

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

2023 年春节食品饮料消费复苏观察

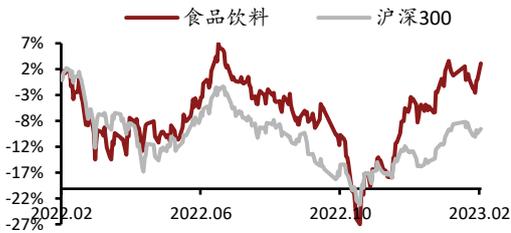
——食品饮料行业专题报告

证券研究报告-行业专题研究

强于大市(维持)

食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期：2023 年 02 月 14 日



资料来源：中原证券

相关报告

《食品饮料行业月报：供需收缩，上游价格下跌，盈利有望改善》 2023-01-31

《食品饮料行业分析报告：对标巨头，产业规模化待提升》 2023-01-29

《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

联系人：马巍琦

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：

- 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 年第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。
- 白酒包含了宴请、聚会、自饮等丰富的食饮消费场景，故白酒价格可视为食饮消费“冷暖”的关键指标。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。
- 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。

风险提示 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。

1. 餐饮消费复苏的市场观察

2023年1月10日之后，随着社会感染面达峰以及双节临近，餐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，关于餐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年第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，如同以往三年，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步; 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。此外, 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。

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。餐饮复苏对于食品饮料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~~持~~往, 家宴、喜宴、商务宴将会逐一恢复, 市场的滞压诉求确实较多。

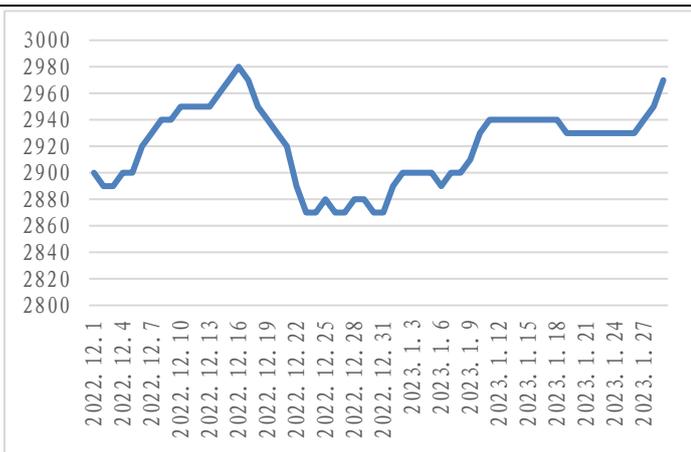
2. 消费复苏的风向标——白酒价格的变动

白酒包含了宴请、聚会、自饮等丰富的餐饮消费场景，故白酒价格可视为餐饮消费“冷暖”的关键指标

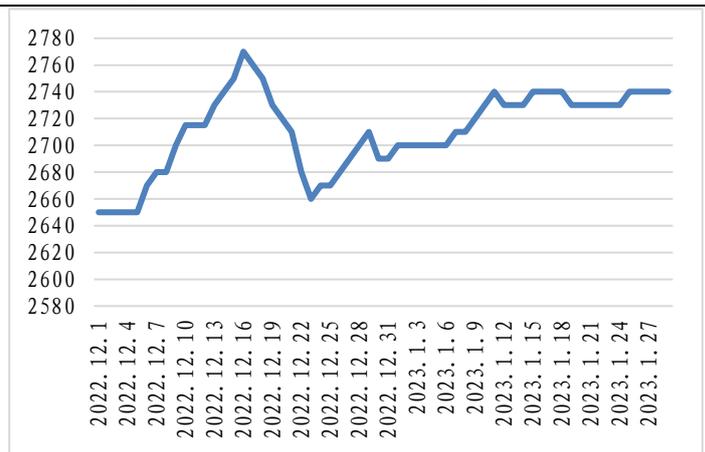
春节前后，白酒的价格基本上保持平稳，部分单品节后价格略有下跌。白酒价格印证了社会调查的情形：次高档白酒的需求修复仍需要更多的时间；私人部门的宴请恢复后，市场对 300 至 400 元价格带名酒的需求增加；随着春节返乡潮成行，社会消费向下沉淀，带动了 100 至 300 元价格带的地产名酒。

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。

图表 1: 茅台飞天市场价格 (元/500ml; 整箱单价)

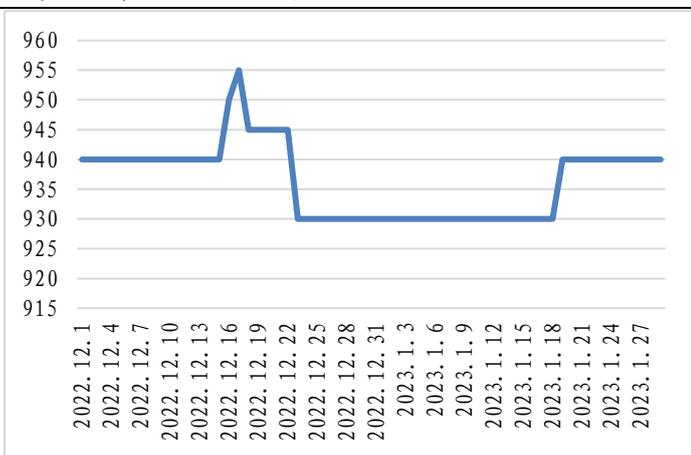


图表 2: 茅台飞天市场价格 (元/500ml; 散装单价)

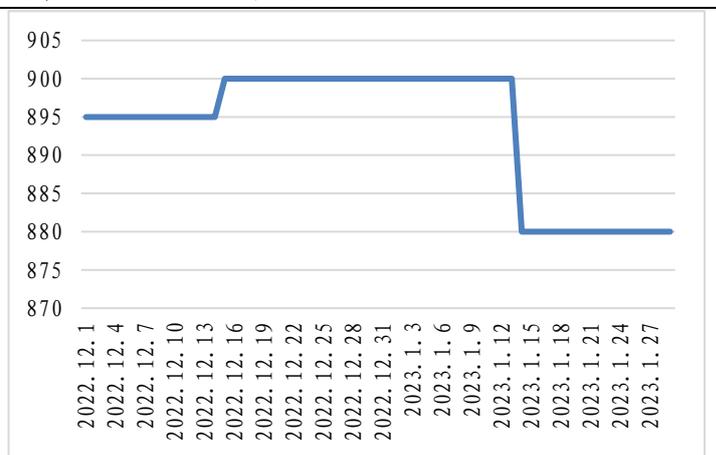


资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

图表 3: 第八代五粮液市场价格 (元/500ml)

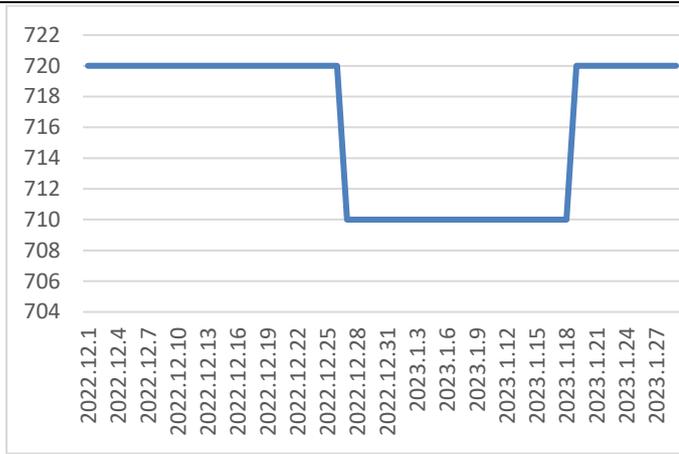


图表 4: 国窖 1573 市场价格 (元/500ml)

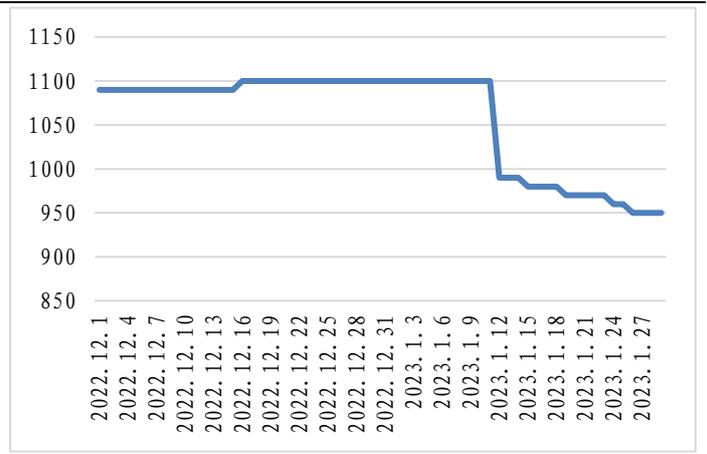


资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

图表 5: 古井原浆 26 年市场价格 (元/500ml)

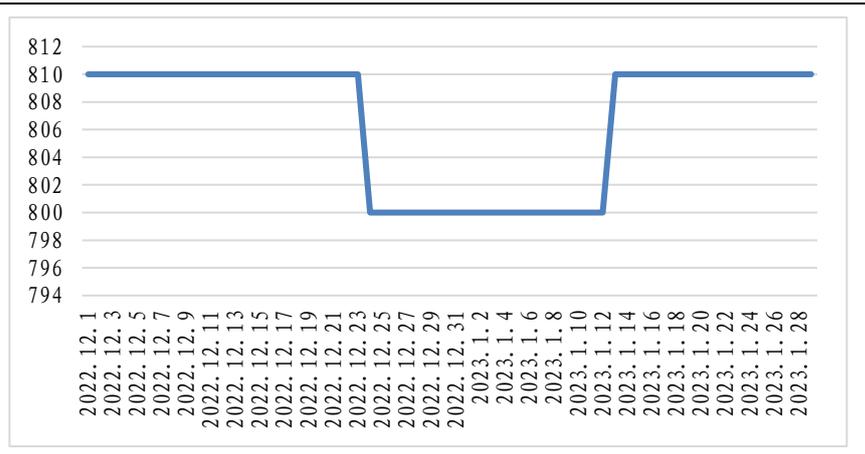


图表 6: 洋河 M9 市场价格 (元/500ml)



资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

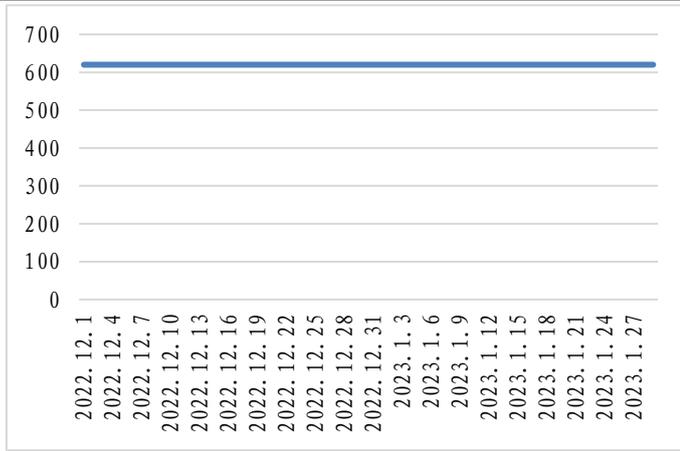
图表 7: 汾酒 30 年青花市场价格 (元/500ml)



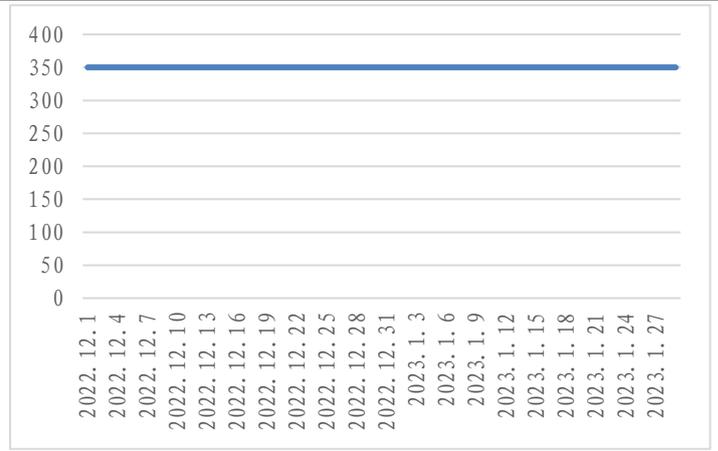
资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

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 20 年、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。

图表 8: 洋河 M6 市场价格 (元/500ml)

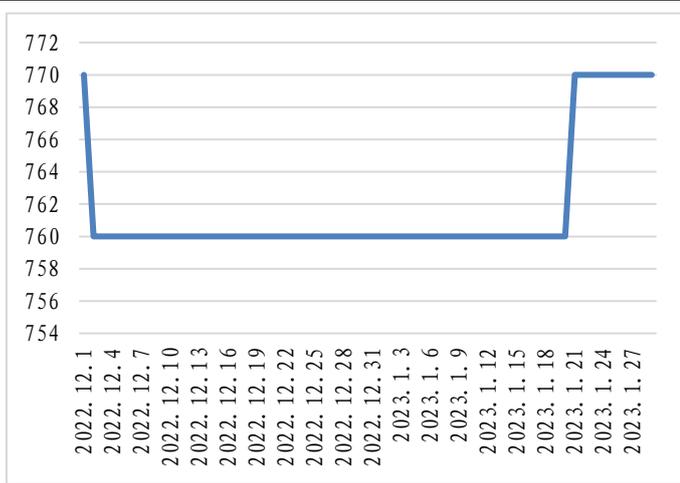


图表 9: 汾酒青花 20 年市场价格 (元/500ml)

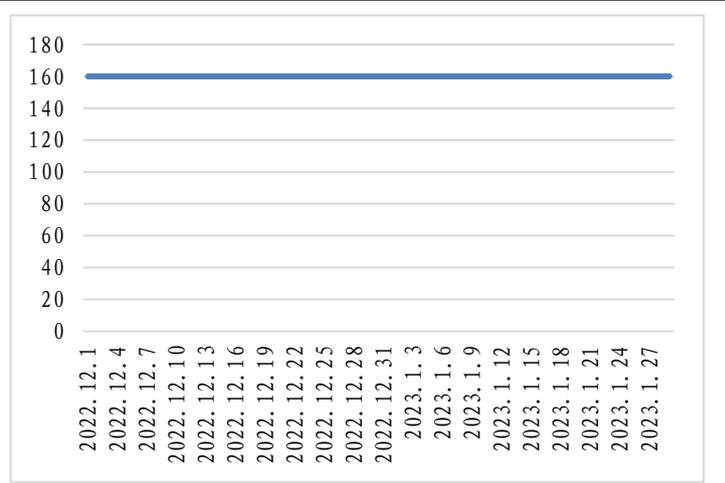


资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

图表 10: 酒鬼内参市场价格 (元/500ml)

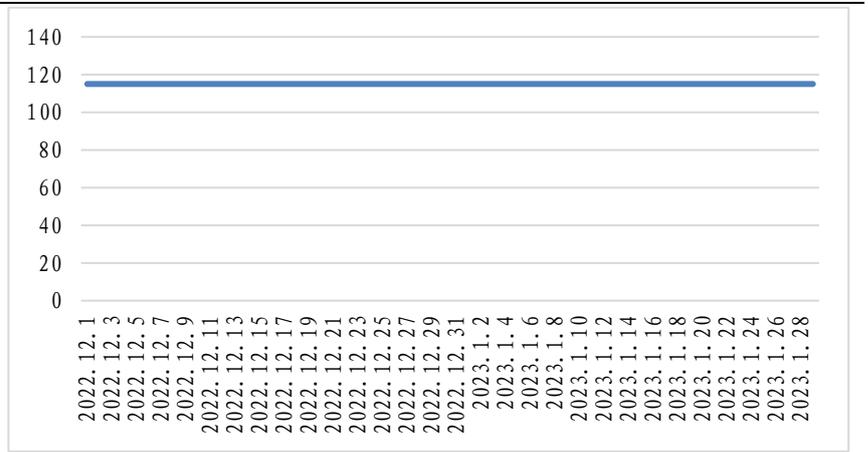


图表 11: 今世缘 6 年市场价格 (元/500ml)



资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

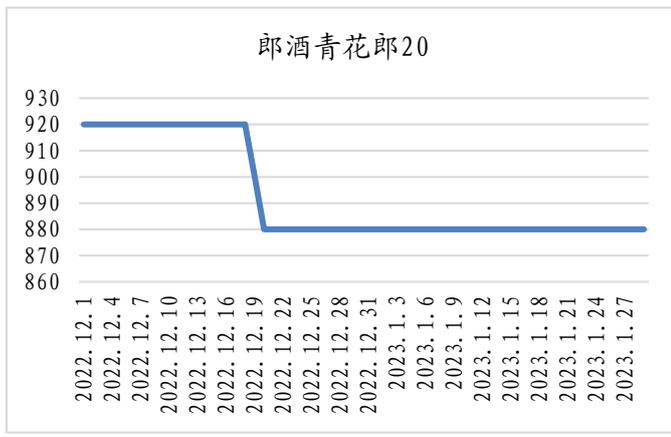
图表 12: 古井贡 5 年市场价格 (元/500ml)



资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

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。

图表 13: 青花郎 20 年市场价格 (元/500ml)



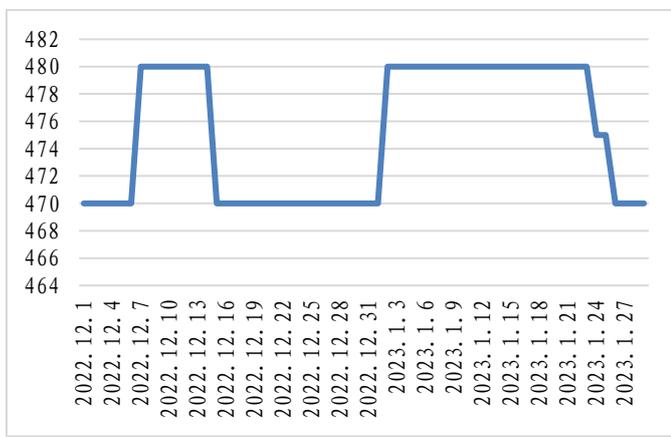
图表 14: 古井贡 20 年市场价格 (元/500ml)



资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

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。

图表 15: 红花郎 15 年市场价格 (元/500ml)

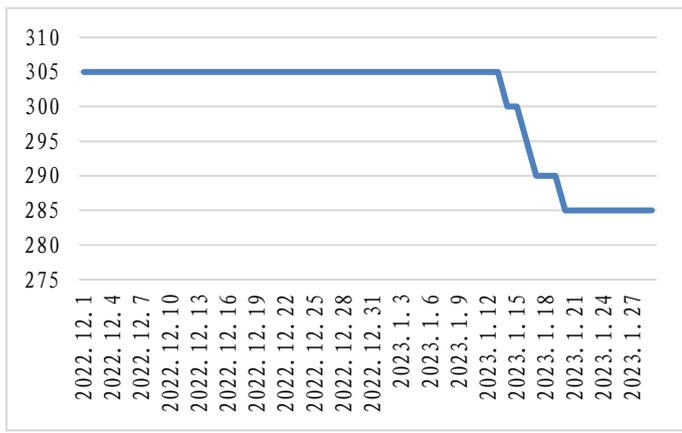


图表 16: 古井贡 16 年市场价格 (元/500ml)

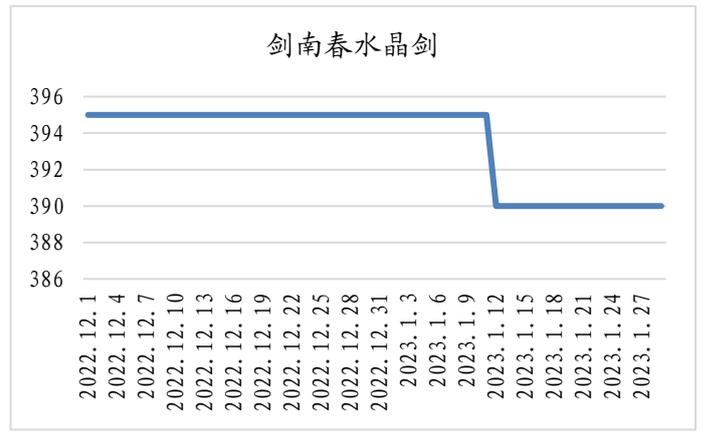


资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

图表 17: 水井坊臻酿八号市场价格 (元/500ml)

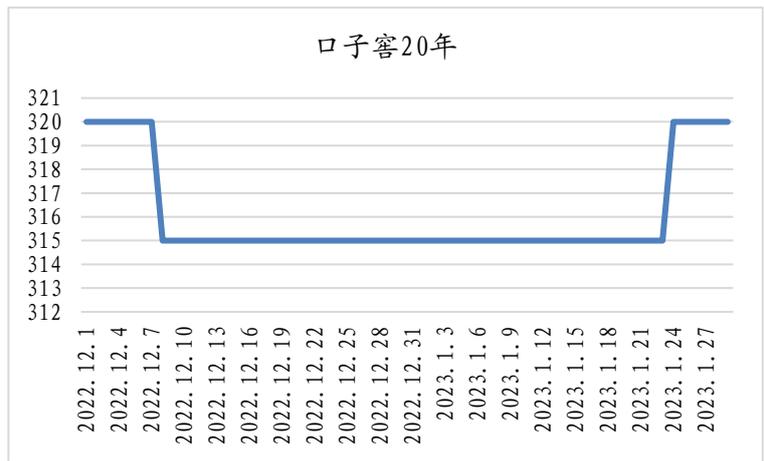


图表 18: 剑南春水晶剑市场价格 (元/500ml)



资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

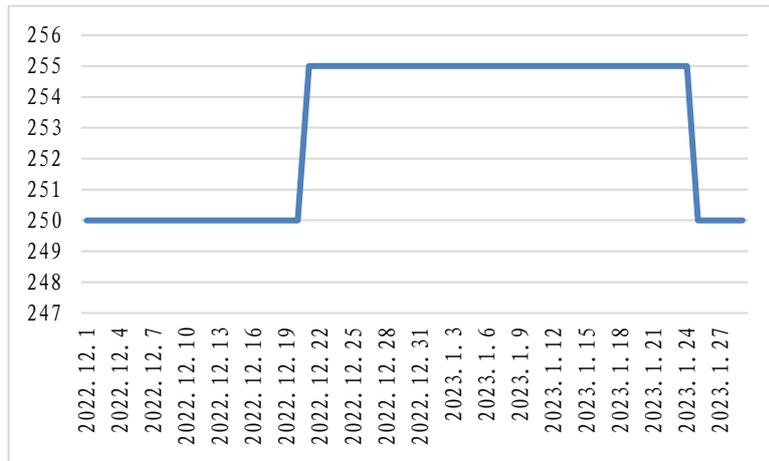
图表 19: 口子窖 20 年市场价格 (元/500ml)



资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

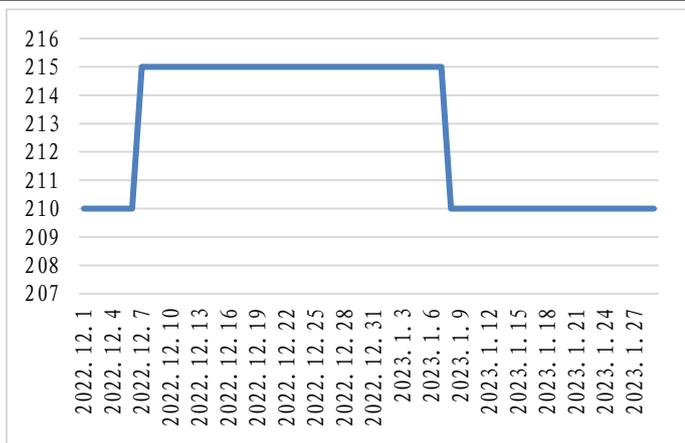
老白汾 10 年、国缘对开、古井贡 8 年等价位在 100 至 300 元的地产名酒, 适用于地方上的春节家宴和聚会等场景, 节前价格上涨。随着春节返乡潮成行, 社会消费向下沉淀, 带动了各区域的平民酒销售。

图表 20: 国缘对开市场价格 (元/500ml)



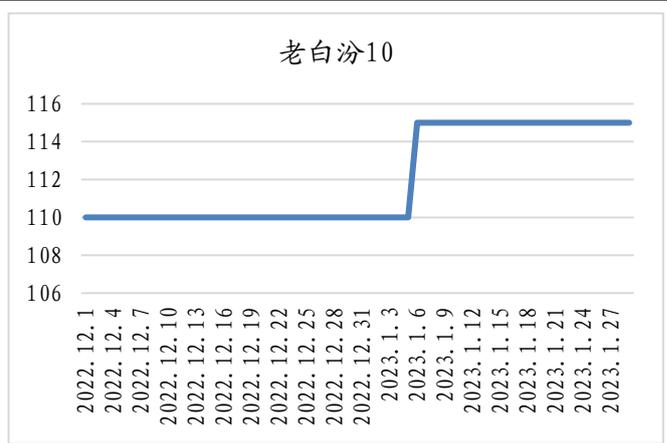
资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

图表 21: 古井贡 8 年市场价格 (元/500ml)



资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

图表 22: 老白汾 10 年市场价格 (元/500ml)



资料来源: 中原证券研究所 酒价参考

3. 投资策略及风险提示

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。

3.2. 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。

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。