

食品饮料行业深度报告

大众品 2023 年度策略：底部已过，向阳新生 增持（维持）

2023 年 01 月 19 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001
wangyj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007
liyzh@dwzq.com.cn

关键词：#消费升级 #市盈率低于过去十年历史平均

投资要点

■ **市场表现回顾：2022 年调味品、食品加工板块相对强劲，乳制品估值低位。**（1）**市场表现：**2022 年调味品、食品加工板块相对强劲，乳制品板块疲软，其中 2022H1 疫情高峰期乳制品韧性较强，复苏预期下调调味品、食品加工板块快速修复，食品加工全年表现相对具备韧性。（2）**从估值角度看，**截止到 2022 年 12 月 26 日，调味品/食品加工/乳制品板块估值分别为 46.9/31.0/25.1x，对应的十年估值分位数分别为 71%/43%/30%，调味品板块估值已快速修复，食品加工板块估值相对合理，乳制品估值依然处于低位。（3）**从外资持股比例看，**截止到 2022 年 11 月末，食品饮料、调味品、乳制品板块陆股通持股市值占流通市值比重分别为 5.15%/5.96%/12.61%，较 2021 年末分别下降 0.67/0.72/0.18pct。乳制品、调味品、食品加工年内陆股通持股占比均有所下降，乳制品相对更受外资青睐。

■ **调味品板块：C 端消费升级和 B 端餐饮复苏为 2023 年主线。**回顾 2022 年板块整体表现，（1）**需求端：**调味品下游渠道结构中餐饮渠道占比约为 55%，2022 年以来疫情反复导致餐饮持续疲软，2022Q1-3 主要调味品企业收入增速持续调整。（2）**成本端：**2022Q1-3 受俄乌战争影响，大豆现货价、白糖期货价分别同比+11.35%/4.6%，调味品成本持续高位，2022 年主要调味品企业盈利能力承压。**展望 2023 年，**从成本端来看，22Q4 起大豆现货价同比涨幅收窄，白糖期货价格同比下降，行业成本压力有望边际缓解，2023 年板块盈利能力有望回升。在此背景下，**我们选出了 C 端消费升级和 B 端餐饮复苏两条行业主线，其中 C 端消费升级主线推荐零添加概念受益标的千禾味业，B 端餐饮复苏主线推荐中炬高新、海天味业。**

■ **乳制品板块：估值低位，复苏可期。**回顾 2022 年板块整体表现，疫情扰动下乳制品需求萎靡，22Q1-3 板块收入增速持续放缓。此外，由于消费力低迷，行业产品结构恶化，高端白奶、常温酸等高毛利产品增速慢于低毛利的基础白，龙头企业增加费用投放后刺激消费效果不佳，导致原奶价格下行下盈利能力依然承压。**展望 2023 年，**我们认为对标海外，我国人均乳制品消费量较低，短期波动不改行业长期发展动力。**当前乳制品龙头估值低位，**考虑到 2022 年乳制品需求疲软主因消费力不足、消费场景缺失，随着防疫政策的边际放松、行业需求回暖，乳制品产品结构有望优化，估值有望修复，**板块绝对收益可期，推荐蒙牛乳业、伊利股份。**

■ **速冻食品板块：韧性强，疫后复苏未尽。**回顾 2022 年板块表现，速冻食品疫情下 C 端居家消费升温，疫后 B 端需求复苏，灵活性强的企业韧性更好。**展望 2023 年，**我们认为疫情达峰速度较快，B 端恢复良好。大 B 端快餐类复苏更好，小 B 端乡村宴席疫后弹性大，夫妻老婆店也跟随复苏，整体回暖趋势明显。如果春节二次感染未大面积爆发，叠加全国降温来临，预期板块复苏行情持续。考虑到板块业绩和估值具备韧性，2023 年超预期点更关注餐饮回暖情况。**确定性维度上建议优先关注安井食品，其次关注千味央厨、立高食品的复苏弹性，择机布局。**

■ **风险提示：**疫情影响导致餐饮复苏不及预期，成本端压力上涨风险，竞争格局恶化，消费力恢复不及预期，食品安全问题

行业走势



相关研究

《周专题：珍酒李渡正式递表港交所，四大品牌保驾护航》

2023-01-16

《周专题：白酒开门红持续推进，渠道信心环比改善》

2023-01-08

内容目录

1. 市场表现回顾：2022 年调味品、食品加工板块相对强劲，乳制品估值低位.....	4
2. 调味品板块：C 端消费升级和 B 端餐饮复苏为 2023 年主线.....	6
2.1. 2022 年业绩回顾：餐饮需求萎靡+原材料成本高位，板块业绩承压.....	6
2.2. 2023 年投资展望：关注 C 端消费升级和 B 端餐饮复苏.....	9
2.2.1. C 端消费升级主线：零添加概念乘风起，千禾味业有望持续受益.....	9
2.2.2. B 端餐饮复苏主线：防疫政策边际放松，优选餐饮复苏标的.....	10
3. 乳制品板块：估值低位，复苏可期.....	11
3.1. 2022 年业绩回顾：疫情扰动下需求萎靡，结构恶化下盈利能力承压.....	11
3.2. 2023 年投资展望：估值低位，板块估值有望修复.....	12
4. 速冻食品板块：韧性强，疫后复苏未尽.....	13
4.1. 2022 年业绩回顾：B、C 需求灵活调节，业绩具备韧性.....	13
4.2. 2023 年展望：餐饮复苏再添新柴，成本至暗时刻已过.....	14
4.2.1. 需求：疫后复苏未尽，餐饮需求回暖添新柴.....	14
4.2.2. 成本：至暗时刻已过，提价落地更为顺利.....	15
5. 风险提示.....	17

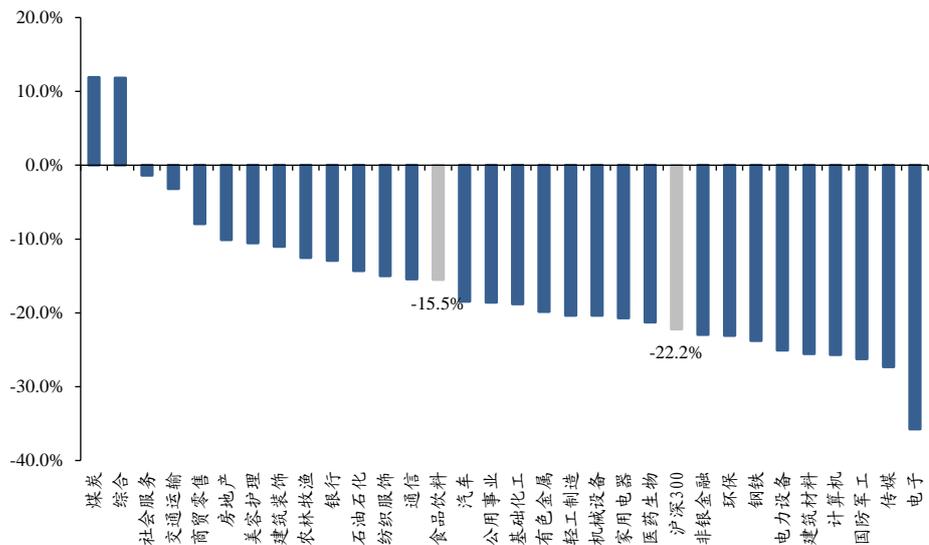
图表目录

图 1:	2022 年以来申万一级行业涨跌幅.....	4
图 2:	2022 年以来食品饮料各子版块涨跌幅.....	4
图 3:	2022 年各月食品饮料、调味品、乳品、食品加工板块涨跌幅.....	5
图 4:	2022 年以来本土新冠肺炎当日新增确诊病例数.....	5
图 5:	食品饮料子版块当前估值分位数（左）及 2023 年盈利预测一致预期.....	5
图 6:	2020-2022M11 食品饮料、调味品、乳制品陆股通持股市值占流通市值比重.....	6
图 7:	基础调味品 2020-2022Q3 单季度收入增速.....	7
图 8:	其他调味品 2020-2022Q3 单季度收入增速.....	7
图 9:	主要调味品企业 2021-2022Q3 单季度收入两年复合增速.....	7
图 10:	2021 年我国调味品渠道结构.....	8
图 11:	2019-2022M11 社零总额、社零餐饮、酱油产量当月同比.....	8
图 12:	主要调味品企业 2021-2022Q3 单季度毛利率同比变化.....	8
图 13:	主要调味品企业 2021-2022Q3 单季度销售净利率同比变化.....	8
图 14:	2012 年海天味业成本结构.....	9
图 15:	2022 年大豆现货均价和白糖期货价月度同比.....	9
图 16:	2021-2022M11 海天、中炬、千禾天猫淘宝销售额单月同比变化.....	9
图 17:	千禾味业、中炬高新、海天味业酱油产品矩阵（按价格带分类）.....	10
图 18:	2021-2022M11 乳制品当月产量及同比.....	11
图 19:	2021-2022Q3 乳品(申万)单季度营收及同比.....	11
图 20:	2021-2022Q3 乳品(申万)单季度毛利率及归母净利率变化.....	12
图 21:	2020-2022M11 原奶（左）及大包粉均价变化.....	12
图 22:	2016-2026E 细分品类市场规模（亿元）及乳制品行业整体增速.....	12
图 23:	2021 年各国乳制品人均年消费量（千克）.....	12
图 24:	2013-2022 年伊利股份 PE Band.....	13
图 25:	2013-2022 年蒙牛乳业 PE Band.....	13
图 26:	速冻行业主要公司单季度营收增速（%）.....	13
图 27:	速冻行业主要公司单季度净利率（%）.....	13
图 28:	国内速冻米面市场规模及增速.....	14
图 29:	国内速冻火锅料市场规模及增速.....	14
图 30:	日本速冻食品消费情况（万吨）.....	15
图 31:	速冻食品国内 B、C 消费量对比.....	15
图 32:	速冻行业核心原材料价格变化.....	16
表 1:	部分速冻企业提价情况.....	16

1. 市场表现回顾：2022 年调味品、食品加工板块相对强劲，乳制品估值低位

2022 年以来调味品、食品加工板块相对强劲，乳制品板块疲软。2022 年以来食品饮料板块指数下跌 15.5%，在 31 个申万一级行业（2021）中排名第 14 位，其中食品加工/调味品/乳制品板块分别下跌 12.3%、12.9%和 24.9%，调味品和食品加工板块全年表现相对强劲，乳制品板块跑输食品饮料板块和沪深 300 指数。

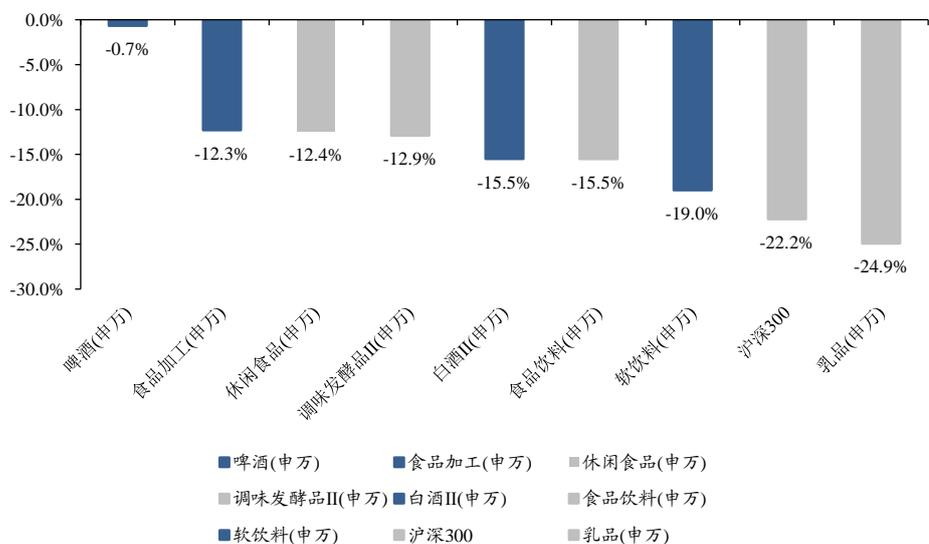
图1：2022 年以来申万一级行业涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截止到 2022 年 12 月 26 日

图2：2022 年以来食品饮料各子版块涨跌幅

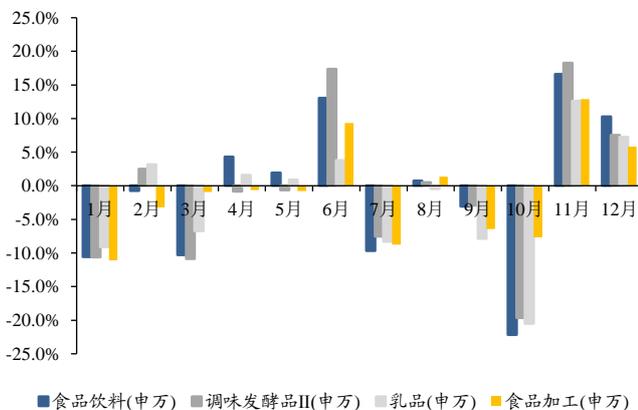


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截止到 2022 年 12 月 26 日

2022H1 疫情高峰期乳制品韧性较强，复苏预期下调味品、食品加工板块快速修复，食品加工全年表现相对具备韧性。从板块月度表现看，2022H1 疫情高峰期的 3-5 月，乳制品市场表现强于调味品，反映出 C 端刚需的乳制品在疫情爆发下具备较强避险属性。但 6 月疫情边际好转后调味品、食品加工板块迅速反弹，11 月起尽管疫情再次爆发，但板块依然实现快速修复，反映出调味品板块在强复苏预期下弹性更大。从波动性上看，调味品反应速度比食品加工幅度更大。

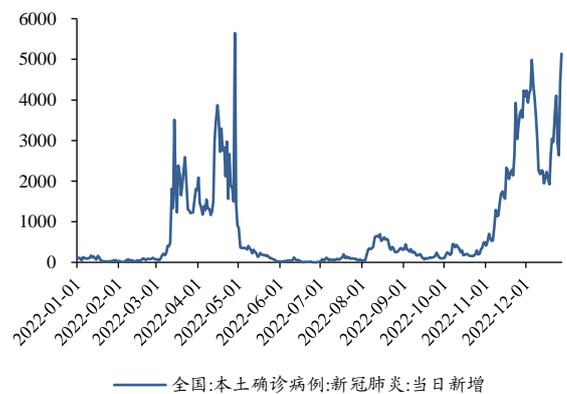
图3：2022 年各月食品饮料、调味品、乳品、食品加工板块涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截止到 2022 年 12 月 26 日

图4：2022 年以来本土新冠肺炎当日新增确诊病例数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截止到到 2022 年 12 月 27 日

乳制品板块估值低位，调味品板块估值快速修复，食品加工板块估值相对合理。截止到 2022 年 12 月 26 日，调味品/食品加工/乳制品板块估值分别为 46.9/31.0/25.1x，对应的十年估值分位数分别为 71%/43%/30%，调味品板块估值已快速修复，食品加工板块估值相对合理，乳制品估值依然处于低位。从 2023 年食饮各子板块盈利预测一致预期看，乳制品板块利润修复预期较高，预期调味品、食品加工板块 2023 年利润增速略快于白酒和软饮料。

图5：食品饮料子版块当前估值分位数（左）及 2023 年盈利预测一致预期

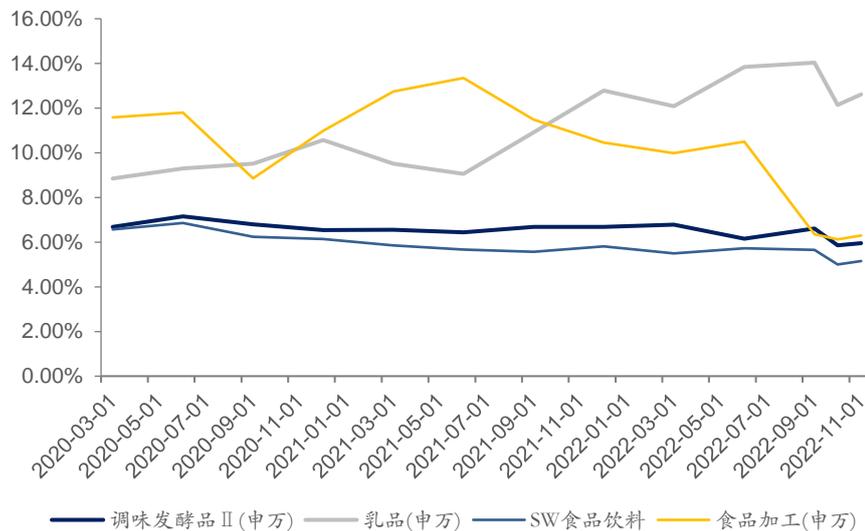


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截止到 2022 年 12 月 26 日

乳制品、调味品、食品加工年内陆股通持股占比均有所下降，乳制品相对更受外资青睐。截止到 2022 年 11 月末，食品饮料、调味品、乳制品板块陆股通持股市值占流通市值比重分别为 5.15%/5.96%/12.61%，较 2021 年末分别下降 0.67/0.72/0.18pct。在经历了 10 月外资撤退后，11 月调味品、乳制品板块陆股通持股市值占流通市值比重环比均有所提升，全年来看乳制品依然更受外资青睐。

图6: 2020-2022M11 食品饮料、调味品、乳制品陆股通持股市值占流通市值比重



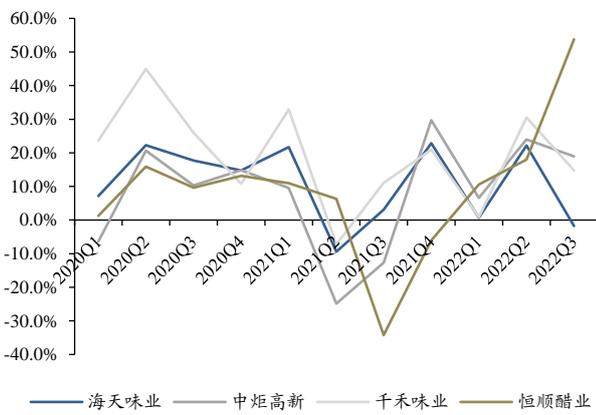
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 调味品板块：C 端消费升级和 B 端餐饮复苏为 2023 年主线

2.1. 2022 年业绩回顾：餐饮需求萎靡+原材料成本高位，板块业绩承压

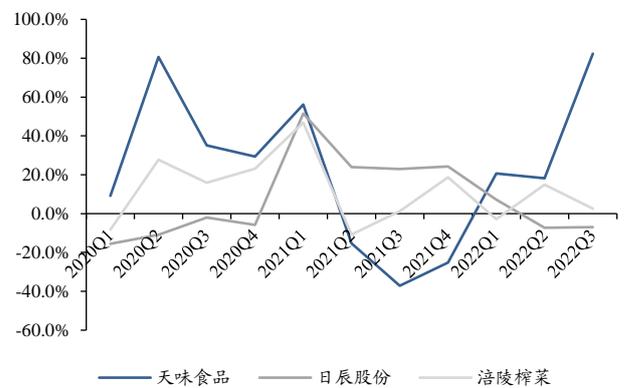
基数效应叠加疫情反复，2022Q1-3 主要调味品企业收入增速持续调整。2021Q1 高基数下，2022Q1 主要调味品企业（除恒顺醋业、天味食品外）收入同比增速较 2021Q4 均有所回落。2022Q2 虽有疫情冲击，但在 2021Q2 社区团购扰乱行业价盘形成低基数下，除日辰股份外，主要调味品企业收入均实现了较快增长。2022Q3 疫情点状复发，消费力整体低迷，基础调味品收入增速普遍放缓，C 端复合调味品天味食品收入端保持较快增长。从剔除基数效应的收入两年复合增速看，2022Q1 在提价效应和疫情防控相对较好的背景下，主要调味品企业均实现了较快增长，2022Q2 疫情冲击下，除恒顺醋业外，主要调味品企业收入增速均放缓，2022Q3 疫情边际好转，但消费力萎靡下主要调味品企业收入增速弱复苏。

图7：基础调味品 2020-2022Q3 单季度收入增速



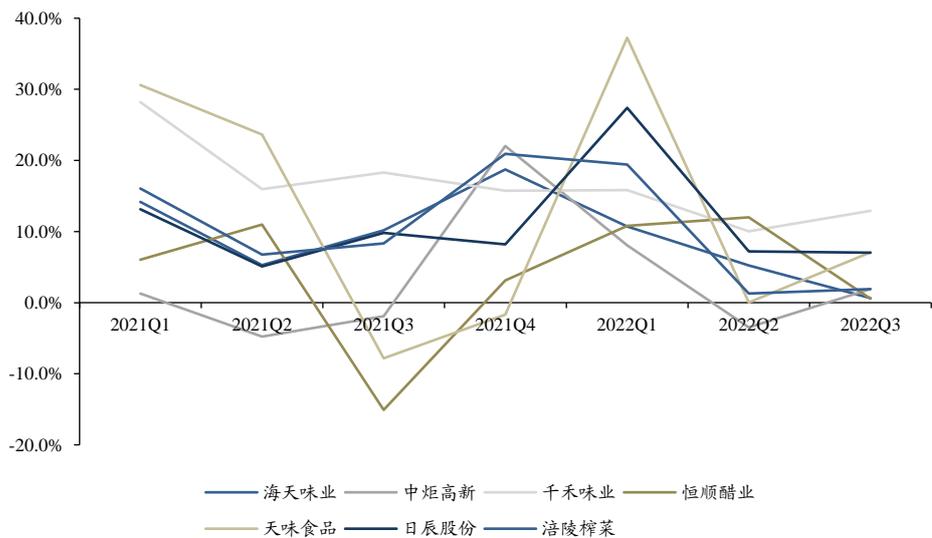
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：其他调味品 2020-2022Q3 单季度收入增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：主要调味品企业 2021-2022Q3 单季度收入两年复合增速

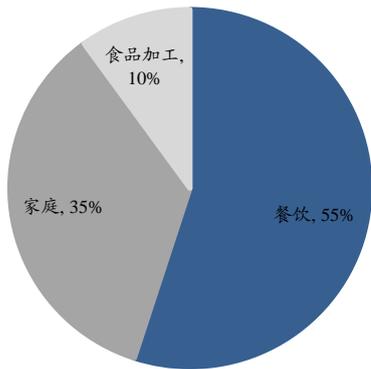


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022Q1-3 调味品板块收入端主要影响因素是疫情扰动下餐饮需求萎靡。调味品下

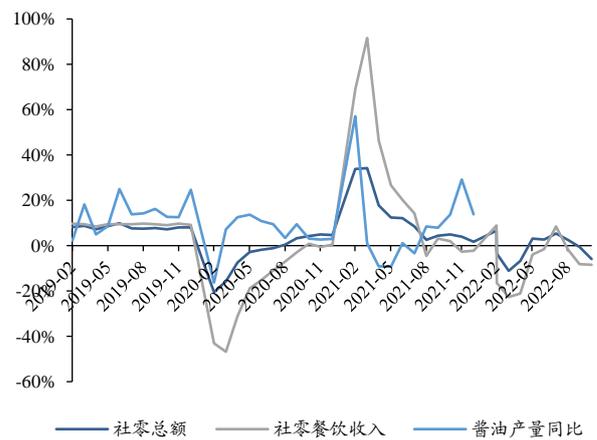
游渠道结构中餐饮渠道占比约为 55%，是调味品最主要的渠道，历史复盘来看，酱油产量和社零餐饮收入当月同比相关性较高。2022 年以来疫情反复导致餐饮持续疲软，2022 年 3-5 月社零餐饮收入同比下滑 16%/23%/21%，10-11 月社零餐饮收入同比均下滑 8%，餐饮萎靡下调味品行业需求疲软。

图10: 2021 年我国调味品渠道结构



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图11: 2019-2022M11 社零总额、社零餐饮、酱油产量当月同比



数据来源: Wind, 产业信息网, 国家统计局, 东吴证券研究所

成本高位, 2022 年主要调味品企业盈利能力承压。除天味食品外, 主要调味品企业 2022Q1-3 毛利率均同比下降, 主因行业原材料成本压力较大。根据海天味业招股说明书, 大豆/白糖原材料占海天成本比重均为 17%, 2022Q1-3 受俄乌战争影响, 大豆现货价、白糖期货价分别同比+11.35%/4.6%, 成本持续高位。毛利率承压下调味品企业主动收缩费用, 但海天味业、中炬高新、恒顺醋业、日辰股份 2022Q1-3 销售净利率依然分别同比下降 1.7%/0.3%/1%/5.8%, 行业盈利能力承压。

图12: 主要调味品企业 2021-2022Q3 单季度毛利率同比变化

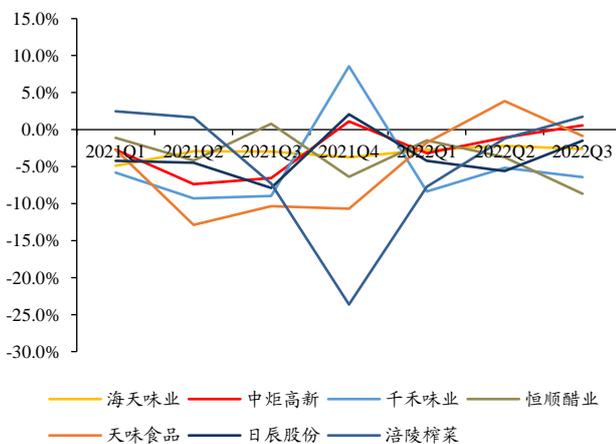
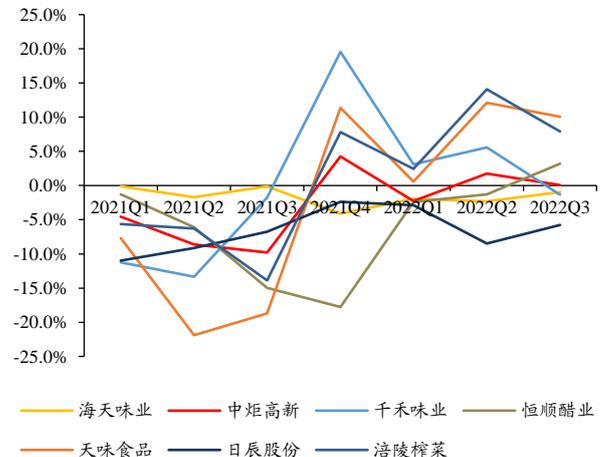
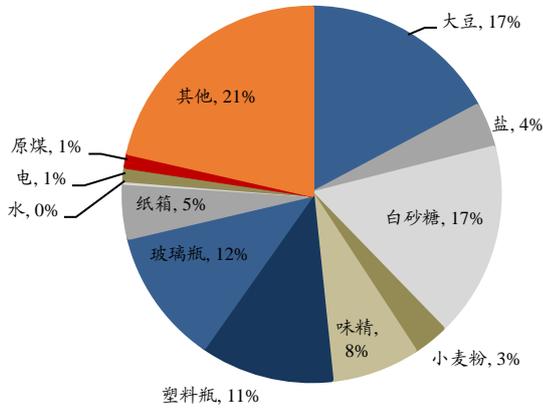


图13: 主要调味品企业 2021-2022Q3 单季度销售净利率同比变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2012年海天味业成本结构



数据来源：海天味业招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2022年大豆现货均价和白糖期货价月度同比

	大豆	白糖
22M1	12.2%	9.0%
22M2	8.9%	6.8%
22M3	7.6%	8.3%
22M4	10.9%	10.2%
22M5	13.3%	5.6%
22M6	11.6%	8.4%
22M7	11.8%	3.2%
22M8	12.8%	3.7%
22M9	12.8%	4.9%
22M10	6.1%	5.9%
22M11	1.6%	6.5%
22M12	3.5%	2.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截止到2022年12月23日

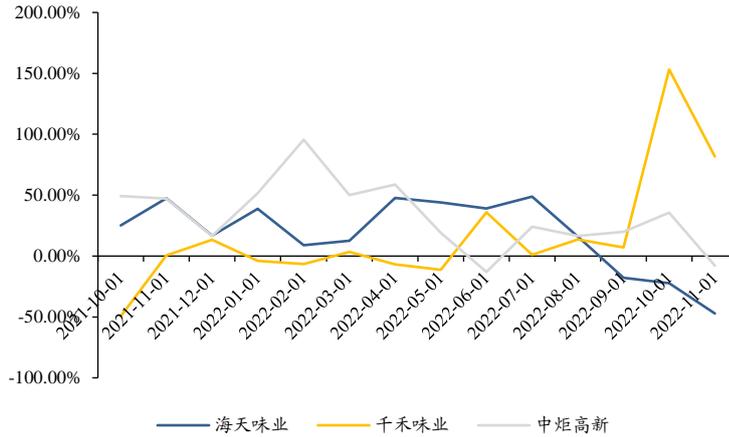
2.2. 2023年投资展望：关注C端消费升级和B端餐饮复苏

成本压力有望边际缓解，关注C端消费升级和B端餐饮复苏两条主线。从成本端来看，22Q4起大豆现货价同比涨幅收窄，白糖期货价格同比下降，预计行业成本压力有望边际缓解，2023年板块盈利能力有望回升。在此背景下，我们选出了C端消费升级和B端餐饮复苏两条行业主线，推荐千禾味业、中炬高新、海天味业。

2.2.1. C端消费升级主线：零添加概念乘风起，千禾味业有望持续受益

受益于添加剂事件，10月以来千禾味业动销持续强劲。22年10月初添加剂事件爆发后，魔镜数据显示，零添加领先品牌千禾味业10-11月天猫淘宝销售额分别同比+153%/82%，海天味业天猫淘宝销售额则分别同比下降22%/47%，千禾持续受益。线下渠道调研反馈，千禾味业基地市场西南地区10-11月零添加动销分别同比增长70%/40%，动销持续强劲，零添加热度仍在。

图16：2021-2022M11海天、中炬、千禾天猫淘宝销售额单月同比变化



数据来源：魔镜数据，萝卜投研，东吴证券研究所

零添加概念契合消费升级，千禾味业有望持续受益。我们认为添加剂事件下消费者对零添加产品认知度提升，零添加概念契合消费升级大趋势，未来零添加赛道有望快速扩容。千禾味业 2008 年在行业内首推零添加酱油后持续深耕零添加赛道，零添加产品矩阵完善，添加剂事件后动销快速增长反映出其品牌力增强，未来有望持续受益于零添加赛道扩容。2022 年 12 月 1 日，公司公布新的股权激励方案，上调 2023/2024 年考核目标，增加 2025 年经营目标，进一步明确了中长期发展规划，彰显了长期发展信心。

图17: 千禾味业、中炬高新、海天味业酱油产品矩阵（按价格带分类）

元/500ml	千禾	厨邦	海天
30以上	有机酱油 46.80 儿童装 54.29 有机酱油 41.67	铁强化 48.17 小淘气酱油 41.67 纯酿小童酱油 41.67	清酱酱油 30.33 鱼生酱油 49.50
20-30	零添加酱油 22.80 零添加酱油 280天 29.80 零添加酱油 380天 29.80	小淘气酱油 28.17 特级老抽 25.00 厨邦酱油 26.33 零添加原庄 21.90 零添加原庄 21.90 生抽 19.9 黑豆特强 22.45 零添加原庄 22.45	加 29.17 老字号酱油 2.90 道字号第一 26.98 老字号淡盐 26.98 有机酱油 24.90
12-20	零添加酱油 16.80 醇酿红烧 5.43 生抽酱油 5.43 老抽酱油 13.80 东成红特强 13.90	海盐酱油 13.29 蒸鱼豉油 12.98 草菇老抽 12.60 特级生抽 11.3 头一道 19.9 纯酿酱油 13.90	味极鲜酱油 14.34 凉拌酱油 12.90 金标生抽 12.80 铁强化 12.80 香菇老抽 12.90 高鲜 15.83 老字号365 15.83 特级味极鲜 12.53 海盐生抽 12.90
8-12	级生抽加特 9.9 零添加酱油 180天 7.44 特级酱油 4.29	全标生抽 8.66 美味鲜生抽 8.91 王味鲜生抽 8.91 特级双环 9.6 红烧酱油 11.3 味极鲜 9.25	全标生抽 9.9 香菇老抽 10.90 红烧酱油 10.70 老抽王 8.90 特级全标生抽 9.93 鲜酱油 9.93 特级一品 9.93 海盐生抽 10.80
4-8	零添加酱油 180天 7.44 特级酱油 4.29 味极鲜特强 5.43 生抽酱油 5.43	全标双环生抽 5.71 上色老抽 6.72 食品生抽 7.98 一品鲜 7.90 原瑞鲜 7.87 美味鲜酱油 7.99	鲜味生抽 7.90 招牌味极鲜 6.07

数据来源：京东，淘宝，东吴证券研究所

2.2.2. B 端餐饮复苏主线：防疫政策边际放松，优选餐饮复苏标的

疫情管控持续放开，餐饮需求有望修复。12月7日疫情防控“新十条”落地，12月26日卫健委公布对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，防疫政策逐步优化。短期内新冠确诊人数快速提升，但我们认为感染高峰过后，餐饮行业复苏弹性可期，推荐中炬高新、海天味业。

中炬高新股权问题持续推进，B端业务有望持续发展。2021年公司B端渠道占比28%，仅次于海天味业，未来随着餐饮需求好转，公司B端业务有望持续增长。公司12月14日晚公告，控股股东中山润田持有的公司非限售流通股1200万股（占公司总股本的1.53%）被作价拍卖。截止到2022年11月18日中山润田持有公司股权15.29%，本次拍卖后中山润田持有股权将降低到13.76%，持股比例低于二股东及其一致行动人（截止到2022年10月20日持股13.96%），公司控制权或发生变更，估值有望修复。中长期我们看好公司大单品战略和全国化扩张带来的长期发展空间。

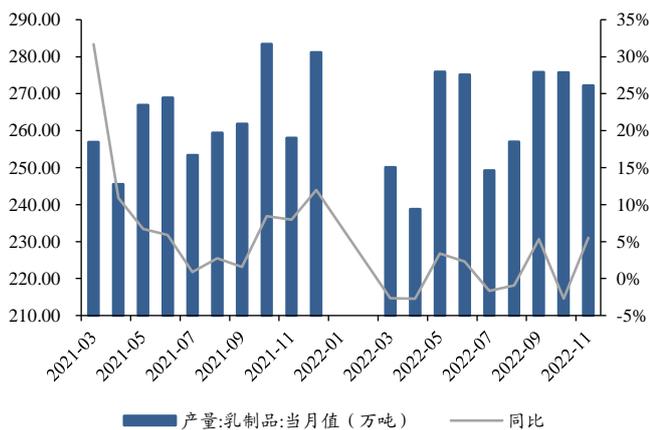
B端龙头海天味业有望持续受益于餐饮需求修复。2022H1公司B端渠道占比40%，未来随着餐饮需求好转，公司弹性可期。添加剂事件后公司短期动销略有受损，但我们认为添加剂舆论事件不改公司长期竞争力，中长期看好公司作为调味品龙头持续提升市场份额。

3. 乳制品板块：估值低位，复苏可期

3.1. 2022年业绩回顾：疫情扰动下需求萎靡，结构恶化下盈利能力承压

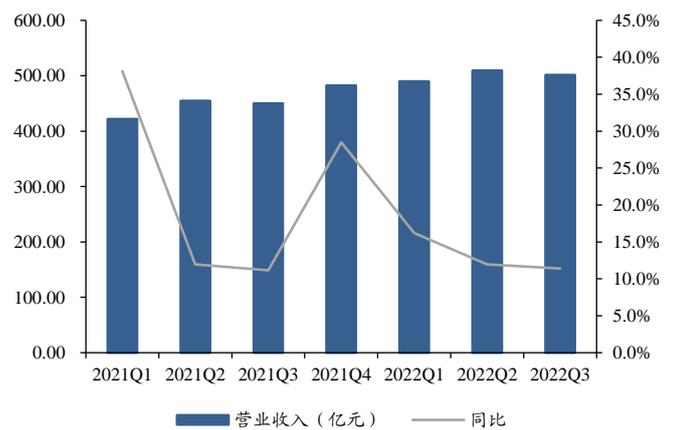
疫情扰动下2022年乳制品需求萎靡，板块收入增速持续放缓。2022H1上海疫情爆发，物流受阻等因素冲击下22年3-4月乳制品产量同比下降3%，2022Q1和Q2板块营业收入分别同比+16%/12%，增速较2021Q4放缓。2022H2疫情点状散发下消费力萎靡，叠加送礼场景缺失，2022年7/8/10月乳制品产量分别同比下降2%/1%/3%，2022Q3板块收入同比增速进一步放缓至11%。

图18：2021-2022M11 乳制品当月产量及同比



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图19：2021-2022Q3 乳品(申万)单季度营收及同比

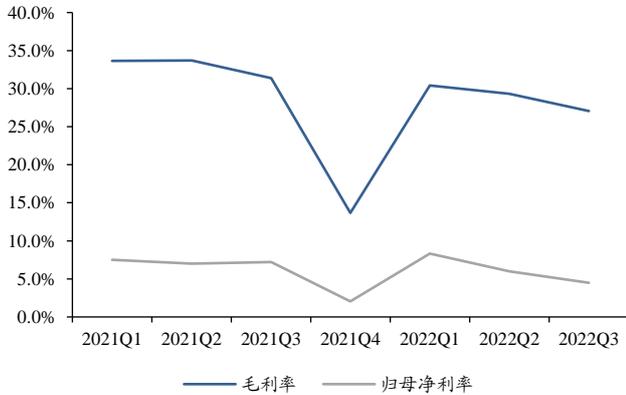


数据来源：Wind，东吴证券研究所

消费力低迷，行业产品结构恶化，原奶价格下行下盈利能力依然承压。以蒙牛为代表的乳制品企业成本结构中原奶占比45%、大包粉占比8-10%，2022Q1-3原奶和大包粉价格分别同比-2.71%/+25%，综合来看原材料成本同比略增，压力可控。但2022年前三季度板块毛利率分别同比下降3.2%/4.4%/4.3%，归母净利率分别同比+0.8%/-1%/-2.7%，

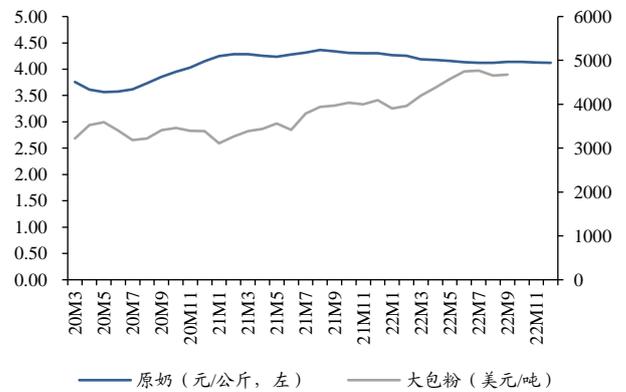
盈利能力持续恶化主因消费力不足下高端白奶、常温酸等高毛利产品增速慢于低毛利的基础白，龙头企业增加费用投放后刺激消费效果不佳。

图20: 2021-2022Q3 乳品(申万)单季度毛利率及归母净利润率变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 2020-2022M11 原奶(左)及大包粉均价变化

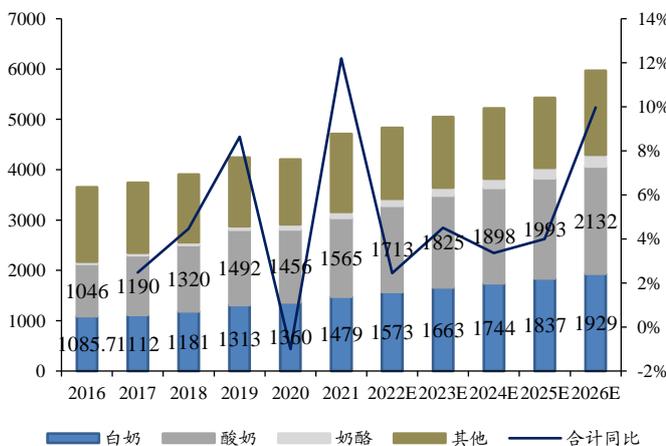


数据来源: Wind, 奶业经济观察, 东吴证券研究所

3.2. 2023 年投资展望: 估值低位, 板块估值有望修复

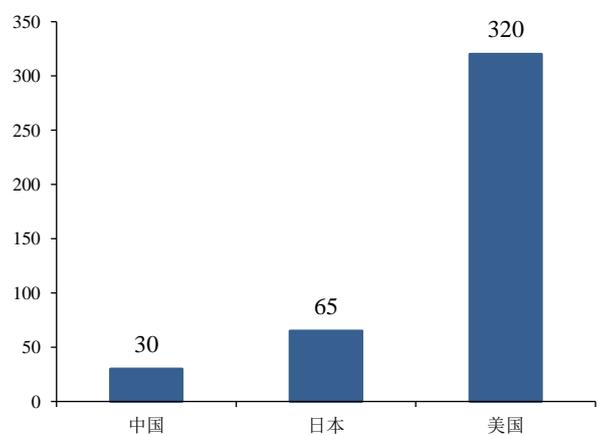
对标海外, 我国人均乳制品消费量较低, 短期波动不改行业长期发展动力。2021 年中国乳制品人均年消费量约为 30 千克, 而日本和美国则分别约为 65 千克和 320 千克, 我国人均乳制品消费量仍有提升空间。灼识咨询数据显示, 2016-2021 年中国乳制品市场销售规模 CAGR=5.3%, 受疫情冲击, 预计 2022 年行业规模同比增速为 2.4%, 随着防疫政策放松、消费场景和消费力逐步修复, 预计 2023 年以后行业有望提速, 2023-2026 年市场规模 CAGR 有望达到 5.74%。

图22: 2016-2026E 细分品类市场规模(亿元)及乳制品行业整体增速



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

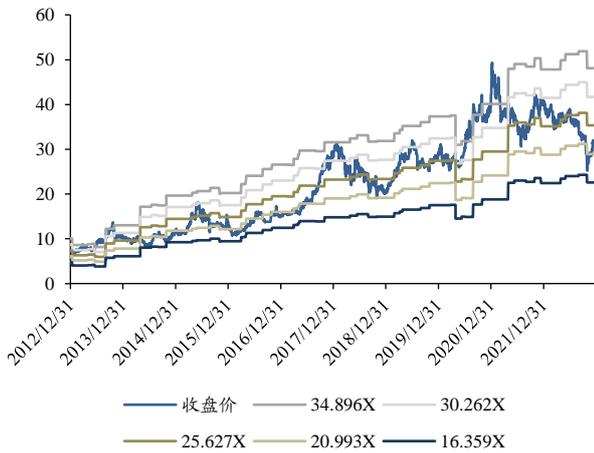
图23: 2021 年各国乳制品人均年消费量(千克)



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

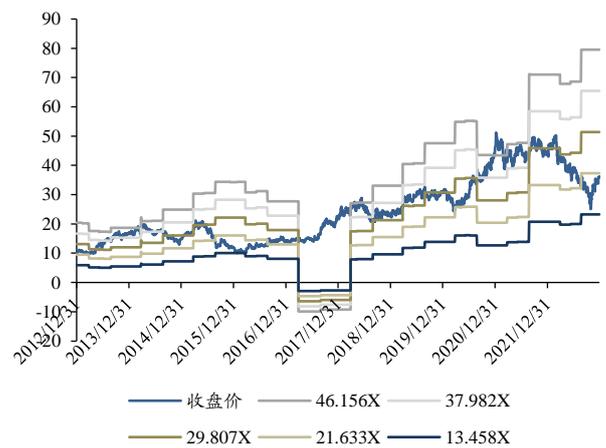
乳制品龙头估值低位，推荐蒙牛乳业、伊利股份。截止到2022年12月29日，乳制品龙头伊利股份、蒙牛乳业PE TTM分别为22.4/21x，对应的十年估值分位数分别为30%/15%，均低于十年估值中枢。考虑到2022年乳制品需求疲软主因消费力不足、消费场景缺失，随着防疫政策的边际放松、行业需求回暖，乳制品产品结构有望优化，估值有望修复，板块绝对收益可期，推荐蒙牛乳业、伊利股份。

图24: 2013-2022年伊利股份PE Band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 2013-2022年蒙牛乳业PE Band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

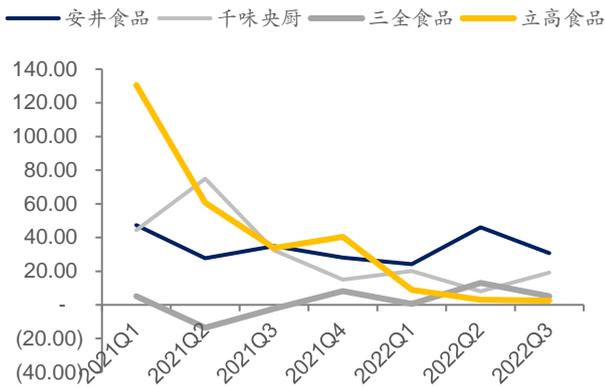
4. 速冻食品板块: 韧性强, 疫后复苏未尽

4.1. 2022年业绩回顾: B、C需求灵活调节, 业绩具备韧性

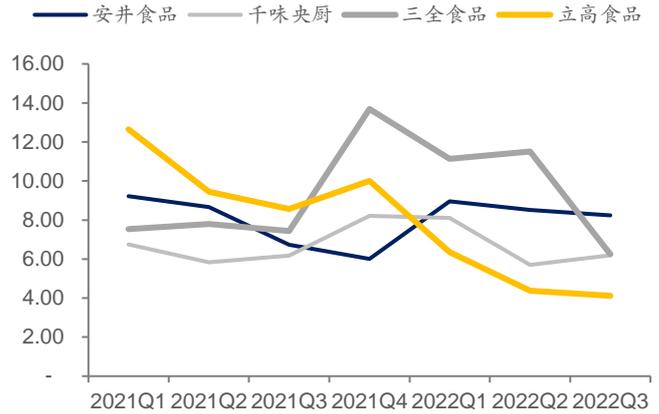
速冻食品疫情下C端居家消费升温, 疫后B端需求复苏, 灵活性强的企业韧性更好。回顾过去两年速冻板块主要公司业绩表现: 2021年: Q1就地过年, C端居家消费需求强劲; Q2开始消费环境整体较差, BC需求双疲软+成本压力变大, 拐点向下; Q3-Q4利润底部, 尤其Q4旺季遇冷, 行业需求差竞争格局加剧, 原材料压力下提价不顺利导致速冻公司收入利润双承压。2022年: Q1高基数下表现弱, 部分企业利润拐点开始显现; Q2华东疫情严重, 有C端布局的企业更具备韧性, 对原材料锁价保护期较长的千味和立高利润压力相对在Q2开始显现较为明显, 而安井三全肉类鱼糜等成本逐步缓解, 其他原材料成本向上压力也减弱; Q3华东华北疫情缓解后, 比Q2环比恢复; Q4华南华北等地疫情反复扰动, 但逐月环比改善, 疫情放开后B端恢复势头更好, 渠道备货积极性高。

图26: 速冻行业主要公司单季度营收增速 (%)

图27: 速冻行业主要公司单季度净利率 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 2023 年展望：餐饮复苏再添新柴，成本至暗时刻已过

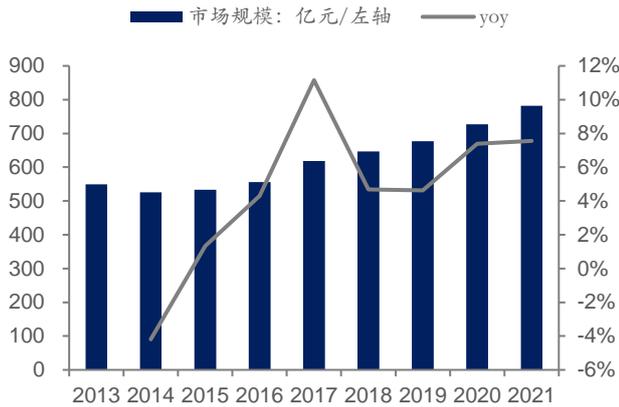
疫情达峰速度较快，B 端恢复良好。大 B 端快餐类复苏更好，小 B 端乡村宴席疫后弹性大，夫妻老婆店也跟随复苏，整体回暖趋势明显。如果春节二次感染未大面积爆发，叠加全国降温来临，预期板块复苏行情持续。考虑到板块业绩和估值具备韧性，2023 年超预期点更关注餐饮回暖情况。确定性维度上建议优先关注安井食品，其次关注千味央厨、立高食品的复苏弹性，择机布局。

4.2.1. 需求：疫后复苏未尽，餐饮需求回暖添新柴

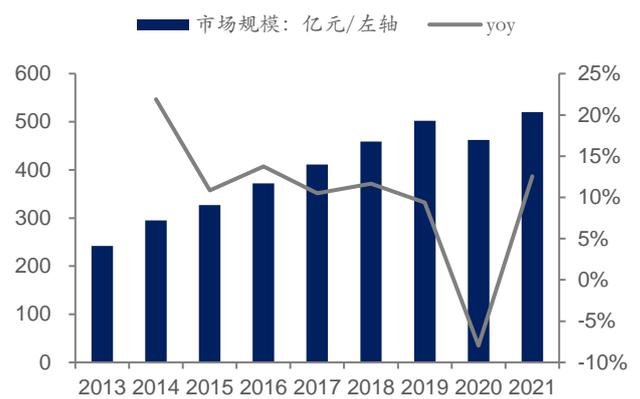
餐饮工业化具备长期成长性，速冻食品疫情下 C 端居家消费升温，疫后 B 端需求复苏。速冻行业子板块较多，分板块看：1) 火锅料：疫情对需求压制明显，疫后餐饮回暖助力增速复苏，根据 Frost & Sullivan、观研天下数据中心数据，2020 年行业规模整体出现下滑后 21 年回升至双位数增长。2) 米面：C 端居家消费助力增速回暖，根据 Frost & Sullivan、观研天下数据中心数据，2020 年以来米面规模增速回升至高个位数。3) 预制菜：高景气度赛道，B 端规模大，C 端景气度更高，23 年 BC 需求共振。4) 冷冻烘焙：下游可选属性强，受损程度比餐饮端更为严重，我们认为 23 年恢复弹性或更大，冷冻烘焙整体成长阶段相对早期，可放眼看长。

图28：国内速冻米面市场规模及增速

图29：国内速冻火锅料市场规模及增速



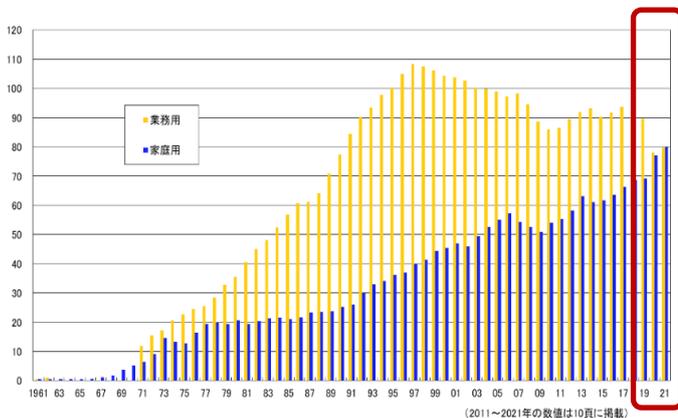
数据来源：Frost & Sullivan、观研天下数据中心，东吴证券研究所



数据来源：Frost & Sullivan、观研天下数据中心，东吴证券研究所

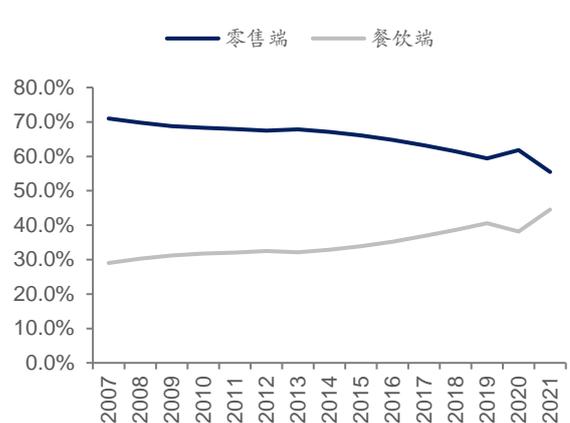
横向对比日本，疫后C端需求仍有增长，餐饮端需求逐渐回升，速冻食品景气度整体可看长。根据日本冷冻协会数据，自2020年疫情以来，日本冷冻食品在餐饮端消费量大幅下降，家庭端消费量大幅提升；疫后恢复以来，餐饮端仍处于缓慢复苏过程，家庭端用量保持增长，行业总量已回到疫情前水平，我们认为B端恢复进度较缓慢与出入境旅游受限有一定关系，但行业总体恢复良好。根据Euromonitor数据，国内速冻食品B/C端消费量占比为4:6，B端消费量仍有较大提升空间（日本疫后冷冻食品消费量占比仍有1:1），因此餐饮端对行业成长的驱动性仍然较强。安井BC兼顾，千味、立高B端主导，三全C端为主，预期需求均有回升，安井更稳，千味立高或有更大弹性。

图30: 日本速冻食品消费情况 (万吨)



数据来源：冷冻食品协会，东吴证券研究所

图31: 速冻食品国内B、C消费量对比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

4.2.2. 成本：至暗时刻已过，提价落地更为顺利

原材料成本端，预计整体成本向下，至暗时刻已过。我们对速冻行业主要原材料成本分析如下：1) 小麦：预期维持高位，下半年或有价格下降，考虑到全球小麦产量略有

增加，但俄乌冲突延续，海外价格走高或对国内小麦价格有一定传导，预期小麦价格或维持高位，后续有向下可能性。2) 肉类：猪肉、鸡肉成本端有一定压力。猪肉端，考虑到 2023 年规划出栏、可繁母猪均在高位，预期猪价上半年预计从高位回落，22H2 猪价高基数下，23H2 向上压力减小；鸡肉端，因为 22 年底至 23H1 在产父母代种鸡存栏量低位增长，预期商品代肉鸡出栏量增加，23H1 价格回落，而 22 年中受美国高致病性禽流感等影响，年内祖代种鸡更新量同比下降超 40%。根据产能传递周期推断，14 个月后即 2023 年三季度起国内肉鸡及产品供应量存在减少可能。同时，肉鸡出栏供应收紧或将推动肉鸡价格微涨，屠宰成本或趋高调整，对肉鸡产品价格有一定支撑作用，23H2 有成本上行风险，但考虑到 22H2 价格相对高位，向上压力有限。3) 油脂类：棕榈油考虑到印尼等主产过产量增加，认为全年价格上行风险较小，有向下空间；大豆油，主产国美国、巴西、阿根廷等产量增加，预期全年价格向下。

图32: 速冻行业核心原材料价格变化

	小麦	生猪	白羽鸡	豆油	棕榈油
Jan-22	12.2%	-55.9%	-8.6%	16.2%	43.4%
Feb-22	12.4%	-55.6%	-11.6%	22.7%	57.5%
Mar-22	24.4%	-53.7%	-13.8%	14.2%	60.3%
Apr-22	26.0%	-43.1%	2.7%	20.7%	66.7%
May-22	25.9%	-25.4%	1.3%	23.7%	72.0%
Jun-22	22.7%	4.0%	13.6%	30.4%	70.9%
Jul-22	20.6%	37.3%	21.5%	7.4%	7.2%
Aug-22	19.3%	40.4%	14.2%	2.2%	9.3%
Sep-22	18.6%	73.6%	20.4%	5.1%	-11.1%
Oct-22	18.6%	89.1%	31.6%	3.0%	-20.4%
Nov-22	14.8%	43.8%	26.3%	-0.5%	-17.2%
Dec-22	13.5%	16.6%	6.4%	-0.1%	-17.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

竞争层面上，22 年底需求改善，企业提价更为谨慎，预期提价能顺利传导。2021 年底受原材料成本压力较大影响，行业内公司进行过一轮普遍性提价，但 2021 年底由于疫情反复、需求较差等原因，提价较为不顺，因此 22Q4 到 23Q1 企业利润端呈现出较大压力。根据近期调研反馈情况，22 年 12 月以来，渠道备货积极性较高，小 B 端部分恢复较为积极，22 年底提价的企业整体在提价范围、幅度上也更为谨慎，我们预期此次提价能相对顺利地传导，业绩端也将有不错的表现。

表1: 部分速冻企业提价情况

公司	时间	具体内容
惠发食品	11 月	对部分产品进行产品搭赠力度的回收
三全食品	11 月	对汤圆等品类进行提价
正大食品	11 月	对具体产品进行提价
升隆食品	11 月	对部分产品进行涨价或缩减促销力度支持
安井食品	12 月	9 月开始整体收缩促销，12 月开始对部分低毛利肉制品进行提价
思念	12 月	对汤圆、水饺、馄饨等品类进行提价

海欣 12月 对部分产品进行价格调整，涨幅 3-15 元/件

数据来源：冷冻食品公众号，东吴证券研究所

5. 风险提示

疫情影响导致餐饮复苏不及预期：餐饮行业受疫情影响较大，由于防控政策不确定性导致门店关停，餐饮渠道恢复可能会不及预期。

成本端压力上涨风险：原材料成本上升将对公司盈利能力产生影响。若原材料价格持续上涨，公司盈利能力可能受到冲击。

竞争格局恶化：市场存在行业竞争格局变化不确定性。

消费力恢复不及预期：受疫情反复影响，消费者信心可能受损，消费力恢复速度可能会低于预期。

食品安全问题：食品安全问题一直为食品饮料企业的红线。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

