

食品饮料行业 3 月月报

需求稳健复苏，3 月动销有望持续回暖

超配

核心观点

市场回顾：2 月食品饮料板块上涨 1pct 以上，原材料价格涨跌不一。2 月以来食品饮料板块上涨 1.08%，其中啤酒、非乳饮料、其他酒板细分板块涨幅超过 10%；从个股来看，香飘飘/老白干酒/燕京啤酒/顺鑫农业/口子窖涨幅排名前五，超过 20%。成本端，糖类、进口大麦等价格仍高位震荡，生鲜乳、大豆价格呈回落趋势。

白酒板块：消费氛围持续向好，行业景气度有望逐渐向上。从需求和供给两方面结合看，我们看好今年白酒行业势能持续向上。1) 需求端：今年政府工作报告提到，把恢复和扩大消费摆在优先位置，为白酒消费复苏提供了良好的外部环境。2 月宴席聚饮等场景恢复的渠道反馈较为乐观，我们认为聚饮和宴席等场景恢复趋势有望在 3-4 月份延续。2) 供给端：目前酒企处在从“以价换量”转向“量价平衡”的过渡期，在维护价盘稳定、消费者培育等方面措施较为积极。例如，2 月下旬五粮液、老窖、汾酒等酒企开始控货挺价，各酒企在促动销层面开展大量活动，积极抢抓消费回补窗口。控货一方面是为了保障渠道动销良性，另一方面也表明酒企的市场销售情况良好。

大众食品板块：疫后需求复苏趋势明确，2 月节后渠道补库存情况良好。①啤酒：消费场景复苏趋势确立，啤酒板块有望迎来量价齐升；经销商信心充足，节后 2 月渠道补库存情况良好；受疫情影响后续月份基数较低，月度数据有望持续改善。②餐饮供应链：去年 12 月疫情管控放开后，春节期间餐饮业景气度显著恢复，2 月节后渠道补库存情况良好；23 年 ToB 龙头企业有望充分受益于餐饮业景气复苏，释放较大业绩弹性。③休闲食品：2 月节后淡季销量小幅波动，不改全年快速成长预期；23 年下游零食专卖店快速扩张，上游优质供应商如甘源食品、盐津铺子等有望充分受益。

投资建议：消费复苏和经济复苏支撑食品饮料板块持续向上，建议积极配置食品饮料板块。我们分三条推荐主线：①优质龙头公司仍是优秀的长期底仓配置品种，推荐贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液、古井贡酒等。②受益疫情改善，消费场景复苏弹性较大的品种，包括餐饮供应链、卤制品、啤酒、调味品、次高端白酒等，推荐：安井食品、立高食品、千味央厨、妙可蓝多、绝味食品、周黑鸭、重庆啤酒、青岛啤酒、舍得酒业、酒鬼酒等。③自下而上改善型公司，推荐受益管理改善的中炬高新；以及受益于零食渠道快速变革的甘源食品、盐津铺子等。

风险提示：疫情反复风险，宏观经济增速放缓风险，需求不及预期风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	买入	1,818.04	2,270,125	49.74	58.30	36.55	31.18
000858	五粮液	买入	205.76	794,099	6.94	8.04	29.64	25.60
000568	泸州老窖	买入	254.50	371,486	6.92	8.61	36.80	29.57
600809	山西汾酒	买入	275.58	334,666	6.40	8.33	43.04	33.09
000596	古井贡酒	买入	275.15	127,710	5.72	7.29	48.07	37.74
600132	重庆啤酒	买入	135.36	65,868	3.43	3.03	39.47	44.67
600600	青岛啤酒	买入	113.20	128,551	2.08	2.48	54.50	45.65
002847	盐津铺子	买入	130.00	16,915	1.01	3.46	128.81	37.53
002991	甘源食品	买入	88.50	8,662	2.04	2.72	43.38	32.54
001215	千味央厨	买入	73.61	6,529	1.17	1.56	63.13	47.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

食品饮料

超配 · 维持评级

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：廖望州

0755-22940911

liaowangzhou@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

联系人：胡瑞阳

0755-81982908

huruiyang@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《食品饮料行业周专题（2022 年第 52 周）-春节白酒表现值得期待》——2022-12-26

《食品饮料行业 2023 年投资策略-坚守龙头价值，把握复苏弹性》——2022-12-11

《食品饮料行业周专题（2022 年第 50 周）-防控和经济预期改善，板块配置价值凸显》——2022-12-05

《食品饮料行业三季报业绩总结暨 11 月投资策略-基本面持续改善，关注需求复苏及成本回落节奏》——2022-11-16

《食品饮料行业周专题（2022 年第 41 周）-基本面弱复苏趋势延续，持续关注业绩确定性强和疫情改善弹性大两主线》——2022-10-18

内容目录

白酒：聚饮宴席持续恢复，看好行业景气向上	4
白酒消费氛围持续向好，行业景气度有望逐渐向上	4
部分酒企动态更新：山西汾酒、酒鬼酒、洋河股份、今世缘	4
啤酒：场景复苏、需求回暖，旺季动销可期	5
消费场景复苏趋势确立，啤酒板块有望迎来量价齐升	5
需求环比恢复叠加结构升级趋势明显，板块景气度有望维持高位	6
重点公司观点更新：重庆啤酒、青岛啤酒	7
餐饮供应链：节后渠道补库存情况良好，疫后餐饮端需求逐渐复苏	7
节后渠道补库存情况良好，疫后餐饮端需求逐渐复苏	7
展望全年，需求复苏和龙头份额提升仍是主旋律	8
餐饮供应链重点公司点评：立高食品、千味央厨	8
休闲食品：零食专卖店模式快速扩张，渠道变革带来发展新机遇	8
零食专营渠道快速崛起，上游优质供应商有望充分受益	8
节后进入销售淡季，销量小幅波动，3 月份起有望逐步恢复	9
休闲食品重点公司点评：甘源食品、盐津铺子	9
市场回顾：2 月食品饮料板块上涨 1pct 以上	9
数据追踪：糖类、进口大麦等价格仍在高位震荡，生鲜乳、大豆价格呈回落态势	11
投资建议：坚守龙头价值，把握复苏弹性	14
疫情防控优化、经济复苏、成本下行是决定明年板块表现的主基调	14
看好今年板块表现，把握三大投资主线	15
风险提示	15

图表目录

图 1: 2022 年 1-12 月中国啤酒产量及同比增长情况	5
图 2: 2016-2022 年中国啤酒销量情况	5
图 3: 大麦价格于 2022 年四季度进一步上涨	6
图 4: 中国餐饮连锁化率稳步提升 (%)	6
图 5: 玻璃现货价格目前处在中高位横盘阶段	6
图 6: 铝材价格波动相对较大, 未来不排除仍有上涨压力	6
图 7: 中国餐饮市场规模及增速图 (亿元; %)	8
图 8: 中国餐饮连锁化率稳步提升 (%)	8
图 9: 食品饮料行业分板块 PE 变化图	10
图 10: 2 月以来个股板块涨跌幅榜	10
图 11: 2 月以来食品饮料行业个股涨跌幅 (%)	11
图 12: 各行业产量最新数据	11
图 13: 36 大中城市啤酒价格走势 (元/瓶、元/罐)	12
图 14: Liv-ex100 红酒指数图	12
图 15: 牛奶零售价变化趋势图 (元/升)	12
图 16: 酸奶零售价变化趋势图 (元/公斤)	12
图 17: 婴幼儿奶粉变化趋势图 (元/公斤)	12
图 18: 白砂糖柳州现货价趋势图 (元/吨)	13
图 19: 南宁糖蜜价格趋势图 (元/吨)	13
图 20: 22 个省市平均生猪价趋势图 (元/千克)	13
图 21: 生鲜乳平均价趋势图 (元/公斤)	13
图 22: 大豆现货价格走势 (元/吨)	14
图 23: 进口大麦平均单价走势图 (美元/吨)	14
 表 1: 重点公司盈利预测及估值	 15

白酒：聚饮宴席持续恢复，看好行业景气向上

白酒消费氛围持续向好，行业景气度有望逐渐向上

从需求和供给两方面结合看，我们看好今年白酒行业势能持续向上。1) 需求端：3月5日政府工作报告提到，把恢复和扩大消费摆在优先位置，为白酒消费复苏提供了良好的外部环境。2月宴席聚饮等场景恢复的渠道反馈较为乐观，我们认为聚饮和宴席等场景恢复趋势有望在3-4月份延续。2) 供给端：目前酒企处在从“以价换量”转向“量价平衡”的过渡期，在维护价盘稳定、消费者培育等方面措施较为积极。例如，2月下旬五粮液、老窖、汾酒、洋河等酒企开始控货挺价，各酒企在促动销层面开展大量活动，积极抢抓3月消费回补窗口。控货一方面是为了保障渠道动销良性，另一方面也表明酒企的市场销售情况良好。

投资建议：坚守一线白酒龙头茅五泸汾的同时，重点推荐次高端酒舍得和酒鬼。在经济复苏和消费复苏大趋势较为确定的背景下，从经营质量较好+受益消费升级+具备畅销大单品+产品矩阵完善+增长持续性的角度出发，首推一线白酒龙头贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖；待行业景气度进一步回升，扩张型次高端有望重回增长快车道，优选前期业绩承压明显、修复弹性可观的标的舍得酒业、酒鬼酒。

部分酒企动态更新：山西汾酒、酒鬼酒、洋河股份、今世缘

山西汾酒：公司春节动销反馈良好。2023年规划看，增长主要靠135成熟市场，预计2023年区域精耕是主旋律，全国化是方向，更要聚焦优势市场。2023年青花20依然作为基准线承担放量任务，复兴版采取价格跟随策略，不会给予太大增长压力，场景放开后会加大推广工作。老白汾预计2023H2换代升级，省内老包装，省外新包装。献礼版玻汾2023年会全面导入市场，未来会在献礼版之上推出新品。500-700元会推出文创产品，不会全价格带求大求全，有所侧重。

酒鬼酒：2023年经销商大会可见公司对未来发展思路、战略打法认知清晰；亮点之一是公司对馥郁香工艺和价值总结再上高度，更有助于品牌推广。公司2023年的打法是重点聚焦，强调要加强费用改革和团队素质提升，工作的重中之重是馥郁香培育和消费者培育，期待此举对价盘回升和动销提速有明显拉动（公司反馈已初现成效）。前期虽开门红进度略慢，我们认为可期待3月需求继续回补和渠道集中补货，2023Q1业绩预计仍承压；但逐季改善趋势明显，我们预期库存和价盘在下半年有明显改善。

洋河股份：近期动销整体基本符合之前预期，春节梦3水晶瓶等主要单品动销良性，旺季批价小幅正常下行，目前在控货挺价（如梦6+近期停货）。公司积极变化：1) 2023年大会定调“突围”，事业部充分放权，全员主战、全民皆兵。2) 员工整体风气好转，内部队伍梳理基本结束。3) 2023年明确南京和北京是（政治）高地市场，董事长亲自挂帅，之后要加大发力重点开拓，后续上海、深圳、广东可能也会有动作。

今世缘：元旦后公司后台开瓶数据持续向好，到春节前后已回到正常消费高点之上，略微超公司预期，春节后动销好于往年同期。分产品看，国缘主要单品动销都不错，尤其100-200元的淡雅和单开的动销增速超过公司平均增速（四开的带动+公司在大众价位的品牌力有所提升），V系的增速也符合公司预期。我们认为，2023年支撑公司实现百亿营收的动力：一是机制改善叠加股权激励；在分品牌事业部制、大区重新划分、省外拓展等方面的战略和组织架构上都有较多积极变化，

叠加股权激励，团队积极性提升；二是产品结构稳步向上：核心主线产品四开和对开延续成长势头，100-200 元淡雅和单开增长提速逐渐抢占竞品份额，同时 V 系经销商不断优化、市场基础更稳固。

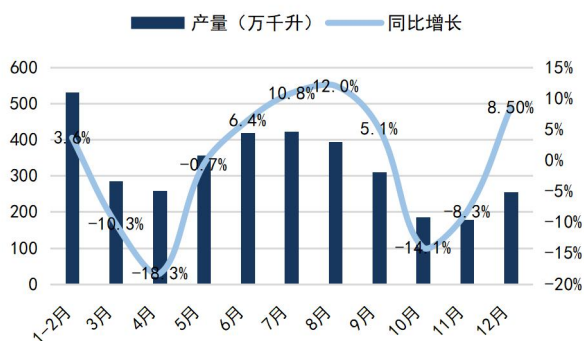
啤酒：场景复苏、需求回暖，旺季动销可期

消费场景复苏趋势确立，啤酒板块有望迎来量价齐升

在销量端，2022 年啤酒板块受消费场景缺失、酷暑天气提振等因素影响，全年动销呈现较大波动，其中 3 月起受疫情管控影响，终端动销一度承受较大压力。进入 2023 年以来，消费场景快速恢复，外部经营环境给终端动销带来的影响预计将逐步消散。根据 1、2 月的终端观察情况来看，餐饮端已经逐步恢复正常经营，商业活动逐步开展，居民的外出消费意愿正在稳步复苏，现饮渠道的啤酒需求料将快速回暖。

与此同时，面对平稳的外部经营环境，各家啤酒企业均针对高端啤酒销售加大了 2023 年的销售费用投放力度，进一步推动销售产品的结构升级。高端啤酒的销售中现饮渠道占比明显更高，随着餐饮场景的恢复及营销活动的正常开展，高端啤酒销量增长有望提速，结构升级带动吨酒价格提升，推升各家啤酒企业的盈利水平。

图1：2022 年 1-12 月中国啤酒产量及同比增长情况



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图2：2016-2022 年中国啤酒销量情况



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

在成本端，我们已观测到成本价格自最高点有所回落，预计后续将维持高位震荡缓慢下行的走势，成本压力总体有所缓解。啤酒企业在本轮成本上涨周期中，普遍采用提价、锁价等方式协助控制成本压力，大部分啤酒企业在 22 年 12 月已基本确定了 2023 年全年大、小麦原料的锁价价格其余包材亦将以 3-6 个月为周期进行锁价。通过比较锁价时点前后的进口价格，我们判断大、小麦锁价价格同比 22 年锁价价格仍有超 10% 的增长幅度，但由于其成本占比不高（约 15% 左右），对总成本影响相对可控；包材价格中铝材价格仍处高位，其余价格相比最高点已有回落，但同比去年平均水平降幅并不明显，因此我们判断在 2023 年暂未能看到由于成本价格下降释放出利润弹性。

图3: 大麦价格于 2022 年四季度进一步上涨



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国餐饮连锁化率稳步提升 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 玻璃现货价格目前处在中高位横盘阶段



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 铝材价格波动相对较大, 未来不排除仍有上涨压力



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

需求环比恢复叠加结构升级趋势明显, 板块景气度有望维持高位

随着消费场景恢复, 营销活动正常开展, 经济复苏等因素的作用下, 啤酒板块景气度可见进一步提升。短期视角看, 随着 3 月啤酒消费旺季的到来, 居民的啤酒消费意愿有望呈现同比下的明显上升, 啤酒企业将迎来相对平稳的外部销售环境, 终端动销预计自 3、4 月进入啤酒销售旺季起, 呈现明显的同比、环比改善。

中长期维度来看, 啤酒的高端化逻辑趋势确定性强, 自 2018 年至今板块整体的盈利水平已获系统性改善, 且未来提升空间仍大。在 2022 年, 受到现饮消费场景管控、营销活动开展受限等因素影响, 高端啤酒的动销承受较大的压力, 但我们观测到 2022 年啤酒的高端化节奏并没有受到明显的扰动。2023 年外部因素给高端啤酒销售带来的影响开始逐步减弱, 啤酒高端化节奏仍有提速的空间。

1、2 月受疫情、春节错期等因素影响, 整体动销仍未呈现明显的高增态势, 且由于啤酒的礼品属性较弱, 春节动销占比较低, 1、2 月属啤酒传统销售淡季动销占比较低, 对全年销量影响不大。自三月起啤酒销售逐步进入旺季, 啤酒销售全年环比改善可期, 后续将通过终端动销数据将对需求恢复的节奏与力度进行持续验证。与此同时, 消费场景的恢复有利于啤酒企业进一步推动结构升级, 带动啤酒

吨价持续上涨。啤酒板块或迎来量价齐升，景气度有望维持高位，板块 beta 行情值得重点关注。

重点公司观点更新：重庆啤酒、青岛啤酒

重庆啤酒：公司高端产品占比高，动销更加依赖消费场景，因此 2022 年受疫情管控的影响也相对更大；管控放开后随着终端的复苏，终端需求有望快速恢复。同时，公司在 2022 年仍在持续开辟新的渠道与终端，积攒的增长势能将会在今年一并释放，动销增长的弹性同样值得关注。另外，本土品牌在基地市场的结构升级以及乌苏对其他产品的销售带动作用同样值得关注。在以重庆为代表的基地市场中，公司结构升级工作推进顺利，推动 4-6 元价格带产品向 6-8 元及以上产品升级；同时公司积极向乌苏已开辟渠道中导入乐堡及公司其他产品，未来随着品牌曝光度的提升，料将逐步转化成终端动销，成长为继乌苏后的第二增长曲线。未来关注重点在于 3、4 月起的旺季动销数据对复苏弹性和节奏进行验证，以及以乐堡为首的第二增长曲线动销情况。

青岛啤酒：公司 2022 年的终端动销在 3、4 月一度受疫情管控影响承受较大压力，随后在 22 年 7 月快速追平同期销量水平，印证了公司在品牌与产品上的竞争优势明显，并体现出良好的渠道经营管理能力。进入 2023 年后，公司在动销稳健增长的基础上，有望在 23 年 3 月在去年同期动销的低基数上实现表端销量的同比高增长，助力公司在啤酒行业整体受益于消费场景复苏的 beta 行情中走出更亮眼走势，3 月起的动销数据值得关注。

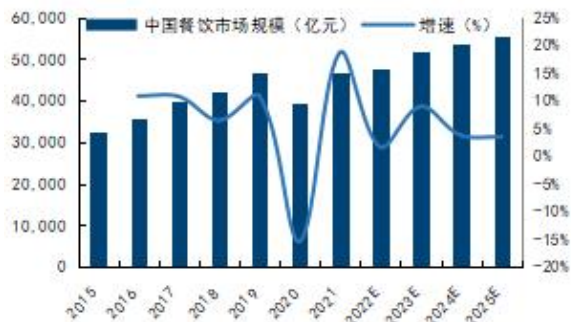
餐饮供应链：节后渠道补库存情况良好，疫后餐饮端需求逐渐复苏

节后渠道补库存情况良好，疫后餐饮端需求逐渐复苏

疫情下堂食消费场景受限，客流量减少，叠加成本上行，餐饮企业经营压力增大。疫下一方面加速行业出清，促进餐饮连锁化率提高；另一方面促进餐饮供应链的工业化发展。根据国家统计局数据，预计 2022 年中国餐饮市场规模约 4.8 万亿元，同比增长 1.6%；同时餐饮连锁化率也从 2018 年的 12.8% 提升至 2021 年的 18.6%。在经营压力增大的背景下，餐饮企业向供应链上游寻求解决方案，预制菜、冷冻烘焙等产品在门店的渗透率提高。

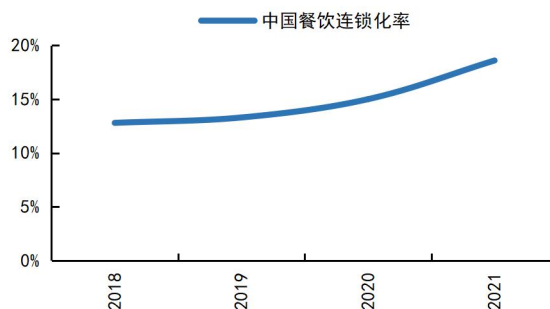
随着 22 年 12 月疫情管控放开，餐饮端消费在春节期间显著恢复，但由于 23 年春节提前，销售天数减少，故 1 月份终端的需求恢复并未完全在报表端体现；随着疫后餐饮端需求的逐步复苏，2 月节后库存回补情况良好。

图7：中国餐饮市场规模及增速图（亿元；%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图8：中国餐饮连锁化率稳步提升（%）



资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

展望全年，需求复苏和龙头份额提升仍是主旋律

随着疫情管控的放松，如烘焙门店、餐饮等企业的经营有望回归正轨，ToB企业业绩有望持续改善。展望23年，我们认为疫情下餐饮产业链下游连锁化以及上游供应工业化趋势不变，供应端集中度提升仍是主旋律，如立高食品、千味央厨、安井食品等ToB企业未来成长空间广阔，业绩弹性较大，建议重点关注。

餐饮供应链重点公司点评：立高食品、千味央厨

立高食品：渠道持续拓展，疫后修复可期。疫情管控放开，下游需求逐渐恢复，1月受春节提前影响，实际销售天数较短，计划完成4%，实际完成5%，完成情况好于预期；2月节后库存回补情况亦好于去年同期。当前，油脂价格呈回落趋势，随着销量提升、产能利用率逐步爬坡，预计23年利润恢复双位数增长。长期看，冷冻烘焙是高景气赛道，产品渗透率提升空间仍较大，公司在渠道、供应链等方面优势明显，预计至少未来3-5年内龙头地位稳固。

千味央厨：餐饮端恢复情况良好，大客户、乡厨等有望快速成长。22年12月疫情管控放开以来，乡宴市场备货积极，推动销量增长；此外，公司对大客户肯德基23年新品储备较多，且22年新供红豆派长线产品，预计23年实现较快增长。看长期，公司持续成长能力强。大B端，头部客户百胜中国、华莱士、肯德基等粘性高，随着合作品类延伸及客户门店拓展尚有成长空间。小B端，坚持扶持大经销商、大单品策略；油条工业化替代手工趋势明显，公司有望凭借产品优势抢占更多市场；蒸煎饺预计仍有一倍的成长空间。C端，公司12月推出子品牌，未来有望贡献增量。

休闲食品：零食专卖店模式快速扩张，渠道变革带来发展新机遇

零食专营渠道快速崛起，上游优质供应商有望充分受益

近年来，随着电商新零售平台的快速发展，以及线下零食专营店、便利店、生鲜店、商超会员店等多业态的兴起，传统线下（商超等）+线上（阿里、京东等）渠道被加速分流。同时由于疫情下外部环境不确定性加强，消费更加理性，更加重视产品性价比。在这种情况下，经过多年积淀的零食折扣连锁店快速崛起。

在 23 年过去的 2 个月可以发现，零食折扣连锁店的发展依旧火热：2 月 22 日零食集合店品牌「赵一鸣零食」完成 1.5 亿元 A 轮融资，由黑蚁资本领投，良品铺子跟投，这也是「赵一鸣零食」首次开放融资。我们认为疫情放开后，需求稳步复苏，未来 2-3 年是零食专营渠道快速拓店、跑马圈地的时期，其上游供应商（如甘源食品、盐津铺子等）有望充分受益。

节后进入销售淡季，销量小幅波动，3 月份起有望逐步恢复

由于 23 年春节提前，节前销售天数减少，企业 1 月业绩普遍承压。2 月节后进入销售淡季，营收环比 1 月出现回落，属于正常现象，随着新产品、新渠道的销售增量贡献，我们认为 3 月份起企业的业绩有望逐步恢复至稳定增长状态。展望全年，我们认为休闲食品板块的投资主线为关注改革成效显现、渠道拓展顺利，有望进入业绩加速兑现期的企业，如甘源食品、盐津铺子、劲仔食品等。

休闲食品重点公司点评：甘源食品、盐津铺子

甘源食品：渠道拓展成效显著，23 年有望快速成长。受春节错期影响，1 月短期承压，2 月份有望恢复快速成长。目前公司渠道拓展成效显著——零食专营渠道，公司已与多个品牌合作关系，目前渠道月销突破 2000 万，明年随着下游零食店的快速开店，有望实现快速增长，保守预计 23 年增长 2 亿；商超会员店渠道已全部达成合作，随着试吃等营销动作的跟进，有望逐渐放量，保守预计 23 年增长 1 亿；电商渠道在 10 月份电商总监到位后，12 月份订单量翻倍，预计 23 年增长 2 亿。综合来看，我们认为公司 23 年有望实现快速成长。成本端，目前棕榈油价格 7000+/吨，显著回落，叠加河南工厂产能爬坡，预计 23 年利润端改善明显。

盐津铺子：零食专营&电商渠道快速成长，规模效应下利润弹性有望释放。随着经营改革的逐步推进（聚焦大单品、供应链提效），公司的渠道拓展成效显著，电商和零食专营渠道实现快速增长，1 月含税销量分别突破 7000 万、4000 万元。展望 23 年，我们认为随着下游零食专营店的快速开店，公司的零食专营渠道有望实现快速增长；同时电商合伙人计划落地，随着新品的推出，电商渠道也有望进一步成长；此外，随着营收体量的增大，零食专营渠道和电商渠道的盈利能力有望逐步改善，公司利润弹性有望逐步释放。

市场回顾：2 月食品饮料板块上涨 1pct 以上

2 月以来上证指数上涨 1.99%，沪深 300 下跌 0.27%，食品饮料板块上涨 1.08%，跑赢沪深 300 约 1.35pct，跑输上证指数约 0.9pct。食品饮料各子板块（中信分类）除乳制品外，其他板块均实现一定上涨，其中啤酒、非乳饮料、其他酒板块涨幅超过 10%，分别约 13.0%、11.1%、10.3%。从估值（整体法剔除负值）来看，截至 2022 年 2 月 28 日，上证综指动态 PE13.63X，沪深 300 动态 PE14.83X，食品饮料板块 36.52X，细分板块估值：白酒 36.9X，啤酒 47.4X，乳制品 30.3X，调味品 55.4X，休闲食品 50.3X，速冻食品 43.4X，肉制品 28.2X。

图9: 食品饮料行业分板块 PE 变化图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

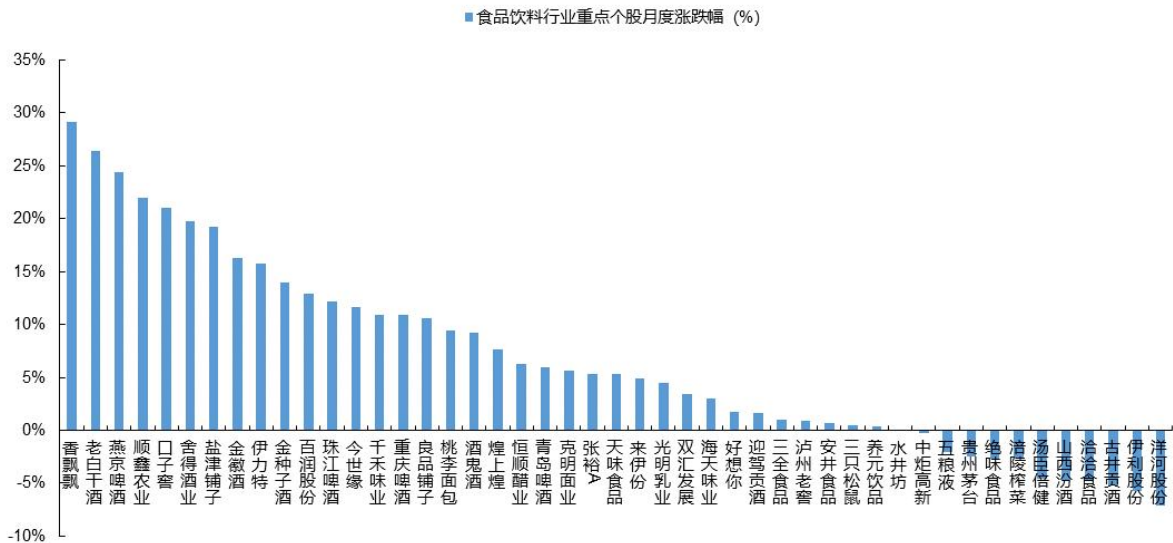
从个股来看, 2月以来食品饮料板块香飘飘/老白干酒/燕京啤酒/顺鑫农业/口子窖涨幅排名前五, 超过 20%; 跌幅前五大的是洋河股份/伊利股份/古井贡酒/洽洽食品/山西汾酒, 跌幅介乎 4%-8%之间。

图10: 2月以来个股板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅 (%)	个股跌幅前十	跌幅 (%)
香飘飘	29.13%	五粮液	-2.06%
老白干酒	26.38%	贵州茅台	-2.49%
燕京啤酒	24.45%	绝味食品	-2.64%
顺鑫农业	22.03%	涪陵榨菜	-2.70%
口子窖	21.05%	汤臣倍健	-4.53%
舍得酒业	19.72%	山西汾酒	-4.64%
盐津铺子	19.23%	洽洽食品	-4.64%
金徽酒	16.26%	古井贡酒	-5.24%
伊力特	15.77%	伊利股份	-5.78%
金种子酒	13.97%	洋河股份	-7.15%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 2月以来食品饮料行业个股涨跌幅(%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

数据追踪: 糖类、进口大麦等价格仍在高位震荡, 生鲜乳、大豆价格呈回落态势

产销量: 乳制品产量同比减少, 酒水饮料产量同比增长

产量数据: 根据wind数据显示, 2022年12月乳制品产量266.5万吨, 同比下降6.1%; 啤酒产量254.3万千升, 同比增长8.5%; 葡萄酒产量3.2万千升, 同比减少23.8%; 软饮料产量1380.4万吨, 同比增长4.6%。

图12: 各行业产量最新数据

时间	乳制品产量 (万吨)	同比: 乳制品	啤酒产量 (万千升)	同比: 啤酒	葡萄酒产量 (万千升)	同比: 葡萄酒	软饮料产量 (万吨)	同比: 软饮料
2021-12	281.20	11.80	235.80	10.90	4.00	-14.90	1,358.80	8.30
2022-03	250.10	-1.90	284.90	-10.30	1.80	-21.70	1,723.70	-1.60
2022-04	238.80	-2.90	258.70	-18.30	1.50	-34.80	1,410.10	-8.50
2022-05	275.90	2.90	356.70	-0.70	1.30	-38.10	1,543.60	-7.00
2022-06	275.10	0.30	419.30	6.40	1.90	-38.70	1,828.00	-2.80
2022-07	249.20	-1.70	421.60	10.80	1.50	-16.70	1,972.97	5.00
2022-08	257.00	-1.20	393.30	12.00	1.60	-11.10	1,885.40	5.30
2022-09	275.80	5.80	310.20	5.10	1.90	-13.60	1,688.10	6.80
2022-10	275.70	5.20	185.60	-14.10	1.60	-5.90	1,199.60	-6.10
2022-11	272.20	4.50	178.60	-1.70	2.20	-12.00	1,096.50	-5.40
2022-12	266.50	-6.10	254.30	8.50	3.20	-23.80	1,380.40	4.60

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 酒类、乳制品价格基本持平

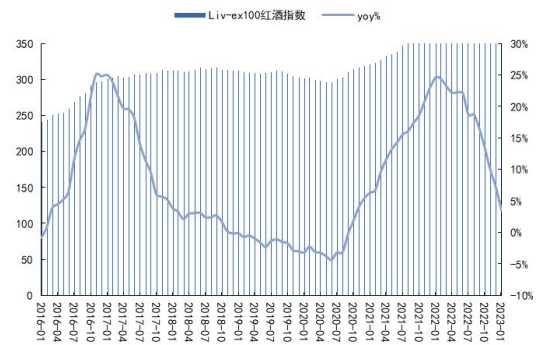
酒类: 2023年1月36大中城市630ml瓶装啤酒平均价格4.95元/瓶, 同比微涨; 36大中城市罐装350ml啤酒平均价格4.12元/罐, 同比持平。红酒方面, 2023年1月红酒价格指数为413.80, 同比上涨3.49%。

图13: 36大中城市啤酒价格走势（元/瓶、元/罐）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: Liv-ex100 红酒指数图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

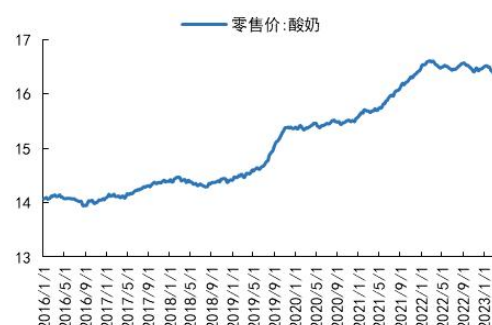
乳制品: 截止 2023 年 2 月 24 日, 牛奶零售价 12.69 元/斤, 周同比降低 2.61%, 周环比基本持平; 酸奶价格 16.40 元/公斤, 周同比下降 1.26%, 周环比基本持平; 国内外婴幼儿奶粉价格分别为 220.20、268.15 元/公斤, 分别周同比增长 0.73%、0.43%, 周环比基本持平。

图15: 牛奶零售价变化趋势图（元/升）



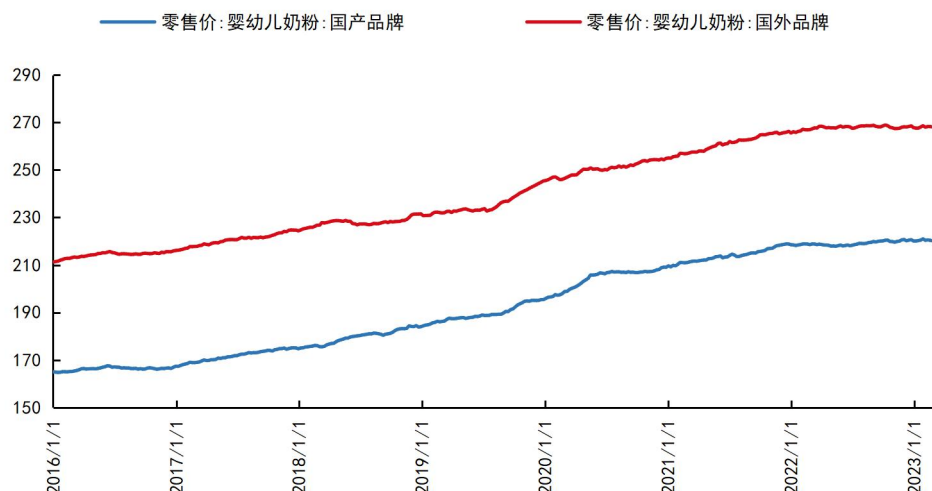
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 酸奶零售价变化趋势图（元/公斤）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 婴幼儿奶粉变化趋势图（元/公斤）

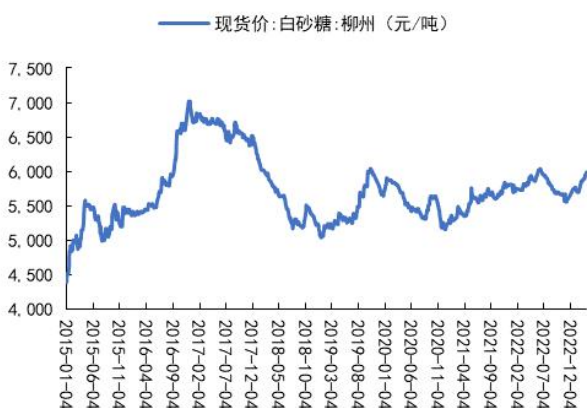


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成本：部分原材料价格仍高位震荡，生鲜乳、大豆价格呈回落态势

白砂糖 2023 年 2 月平均价格 5896 元/吨，环比上涨 2.76%；南宁糖蜜平均价格 1708 元/吨，环比上涨 20.96%；2 月 24 日生猪价格 15.80 元/千克，同比上升 26.91%，环比上涨 5.61%；2 月 22 日生鲜乳平均价格 4.03 元/公斤，同比下降 4.95%，环比基本持平；进口大麦 22 年 12 月平均价格 410.42 美元/吨，同比上升 38.01%，环比微升 4.49%；2 月大豆平均价格 5339.58 元/吨，环比基本持平。综上，糖类、进口大麦等价格仍呈高位震荡态势，生猪价格在地带震荡，生鲜乳、大豆价格呈回落趋势。

图18：白砂糖柳州现货价趋势图（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：南宁糖蜜价格趋势图（元/吨）



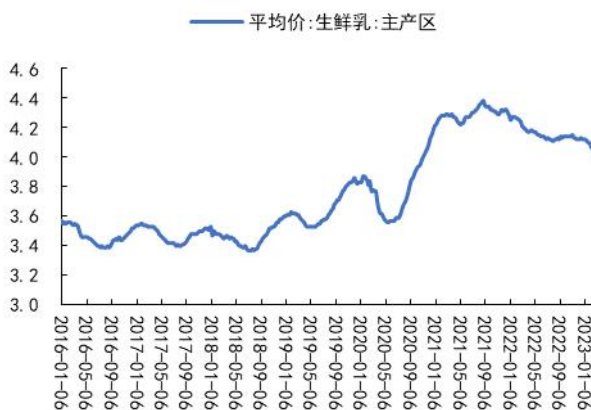
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：22个省市平均生猪价趋势图（元/千克）



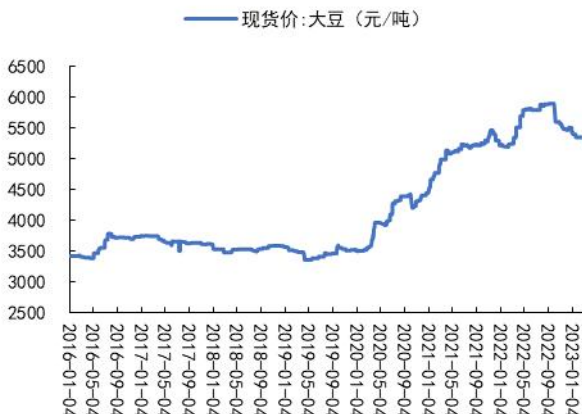
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21：生鲜乳平均价趋势图（元/公斤）



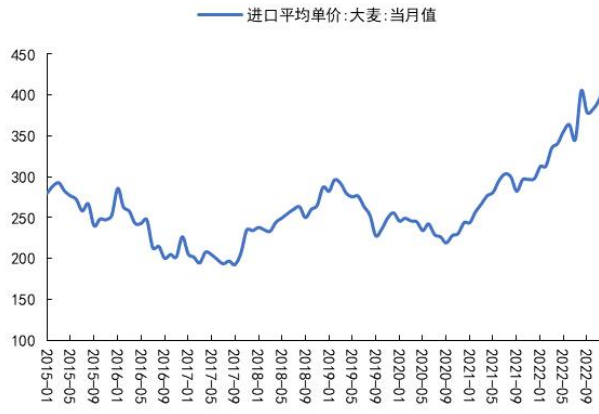
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22: 大豆现货价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 进口大麦平均单价走势图(美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：坚守龙头价值，把握复苏弹性

疫情防控优化、经济复苏、成本下行是决定明年板块表现的主基调

1) **防疫政策预期改变**: 11月5日, 国务院联防联控机制重点强调“不断优化完善疫情防控措施, 提高科学精准防控水平, 进一步统筹好疫情防控和经济社会发展”。11月10日, 中共中央政治局常务委员会召开会议; 11月11日国务院联防联控综合组发布《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》, 公布了进一步优化防控工作的二十条措施。11月30日国务院副总理孙春兰在国家卫生健康委召开座谈会, 提出随着奥密克戎病毒致病性的减弱、疫苗接种的普及、防控经验的积累, 我国疫情防控面临新形势新任务。同时, 近日多地区积极落实“二十条”, 对防控政策进行优化。

2) **经济增长有望迎来改善**: 中证监近日公布支持房地产企业股权融资, 决定调整优化5项措施, 即日起实行。措施包括: 一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资, 允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产, 募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等, 不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资, 允许上市房企非公开方式再融资, 引导募集资金用于政策支持的房地产业务, 包括与「保交楼、保民生」项目、补充流动资金、偿还债务等。三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。五、积极发挥私募股权投资基金作用。我们认为, 随着地产政策预期改善, 民营房企资金流有望盘活, 经济增长有望重回正常轨道。

3) **成本端有望于2023年迎来改善**: 主要原料价格虽仍处于高位, 但部分原料如PET、棕榈油等原料价格已于2季度末出现拐点, 我们认为2023年成本端有望迎来下降通道。

4) **多数企业2022年基数较低**: 由于多方因素影响, 食品饮料多数企业呈现弱复苏趋势, 因而板块的收入、利润基数均较低, 利于明年做高业绩增速。

看好今年板块表现，把握三大投资主线

我们认为，虽然恢复的节奏仍存在不确定性，但食品饮料行业拐点已至，2023年在多重因素改善的驱动下，板块业绩与估值有望迎来修复。具体到标的的选择上，我们建议从三条主线来把握明年的投资方向：

主线一：优质龙头公司仍是优秀的长期和底仓配置品种。食品饮料龙头公司业绩受疫情影响较小，在近两年行业需求承压的背景下，多数中小企业退出市场，龙头市占率则逆势提升。未来消费复苏的节奏仍存不确定性，紧握优质龙头仍是优选。推荐关注品牌力强、护城河宽，业绩确定性强的龙头公司：贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液、古井贡酒、海天味业、安井食品、伊利股份等。

主线二：疫情放开受益品种弹性更大，由自上而下逻辑主导。以次高端白酒、餐饮供应链、啤酒、调味品及连锁业态为主的公司2022年因疫情影响，业绩承压明显，但同时部分标的2022年业绩基数较低，若疫情放开以上板块弹性较大，推荐关注：舍得酒业、酒鬼酒、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、安井食品、立高食品、千味央厨、绝味食品、周黑鸭等。

主线三：自下而上改善型公司。建议关注：1) 基本面稳健、具备换股东催化的中炬高新；2) 受益零添加时间催化，零添加酱油推进发展的高成长标的千禾味业；3) 奶酪行业高成长细分龙头妙可蓝多；4) 强爽、清爽等单品持续放量的百润股份；5) 转型升级持续显现成效的盐津铺子；6) 通过主动调整产品和渠道保证营收持续高增且成本有望持续回落的甘源食品。

表1：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	买入	1,818.04	2,270,125	49.74	58.30	36.55	31.18
000858	五粮液	买入	205.76	794,099	6.94	8.04	29.64	25.60
000568	泸州老窖	买入	254.50	371,486	6.92	8.61	36.80	29.57
600809	山西汾酒	买入	275.58	334,666	6.40	8.33	43.04	33.09
000799	酒鬼酒	买入	149.99	49,032	3.61	4.63	41.50	32.39
600702	舍得酒业	买入	199.26	66,653	4.64	5.93	42.91	33.61
000596	古井贡酒	买入	275.15	127,710	5.72	7.29	48.07	37.74
600132	重庆啤酒	买入	135.36	65,868	3.43	3.03	39.47	44.67
600600	青岛啤酒	买入	113.20	128,551	2.08	2.48	54.50	45.65
002847	盐津铺子	买入	130.00	16,915	1.01	3.46	128.81	37.53
002991	甘源食品	买入	88.50	8,662	2.04	2.72	43.38	32.54
300973	立高食品	买入	97.60	17,020	1.63	2.30	59.77	42.48
001215	千味央厨	买入	73.61	6,529	1.17	1.56	63.13	47.14

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

1、行业政策调整风险：未来国家如果对食品饮料产业政策或外商投资政策进行重大调整，限制行业生产和销售，进一步加强行业调控，将对行业内公司生产经营情况产生不利影响，如白酒等。

2、宏观经济增速放缓风险：如果总需求有下行压力，影响企业和居民人均收入及消费意愿，会对整体食品饮料行业消费造成压力，如果消费需求增长不及预期，食品饮料公司基本面或受到影响，食品饮料公司收入利润增长或将放缓。

3、食品安全风险：食品安全问题一旦出现，相关公司乃至全行业的生产经营都可能受到较大的冲击。

4、疫情持续反复风险：疫情影响人们出行、娱乐、聚餐等正常生活需求以餐饮企业正常经营，如果疫情持续点状爆发，会对终端消费需求以及餐饮企业经营产生持续的影响。

5、市场竞争加剧风险：市场竞争加剧，可能对公司市场份额、定价能力、费用投放等均产生一定影响，导致企业增速放缓，并影响企业盈利水平。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032