春节动销回暖，行业复苏在途

——行业月度动态报告

食品饮料行业

推荐(维持评级)

核心观点:

整体观点：春节动销回暖，行情有望持续。全国疫情加速达峰，驱动春节假期（包括节前 1 周）消费场景快速修复，尤其是送礼、餐饮等需求同比改善。我们认为节后行情仍然具备持续性，主要系：1）趋势与空间具备确定性，一方面 23 年春节动销较 19 年仍有较大修复空间；另一方面，参考海外经验，目前阶段仍处于消费场景的修复，未来经济复苏有望推动人均收入改善和消费边际倾向提升，进一步推动需求向上修复；2）考虑到节后至一季报前的业绩真空期，市场关于消费复苏的乐观预期难以被证伪，整体行情有望进一步向上。

白酒：春节动销改善，礼赠需求旺盛，行情有望持续。从节奏来看，23 年 1 月 1 日-10 日需求缓慢恢复，10 号之后环比加速修复；从价格带看，高端酒，得益于礼赠场景在春节前率先启动恢复；徽酒、苏酒，得益于春节返乡人群带动聚饮呈现出快速增长趋势。展望节后行情，我们认为：1）板块整体，预计短期仍具持续性，历史数据表明在消费的上行周期（2016、2017、2019），2~3 月白酒指数均上涨，而“二会”、“春糖”将是重要的事件观察窗口期；2）板块内部，节前主要系送礼消费场景修复，而目前宴席、商务宴请还有较大修复空间，实际上春节期间各地宴请已出现抬头趋势。

啤酒：22 年 12 月包材价格持续下行，世界杯动销结构性改善。需求端，22 年 12 月啤酒产量同比+8.5%，高于 11 月同比增速-1.7%，预计得益于 2022 年世界杯推动动销改善。12 月世界杯期间，一方面动销改善但结构分化，线上/外卖渠道动销较好，但线下受疫情闯关的影响，动销仍较为疲弱；另一方面，营销高端化升级为本届亮点，如燕京啤酒重点推广 U8。成本端，23 年 1 月瓦楞纸/LME 铝/玻璃价格分别同比-16.2%/-17.1%/-19.0%，22 年 12 月大麦价格同比+38.1%。

调味品：春节动销整体改善，“零添加”渗透率提升。动销：C 端，考虑到 22 年 12 月疫情闯关期间消费者居家囤货，因此终端调研反馈春节动销同比改善幅度有限，整体货龄仍然偏高；B 端，春节期间重点餐饮企业收入同比+25%，预计 B 端渠道修复弹性更大；结构：C 端零添加产品渗透率提升，铺货面积增加，但也能观察到愈来愈多的品牌入局；整体渠道库存仍处于相对高位，头部企业全年经营目标较为稳健，消化库存与稳定渠道价格体系仍是 23Q1 重点工作。

乳制品：送礼需求快速修复，白奶品类表现更优。动销：送礼消费场景修复，驱动常温白奶、常温酸奶品类动销同比明显改善，货龄较去年同期下降。结构：常温白奶货龄好于常温酸奶，基础白奶货龄好于高端白奶。促销：由于 12 月疫情闯关导致渠道库存部分积压，因此春节期间整体促销力度仍偏大，部分网点反馈金典利乐砖（箱）价格从 65 元打折至 40 元。

投资建议：全年来看，二个维度：维度一，寻找景气周期+疫后复苏共振的弹性；维度二，重视疫情带来的长期逻辑变化。三个阶段：1.过渡期（1-2 月）：重点关注高端白酒、餐饮供应链。2.弱复苏（3-6 月）：关注高端白酒、次高端白酒、餐饮供应链、乳品。3.强复苏（7-12 月）：关注高端白酒、调味品、啤酒、功能饮料。短期来看，复苏节奏或有所加快，关注高端白酒（**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**），并加大重视次高端（**山西汾酒**）；餐饮供应链（**海天味业、日辰股份**）、乳品（**伊利股份**）。

风险提示：需求恢复不及预期；成本涨幅超预期；食品安全问题。

分析师

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

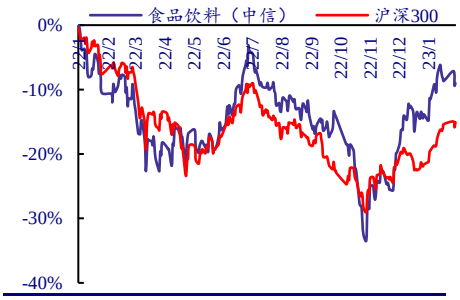
刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

行业数据 2023.2.1



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河食饮】行业月度动态报告：多地疫情相继达峰，消费场景复苏在即

【银河食饮】行业月度动态报告：情绪率先修复，基本面改善可期

【银河食饮】行业月度动态报告：行业底部价值渐显，关注明年修复空间

目 录

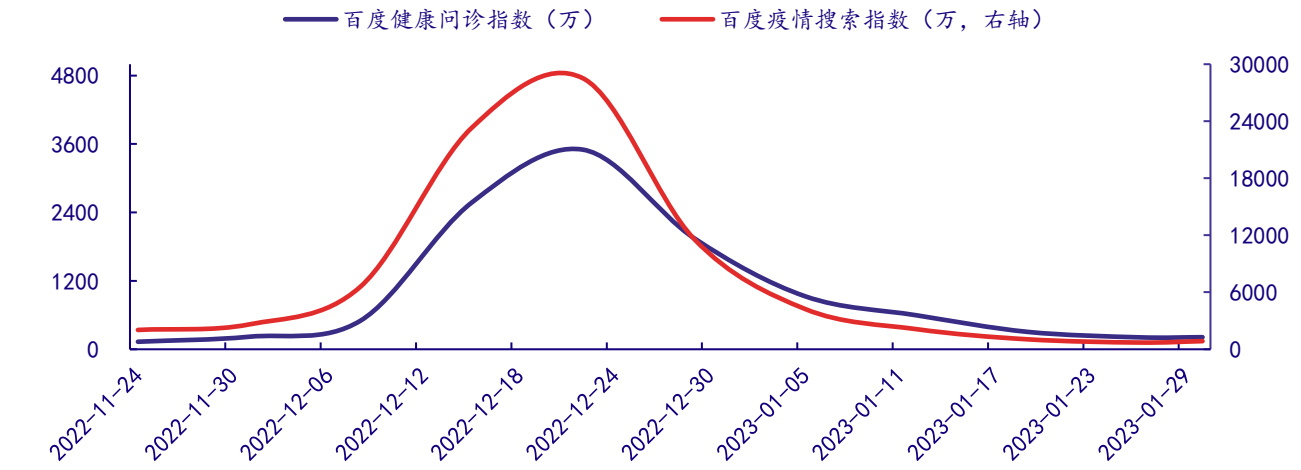
一、宏观：23 年 1 月疫情波峰快速下降，长短途出行恢复良好 2
（一）疫情跟踪：23 年 1 月疫情波峰快速下降，长短途出行恢复良好 2
（二）宏观数据：22 年 12 月社零增速触底反弹，食品 CPI 环比上升 3
二、食品饮料：春节动销回暖，行业复苏在途 3
（一）白酒：春节动销改善，行情有望持续 4
1、观点更新：如何展望节后白酒行情持续性？ 4
2、中期视角：本轮结构升级趋势不改 4
3、月度跟踪：23 年 1 月茅台飞天等品牌批价稳中略有落 5
（二）啤酒：包材价格持续下行，世界杯动销结构性改善 7
1、中期视角：行业高端化逻辑持续演绎 7
2、月度跟踪：23 年 1 月包材价格持续下行，世界杯期间动销环比改善 8
（三）调味品：春节动销整体改善，“零添加”渗透率提升 10
1、观点更新：春节动销整体同比改善，零添加渗透率提升 10
2、中期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点 12
3、月度跟踪：22 年 12 月“零添加”渗透率提升，C 端动销整体改善 12
（四）乳制品：春节送礼需求快速修复，原奶价格持续回落 13
1、观点更新：春节送礼需求快速修复，白奶品类表现更优 13
2、中期视角：二强企业战略分化，竞争趋缓提升盈利能力 13
3、月度跟踪：春节送礼需求快速修复，原奶价格仍持续回落 15
三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况 15
（一）23 年 1 月行业指数上涨，估值仍处合理水平 17
（二）估值分析：23 年 1 月食品饮料 PE 相对 A 股溢价 138% 18
（三）国际比较：国内食品饮料板块较美国市场显著溢价 18
（四）涨幅复盘：23 年 1 月食品饮料涨跌幅排名第 19 18
四、投资建议 20
五、风险提示 21

一、宏观：23 年 1 月疫情波峰快速下降，长短途出行恢复良好

（一）疫情跟踪：23 年 1 月疫情波峰快速下降，长短途出行恢复良好

春节全国范围疫情进入低流行水平。根据百度指数数据，截至 2023 年 1 月 30 日，健康问诊指数/疫情搜索指数分别为 212/856 万，接近疫情“放开”前水平。此外，卫健委宣布我国整体疫情已进入低流行水平。

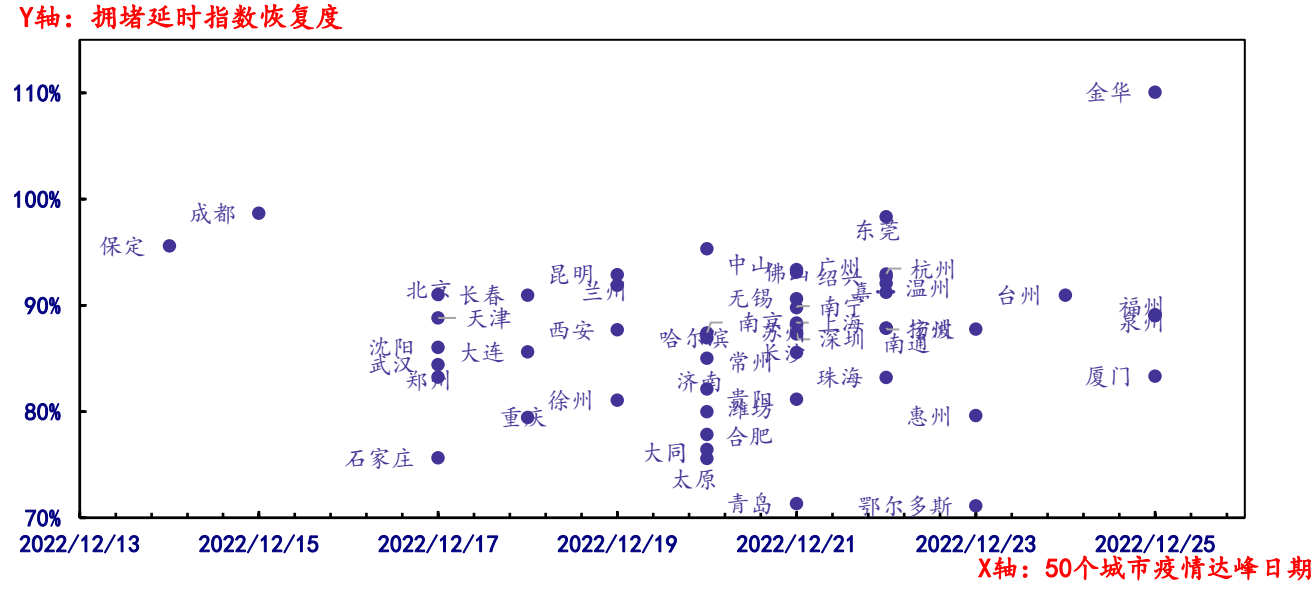
图 1：春节全国范围疫情进入低流行水平



资料来源：百度指数，中国银河证券研究院

春节假期主要城市拥堵指数恢复至 19 年的 70%以上。根据脉策科技数据，截至 2023 年 1 月 30 日，主要城市拥堵指数恢复至 19 年的 70%以上，成都、保定、中山接近 100%。

图 2：全国主要城市拥挤度恢复情况



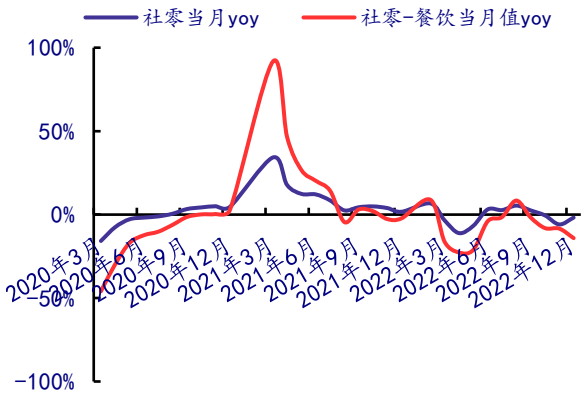
资料来源：国家统计局，脉策科技，中国银河证券研究院

(二)宏观数据：22 年 12 月社零增速触底反弹，食品 CPI 环比上升

22 年 12 月社零增速处于恢复过程。2022 年 12 月，社零总额同比-1.8%，高于 2022 年 11 月的-5.9%，但仍低于 2019-2021 年平均复合增速 5.3%；其中，12 月餐饮收入同比-14.1%，低于 2022 年 11 月的-8.4%，亦低于 2019-2021 年平均复合增速 2.6%。

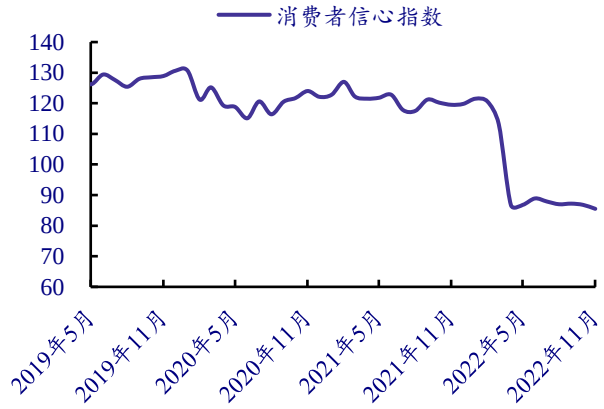
22 年 11 月消费者信心指数仍处于低位。2022 年 11 月，消费者指数环比基本持平，其中消费者信心指数为 85.5，处于历史较低水平。预计随着疫情进一步好转与收入水平恢复，消费者信心指数有望逐步回升。

图 3：2022 年 12 月社零总额/餐饮分别同比-1.8%/-14.1%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

图 4：2022 年 11 月消费者信心指数基本持平

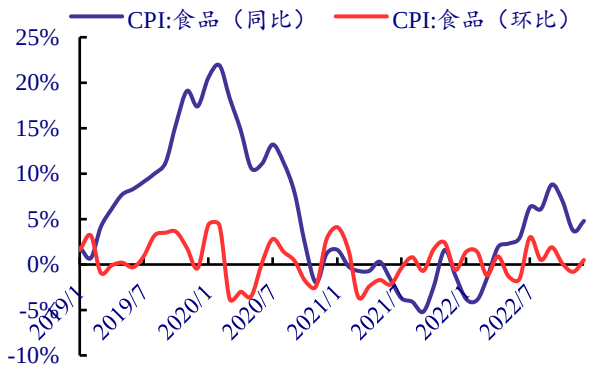


资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

季节影响鲜菜鲜果供应，22 年 12 月食品 CPI 涨幅环比略上升。12 月食品 CPI 同比+4.8%，环比+0.5%，同比与环比涨幅较 11 月均有上升，其中：1）鲜菜和鲜果受天气条件影响供应下降，价格分别上涨 7.0%和 4.7%；2）生猪供给持续增加，猪肉价格跌幅变大。

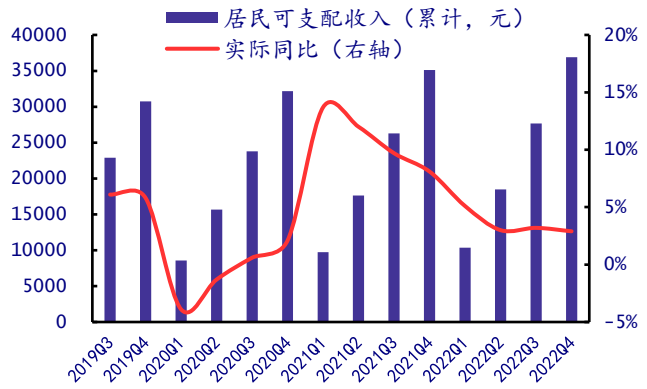
2022Q4 居民可支配收入水平提升 5.0%。2022Q4，居民人均可支配收入名义同比+5.0%，实际同比+2.9%，持平于同期 GDP（不变价）增速。

图 5：2022 年 12 月 CPI:食品变化



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

图 6：22Q4 居民人均可支配收入同比+5.0%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

二、食品饮料：春节动销回暖，行业复苏在途

（一）白酒： 春节动销改善，行情有望持续

1、观点更新：如何展望节后白酒行情持续性？

春节行业动销同比改善：

从节奏来看，元旦至春节呈现加速的态势。1 月 1 日-10 日期间由于部分地区疫情刚刚达峰，需求还处于缓慢恢复过程，10 号之后环比加速修复，尤其是返乡人群释放了积攒 3 年的走亲访友的需求，因此白酒中礼赠产品需求率先修复；

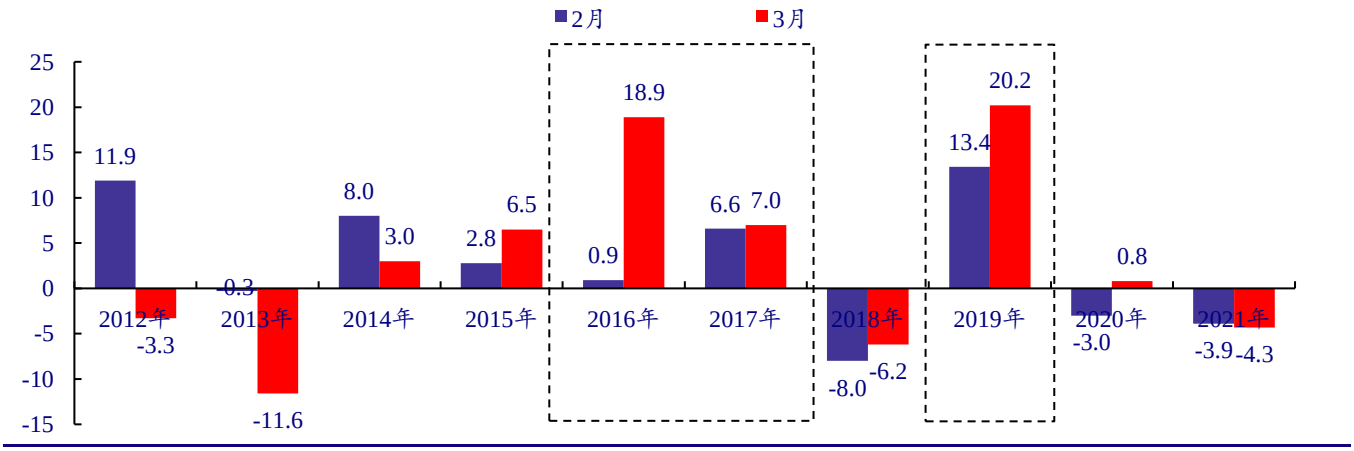
从价格带看，高端和徽酒、苏酒龙头表现较好。高端酒，主要得益于礼赠场景在春节前率先启动恢复；徽酒、苏酒，主要得益于春节返乡人群带动聚饮呈现出快速增长趋势。

展望节后行情，我们认为：

1）板块整体，预计短期仍具持续性：考虑到节后至一季报前的业绩真空期，市场关于消费复苏的乐观预期难以被证伪，因此整体行情有望进一步向上，而“二会”、“春糖”将是重要的事件观察窗口期。

2）板块内部，节前主要系送礼消费场景修复，而目前宴席、商务宴请还有较大修复空间，实际上我们观察到春节期间各地宴请已现抬头趋势，因此在这一逻辑下，建议 2~3 月积极关注宴请需求占比较高的白酒，例如老窖、汾酒，后续有望展现弹性。

图 7：历史数据表明在消费的上行周期（2016、2017、2019），2~3 月白酒指数均上涨



资料来源： IFinD，中国银河证券研究院

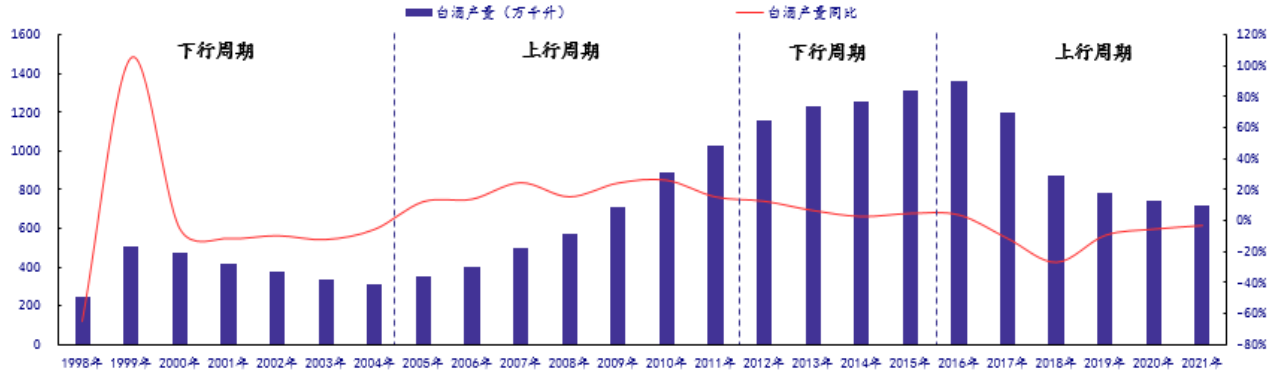
2、中期视角：本轮结构升级趋势不改

白酒行业在 2016 年开始步入新一轮周期，表现为周期弱化、景气延长、高端批价强支撑。本轮周期，在消费升级的背景下，行业增长动力切换为价格，竞争逻辑演绎为控量提价与品牌。

回顾 2022 年，疫情不改本轮周期发展趋势，全年行业主要矛盾演化为疫情制约终端消费场景与渠道备货节奏，虽然酒企报表端延续较快增长，但批价回落与渠道库存走高反映行业已步入下行调整期。

展望未来 1~2 年，在疫情不发生大范围反复的前提下，行业基本面有望平稳过渡，但板块内部或有分化。1）高端酒，关注茅台提价预期与市场化改革红利的释放节奏，五粮液成长性与估值已经步入高性价比区间；2）次高端酒，有望延续高增态势，关注泛全国化企业由渠道快速扩张向渠道精耕的切换；3）大众酒，延续分化趋势，徽酒成长性更优。

图 8：2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期



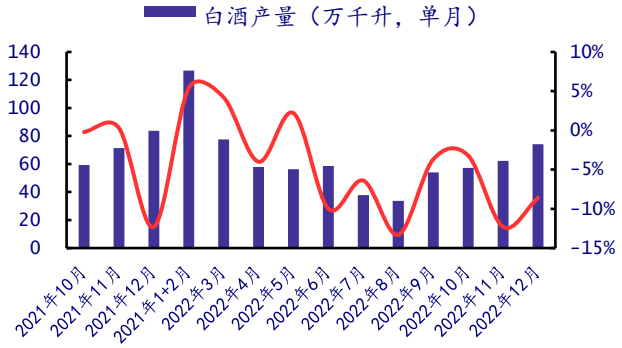
宏观&政策	亚洲金融危机冲击，经济增速放缓，白酒执行生产许可制，并且通过消费税（从价+从量）予以调控	经济保持双位数增长，四万亿刺激基建投资，政务、商务消费繁荣	宏观经济阶段性下台阶，塑化剂、三公限制消费等事件冲击	受益于收入水平提升以及财富效应，宏观需求明显回暖
行业	行业步入阶段性调整，价格回落，产量大幅下降	行业步入繁荣期，量价齐升，高端与次高端扩容	行业步入调整期，产能小幅增长但价格下降明显	行业步入复苏期，整体产量下降，但价格提升，高端、次高端明显扩容
企业竞争	企业主要诉求为销量，多品牌运作	企业渠道创新，茅台逐赶五粮液	企业竞争逻辑由渠道转向品牌	品牌依旧是核心竞争力，控量挺价是主要手段

资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

3、月度跟踪：23 年 1 月茅台飞天等品牌批价稳中略有回落

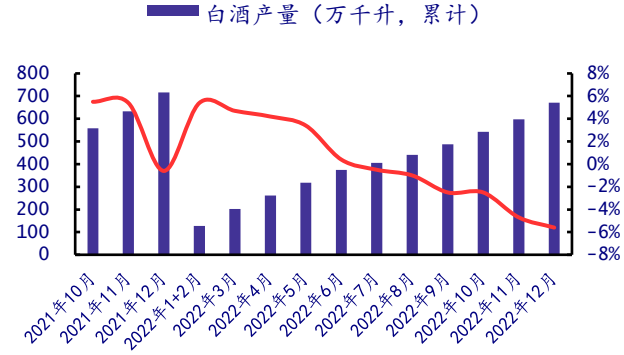
12 月产量环比上升。根据统计局数据，2022 年 12 月，白酒产量 74.1 万千升，同比-8.6%，下滑幅度环比 11 月缩窄，行业整体处于复苏过程。

图 9：2022 年 12 月白酒单月产量同比下降 8.6%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

图 10：2022 年 12 月白酒累计产量同比下降 5.6%



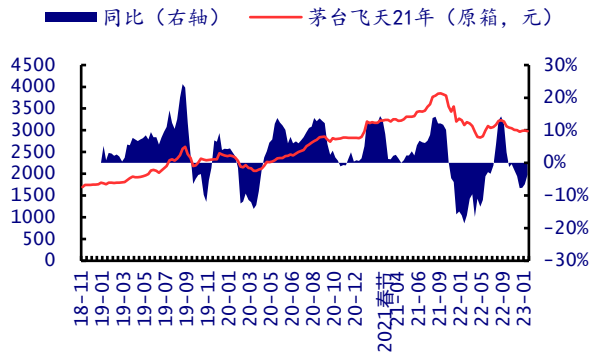
资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

一批价：1 月飞天环比略回落，普五基本企稳。根据今日酒价数据，截止 1 月底，茅台飞天（21 年箱价）批价为 2970 元，环比 12 月底略有回落，相较之下，五粮液普五企稳，老窖 52 度略有回升、洋河梦之蓝、汾酒青花 20 批价环比亦略有回落，反映出疫后行业不确定性增强，高端品牌更受认可。

i 茅台在多地上线，渠道市场化改革稳步推进。3 月 31 日，i 茅台 app 在全国范围 i 试运行，6 月 25 日在上海开启预约申购和线上销售。我们认为 i 茅台是新董事长上任后加快市场化改革的重要一环，对公司的渠道结构优化、吨价提升均有重要意义。

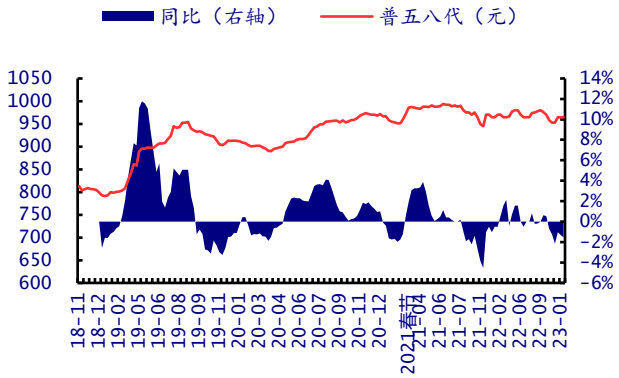
茅台冰淇淋开售，有利于培育年轻消费者。茅台在多地销售冰淇淋产品，目前共有原味、香草、青梅煮酒三种口味，售价约为 60 元/杯，预计冰淇淋新品贡献的收入占比有限，更积极的意义在于完成茅台在年轻消费群体中的培育。

图 11：飞天茅台一批价



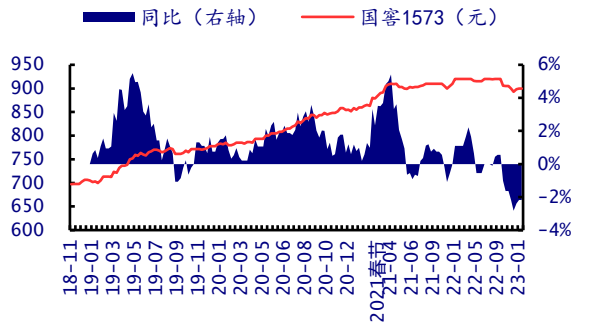
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 12：五粮液普五一批价



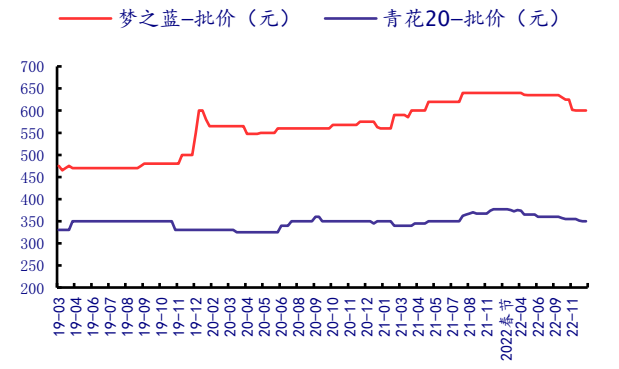
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 13：国窖 52 度一批价



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 14：其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花 20）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

（二）啤酒：包材价格持续下行，世界杯动销结构性改善

12 月啤酒产量同比 8.50%，明显高于 11 月同比增速-1.7%，预计主要得益于 2022 年世界杯，动销环比改善。12 月世界杯落下帷幕，一方面动销环比改善但结构分化，部分线上/外卖渠道动销环比与同比均有较高增长，但线下受疫情闯关的影响，动销仍较为疲弱；另一方面，营销高端化升级为本届亮点，如燕京啤酒重点推广 U8，珠江啤酒大力推广生啤“原浆 7 鲜生”。

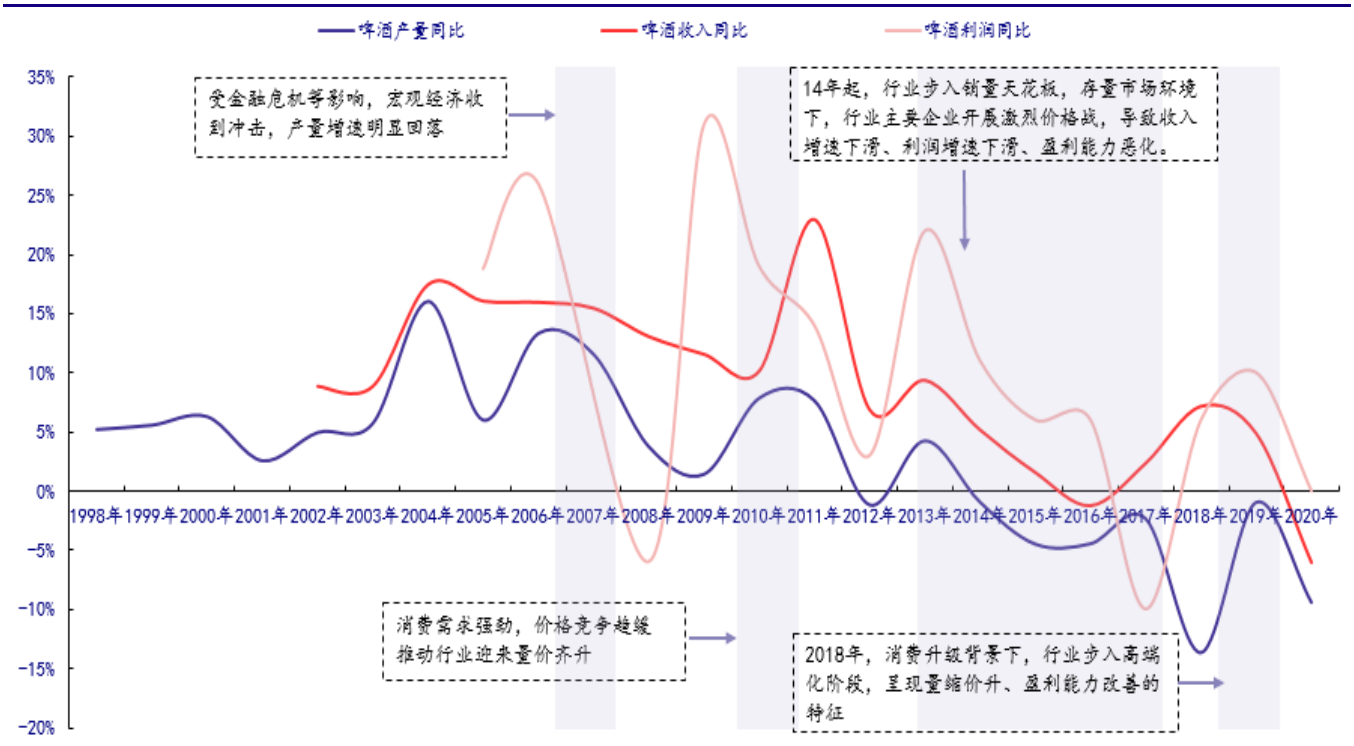
1、中期视角：行业高端化逻辑持续演绎

2019 年至今，啤酒行业已步入高端化&高质量发展阶段，行业主旋律由“总量缩减+集中度提升+价格战”演绎为“格局稳固+高端升级”。对标海外成熟市场经验，在啤酒高端化的趋势下，主要企业将步入利润加速释放阶段，盈利能力的改善将推动行业未来迎来戴维斯双击。

2021 至 2022 年疫情不改高端化趋势，再次验证了我们这一观点。根据统计局数据，2021 年啤酒行业生产量同比+4.6%，但较 2019 年仍下滑 6.3%，2021 年吨酒价持续提升，高端化趋势不改。

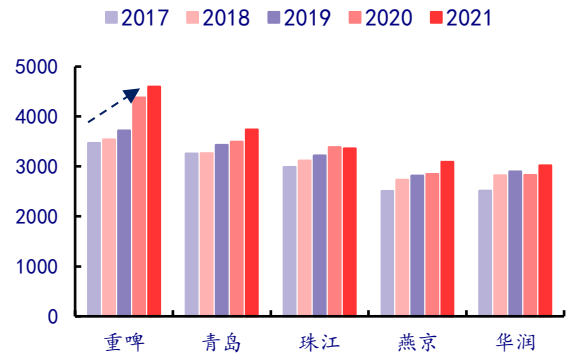
展望未来 1~2 年，我们认为啤酒行业已步入高端化的第二阶段，看好头部企业的 α 机会。1）竞争格局稳固，高端化逻辑持续演绎，巨头利润导向下，产品结构优化且费效率提升；2）预计随着疫情影响范围减小和人均收入恢复，需求有望进一步修复，叠加 2022 年世界杯，啤酒需求端或迎来改善；3）玻璃等包材价格已回落，提价业绩弹性有望兑现。

图 15：啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段



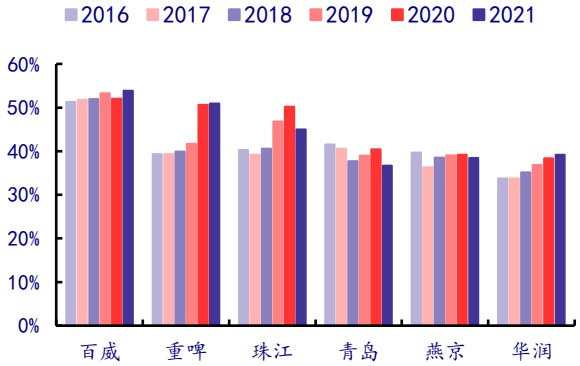
资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

图 16：啤酒行业吨价持续提升（出厂端，2017-2021 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 17：啤酒企业盈利能力提升（毛利率，2016-2021 年）

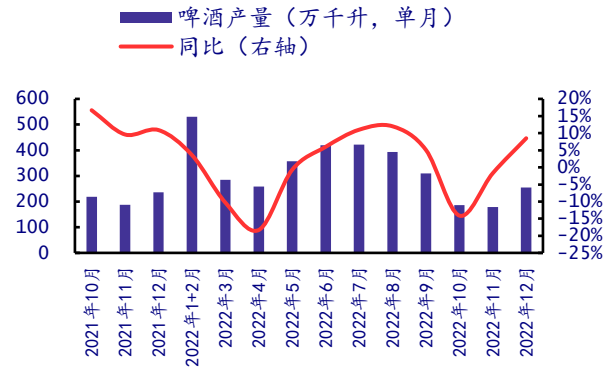


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2、月度跟踪： 23 年 1 月包材价格持续下行，世界杯期间动销环比改善

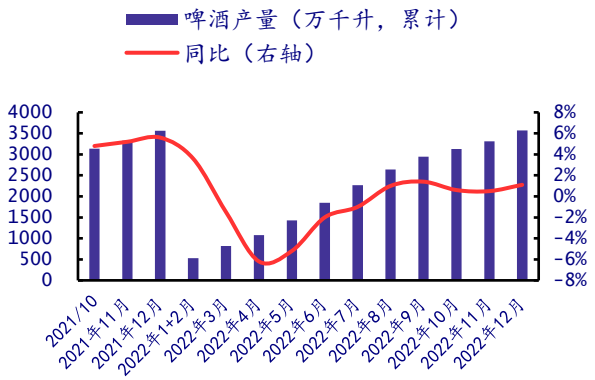
卡塔尔世界杯落幕，22 年 12 月啤酒产量环比改善。根据统计局口径，2022 年 12 月，啤酒产量为 254.3 万千升，同比+8.5%，明显高于 11 月同比增速-1.7%，主要得益于 2022 年世界杯开幕，动销环比改善。

图 18：2022 年 12 月单月啤酒产量同比+8.7%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

图 19：2022 年 12 月累计啤酒产量同比+1.1%

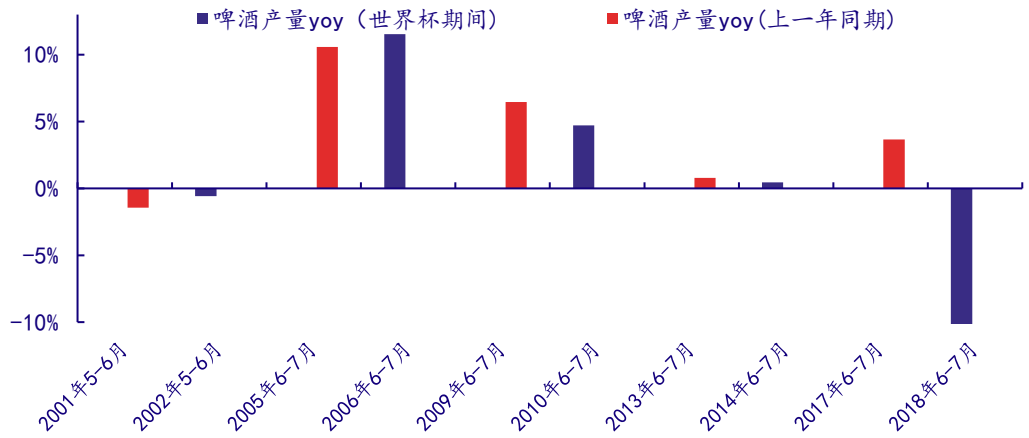


资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

2022 年世界杯：环比改善但结构分化，高端化升级为本届亮点

历史经验：世界杯对啤酒动销影响相对有限，更多在于品牌营销与消费者培育。近 20 年共举办 5 次世界杯，其中 2002 年/2005 年世界杯对啤酒销量起到一定提振作用，表现为世界杯月份的啤酒产量增速较上一年同期增速仅高 1pct。实际上，我们认为世界杯对啤酒行业更多起到一个宣传窗口的作用，原因在于世界杯覆盖人群广泛，期间酒厂通过营销活动一方面增强原有消费者凝聚力，另一方面辐射新客群。

图 20：近 20 年世界杯期间啤酒销量 yoy 与上一年同期比较



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

动销环比改善，内部结构分化。从线上/外卖渠道来看，根据美团外卖数据，世界杯开幕日啤酒外卖订单环比+43%；根据京东超市数据，世界杯开赛两日啤酒成交额同比+78%，燕京/百威/青岛分别环比+长 81%/65%/56%；根据盒马数据，11 月以来啤酒销售同比+168%，预计整个世界杯期间销售同比+148%。从线下渠道来看，受 11 月下旬部分地区防疫政策趋紧的影响，C 端与现饮渠道啤酒动销仍较为疲弱，但预计 12 月防疫政策进一步优化后动销或环比改善。

营销高端化升级为本届亮点。不同于以往，本届世界杯的一大特征是酒企的高端化升级，如燕京啤酒以 U8、V10、鲜啤 2022 等产品展开了主题为“激情热爱，有你同在”的营销活动。珠江啤酒世界杯期间大力推广生啤“原浆 7 鲜生”。

图 21：江苏勇闯天涯 8 度听装 500ml 的 C 端动销



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

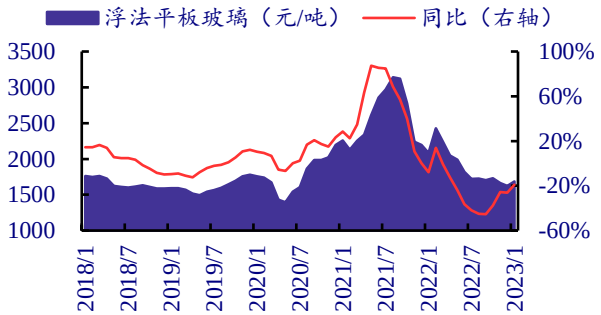
图 22：河南雪花清爽 8 度听装 330ml 的 C 端动销



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

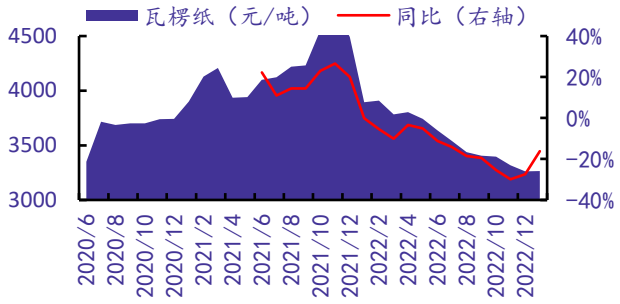
成本端：23 年 1 月包材价格持续回落，成本压力整体可控。从包材来看，2023 年 1 月价格持续回落，其中瓦楞纸/LME 铝价格分别同比-16.2%/-17.1%，玻璃价格 1 月同比-19.0%。从原料来看，受俄乌冲突影响，供给收缩导致国际大麦价格持续攀升，大麦 12 月价格同比+38.1%。

图 23：2023 年 1 月浮法平板玻璃价格同比-19.0%



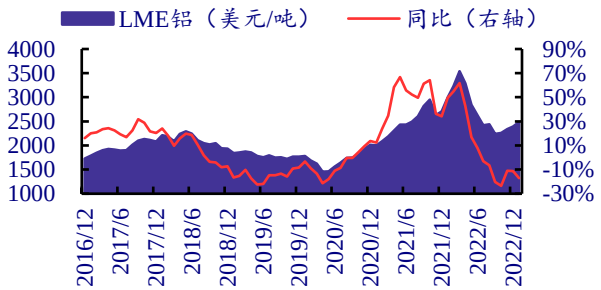
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 24：2023 年 1 月瓦楞纸价格同比-16.2%



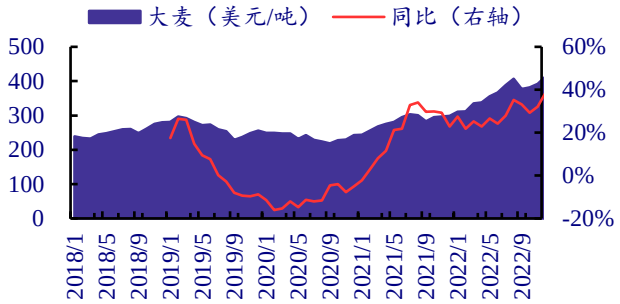
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 25：2023 年 1 月 LME 铝价同比-17.1%



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 26：2022 年 12 月大麦进口价格同比+38.1%



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（三）调味品：春节动销整体改善，“零添加”渗透率提升

1 月各地首轮疫情相继结束，预计 C 端产品动销具备韧性，餐饮需求同比快速改善，但春节提前导致渠道备货期仅 0.5 月，低于去年同期水平，叠加渠道端整体库存仍有压力，动销改善传导至上游仍需时间。其中，预计千禾味业复苏节奏仍领先，主要系：1）酱油添加剂事件刺激渠道备货和终端动销；2）在行业事件冲击的窗口期，加大费用投放力度，快速招商扩张。

1、观点更新：春节动销整体同比改善，零添加渗透率提升

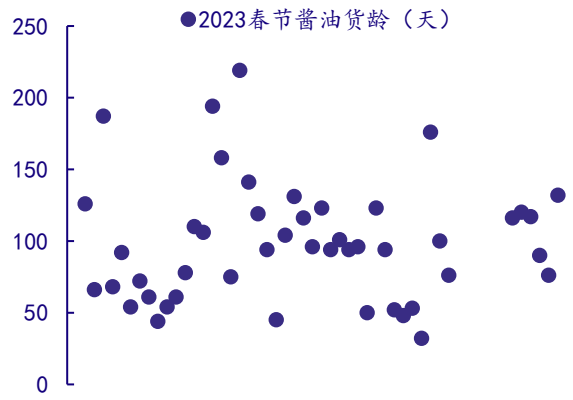
春节期间我们相继走访了上海、无锡与宜昌等多家终端，包括 KA、连锁超市、夫妻店，具体情况如下。

动销：C 端，考虑到 12 月疫情闯关期间消费者居家囤货，因此终端调研反馈春节动销同比改善幅度有限，整体货龄仍然偏高；B 端，春节期间重点餐饮企业收入同比+25%（中国烹饪协会数据），预计 B 端渠道需求修复弹性更大；

结构：C 端零添加产品渗透率提升，铺货面积增加，但也能观察到愈来愈多的品牌入局；

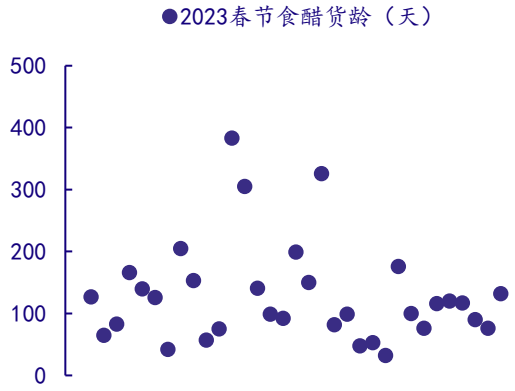
整体渠道库存仍处于相对高位，头部企业全年经营目标较为稳健，消化库存与稳定渠道价格体系仍是 23H1 重点工作。

图 27：2023 春节酱油货龄



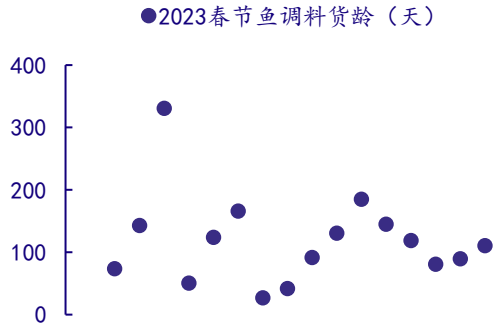
资料来源：终端调研，中国银河证券研究院

图 28：2023 春节食醋货龄



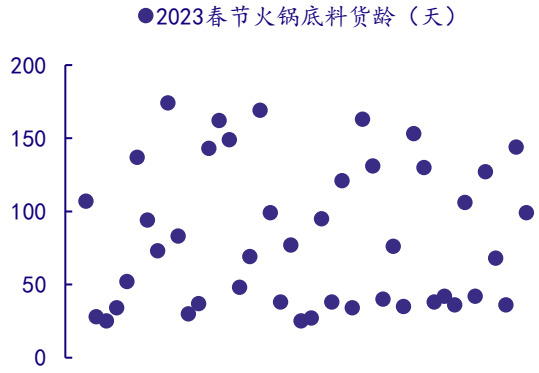
资料来源：终端调研，中国银河证券研究院

图 29：2023 春节鱼调料货龄



资料来源：终端调研，中国银河证券研究院

图 30：2023 春节火锅底料货龄



资料来源：终端调研，中国银河证券研究院

图 31：2023 年春节终端调味品陈列情况



资料来源：终端调研，中国银河证券研究院

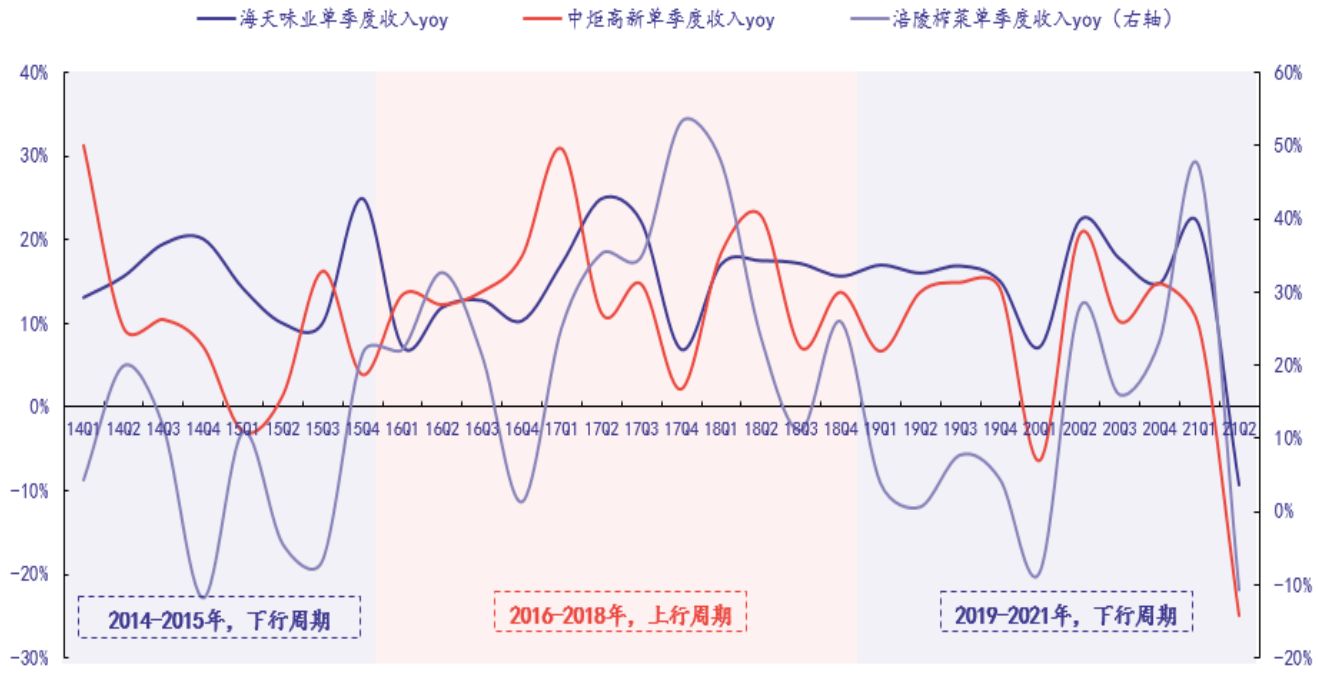
2、中期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点

以 5 年维度来看，我们认为调味品基本面变化与估值波动可以用四重因子加以解释——宏观需求周期、库存周期、费用周期、提价周期。

2019 年至今，行业处于下行周期，并且这一趋势在 2021 年愈演愈烈，终于酿成 21Q2 之后行业收入系统性下滑的局面，从四周期因子来看：（1）宏观周期，2019 年需求疲软态势渐露，2020~2021 年疫情扰乱消费需求，对餐饮端的影响尤为明显；（2）库存周期，伴随经济下行而出现库存边际上行状态，海天渠道库存持续处于历史较高位置；（3）提价周期，经济逆周期+渠道高库存背景下，提价面临较大困难，不同品牌分化明显，22 年初来看海天提价较为顺利，厨邦、千禾仍需时间消化；（4）费用周期，2019 年开始终端费用投放力度逐步走高，但依然难掩需求疲软和库存高位带来的压力。

展望未来 1~2 年，随着疫情相对好转与防控政策愈加成熟，消费者信心增强，预计终端需求有望进一步修复，同时费用加快投放帮助去化库存，重点观察行业四周期因子向上共振的时间点，届时基本面有望迎来拐点。

图 32：2014-2021 年调味品公司弱周期波动

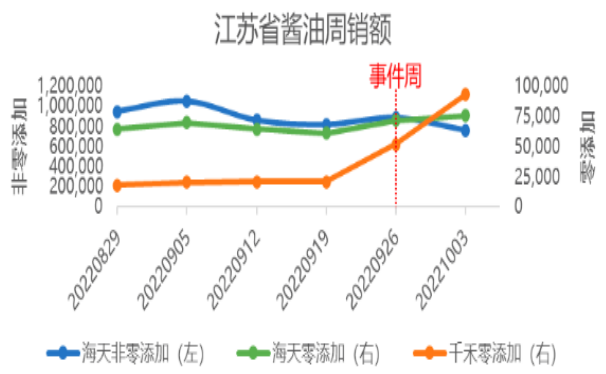


资料来源：IFinD，公司公告，中国银河证券研究院

3、月度跟踪：22 年 12 月“零添加”渗透率提升，C 端动销同比改善

需求端：12 月，酱油/食醋/火锅底料商超渠道销售额分别同比+14%/+30.2%/+28.3%。具体来看，千禾“零添加”在四川地区的C 端动销环比提速增长，我们认为主要得益于酱油添加剂事件持续发酵，同时公司在终端加大费用投放力度。22Q4 总体来看，预计海天业绩压力仍偏大，主要系去化库存+基数压力，但千禾味业将表现较好，主要系酱油添加剂事件的影响将持续存在。

图 33：江苏 C 端零添加销量环比显著提升



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

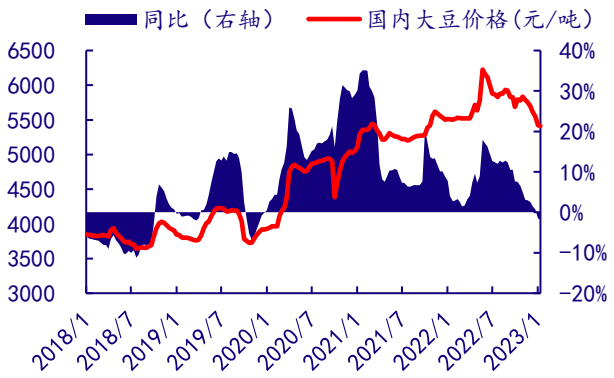
图 34：千禾味业零添加酱油 180 天 500ml 在四川的动销



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

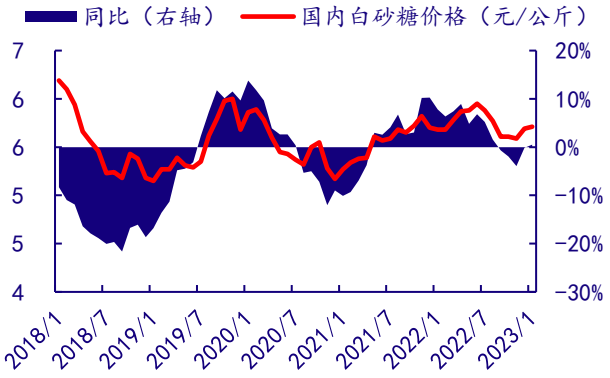
成本端：1 月大豆价格同比-1.72%，环比继续回落；白糖价格同比+0.53%，环比略有反弹。预计 23H1 成本压力延续缓和趋势，但同时警惕 23H2 的反弹。大豆价格 23H1 环比下降：①USDA 预计 2023 年全球大豆供应同比增加；②23H2 猪价下跌后饲料需求亦减少，但也应警惕国内经济复苏或带动部分需求向好。白糖 23 年价格中枢处于低位：①供给增加，国内库存较高且 12 月新榨季伊始后新糖陆续上市；②需求疲弱，疫情波峰导致下游在春节前备货相对谨慎。

图 35：大豆价格在 1 月环比回落



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 36：白糖价格在 1 月环比上升



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（四）乳制品：春节送礼需求快速修复，原奶价格持续回落

1、观点更新：春节送礼需求快速修复，白奶品类表现更优

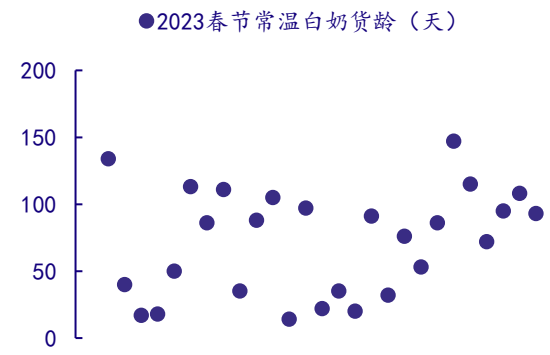
春节期间我们相继走访了上海、无锡与宜昌等多家终端，包括 KA、连锁超市、夫妻店，具体情况如下。

动销：送礼消费场景修复，驱动常温白奶、常温酸奶品类动销同比明显改善，货龄较去年同期下降；

结构：常温白奶货龄好于常温酸奶，基础白奶货龄好于高端白奶；

促销：由于 12 月疫情闯关导致渠道库存部分积压，因此春节期间整体促销力度仍偏大，部分网点反馈金典利乐砖（箱）价格从 65 元打折至 40 元。

图 37：2023 春节常温白奶货龄



资料来源：终端调研，中国银河证券研究院

图 38：2023 春节常温酸奶货龄



资料来源：终端调研，中国银河证券研究院

图 39：2023 年春节终端常温奶陈列情况



资料来源：终端调研，中国银河证券研究院

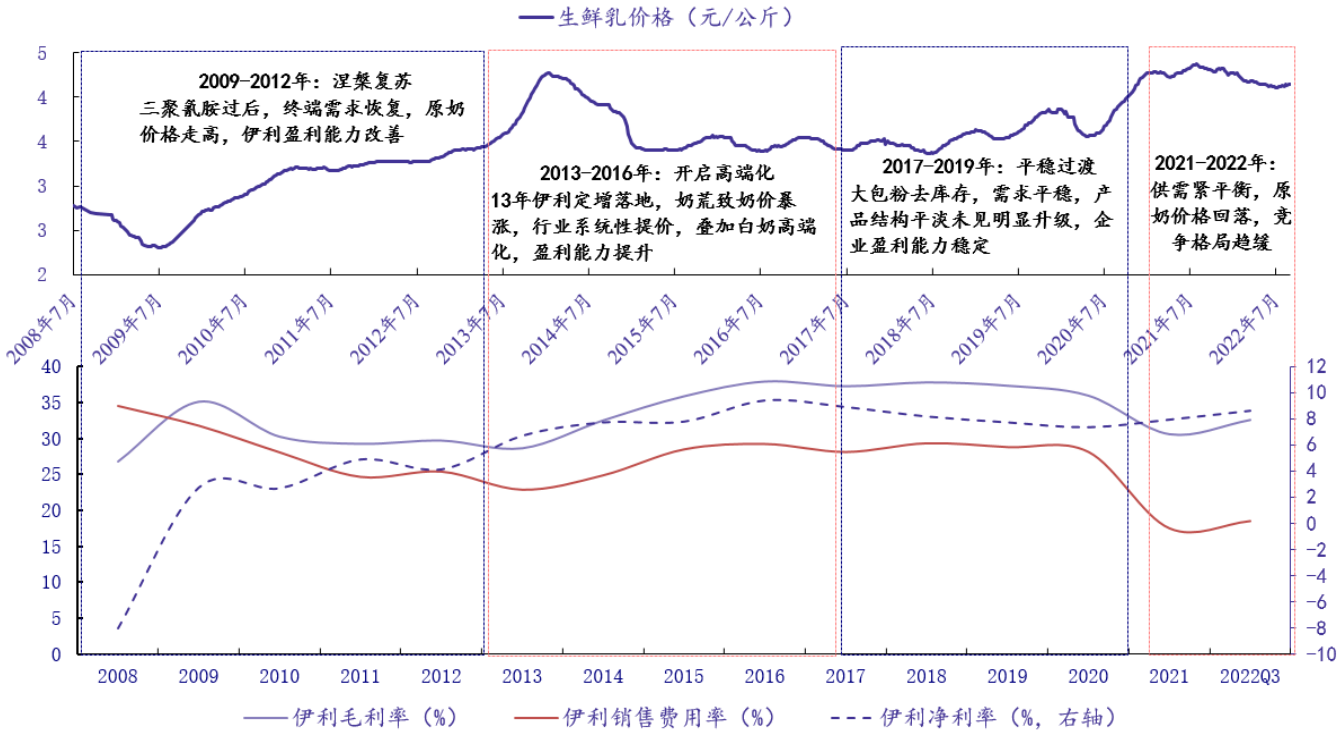
2、中期视角：二强企业战略分化，竞争趋缓提升盈利能力

中期视角看，我们认为原奶价格波动与头部企业战略方向决定了行业的发展逻辑，2020 年至今已步入上行周期（结构升级+竞争趋缓）。从总量来看，行业主要驱动力由集中度提升阶段性切换为人均消费量提升（疫情后白奶健康属性凸显），市场总量重回快速扩容通道。从竞争来看，常温奶格局稳固（伊利蒙牛市占率差距稳定在 10pcts），二强关于未来 3 年的战略分化，蒙牛重点发力鲜奶、奶酪，伊利依然聚焦常温液奶、奶粉，因此判断竞争趋缓。

回顾 2021 年，行业演绎节奏仍符合我们这一判断：景气度提升+竞争趋缓+企业盈利改善。一方面，根据国家统计局数据，2021 年乳制品行业生产量同比+9%，得益于疫情后白奶健康属性凸显，行业实现稳健增长。另一方面，原奶价格上行及二强战略分化，主要乳企维持缩减费用投放，同时随着原奶价格涨幅于 21H2 回落至中低个位数，伊利已在 21Q3 迎来毛销差拐点。

展望未来 1~2 年，我们认为疫情后白奶健康属性持续凸显，同时二强仍然维持战略分化，并且原奶价格处于下行通道，因此判断行业毛销差有望改善，释放更多业绩弹性。

图 40：目前乳制品处于上行周期（结构升级+竞争趋缓+企业盈利改善）

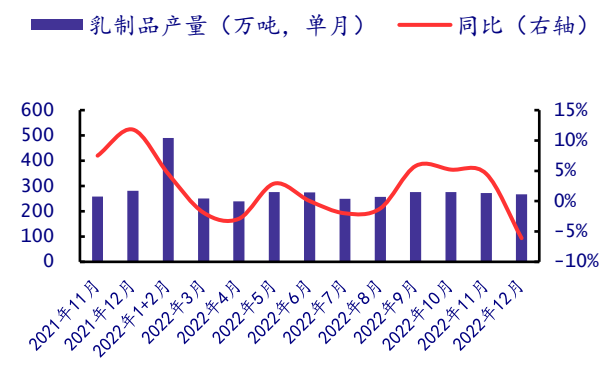


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

3、月度跟踪：22 年 12 月疫情闯关扰动发货节奏，原奶价格仍持续回落

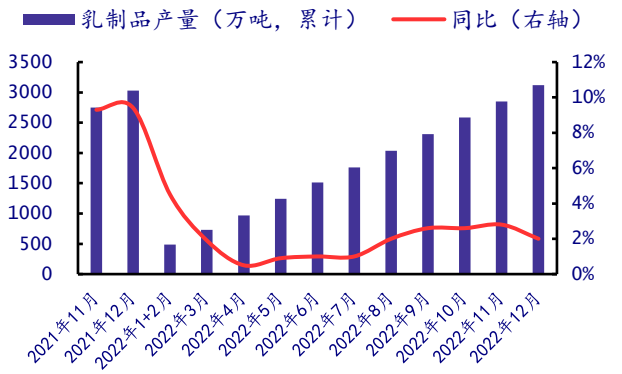
需求端：22 年 12 月乳制品产量同比-6.1%，增速环比大幅下降。2022 年 12 月，乳制品产量同比-6.1%，环比大幅下降，我们认为主要系疫情闯关导致送礼等消费场景受阻，另一方面扰动发货节奏。

图 41：2022 年 12 月乳制品产量同比-6.1%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

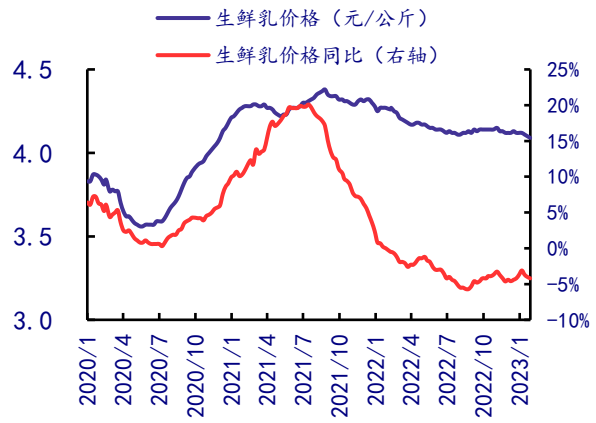
图 42：2022 年 12 月累计乳制品产量同比+2.0%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

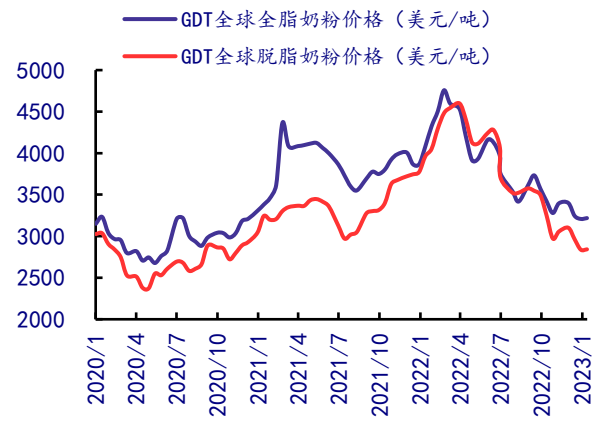
成本端：23 年 1 月奶价同比-4.2%，仍处于价格下行周期。截止 2023 年 1 月底，国内生鲜乳价格为 4.09 元/公斤，环比下降，同比-4.2%，预计 2 月仍将延续回落趋势。2022H2 至今原奶价格仍处于下行通道，主要归因于国内乳制品供需关系从 2021 年的紧平衡走向 2022 年的紧宽松，即国内奶牛存栏量增加，供给端快速增长，同时疫情反复导致需求复苏进程较慢。

图 43：2023 年 1 月原奶价格同比涨幅回落至-4.2%



资料来源：农业部，IFinD，中国银河证券研究院

图 44：1 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格小幅下降



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况

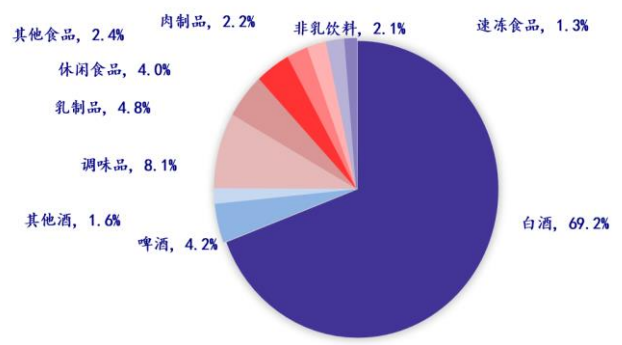
（一）23 年 1 月行业指数上涨，估值仍处合理水平

市值结构：截止 2023 年 1 月 31 日，食品饮料行业共有 A 股上市公司 127 家，占全部 A 股的 2.5%，食品饮料行业上市公司市值占 A 股总市值比重为 7.2%。其中白酒为占比最高的子行业，占食品饮料行业总市值的比重约 71%。

业绩占比：A 股上市公司口径，22 年前三季度，食品饮料总营收为 7424 亿元，同比+10.2%，营业利润总额 1683 亿元，同比+12.8%。国家统计局口径，22 年前三季度，全国食品饮料企业利润总额 3744 亿元，同比+18.5%。按此计算，22 年前三季度，A 股食品饮料上市公司营业利润占全部食品行业比重为 50.7%，较 2021 年同期下降 2.6pct。

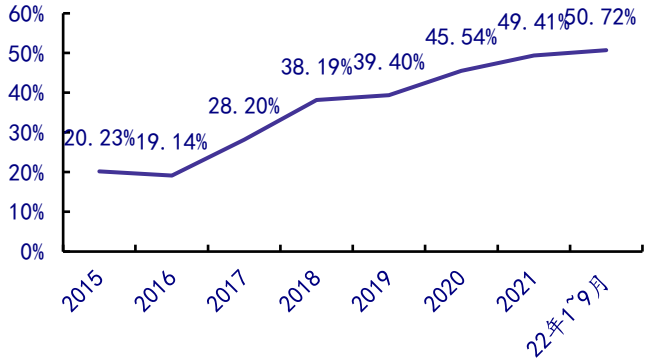
新股上市：2019~2022 年分别为 8/11/12/4 家。2023 年 1 月，尚无新的上市公司。

图 45：2023 年 1 月底食品饮料行业市值结构



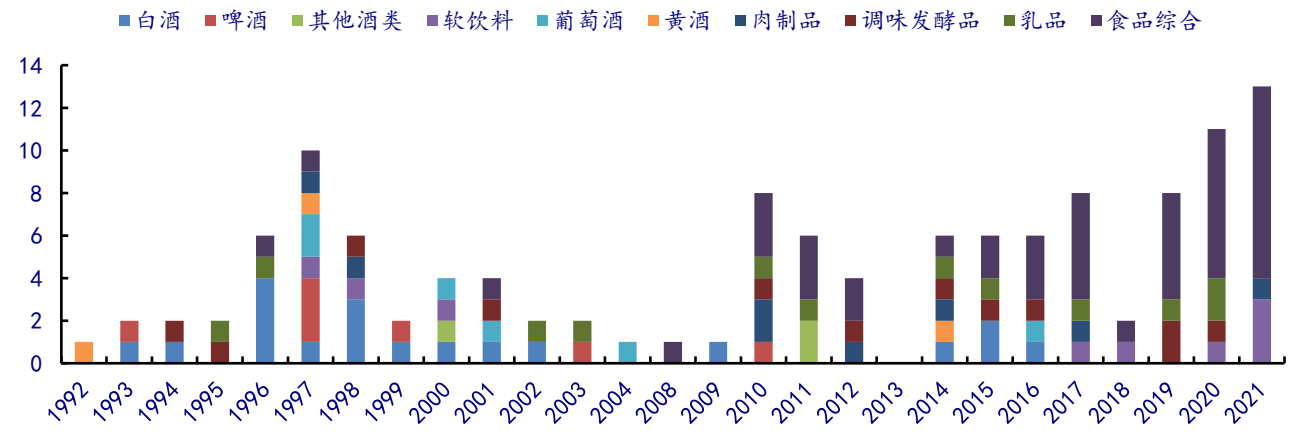
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 46：22 年食品饮料行业上市公司业绩占全行业比重提升



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

图 47：食品饮料行业上市公司数量（按年）



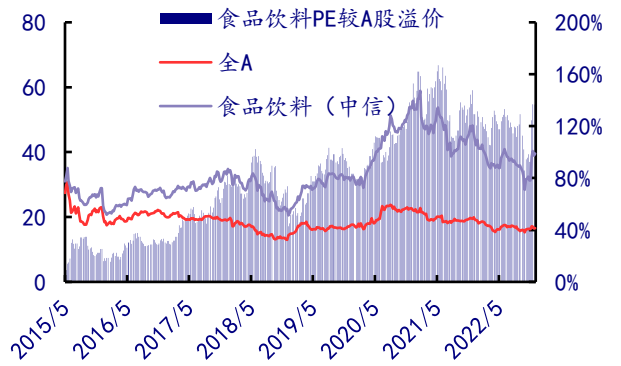
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（二）估值分析：23 年 1 月食品饮料 PE 相对 A 股溢价 138%

从市盈率来看，截至 2023 年 1 月 31 日收盘，食品饮料市盈率（TTM）为 38X，全 A 市盈率为 17X。食品饮料相对 A 股溢价率 117.6%，环比 12 月下降 20.5pcts。

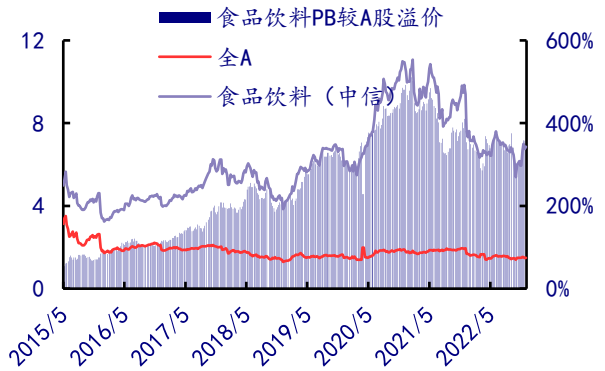
从市净率来看，食品饮料市净率为 6.9X，A 股市净率水平分别为 1.5X。食品饮料相对 A 股溢价率 360.7%，环比 12 月下降 0.6pct。

图 48：食品饮料 PE 相对 A 股溢价



资料来源：同花顺 iFinD，中国银河证券研究院

图 49：食品饮料 PB 相对 A 股溢价



资料来源：同花顺 iFind，中国银河证券研究院

（三）国际比较：国内食品饮料板块较美国市场显著溢价

从市盈率来看，以 2022 年 12 月 29 日收盘价计算，国内食品饮料为 44X（TTM），同期美国食品饮料板块为 15X，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。

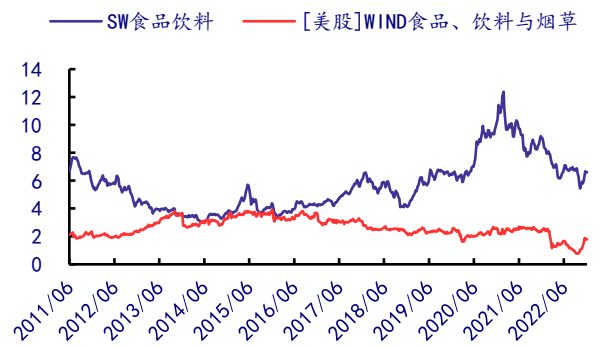
从市净率来看，国内食品饮料板块为 6.6X（LF），同期美国市场食品饮料板块为 1.8X，我国食品饮料板块的市净率同样明显高于美国市场。

图 50：食品饮料板块 PE 较美国市场溢价



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 51：食品饮料板块 PB 较美国市场溢价



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（四）涨幅复盘：23 年 1 月食品饮料涨跌幅排名第 19

2023 年 1 月，食品饮料行业上涨 5.2%，相较沪深 300 的超额收益为-2.2%，在 30 个一级行业中排名 19 位。子行业中，白酒涨幅最大（7.8%），乳制品/调味品次之。

图 52：2023 年 1 月食品饮料在全行业涨幅位居第 19 名

当月				年初至今			
序号	行业	涨幅	超额收益	序号	行业	涨幅	超额收益
1	有色金属	14.8%	7.5%	1	有色金属	14.8%	7.5%
2	计算机	12.8%	5.4%	2	计算机	12.8%	5.4%
3	汽车	11.3%	4.0%	3	汽车	11.3%	4.0%
4	电力设备及新能源	10.6%	3.3%	4	电力设备及新能源	10.6%	3.3%
5	机械	10.2%	2.8%	5	机械	10.2%	2.8%
6	通信	9.8%	2.4%	6	通信	9.8%	2.4%
7	电子	8.8%	1.5%	7	电子	8.8%	1.5%
8	基础化工	8.8%	1.4%	8	基础化工	8.8%	1.4%
9	非银行金融	8.8%	1.4%	9	非银行金融	8.8%	1.4%
10	建材	8.7%	1.4%	10	建材	8.7%	1.4%
11	家电	8.3%	0.9%	11	家电	8.3%	0.9%
12	石油石化	7.9%	0.5%	12	石油石化	7.9%	0.5%
13	钢铁	7.7%	0.4%	13	钢铁	7.7%	0.4%
14	国防军工	6.3%	-1.1%	14	国防军工	6.3%	-1.1%
15	医药	5.6%	-1.8%	15	医药	5.6%	-1.8%
16	建筑	5.5%	-1.9%	16	建筑	5.5%	-1.9%
17	传媒	5.4%	-2.0%	17	传媒	5.4%	-2.0%
18	煤炭	5.3%	-2.0%	18	煤炭	5.3%	-2.0%
19	**食品饮料**	**5.2%**	**-2.2%**	**19**	**食品饮料**	**5.2%**	**-2.2%**
20	综合金融	5.0%	-2.4%	20	综合金融	5.0%	-2.4%
21	轻工制造	4.3%	-3.1%	21	轻工制造	4.3%	-3.1%
22	纺织服装	4.2%	-3.2%	22	纺织服装	4.2%	-3.2%
23	综合	3.5%	-3.9%	23	综合	3.5%	-3.9%
24	房地产	3.1%	-4.2%	24	房地产	3.1%	-4.2%
25	银行	3.1%	-4.2%	25	银行	3.1%	-4.2%
26	农林牧渔	3.1%	-4.3%	26	农林牧渔	3.1%	-4.3%
27	电力及公用事业	2.3%	-5.1%	27	电力及公用事业	2.3%	-5.1%
28	交通运输	1.6%	-5.8%	28	交通运输	1.6%	-5.8%
29	商贸零售	-0.5%	-7.9%	29	商贸零售	-0.5%	-7.9%
30	消费者服务	-1.4%	-8.7%	30	消费者服务	-1.4%	-8.7%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 53：2023 年 1 月食品饮料各个子行业涨幅情况

当月				年初至今			
序号	行业	涨幅	超额收益	序号	行业	涨幅	超额收益
1	白酒	7.8%	0.4%	1	白酒	7.8%	0.4%
2	乳制品	3.8%	-3.6%	2	乳制品	3.8%	-3.6%
3	调味品	-0.2%	-7.6%	3	调味品	-0.2%	-7.6%
4	非乳饮料	-1.5%	-8.8%	4	非乳饮料	-1.5%	-8.8%
5	其他食品	-1.9%	-9.2%	5	其他食品	-1.9%	-9.2%
6	肉制品	-2.3%	-9.6%	6	肉制品	-2.3%	-9.6%
7	速冻食品	-3.7%	-11.0%	7	速冻食品	-3.7%	-11.0%
8	啤酒	-3.9%	-11.3%	8	啤酒	-3.9%	-11.3%
9	其他酒	-4.0%	-11.3%	9	其他酒	-4.0%	-11.3%
10	休闲食品	-5.4%	-12.8%	10	休闲食品	-5.4%	-12.8%

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

四、投资建议

全年来看，把握“2 个维度”与“3 个阶段”的机会：

二个维度：维度一，寻找景气周期+疫后复苏共振的弹性；维度二，重视疫情带来的长期逻辑变化。

三个阶段：1.过渡期（1-2 月）：场景率先复苏但受制于疫情波峰，重点关注高端白酒、餐饮供应链。2.弱复苏（3-6 月）：疫情波峰后消费场景进一步复苏，关注高端白酒、次高端白酒、餐饮供应链、乳品。3.强复苏（7-12 月）：地产财富效应叠加人均收入改善，关注高端白酒、调味品、啤酒、功能饮料。

短期来看，复苏节奏或有所加快，关注高端白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖），并加大重视次高端（山西汾酒）；餐饮供应链（海天味业、日辰股份）、乳品（伊利股份）。

表 1：核心推荐组合（截至 2023 年 1 月 31 日）

	证券代码	证券简称	年初至今涨(%)	市盈率（TTM）	市值(亿元)
推荐组合	600519. SH	贵州茅台	7%	39	23186
	000858. SZ	五粮液	16%	31	8113
	000568. SZ	泸州老窖	6%	35	3488
	600809. SH	山西汾酒	2%	47	3557
	600600. SH	青岛啤酒	-6%	36	1143
	600872. SH	中炬高新	-2%	36	284
	603317. SH	天味食品	-4%	58	202
	603288. SH	海天味业	0%	55	3676
	600887. SH	伊利股份	5%	24	2085
	605499. SH	东鹏饮料	0%	52	712
	605337. SH	李子园	2%	33	73

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

五、风险提示

需求恢复不及预期；成本涨幅超预期；食品安全问题。

插 图 目 录

图 1：春节全国范围疫情进入低流行水平 2
图 2：全国主要城市拥挤度恢复情况 2
图 3：2022 年 12 月社零总额/餐饮分别同比-1.8%/-14.1% 3
图 4：2022 年 11 月消费者信心指数基本持平 3
图 5：2022 年 12 月 CPI:食品变化 3
图 6：22Q4 居民人均可支配收入同比+5.0% 3
图 7：历史数据表明在消费的上行周期（2016、2017、2019），2~3 月白酒指数均上涨 4
图 8：2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期 5
图 9：2022 年 12 月白酒单月产量同比下降 8.6% 5
图 10：2022 年 12 月白酒累计产量同比下降 5.6% 5
图 11：飞天茅台一批价 6
图 12：五粮液普五一批价 6
图 13：国窖 52 度一批价 6
图 14：其他白酒批价（洋河梦之蓝、青花 20） 6
图 15：啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段 7
图 16：啤酒行业吨价持续提升（出厂端，2017-2021 年） 8
图 17：啤酒企业盈利能力提升（毛利率，2016-2021 年） 8
图 18：2022 年 12 月单月啤酒产量同比+8.7% 8
图 19：2022 年 12 月累计啤酒产量同比+1.1% 8
图 20：近 20 年世界杯期间啤酒销量 yoy 与上一年同期比较 9
图 21：江苏勇闯天涯 8 度听装 500ml 的 C 端动销 9
图 22：河南雪花清爽 8 度听装 330ml 的 C 端动销 9
图 23：2023 年 1 月浮法平板玻璃价格同比-19.0% 10
图 24：2023 年 1 月瓦楞纸价格同比-16.2% 10
图 25：2023 年 1 月 LME 铝价同比-17.1% 10
图 26：2022 年 12 月大麦进口价格同比+38.1% 10
图 27：2023 春节酱油货龄 11
图 28：2023 春节食醋货龄 11
图 29：2023 春节鱼调料货龄 11
图 30：2023 春节火锅底料货龄 11
图 31：2023 年春节终端调味品陈列情况 11
图 32：2014-2021 年调味品公司弱周期波动 12
图 33：江苏 C 端零添加销量环比显著提升 13
图 34：千禾味业零添加酱油 180 天 500ml 在四川的动销 13
图 35：大豆价格在 1 月环比回落 13
图 36：白糖价格在 1 月环比上升 13
图 37：2023 春节常温白奶货龄 14
图 38：2023 春节常温酸奶货龄 14
图 39：2023 年春节终端常温奶陈列情况 14

图 40：目前乳制品处于上行周期（结构升级+竞争趋缓+企业盈利改善）.....15
图 41：2022 年 12 月乳制品产量同比-6.1%.....15
图 42：2022 年 12 月累计乳制品产量同比+2.0%.....15
图 43：2023 年 1 月原奶价格同比涨幅回落至-4.2%.....16
图 44：1 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格小幅下降.....16
图 45：2023 年 1 月底食品饮料行业市值结构.....17
图 46：22 年食品饮料行业上市公司业绩占全行业比重提升.....17
图 47：食品饮料行业上市公司数量（按年）.....17
图 48：食品饮料 PE 相对 A 股溢价.....18
图 49：食品饮料 PB 相对 A 股溢价.....18
图 50：食品饮料板块 PE 较美国市场溢价.....18
图 51：食品饮料板块 PB 较美国市场溢价.....18
图 52：2023 年 1 月食品饮料在全行业涨幅位居第 19 名.....19
图 53：2023 年 1 月食品饮料各个子行业涨幅情况.....19

表 格 目 录

表 1. 核心推荐组合.....20

分析师简介及承诺

周颖：清华大学本硕，2007 年进入证券行业，2011 年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖白酒、餐饮供应链、调味品、软饮料等行业，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn