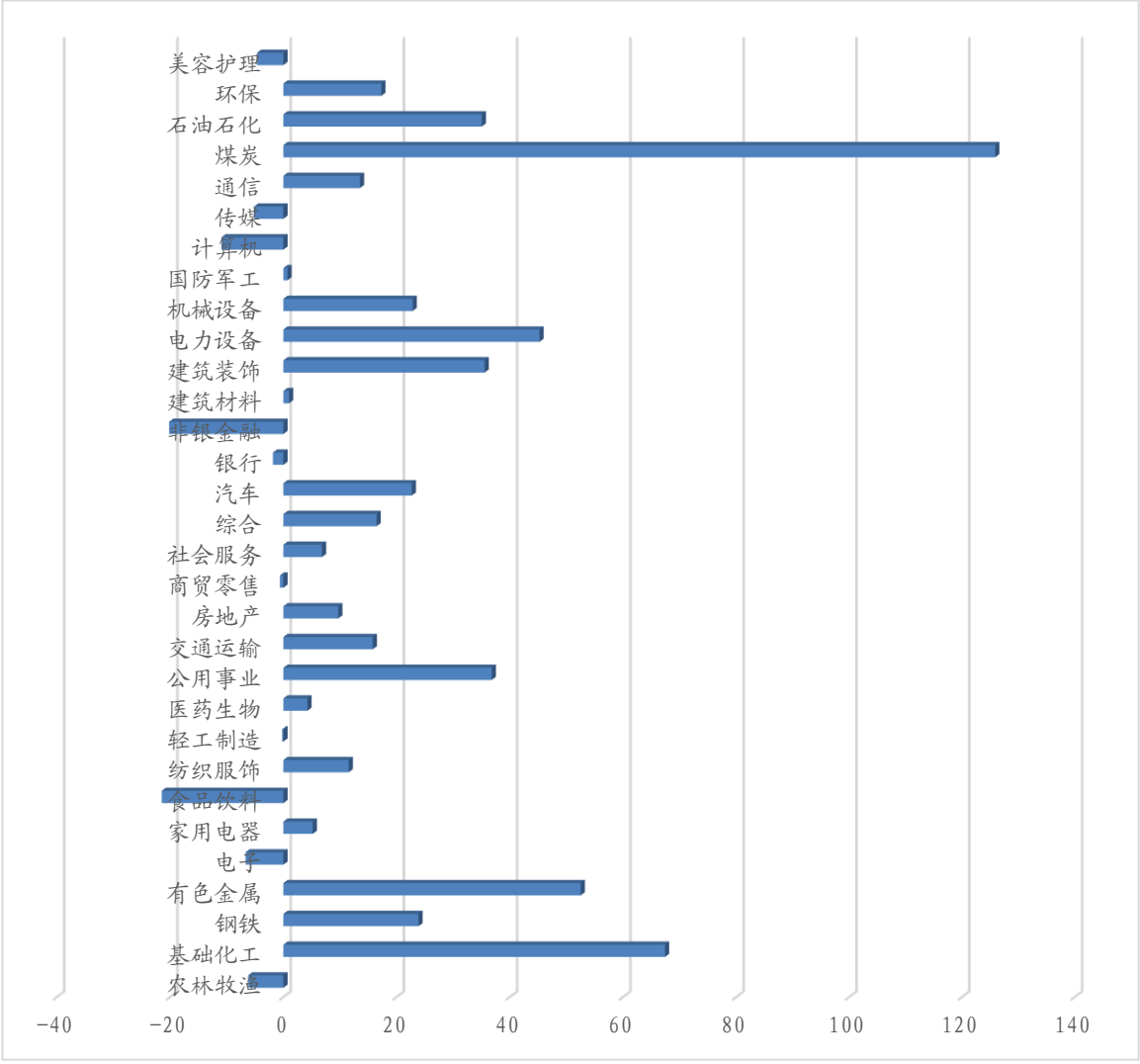


资料来源：中原证券 IFIND

近期，消费板块的市场表现普遍较好，其中食品饮料上涨幅度最大。2022 年 12 月以来，代表大消费的相关板块表现较好，包括食品饮料、商贸零售、美容护理、社会服务、纺织服装、传媒等，2022.12.1 至 2023.1.4 日期间的板块涨幅分别为 10.38%、6.32%、10.11%、9.29%、3.7%和 7.85%；此外，房地产作为大消费的新纳入项，产业链上的相关行业涨幅也较好，包括轻工制造和家用电器，分别上涨 5.38%和 3.82%。在 31 个一级行业中，食品饮料的期间涨幅最大，其次是美容护理，第三是社会服务，三大板块均属消费项，期间涨幅分别为 10.38%、10.11%和 9.29%。食品饮料、美容护理和社会服务涵盖了居家食饮、社交餐饮、护理服务、出行旅游等主要领域的消费活动。消费开启了全面上涨行情，反映的是防疫政策得到根本性校正后市场对于社会消费全面复苏的积极预期。

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

图 2：一级板块中食品饮料表现最优（2022.12.1 至 2023.1.4）



资料来源：中原证券 IFIND

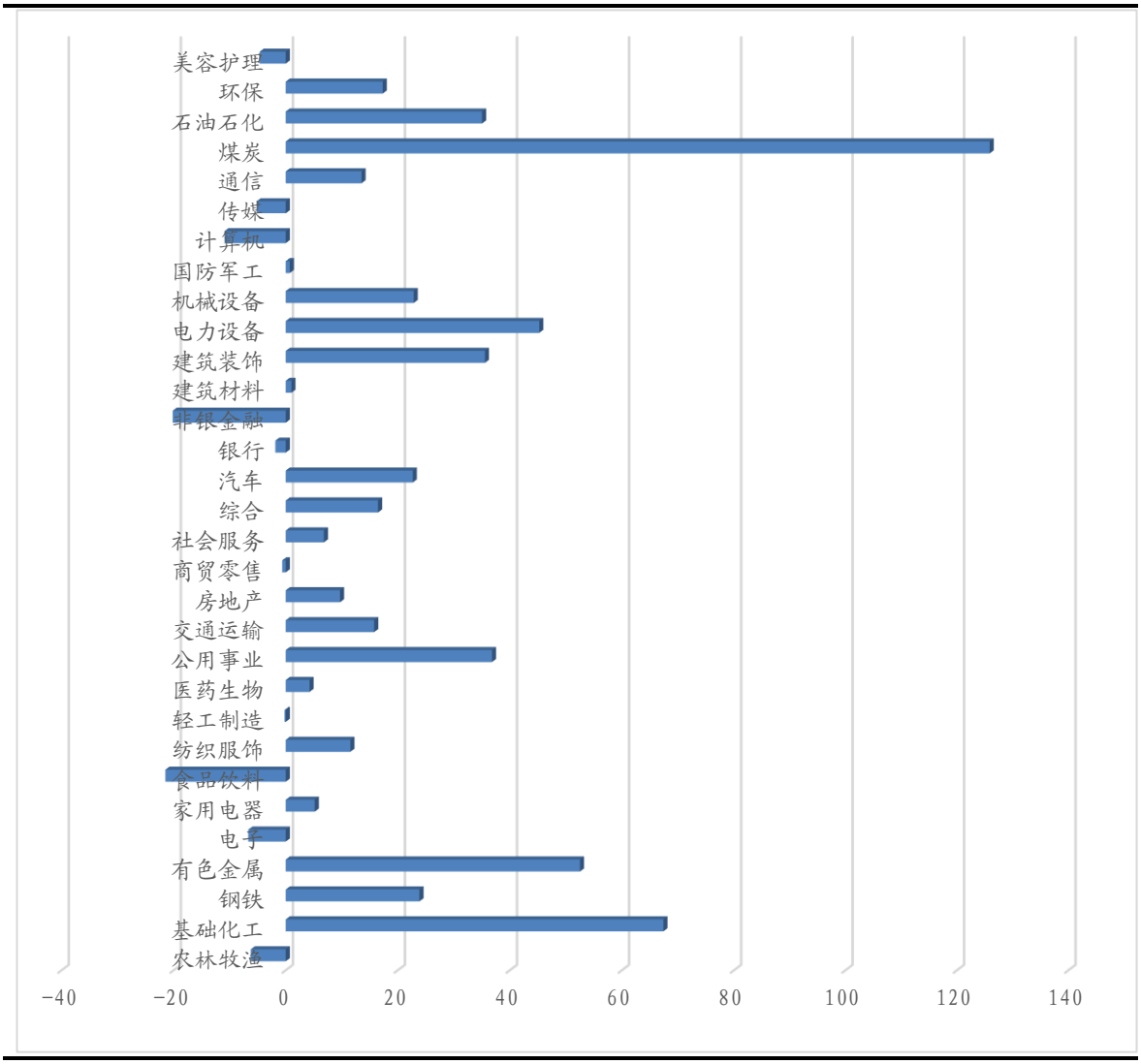
1.2. 一季度是较重要的投资时点

食品饮料板块自 2021 年年初开始下跌，下跌时长和幅度既超过了其它一级板块，也超过了自身以往。因而，市场拐点明确之后，板块“深蹲起跳”的回补空间也将会较大，一季度板块有望向中枢急速靠拢，在最短的时间内实现价值回归。

食品饮料板块自 2021 年年初开始系统性下跌，至 2022 年 11 月，下跌时间达到 24 个月，是历史上持续较长的一次下跌周期，期间跌幅高达 21.49%，在 31 个一级行业中跌幅居首。食品饮料的此轮下跌较为异常，但确实反映了社会消费陷于长时间衰退的现实。消费衰退一方面来自社会就业不足以及居民收入预期恶化；另一方面也是消费场景、人流物流遭到强力阻滞后所导致的后果。

鉴于此轮下跌的异常性，市场拐点一旦确立，我们认为食品饮料板块的起跳力度大，上涨周期长，回补幅度大。此外，一季度是较为重要的投资时点，在市场做多情绪的推动下，板块将会急速向价值中枢靠拢，在较短的时间完成价值回归。

图 3：食品饮料前期跌幅最大（2021.1.1 至 2022.11.30）



资料来源：中原证券 IFIND

1.3. 静态估值迅速抬升，动态估值有望下沉

食品饮料板块的静态估值目前处于历史平均偏上的位置，预计未来一个季度板块估值将会急速抬升至更高水平。但是，鉴于上市公司 2023 年的业绩增长将会显著改善，板块的动态估值实际上将呈下沉趋势。

食品饮料板块当前的静态估值是 33.30 倍（截至 1 月 4 日收盘），2009 年以来板块的平均静态估值是 31.90 倍，板块目前处于历史平均偏上的位置，预计未来一个季度板块估值将会急速抬升至更高的水平。但是，鉴于上市公司 2023 年的业绩增长将会显著改善，板块的动态估值实际上将呈下沉趋势。

图 4：食品饮料板块估值处于历史较低位置



资料来源：中原证券 IFIND

2. 坚实的逻辑：社会消费将全面复苏

2.1. 政策明朗化

国务院联防联控机制综合组分别在 2022 年 11 月 11 日和 12 月 7 日出台《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》及《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，即通常所说的“二十条”和“新十条”。防控新政公布后，北上广深一线城市陆续放宽管控措施，二、三线城市随后也陆续跟进，取消了“公共场所出示核酸码、健康码”的规定。截至 2022 年 12 月，在中国境内区域内及跨区域的人流和物流恢复至 2020 年之前的常态无障水平。

此外，12 月中央工作会议将国内消费提到了显目的位置，关于消费的表述更加明确坚定，表态将通过各项扶持政策促进国内消费。近期，各大金融机构纷纷降低消费贷利率，消费贷叠加房贷利率下降，将会有效促进包括内的各项国内消费。

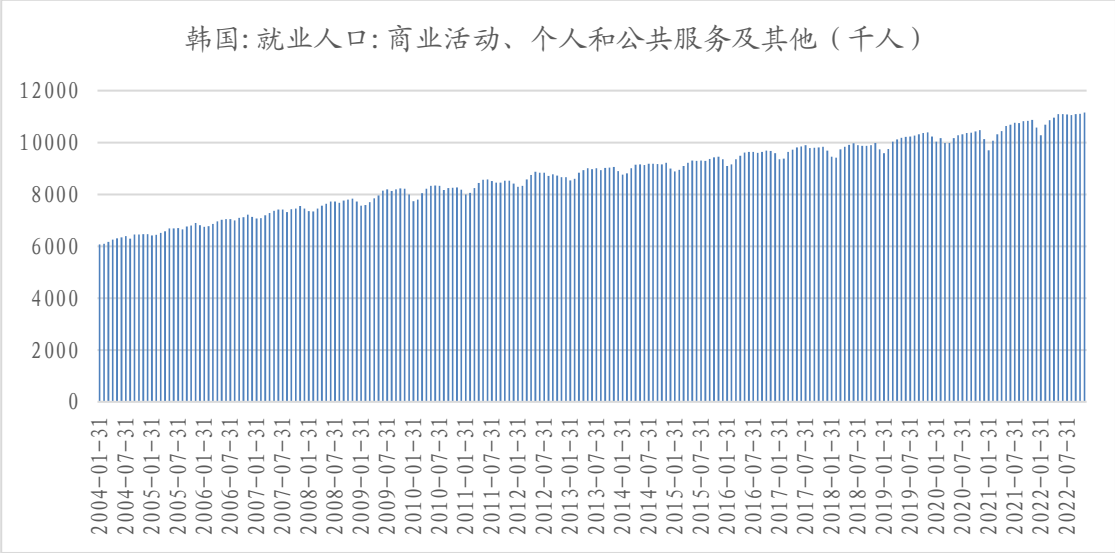
2.2. 经济见底，就业面和收入预期将改善

2022 年 12 月经济见底，但同时政策前景和市场预期趋于明朗，乐观情绪压倒现实困难；随之而来的全民感染导致生产短暂停摆；2023 年 1 月中旬，全社会感染率达峰，并迎来新春佳节，春节返乡人数大概率会激增，为二三四线城镇提前带来一波消费繁荣；年后，经济运营恢复至常态，各行业人员到岗，中国经济的内生性增长有望及时归位，承担了大量就业的服务部门恢复正常经营，社会就业面和居民收入预期双双改善，从而拉动消费底部回升。

2022 年 11 月来自疫情防控的冲击达到峰值，2022 年 12 月国内经济各项指标纷纷探底，生产指数、新订单指数、服务业活动指数等一系列指标进一步收缩，并创下新低。2022 年 12 月，“新十条”落地后，随着政策前景明朗，市场对于后期经济上行、消费复苏的预期也更加明确，消费板块近期优异的市场表现正是反映了上述预期。2022 年 12 月中旬至 2023 年 1 月中旬是国内感染率攀升并达峰的重要阶段，对于工业和服务业的人员在岗、物流配送等环节运营造成了极大的冲击，但是鉴于冲击较为短暂且可预见，市场并没有因此悲观，并维持基本预判不变。1 月 20 日以后，春节、元宵纷至，2023 年春节的返乡人数大概率将达到近几年的峰值，并为二、三、四线城镇带来消费繁荣，食饮、餐饮等消费商品有望在较低基数上实现高增长。2023 年 2 月以后，经济运营有望恢复正常，特别是服务业经营恢复正常，承担了多数就业的部门将会及时改善社会就业面。中国经济的内生性增长在 5%至 6%区间，该增长是否能够重新归位，抑或已经遭受系统性损伤，仍有待观察，但是就业面和居民收入改善是相对确定的事。

通过观察韩国相关数据，我们认为在管控放开后，商业和公共服务业的就业人口数量增加显著，就业新增不仅较疫情之前更为显著，较建筑、制造、金融、地产等其它行业的新增数量也更为突出。参照韩国的数据，2022 年年底中国放开防疫管控，2023 年服务业有望提供更大数量的新增就业岗位。2022 年一季度韩国放开防疫管控，当年商业和公共服务行业新增 86.8 万就业人口，相比之下，2021 年新增 80 万，2020 年新增 43.3 万，2019 年新增 79.6 万，2018 年新增 53.6 万，2017 年新增 48.2 万……后疫情时期，商业和公共服务领域的就业人口数量显著增加，较其它领域的就业新增也更为突出。参照韩国的数据，2022 年年底中国放开防疫管控，2023 年服务业有望提供更大数量的新增就业岗位。

图 5：后疫情时期商业和公共服务业就业新增显著



资料来源：中原证券 IFIND

2.3. 放开管控后食饮零售增长抬升

通过考察日韩的案例，我们认为防疫管控放开后，我国的食饮零售增长将会出现一个时期的显著抬升。

我们考察了日韩在防控措施放开后的食饮消费的增长情况：日韩等国在 2022 年年初放开了防疫管控措施，在之后的一个季度，两国的食品饮料零售增长均出现了显著抬升。放开管控后，韩国的食品零售额增长了 5.88%，饮料增长了 19.32%；日本的食饮零售增长从-0.7%升至 0.5%，到 2022 年 11 月升至 1.4%，食饮消费增幅抬升了 2.1 个百分点。

2022 年 11 月当月中国社会零售总额同比增长-5.9%，1 至 11 月累计增长-0.1%，构成了 2022 年的低基数，2023 年一季度管控措施放开后，后续几个季度包括食饮在内的零售增长有望录得较高的读数。

图 6：韩国食品饮料销售增长

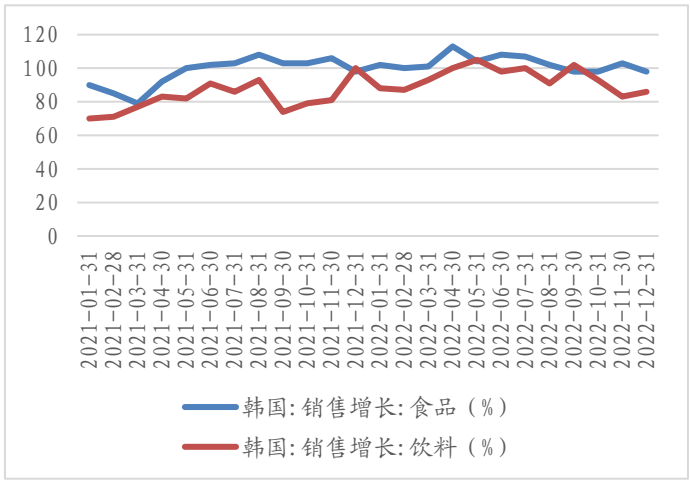
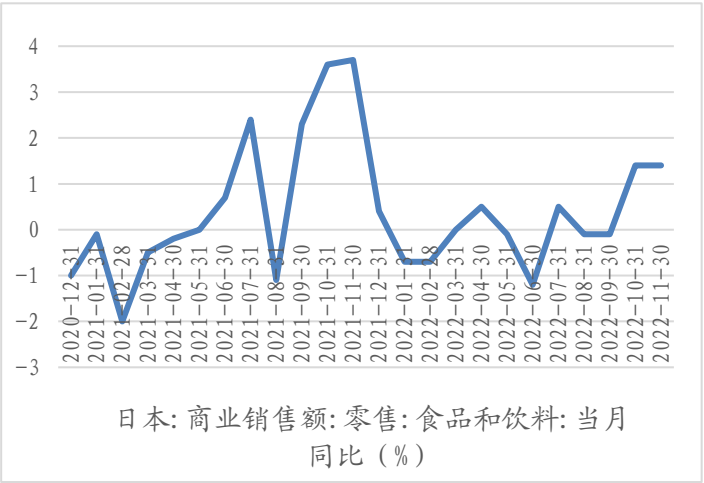


图 7：日本食品饮料零售额增长



资料来源：中原证券 IFIND

人口流动与食饮消费密切相关。从高频消费数据来看，防控解除当月国内的人口流动已经明显改善。考虑到人口流动在未来几个季度将持续改善，直至正常的流动水平，因而食饮消费的增长可以被更加积极地估算。元旦假期后，京沪广深的地铁运量增加显著，以上海为例：上海地铁运量较感染高峰的 2022 年 12 月 24 日日增 500 余万人，目前达到每日 700 余万人的运量水平，但是较疫情前的 1200 万人次仍有较大的差距，未来仍有较大的修复空间。从观影数据来看，防控政策解除当月观影人次大幅反弹，较 11 月增加 1897 万人次，但是较 2019 年的月均 1.44 亿人次仍有较大差距。人口流动与食饮消费密切相关，考虑到未来几个季度人口流动仍有较大的修复空间，因而食饮消费的增长可以被更加积极地估算。

图 8：一二线城市地铁运量元旦后增加

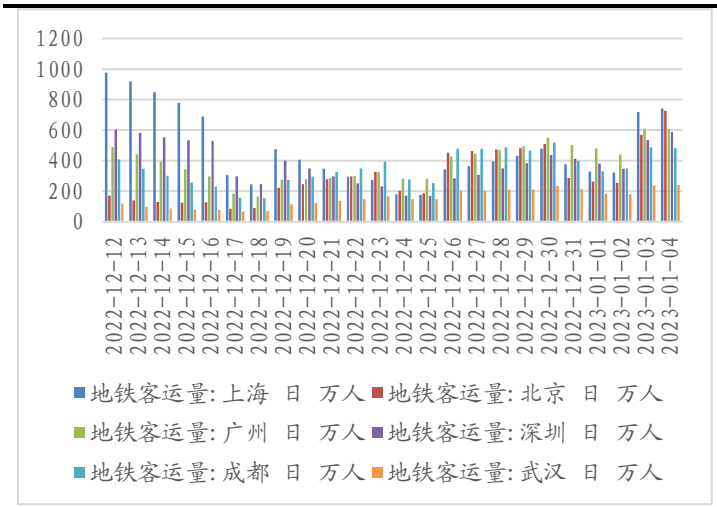
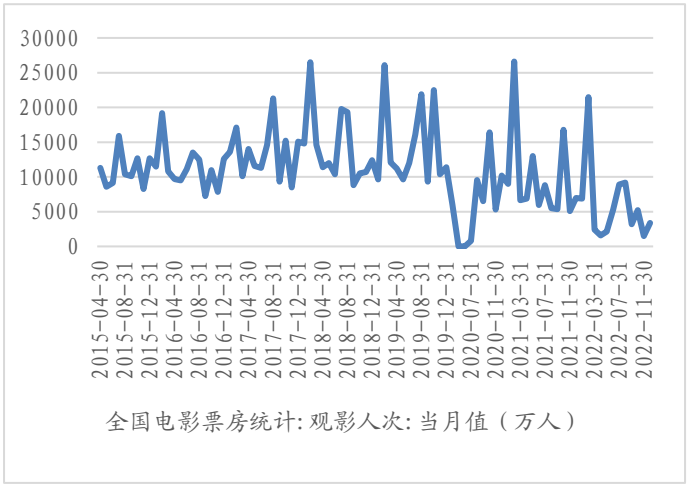


图 9：全国观影人次 2022 年 12 月开始回升



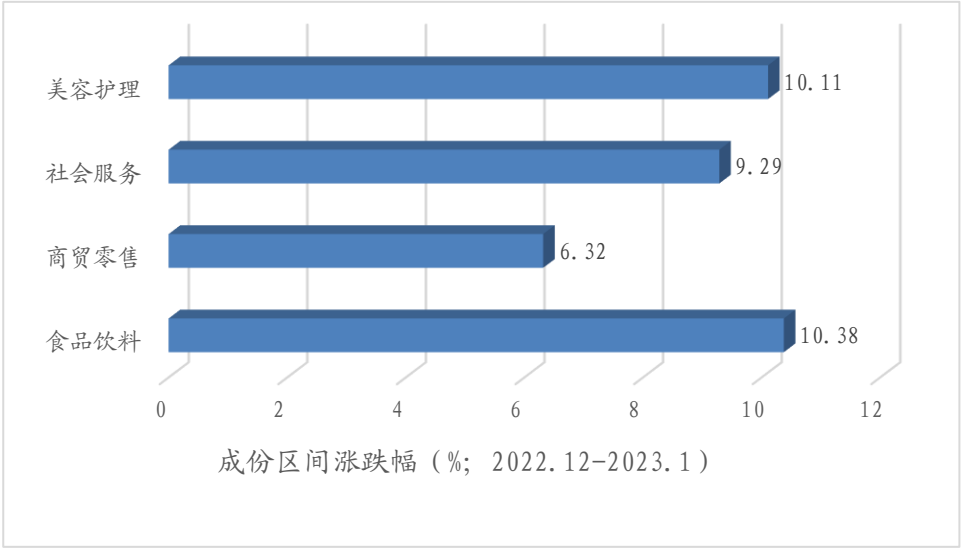
资料来源：中原证券 IFIND

2.4. 消费渐次修复，食饮居首

在诸项消费中，食品饮料作为基础消费往往率先修复，故二级市场的表现也更为领先。参考国外的情况，我们认为食品饮料、服务护理、餐饮住宿、旅游出行等消费需求将渐次复苏，食饮、护理等基础消费率先复苏，但出行餐饮等可选消费向上修复的斜率更大。反映在二级市场，食品饮料、服务护理、餐饮住宿和旅游出行等板块正在轮动表现，食品饮料可能将更为率先。故我们认为，尽管 2023 年全年食品饮料都将会有较好的市场表现，但一季度明显是重要的投资时点。

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 10：2022 年 12 月以来消费板块反弹呈现渐次性



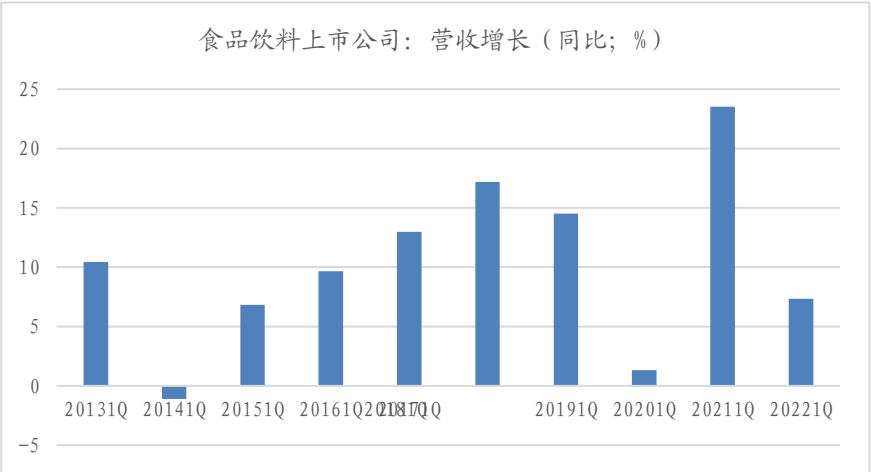
资料来源：中原证券 IFIND

2.5. 消费复苏对于上市公司的业绩影响

消费场景激活以及人口流动性增强将会带动食饮消费的增长，预计 2023 年一季度食品饮料上市公司的营收增长好于上年同期，并有望达到双位数的历年平均水平。

2013 至 2022 年期间，食品饮料上市公司的一季度营收的平均增幅为 10.27%。在 2020 年之前，增幅呈持续扩大态势——随着市场日趋成熟，上市公司的销售优势越来越突出。但是，2020 年以来，上市公司的营收增长波动加大，深跌与反弹的幅度都很大。2022 年一季度，食品饮料上市公司的营收增长为 7.35%，低于历年平均水平：当时华东、华南大面积陷于封控状态，由于食饮消费的韧性相对较好，在此期间上市公司仍录得高个位数的收入增长。2023 年一季度，上市公司的收入增长将会进一步提升，一是防控撤除，消费场景全面激活，人口流动增强；二是预计春节返乡人数激增，而返乡过节对于食饮消费有着积极的影响。叠加较低的同比基数，预计 2023 年一季度食品饮料上市公司的营收增长将超过 10%。

图 11：食品饮料上市公司历年一季度收入增长



资料来源：中原证券 IFIND

3. 一季度投资策略：拐点明确，积极做多

3.1. 投资策略

一季度是重要的投资时点，板块有望急速向价值中枢靠拢，完成价值回归，给予食品饮料行业“强于大市”的投资评级，板块将会呈现系统性行情。目前，食品饮料二级市场的拐点较为明确，市场正在从空向多发生积极的转变，政策明朗、低基数、就业和收入改善、春节返乡等诸多积极因素促成消费板块的活跃，食饮作为基础消费有望率先完成估值修复。一季度是重要的投资时点，板块有望急速向价值中枢靠拢，完成价值回归，给予食品饮料行业“强于大市”的投资评级。未来一个季度市场将会呈现“集体繁荣”的系统性行情，预计食品和饮料板块均有较好的表现。

3.2. 股票组合

2023 年食品饮料板块重要投资标的基本数据总结如下：

表 1：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	
					2022E	2023E	2022E	2023E
重庆啤酒	4.84	4.84	125.84	97.69	2.78	3.42	45.27	36.80
安琪酵母	8.69	8.24	42.74	16.64	1.53	1.93	27.93	22.15
贵州茅台	12.56	12.56	1803.77	29.97	49.64	58.12	36.34	31.04
青岛啤酒	13.64	7.00	106.30	10.12	2.57	3.08	41.36	34.51
舍得酒业	3.32	3.31	161.80	28.91	4.68	5.98	34.57	27.06
水井坊	4.88	4.88	83.70	51.01	2.74	3.35	30.55	24.99
山西汾酒	12.20	12.18	287.50	42.07	6.24	8.20	46.07	35.06
中炬高新	7.85	7.85	36.35	16.99	0.91	1.10	39.95	33.05
伊利股份	63.99	63.08	31.50	20.34	1.51	1.77	20.86	17.80
千禾味业	9.59	9.59	20.48	10.97	0.30	0.39	68.27	52.51
广州酒家	5.67	5.67	25.20	19.05	1.09	1.32	23.12	19.09
迎驾贡酒	8.00	8.00	67.92	23.13	2.19	2.71	31.01	25.06
海天味业	46.34	46.34	79.30	29.58	1.48	1.75	53.58	45.31
天味食品	7.61	7.54	27.05	3.24	0.43	0.55	62.91	49.18
安井食品	2.93	2.91	162.00	12.78	3.59	4.62	45.13	35.06
今世缘	12.55	12.55	54.82	23.15	1.98	2.45	27.69	22.38
口子窖	6.00	6.00	59.09	19.16	3.02	3.50	19.57	16.88
桃李面包	13.33	13.33	15.12	14.66	0.59	0.71	25.63	21.30
金徽酒	5.07	5.07	26.38	11.20	0.71	0.94	37.15	28.06
味知香	1.00	0.27	70.40	15.67	1.51	1.94	46.62	36.29
巴比食品	2.48	0.86	31.14	8.59	0.93	1.16	33.48	26.84
泸州老窖	14.72	14.65	234.57	30.85	6.92	8.60	33.90	27.28
酒鬼酒	3.25	3.25	138.77	27.77 75		4.95	37.01	28.03
五粮液	38.82	38.81	190.46	25.25	6.95	8.05	27.40	23.66
千味央厨	0.87	0.45	66.83	11.14	1.18	1.55	56.64	43.12

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

三全食品	8.79	6.30	17.60	17.70	0.89	0.99	19.78	17.78
涪陵榨菜	8.88	8.78	25.64	13.13	1.08	1.23	23.74	20.85
洽洽食品	5.07	5.07	47.78	17.75	2.05	2.44	23.31	19.58
汤臣倍健	17.00	11.29	24.46	17.68	1.03	1.27	23.75	19.26
仙乐健康	1.81	0.67	36.00	8.88	1.32	1.63	27.27	22.09

资料来源：中原证券 IFIND

4. 风险提示

1，居民收入和消费修复不及预期；

2，出口订单持续减少，出口下降超过预期；

3，过往三年中，欧美历经了四次新冠感染高峰，日韩经历了两次。我国首度放开管控后，目前经历了第一次感染潮，未来仍会有数次，将会切实影响到人员到岗、人流物流，继而影响资本市场的表现。

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。