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

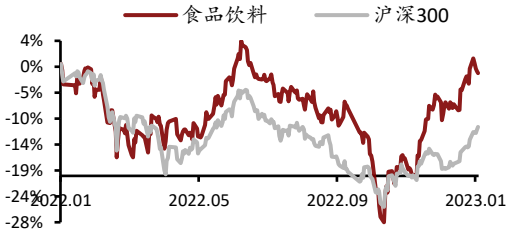
供需收缩，上游价格下跌，盈利有望改善

——食品饮料行业 2023 年 1 月月报

证券研究报告-行业月报 **强于大市(维持)**

发布日期：2023 年 01 月 31 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

《食品饮料策略行业季度:政策明朗,消费"上头条"，食饮表现率先》 2023-01-09

《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

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:

- 2023 年 1 月，"过节效应"导致食品饮料板块普遍回调。但是，白酒、保健品和乳品子板块录得上涨，因相关品类具有"过节属性"，带动了二级市场热度。拉长时间区间来看，自防疫政策调整后食品饮料各子板块全线上涨，其中白酒、保健品、乳品、烘焙和调味品上涨幅度较大。

- 截至 2023 年 1 月 20 日，食品饮料的静态估值为 36.57 倍，较 2022 年 10 月的估值低点 26.75 倍上升了 36.71%，但较 2021 年 1 月 53.73 倍的高位仍有 31.94%的空间，当前板块位于历史中位数以下 9%的位置。

- 经历了长时期的行业去产能，以及疫情期间疲弱的企业投资支出，2022 年食品饮料行业的投资完成额同比增长较多，行业投资提振显著。2022 年，从产出来看，肉制品、乳制品、预制食品以及冷冻饮品等民生品类保持常态增长；而白酒、葡萄酒、精制茶、方便面和罐头等品类的产量同比减少，部分品类如白酒、葡萄酒、精制茶、方便面和罐头属于趋势性的长期缩减。此外，从进口数量来看，2022 年国内对于啤酒、葡萄酒、小麦、玉米、大豆、猪肉、原奶、棕榈油、麦芽、坚果、明胶、鱼油等大宗商品的进口数量大幅减少，进口增速位于历史低位。2022 年，国内的消费市场整体以收缩为主。2022 年，食品饮料行业的上游要素价格普跌，预计 2023 年上市公司的经营将显著成本下降，盈利有望回升。

- 春节前后，白酒的价格基本上保持平稳，部分单品节后价格略有下跌。白酒价格印证了社会调查的情形：次高档白酒的需求修复仍需要更多的时间；私人部门的宴请恢复后，市场对 300 至 400 元价格带名酒的需求增加；随着春节返乡潮成行，社会消费向下沉淀，带动了 100 至 300 元价格带的地产名酒。

- 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。一月投资组合中，我们推荐次高档白酒，包括五粮液、泸州老窖、水井坊、山西汾酒；推荐休闲食品板块的洽洽食品；推荐业绩修复空间大、具有反转机会的千禾味业、绝味食品和汤臣倍健；推荐新兴市场标的味知香。其中，五粮液、泸州老窖、水井坊、山西汾酒和洽洽食品属于基础配置；千禾味业、绝味食品、汤臣倍健和味知香属于弹性配置。

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

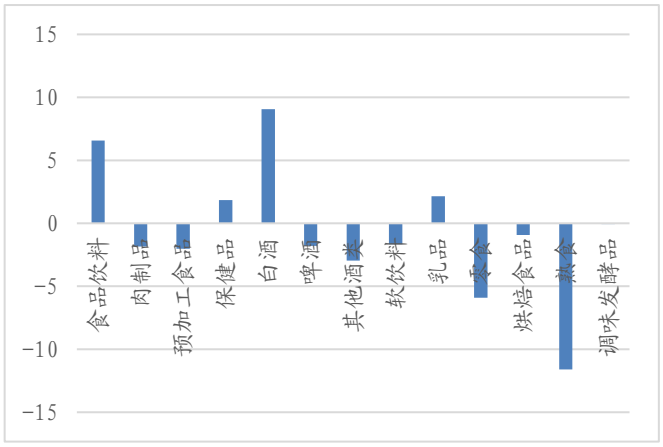
1. 食品饮料板块市场表现

1.1. 1 月市场表现

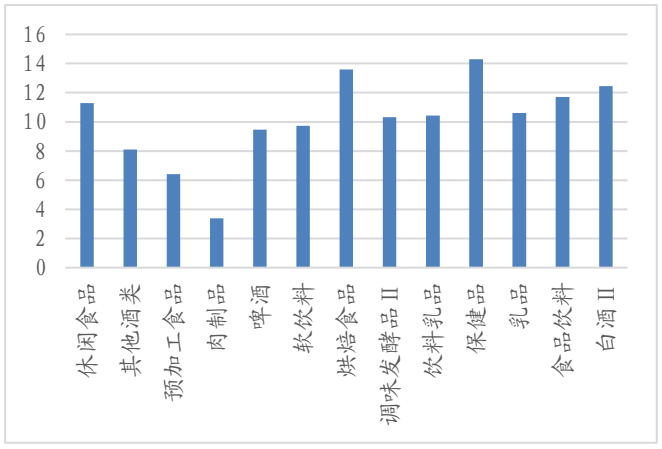
2023 年 1 月，“过节效应”导致食品饮料板块普遍回调。但是，白酒、保健品和乳品子板块录得上涨，因相关品类具有“过节属性”，带动了二级市场热度。

2022 年 12 月，食品饮料各子板块悉数上涨，多数涨幅超过 10%。2023 年 1 月，食品饮料各子板块普遍回调，主要为长假之前的市场心理和行为所致；仅有白酒、保健品和乳品录得涨幅，其中白酒上涨最多（9.06%），三大品类均具有“过节属性”，市场调查也显示上述品类节前动销良好。

图表 1：2023 年 1 月食品饮料板块涨跌情况



图表 2：2022 年 12 月食品饮料板块涨跌情况



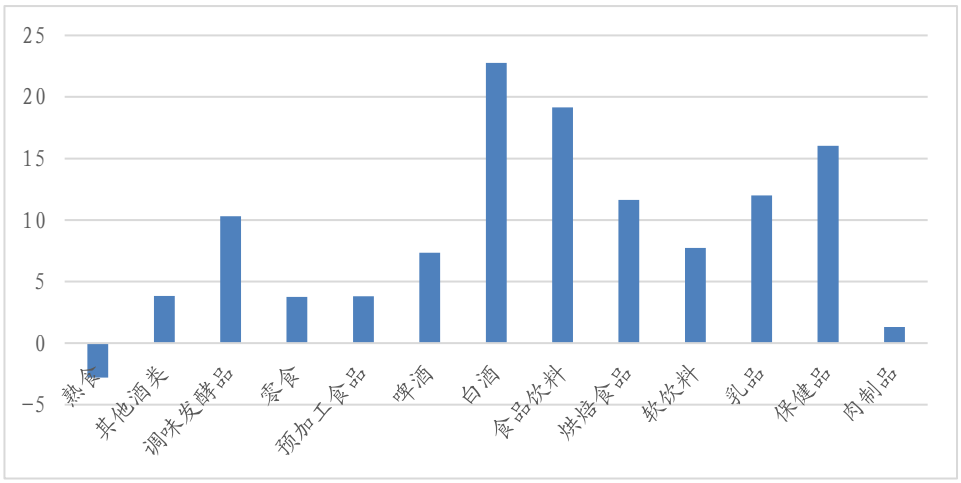
资料来源：中原证券研究所 IFIND

拉长时间区间来看，自防疫政策调整后食品饮料各子板块全线上涨，其中白酒、保健品、乳品、烘焙和调味品上涨幅度较大。

考虑到 12.17 日防疫政策的调整对于市场有着重要的催发作用，我们拉长时间区间来观察食品饮料板块的市场表现。2022.12.1 至 2023.1.20 期间，食品饮料各子板块悉数上涨（除熟食），白酒、保健品、乳品、烘焙和调味品上涨幅度较大，依次上涨了 22.76%、16.03%、12%、11.64%和 10.3%，白酒仍然拔得头筹。

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

图表 3：2022.12.1 至 2023.1.20 期间食品饮料板块涨跌情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

1.2. 周行情回顾

2023.1.2 至 2023.1.6

本期，食品饮料板块上涨 2.91%，其中保健品和白酒涨幅较大，分别上涨 4.87%和 4.30%，而其余子板块悉数下跌。防疫政策调整后社交需求增加，而社会感染面急剧扩大，这种情况下由于保健品和白酒具有社交和养生属性，因而板块获得市场关注，板块表现突出。近期，全国各地陆续进入感染高峰，居家面扩大。预计上述情况仍会持续两至三周，期间食品饮料板块大概率会保持震荡甚至回调态势。感染率过峰之后，全社会的过节和社交需求将会增加，关注白酒等板块的表现。此外，元旦过后，从高频数据来看，人口流动和活动参与度正在趋于良好，乐观情况下春节期间社会消费将会显著增长。我们看好一季度板块的整体行情。

2023.1.9 至 2023.1.13

本期，食品饮料板块上涨 4.3%，白酒、啤酒、其它酒、软饮料、零食、调味品子板块全线上涨，预加工和保健品板块下跌。本期，食品饮料的行情范围扩大，表现为更多子板块上涨，市场情绪较上期更为乐观，“过节”气氛浓重。目前，社会感染接近达峰，随后将迎来春节和元宵，本期的行情主线是“过节”。但是，须警惕市场资金在过节前夕的行为心理，节前资金“落袋”将会导致板块短期下跌。

2023.1.16 至 2023.1.20

本期，食品饮料板块下跌 0.82%，其中啤酒、调味品、休闲食品板块跌幅相对较大，下跌 2 至 4 个百分点不等。本期是节前最后一个交易周。2022.12.17 日以来食品饮料板块整体录得涨幅，为安全起见，资金倾向于节前锁定既得收益，故节前市场往往以下跌收尾。从高频数据来看，元旦过后人口流动和活动参与度正在趋于良好，乐观情况下春节期间社会消费将会显著增长。我们看好一季度板块的整体行情。

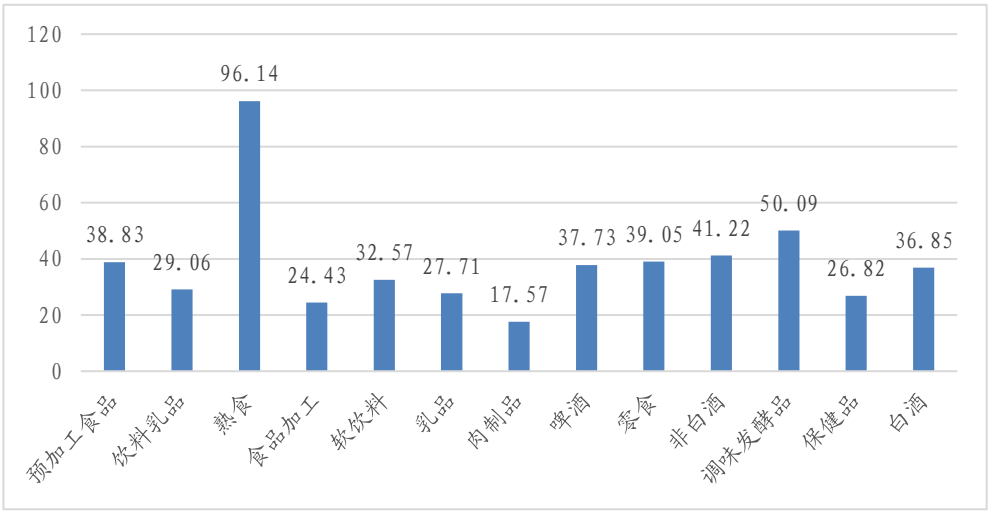
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

2. 食品饮料板块估值

截至 2023 年 1 月 20 日，食品饮料的静态估值为 36.57 倍，较 2022 年 10 月的估值低点 26.75 倍上升了 36.71%，但较 2021 年 1 月 53.73 倍的高位仍有 31.94%的空间，当前板块位于历史中位数以下 9%的位置。

30 至 40 倍估值的板块包括预制菜、软饮料、啤酒、零食和白酒；40 至 50 倍估值的板块包括饮料酒和调味品；低于 30 倍的板块包括乳品、肉制品和保健品，近来保健品上涨较多，其中也包含补涨的因素。

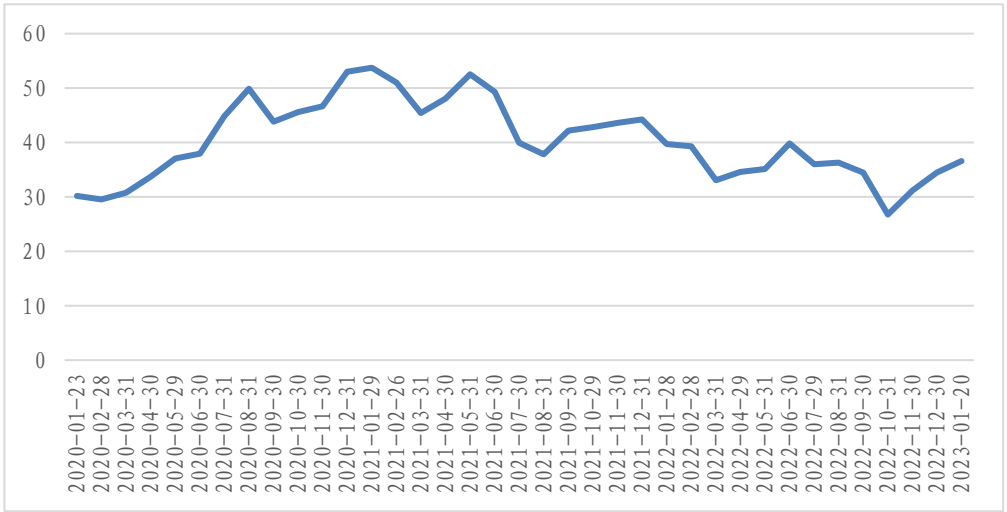
图表 4：食品饮料板块的静态估值（倍）



资料来源：中原证券研究所　IFIND

收盘日：2023.1.20

图表 5：食品饮料板块的时间序列估值（倍）



资料来源：中原证券研究所　IFIND

收盘日：2023.1.20

3. 食品饮料板块的个股表现

3.1. 个股市场表现

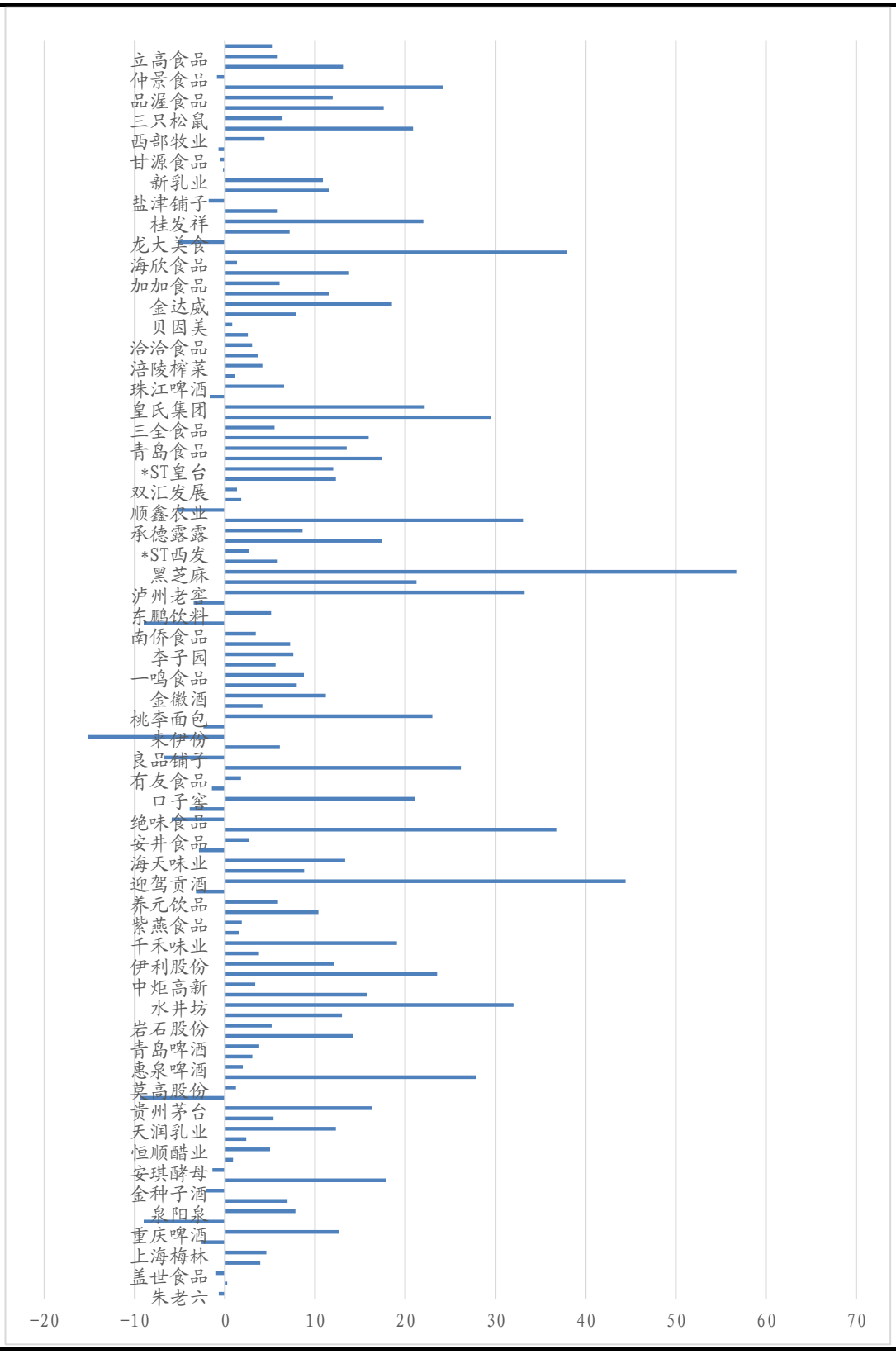
2022.12.17 日防疫政策调整以来，食品饮料板块的个股普遍表现优异，各子板块的核心标的均录得较好的涨幅，其中白酒个股上涨较为显著。

2022.12.1 至 2023.1.20 日区间，在食品饮料板块的 122 只个股中，25 只股票下跌，占全体的 20.49%，其余 79.51%的个股均录得涨幅。

期间，各子板块的核心标的均上涨，其中白酒个股上涨较多。期间，下跌个股以次新股和绩差股居多，不少来自葡萄酒、肉制品和零食三个子板块。

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

图表 6：食品饮料板块个股涨跌幅（2022.12.1-2023.1.20 区间）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

3.2. 个股的综合评级

在 53 个核心标的中，最近 30 天被业内给予“买入”评级的有 38 个，占 71.7%；其余 15 个被给予“增持”评级。

根据业内的预测：

未来两年业绩复合增长率预计超过 40%的个股包括：恒顺醋业、岩石股份、妙可蓝多、天味食品、来伊份、春雪食品、燕京啤酒、顺鑫农业、得利斯、金字火腿、贝因美、盐津铺子，上述中的部分公司或因疫情封控、或因生猪价格飙升，前期形成了较低的业绩基数，因而未来业绩弹性较大。

未来两年业绩复合增长率预计超过 30%的个股包括：老白干酒、山西汾酒、千禾味业、安井食品、酒鬼酒、劲仔食品。

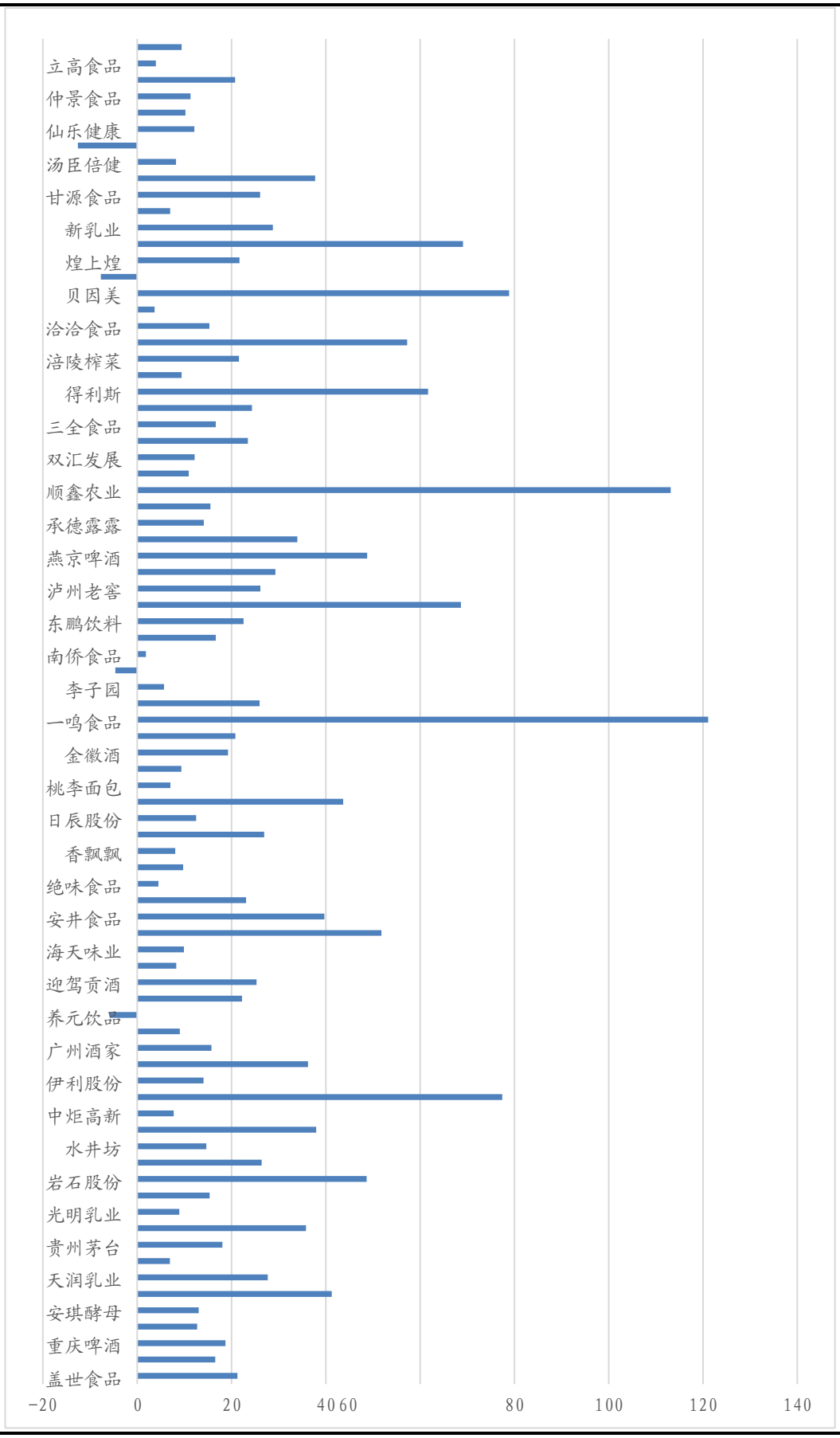
未来两年业绩复合增长率预计超过 20%的个股包括：盖世食品、天润乳业、舍得酒业、宝立食品、迎驾贡酒、今世缘、良品铺子、味知香、东鹏饮料、泸州老窖、古井贡酒、千味央厨、涪陵榨菜、洋河股份、煌上煌、甘源食品、海融科技，上述公司多来自白酒、零食和预制菜等板块。

图表 7：最新 30 天业内给予个股的综合评级

业内综合评级（最新 30 天）		业内综合评级（最新 30 天）		业内综合评级（最新 30 天）	
重庆啤酒	买入-	口子窖	买入	五粮液	买入
金种子酒	买入	香飘飘	买入	双汇发展	增持
安琪酵母	增持	良品铺子	买入	千味央厨	买入-
天润乳业	买入	日辰股份	增持	三全食品	增持
三元股份	增持	桃李面包	增持	洋河股份	买入
贵州茅台	买入	金徽酒	买入	洽洽食品	买入
老白干酒	买入-	味知香	买入	贝因美	增持
青岛啤酒	增持+	巴比食品	买入-	金达威	增持
舍得酒业	买入	均瑶健康	买入	华统股份	买入
水井坊	买入	东鹏饮料	增持	盐津铺子	买入-
山西汾酒	买入-	泸州老窖	买入-	甘源食品	买入
中炬高新	增持+	古井贡酒	买入-	汤臣倍健	买入-
妙可蓝多	买入	燕京啤酒	买入-	千禾味业	买入
伊利股份	买入	酒鬼酒	买入	紫燕食品	买入-
天味食品	买入-	仙乐健康	买入	宝立食品	买入
安井食品	买入	立高食品	增持+	迎驾贡酒	买入-
今世缘	买入	欢乐家	增持	五芳斋	增持+
绝味食品	买入	海天味业	增持		

资料来源：中原证券研究所 IFIND

图表 8：食品饮料上市公司净利润两年复合增长率预测（%）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

4. 行业产出和要素价格

4.1. 投资

经历了长时期的行业去产能，以及疫情期间疲弱的企业投资支出，2022 年食品饮料行业的投资完成额同比增长较多，行业投资提振显著。2022 年 1 至 12 月，国内食品制造业的固定资产投资额为 5842.82 亿元，同比增 13.7%；2022 年 1 至 11 月，国内饮料制造业的固定资产投资额为 3833.91 亿元，同比增 29.3%。经历了 2014 年（饮料）和 2016 年（食品）以来的行业去产能，以及疫情期间的市场主体疲弱的投资支出，2022 年食品饮料行业的投资增速提振显著。

4.2. 国内产出及进口数量

2022 年，从产出来看，肉制品、乳制品、预制食品以及冷冻饮品等民生品类保持常态增长；而白酒、葡萄酒、精制茶、方便面和罐头等品类的产量同比减少，部分品类如白酒、葡萄酒、精制茶、方便面和罐头属于趋势性的长期缩减。

此外，从进口数量来看，2022 年国内对于啤酒、葡萄酒、小麦、玉米、大豆、猪肉、原奶、棕榈油、麦芽、坚果、明胶、鱼油等大宗商品的进口数量大幅减少，进口增速位于历史低位。

2022 年，国内的消费市场整体以收缩为主，一方面由社会消费低迷所致，另一方面由于 2021 年部分行业的补库需求较大，因而产出较多，导致 2022 年产出在较高的基数上自然回落。

国内产出

2022 年，国内鲜、冷藏肉的产量增速回落至常态水平。2022 年 1 至 11 月，国内的鲜、冷藏肉产量 3287.1 万吨，累计同比增 8.5%。经历了 2021 年的补库，2022 年肉制品的产出增量回落。

2022 年，国内白酒产量继续以收缩为主。2022 年 1 至 11 月，国内白酒产量为 597.3 万千升，累计同比减少 4.7%。2019 至 2022 年，国内白酒行业已经连续四年减产。

国内葡萄酒产量大幅减少。2022 年 1 至 11 月，国内葡萄酒产量为 18 万千升，累计同比减少 23.1%。国内的葡萄酒连续多年大幅减产，目前产量已跌至 2001 年的水平。

国内啤酒产量增长仍维持在零附近。2022 年 1 至 11 月，国内啤酒产量 3312.3 万千升，累计同比微增 0.5%。

国内乳制品产出回落至常态水平。2022 年 1 至 11 月，国内乳制品产量达到 2848.9 万吨，累计同比增 2.8%。2021 年国内乳制品的产出较大，产量同比增长了 9.4%，2022 年增量回落至常态水平。

国内速冻米面制品产量保持较高增长。2022 年 1 至 11 月，国内速冻米面制品的产量为 323.1 万吨，累计同比增 8.39%。

国内冷冻饮品的产量保持增长。2022 年 1 至 11 月，国内冷冻饮品的产量为 204.6 万吨，

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

累计同比增 4.14%。

国内饮料酒产量保持增长。2022 年 1 至 11 月，国内饮料酒的产量为 4249.6 万千升，累计同比增 4.96%。

自 2016 年触及高点之后，国内的精制茶产量持续收缩。2022 年 1 至 11 月，国内精制茶产量为 193.1 万吨，累计同比减少 3.34%。国内精制茶产量自 2016 年之后持续收缩，市场对于产能过剩予以纠偏。

方便面和罐头的产量继续大幅收缩。2022 年 1 至 11 月，国内方便面的产量为 454.9 万吨，累计同比减少 8.16%；同期，罐头产量为 775.8 万吨，累计同比增加 1.57%，从趋势看罐头产出持续收缩，2022 年的情况较为特殊。

进口数量

2022 年，对于进口依存度较大的大宗商品，国内的进口数量普遍大幅减少，主要原因是国内消费低迷以及本土原料价格下跌，量价齐跌是通缩经济环境下的典型特征。

国内对于小麦、玉米、大豆、猪肉、原奶、棕榈油、麦芽、坚果、明胶、鱼油等大宗商品的进口数量大幅减少，增长水平均位于历史低位。

2022 年 1 至 12 月，国内进口玉米 2062 万吨，全年同比减少 27.3%;

2022 年 1 至 12 月，国内进口小麦数量 576 万吨，全年同比减少 53.8%;

2022 年 1 至 12 月，国内进口猪肉数量 176 万吨，全年同比减少 52.6 %;

2022 年 1 至 12 月，进口棕榈油 341 万吨，全年同比减少 26.8 %。

2022 年 1 至 12 月，国内进口的鲜、干果及坚果数量为 753 万吨，全年同比减少 7.5%。

2022 年 1 至 11 月，国内进口鱼油 7.48 万吨，累计比减少 8.36%;

2022 年 1 至 11 月，国内进口明胶及其衍生物 6010.16 吨，累计同比减少 35.12%;

2022 年 12 月，进口麦芽的数量指数降至 62.6，同比下跌 57.76%。

2022 年 1 至 11 月，国内进口原奶 8.51 万吨，累计同比减少 18.38%;

2022 年 1 至 11 月，国内进口黄油 9.23 万吨吨，累计同比微增 2.78%。

此外，国内对于啤酒和葡萄酒的进口数量也大幅缩减。

2022 年 1 至 12 月，国内进口啤酒和葡萄酒分别为 48.2 万千升、33.68 万千升 ，全年同比减少 8.1%和 21.1%。其中，进口啤酒的降幅有所收窄，但是葡萄酒进口数量仍在收缩。

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

4.3. 要素价格

4.3.1. 上游价格

2022 年，食品饮料行业的上游要素价格普跌，预计 2023 年上市公司的经营将显著成本下降，盈利有望回升。

国内原奶价格持续下滑。截至 2022 年 12 月，国内主产区的原奶价格为 4.12 元/公斤，处于历史较低水平。2022 年 1 至 12 月，国内原奶价格累计下降 3.7%，2022 年四季度降幅略有收窄。2023 年双节前后，乳制品市场动销良好，随着消费回升预计原奶价格将步入上行。

包材价格处于下降趋势，但 2022 年四季度以来价格有所反弹。截至 2022 年 12 月，易拉罐均价为每吨 12000 元（佛山）和 12550 元（上海），同比分别下降 13.36%和 8.73%，但四季度价格反弹。

鲜、干、坚果的进口价格下跌。截至 2022 年 12 月，国内进口鲜、干、坚果的价格指数同比下降 16.23%。坚果原料价格下跌，有助于改善零食类上市公司的盈利。

2022 年 7 月以来，国内糯米价格持续反弹，结束了之前长达 18 个月的下跌。截至 2022 年 12 月，国内糯米批发均价 3.17 元/斤 ，36 个大城市糯米零售均价 4.39 元/斤，较前期明显上行。

国内糖蜜价格终于形成跌势。2022 年 7 月以来，国内糖蜜价格持续下跌。截至 2022 年 12 月，南宁糖蜜吨价为 1400 元，较 7 月 1800 元高点下跌了 28.57%，但较历史上的价格仍翻了一番。

2022 年 12 月，国内面粉价格出现回落。2022 年 12 月，国内面粉吨价回落至 3530 至 3540 元，较 11 月每吨下降 100 元。

4.3.2. 白酒市场价格

春节前后，白酒的价格基本上保持平稳，部分单品节后价格略有下跌。白酒价格印证了社会调查的情形：次高档白酒的需求修复仍需要更多的时间；私人部门的宴请恢复后，市场对 300 至 400 元价格带名酒的需求增加；随着春节返乡潮成行，社会消费向下沉淀，带动了 100 至 300 元价格带的地产名酒。

2022.12.1 至 2023.1.29 期间，过节因素影响下“飞天”和“五粮液八代”的价格波动较大，在 2022 年 12 月中旬和 2023 年 1 月中旬两个关键的备货时点，“飞天”和“五粮液八代”的价格经历了两波上涨。春节备货期过后，“飞天”和“五粮液八代”的价格继续小幅上行，而高档白酒中的国窖 1573、洋河梦 9、青花郎等单品的价格回落。

除此，各档次白酒单品价格相对平稳，包括洋河 M6、五粮液 42°、汾酒青花 30 和 20、酒鬼内参等，以及百元单品古井贡 5 年、今世缘 6 年等，其流通价格在节前和节后都基本上保持稳定。

500 至 800 元价格带的白酒单品，如青花郎和古井 20 年，其价格在 12 月中下旬已经回落，印证了市场调查的结论，即次高档白酒的需求修复仍需要更多的时间。

300 至 400 元价格带的白酒单品，如水晶剑、水井坊臻酿 8 号、古井 16、红花郎等，其价格在节前均有上涨，备货期过后价格回落。私人部门的宴请恢复后，市场对该档次白酒的需求增加。

老白汾 10 年、国缘对开、古井贡 8 年等价位在 100 至 300 元的地产名酒，适用于地方上的春节家宴和聚会等场景，节前价格上涨。随着春节返乡潮成行，社会消费向下沉淀，带动了各区域的平民酒销售。

5. 食品饮料行业动态

2023 年 1 月 10 日之后，随着社会感染面达峰以及双节临近，食饮消费开始活跃起来，白酒、预制菜、保健品、预调酒、零食等品类的渠道动销加快，部分市场的销售数据表现强劲，二级市场对此已经及时地反映。根据春节前后展开的草根调研，关于食饮的市场销售情况我们梳理如下：

白酒

根据酒业家的调查，在受访的白酒经销商中，七成反馈春节前白酒动销改善。样本经销商反映：库存可控，批价平稳。由于 2022 年三季度的渠道积重较多，动销加快后部分白酒的库存从三个月降至正常的两个月水平，部分白酒的库存则降至 1 个月（如泸州老窖）。但即使如此，经销商仍反映当前的库存较上年春节要高一些，但动销确实好于去年。目前，于经销商而言降库存仍是核心目标，厂商价格“倒挂”的情况仍然局部地存在，因而经营必须要十分谨慎。由此看，白酒经销商的信心尚未全然修复。

此外，据经销商的反映：白酒高、低两头的市场修复较好，次高档白酒修复较慢。返乡潮簇拥下，三、四线城市及城镇的消费活跃起来，包括礼赠和聚餐场景增多，对应的白酒档次大概是地产白酒中的 100 至 300 元价位带产品。高档白酒的销售一直较好，因为高档白酒以礼赠为主要场景，而礼赠事宜并不会因为疫情而中断。次高档白酒对应的是商务宴请，该场景在疫情三年期间骤减，目前尚未修复。

从 2023 年春节的情况看，地方经济的发展差异较大，经济实力是白酒消费档次的决定因素。经济发达地区的私人消费档次超过了 300 元价格带，如苏南地区的白酒消费价格带更多地 1000 元上下，五粮液、泸州老窖、水晶梦、M6、国缘等高价位白酒属私人部门的日常消费；经济发展一般的区域，白酒消费的价格带在 200 至 400 元区间，以地产名酒中的中高档为主；在经济欠发达地区，白酒消费的价格带在 100 至 300 元区间。

从对商超终端的调查来看，如同以往 2023 年春节期间白酒的终端促销活动仍然频密，力度也大。

我们的观点：

1，白酒动销的情况在各个地方也不尽相同：在安徽、江苏、浙江、广东等经济发达地区，经销商对白酒动销的态度较为乐观，因而白酒消费与地方经济发展水平关系密切，某个地方大商的反馈并不代表全面情况。

2，春节前白酒动销加快，名酒库存降至两个月的正常水平。由于 2022 年三、四季度的库存压力较大，渠道利润目前改善有限，经销商对于市场仍心怀疑虑。

3，元宵过后随着各行各业人员归位，商务活动将会逐渐恢复至常态，因而未来一个阶段次高档白酒的业绩弹性较大，可提前布局其中的投资机会。

4，白酒头部企业，包括国酒和地产名酒，对于市场的争夺日益激烈，并不会因弱市的终结而趋缓，未来的市场投入仍然很大。

5，在防疫政策调整和宏观政策支持的背景下，消费回暖且充分活跃并不是一蹴而就的事，它需要更长的时间，并须伴随经济活动的展开和居民收入的改善。我们预计二季度端午时节，白酒消费的热度会更进一层楼；三季度国庆中秋时，则会更进一步。

乳制品

春节期间，用于礼赠的高档乳制品的动销超出预期。特仑苏、金典、安慕希、纯甄等高档常温奶销售增长较好，出厂日期新至 1 月份，且市场促销有限。其中，常温白奶的销售较常温酸奶更好。高档乳制品动销加快，对应的是政策放开后第一个春节期间人际走动的场景，阶段性特征明显，近期乳制品板块上涨正是对市场动销的反映，但须提防“节后冷”式的回调。

坚果零食

由于春节期间的礼赠场景好于预期，洽洽食品和三只松鼠的坚果礼盒销售较好。两大品牌的铺货率较高，在许多零售终端都拥有独立的“堆头”。

调味品

基础调味品的市场格局优化：海天、厨邦和千禾等品牌的市场渗透和心智占据明显好于其它，终端市场的促销也较少，行业氛围平和。此外，2023 年春节期间，属中高档的“零添加”调味品的铺货率明显提升，各个品牌都在布局“零添加”品类，我们认为基础调味品的升级时代真正来临。千禾味业是“零添加”的创始者，产品主打“零添加”，具备先发优势。

复合调味品的市场竞争略有趋缓，但仍然品牌林立。前期渠道库存积压，导致复合调味品市场遇到挫折。目前，颐海国际和天味食品旗下产品竞争力仍较强，关注后续的业绩反弹。

涪陵榨菜在榨菜市场仍有绝对份额，并且市场渗透率高，产品的上架日期新，终端陈列醒目。目前能与涪陵榨菜竞争的品牌不多，榨菜市场的格局好；从商超渠道来看，榨菜产品的升级很快，单价 4 至 5 元的产品货架占位较大。

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

餐饮

餐饮兴旺对于白酒和其它酒水的“开瓶率”有利，也有助于预制菜、调味品的动销。餐饮复苏对于食饮消费有着重要拉动作用，故我们也考察了餐饮的现状。

餐饮恢复较好，春节“不打烊”的餐饮商家在各线城市都在增加，一、二线城市中的品牌餐饮或连锁餐饮基本上全“不打烊”。

近期出现了餐饮预订、排队等卖方市场的特征。此外，节后宴席恢复较快，比如家宴和喜宴往年通常安排在初七营业之后，今年大幅提前了。往后，家宴、喜宴、商务宴将会逐一恢复，市场的滞压诉求确实较多。

6. 投资策略及风险提示

6.1. 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。

食品饮料板块表现的全年推演：元旦、春节、元宵等佳节过后，各消费品类的动销都会放缓，食品饮料板块的市场表现也从急涨向慢涨切换。二季度为食饮消费淡季，食品饮料板块的市场表现将以上市公司一季报的业绩为主线，个股表现将分化。三、四季度旺季来临，届时市场信心较当前更为坚定，消费的修复也更有成果，食品饮料板块仍将会有优异的市场表现。

从社会发展历史来看，疫情终结后的社会通常会发生某种变迁，如在中世纪欧洲流行的旷日持久的鼠疫间接推进了欧洲的城镇化，刺激了资本主义和科学的萌芽，以及伴生了波澜壮阔的文艺复兴运动。我们对未来的预判是：新冠之后，中国社会的成本可能会更高，地租、人力等成本进一步被推升；此外，为了应对成本以及弥补过往三年的亏损，资本将会要求更高的回报率。过往三年，企业主体大面积倒闭，行业结构已经发生变化，市场向头部和资本集中，并催生出一些全新的市场。市场和利润将促进社会机会增加、就业机会增加、各方面的收入增加，社会经济进入新一轮通胀周期，被搁置的消费升级将会重启。

6.2. 股票组合

一月投资组合中，我们推荐次高档白酒，包括五粮液、泸州老窖、水井坊、山西汾酒；推荐休闲食品板块的洽洽食品；推荐业绩修复空间大、具有反转机会的千禾味业、绝味食品和汤臣倍健；推荐新兴市场标的味知香。其中，五粮液、泸州老窖、水井坊、山西汾酒和洽洽食品

属于基础配置；千禾味业、绝味食品、汤臣倍健和味知香属于弹性配置。

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
五粮液	38.82	38.81	217.60	25.25	6.94	8.04	31.35	27.06
泸州老窖	14.72	14.65	249.23	30.85	6.92	8.60	36.02	28.98
水井坊	4.88	4.88	83.01	51.01	2.65	3.15	31.32	26.35
山西汾酒	12.20	12.18	296.93	42.07	6.35	8.30	46.76	35.77
洽洽食品	5.07	5.07	46.88	17.75	2.05	2.44	22.87	19.21
千禾味业	9.65	9.59	22.05	10.97	0.35	0.62	63.00	35.56
绝味食品	6.31	6.09	54.48	13.49	0.40	1.70	136.20	32.05
汤臣倍健	17.00	11.29	23.80	17.68	0.81	1.23	29.38	19.35
味知香	1.00	0.27	65.06	15.67	1.45	1.88	44.87	34.61

资料来源：中原证券研究所 IFIND

6.3. 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

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。