

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

市场表现再度弱化，估值修复螺旋行进

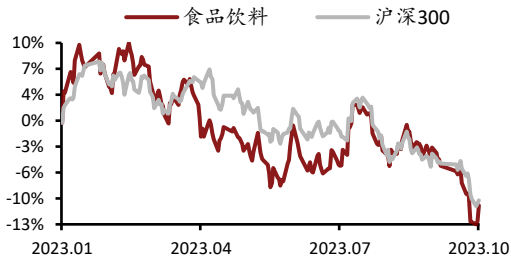
——食品饮料行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深300指数表现

发布日期：2024年01月04日



资料来源：中原证券

相关报告

《食品饮料行业月报：个股上涨面扩大，市场情绪修复》 2023-12-13

《食品饮料行业年度策略：夕阳中的朝阳机会，关注局部消费升级》 2023-12-01

《食品饮料行业月报：食品板块跌幅收窄，市场偏好回归头部》 2023-11-16

联系人：马焱琦

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12月，食品饮料板块重拾下跌，相较11月的反弹市场表现一波三折。当期，食品饮料板块下跌4.22%，各子板块均录得下跌，其中休闲食品、保健品和预加工食品板块下跌较多，分别跌6.85%、5.1%和6.31%。当期，沪深300、创业板和科创板分别下跌1.24%、1.25%和0.66%，在市场系统性下跌的背景下，食品饮料跟随市场下跌，且跌幅更大。2023年，就月份来看食品饮料板块跌多涨少，多数月份以下跌收官。其中，1、2月份，市场在预期的促使下“抢跑”反弹；6、7、11月份板块反弹仅是对市场的跟随性表现，板块缺乏个性行情。2023年以来，消费领域中汽车、纺服、传媒、医药、家电等板块表现相对较好，食品饮料和社会服务表现相对较弱。
- 经过8、9、10、12月的连续下跌，食品饮料板块的估值进一步下沉。根据IFIND的数据，截至12月31日，板块的静态市盈率为23.37倍，较2020年高点下降了54.6%，较2023年一季度的阶段高点下降19.7%，目前低于2014年以来的均值水平27.79倍。
- 2023年12月，食品饮料个股普遍下跌，个股的市场表现不及11月。根据IFIND的数据，个股的上涨比例达到20.8%，下跌比例达到79.2%。自10月以来，板块出现了个股分批回涨的迹象。11月，市场风险偏好导向前期跌幅较大的乳制品和预制菜，前期表现较好的肉制品个股持续上涨。12月，跟随市场下跌，板块个股再度大面积下跌，包括各个子行业的核心股票，再次出现回潮，使得估值修复路径呈现螺旋上升的特征。
- 2023年1至11月，国内的肉制品、食用油、乳制品、啤酒等基本民生品类的产量增长普遍提振，市场需求回升；此外，国内葡萄酒产量结束了长期的负增长，前11个月录得3.4%的正增长。同期，白酒产量延续收缩趋势。2023年1至11月，国内进口大豆、小麦等基础粮食以及食用油的数量同比修复性地增长，国内市场的补库需求旺盛，坚果和玉米进口增长由负转正；鱼油、牛奶等副产品的进口数量仍处于持续下降的态势，乳酪、稀奶油等高端乳制品保持较高的进口增长水平。啤酒进口转增，但三季度增幅回落；葡萄酒进口量进一步收缩。国内的原奶、糯米、面粉、坚果以及生猪等要素价格进一步走低，油脂油料价格企稳略升，包材价格短暂回落后再度上涨。
- **投资策略：**11月CPI价格指数同比延续下行，其中食品CPI同比下行4.2%，是主要的拖累项；但是，服务项CPI当月同比上行1.0%。我们认为，下一阶段的消费复苏将会以“娱乐型、享有型消费走向繁荣”的主要特征。2023年上市公司的收入增长无虞，全年经营呈现“量增价降、利润修复”的特征，叠加成本回落显著，上市公司的盈利能力有望进一步增强。食品饮料板块中推荐休闲食品、预制菜、白酒，以及出口型公司。

风险提示：居民收入和国内市场消费修复不及预期；海外市场订单不及预期，导致企业出口增长放缓；部分原料价格面临上涨的风险。

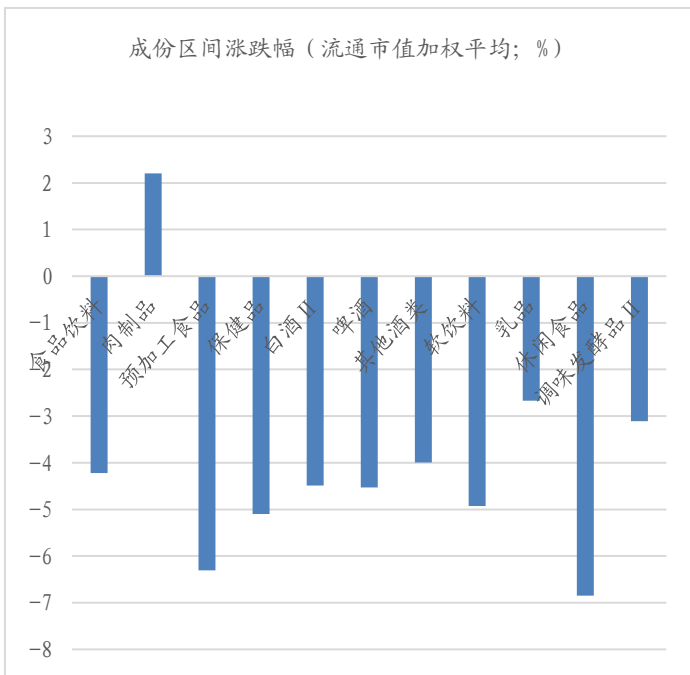
1. 食品饮料板块市场表现

2023年12月，食品饮料板块重拾下跌，相较11月的反弹市场表现一波三折。当期，食品饮料板块下跌4.22%，各子板块均录得下跌，其中休闲食品、保健品和预加工食品板块下跌较多，分别跌6.85%、5.1%和6.31%。当期，沪深300、创业板和科创板分别下跌1.24%、1.25%和0.66%，在市场系统性下跌的背景下，食品饮料跟随市场下跌，且跌幅更大。

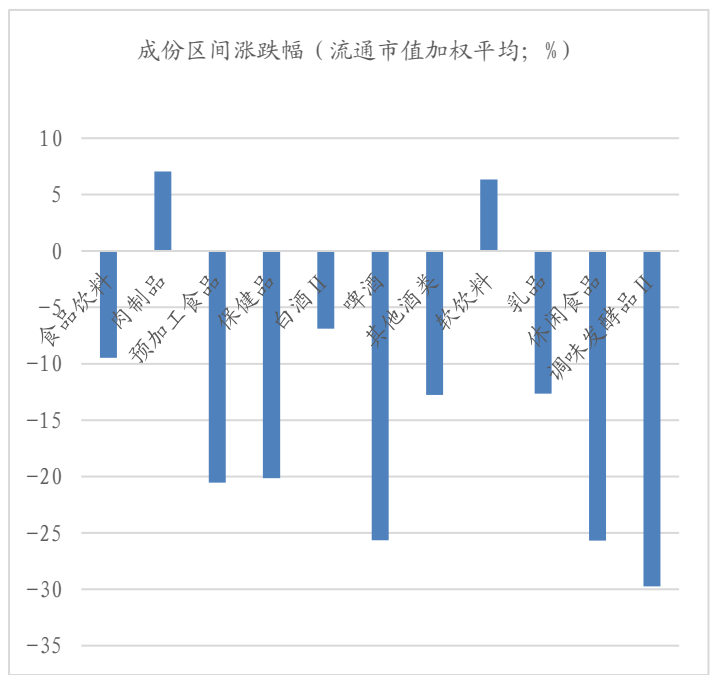
2023年1至12月，食品饮料板块下跌9.47%。除软饮料和肉制品上涨外，各子板块均下跌：其中，啤酒、休闲食品、预制菜、调味品等板块跌幅较大，期内分别下跌25.64%、25.69%、20.55%和29.76%，导致啤酒、调味品等传统价值板块的估值中枢下调较多。

2023年，就月份来看食品饮料板块跌多涨少，多数月份以下跌收官。其中，1、2月份，市场在预期的促使下“抢跑”反弹；6、7、11月份板块反弹仅是对市场的跟随性表现，板块缺乏个性行情。年内，传统价值板块如白酒、啤酒、调味品、休闲食品的市场表现普遍较差，估值中枢下调较多。继6、7月上涨后，食品饮料板块在8、9、10个月连续下跌，累计跌幅9.33%，抹去6、7月超过一半的涨幅（12.51%）。11月，板块跟随市场整体行情呈现反弹性上涨。12月，板块再度转跌，跌幅更甚于市场整体，二级市场修复之路一波三折。

图表 1：2023 年 12 月食品饮料板块涨跌幅（%）



图表 2：2023 年 1-12 月食品饮料板块涨跌幅（%）

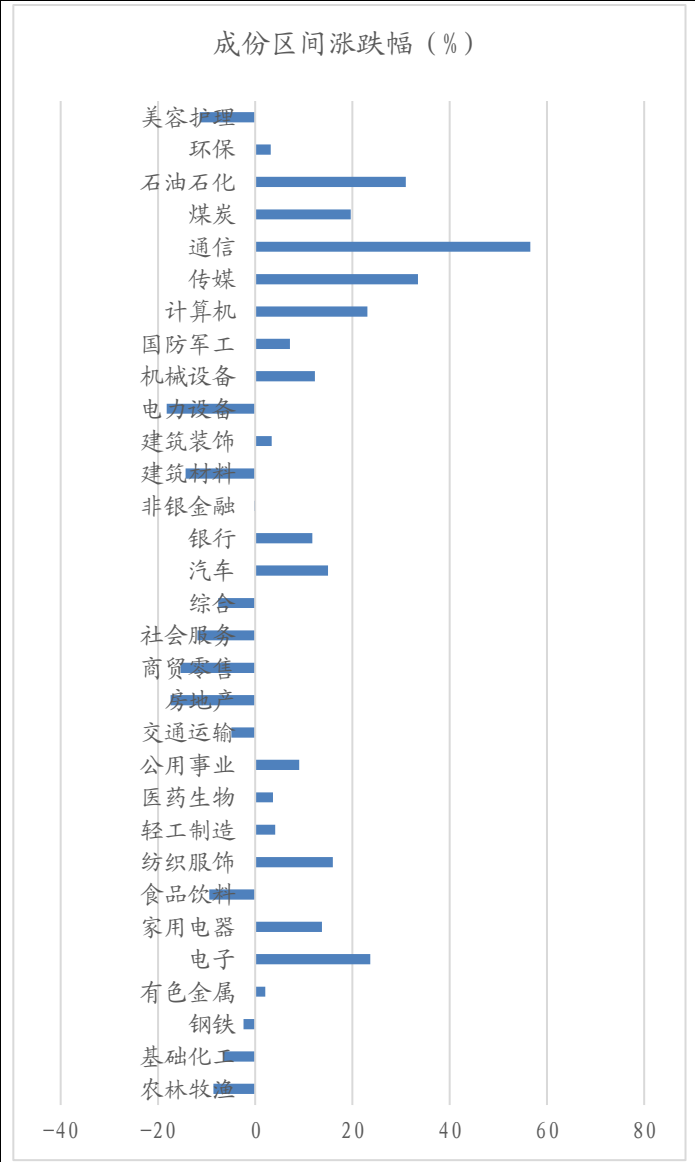
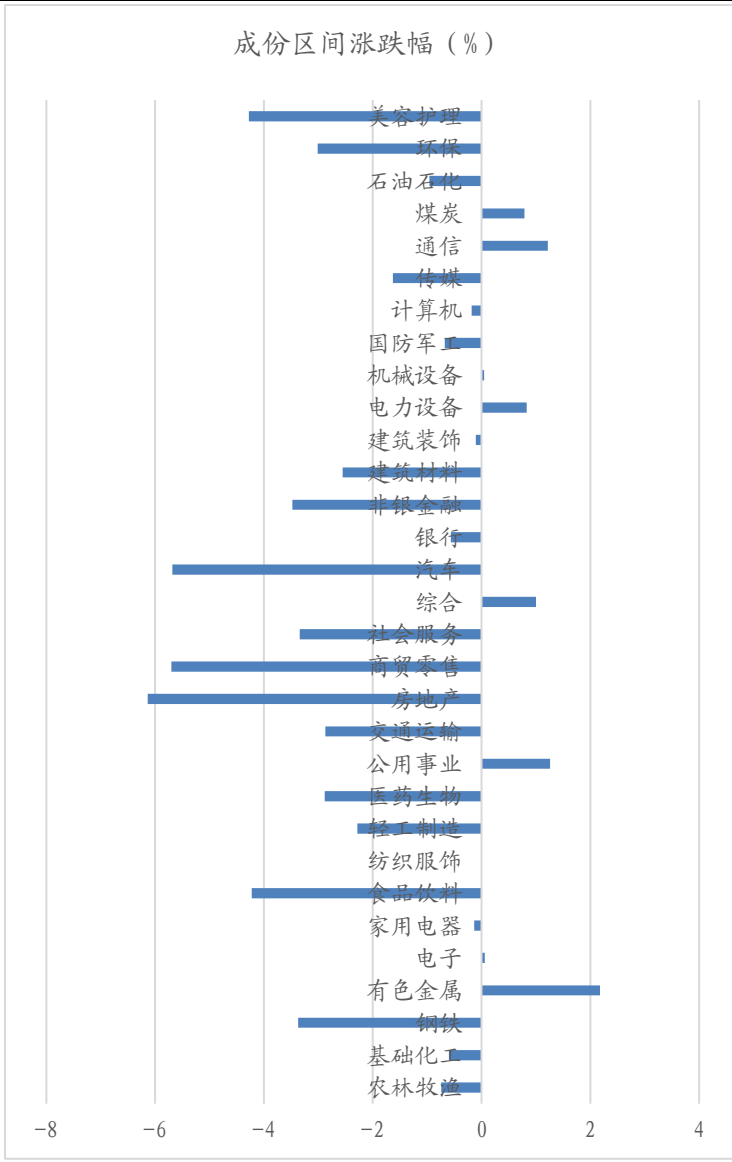


资料来源：中原证券研究所 IFIND

2023年1至12月，市场表现较好的一级行业包括石油石化、煤炭、通信、传媒、计算机、电子、机械设备、公用事业、轻工制造、银行、汽车、电子、纺织服饰、医药生物和家电。2023年12月，市场表现较好的一级行业中新增加了电力设备和有色金属；但是，石油石化、传媒、银行、汽车、医药生物、轻工制造、纺织服装、家电等板块回调。2023年以来，消费领域中汽车、纺服、传媒、医药、家电等板块表现相对较好，食品饮料和社会服务表现相对较弱。

图表 3: 2023 年 12 月一级行业市场表现 (涨跌幅; %)

图表 4: 2023 年 1 至 12 月一级行业市场表现(涨跌幅; %)

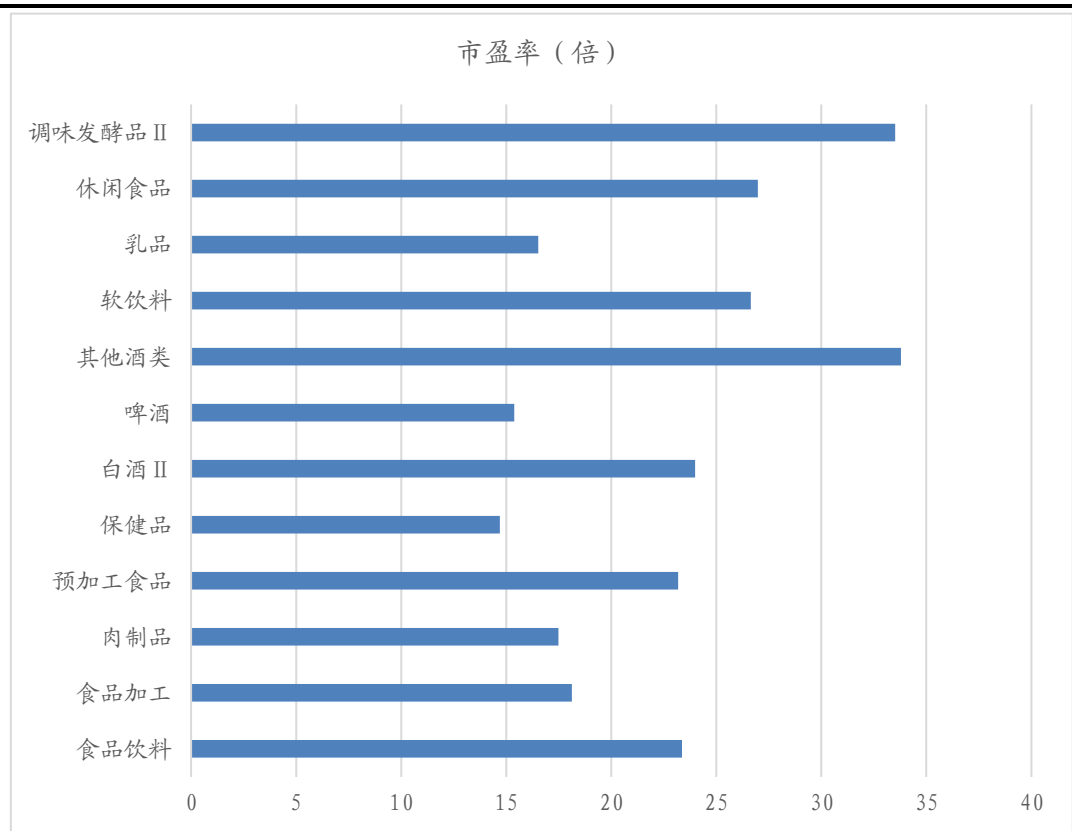


资料来源: 中原证券研究所 IFIND

2. 食品饮料板块估值

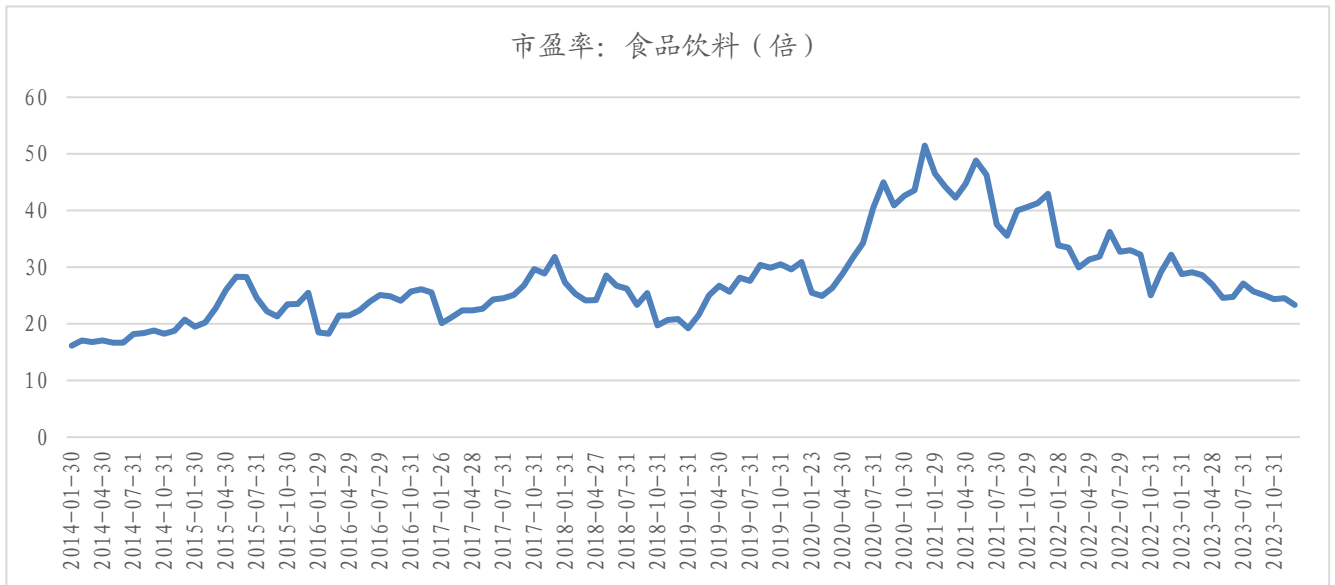
经过8、9、10、12月的连续下跌，食品饮料板块的估值进一步下沉。根据IFIND的数据，截至12月31日，板块的静态市盈率为23.37倍，较2020年高点下降了54.6%，较2023年一季度的阶段高点下降19.7%，目前低于2014年以来的均值水平27.79倍。根据IFIND的数据统计，截至12月31日，食品饮料板块的估值23.37倍，较2020年高点下降54.6%，较2023年一季度的阶段高点下降19.7%，板块估值目前已经低于2014年以来的均值水平27.82倍。截至12月31日，在31个一级行业中，食品饮料板块的估值低于10个行业，在消费板块中的估值相对低于社会服务、美容护理、医药生物和传媒。

图表5：食品饮料板块的估值（倍；截至2023.12.31）



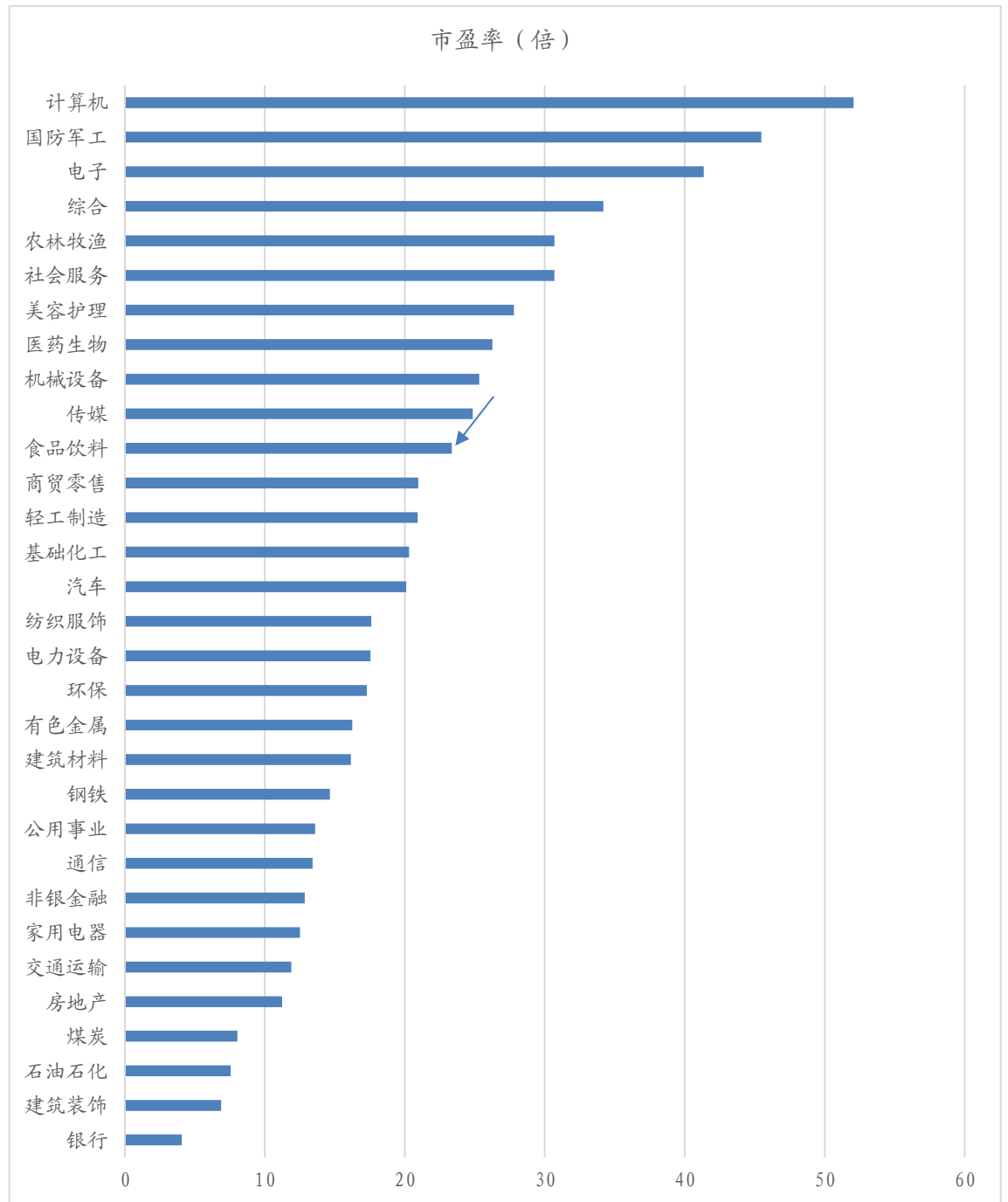
资料来源：中原证券研究所 IFIND

图表 6：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

图表 7：市场一级行业估值比较（倍；截至 2023.12.31）



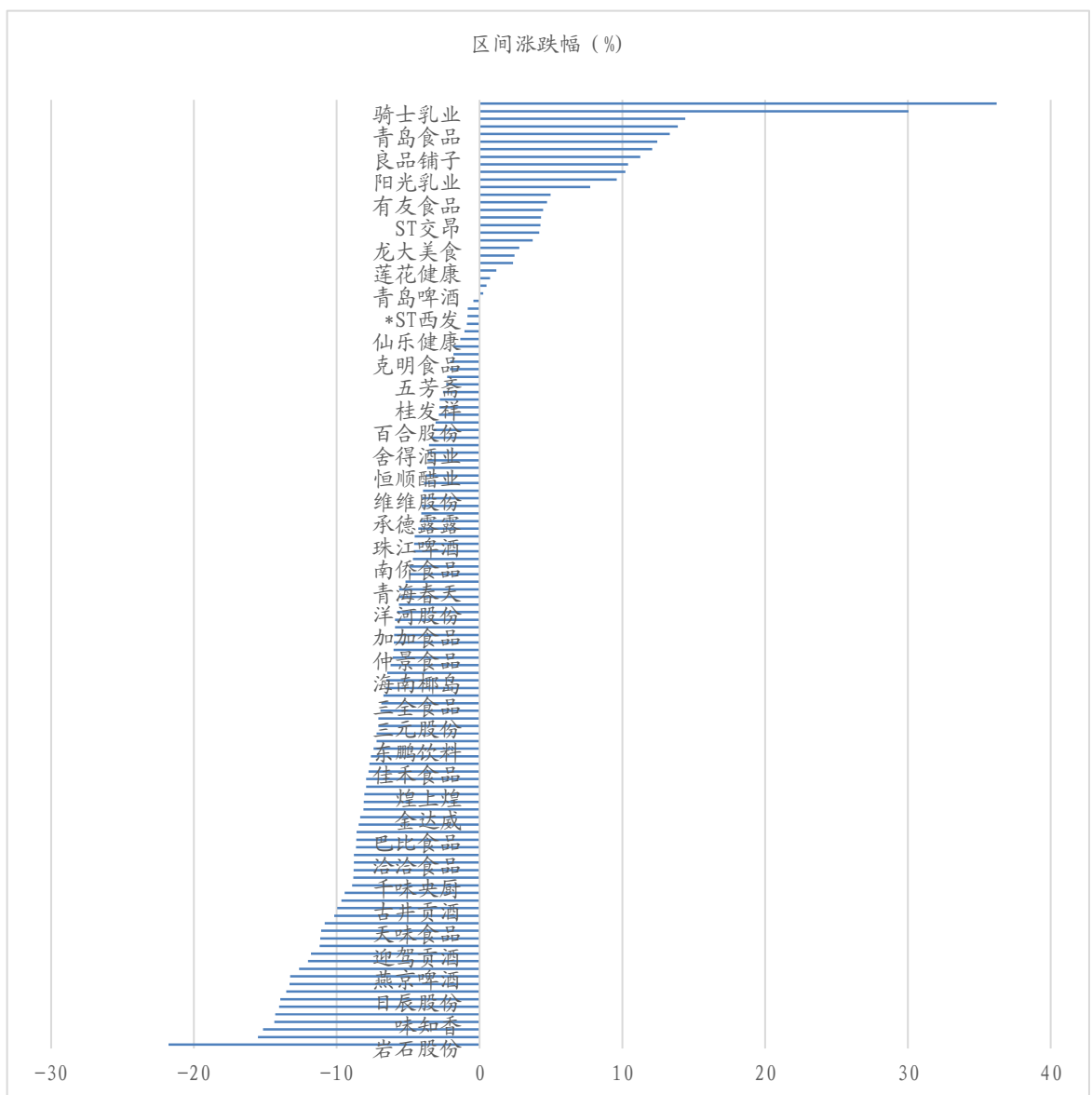
资料来源：中原证券研究所 IFIND

3. 食品饮料板块的个股表现

12月，食品饮料个股普遍下跌，个股的市场表现不及11月。根据IFIND的数据，在125个上市公司中，录得上涨的个股仅26个，录得下跌个股99个；个股的上涨比例达到20.8%，下跌比例达到79.2%。整体来看，12月的个股表现较上个月普遍恶化。

自10月以来，板块出现了个股分批回涨的迹象。11月，市场风险偏好导向前期跌幅较大的乳制品和预制菜，前期表现较好的肉制品个股持续上涨。12月，跟随市场下跌，板块个股再度大面积下跌，包括各个子行业的核心股票。整体来看，自10月以来，二级市场情绪氛围日趋见暖，但12月再次出现回落，估值修复路径呈现螺旋上升的特征。

图表 8：食品饮料个股涨跌表现（12.1-12.31）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

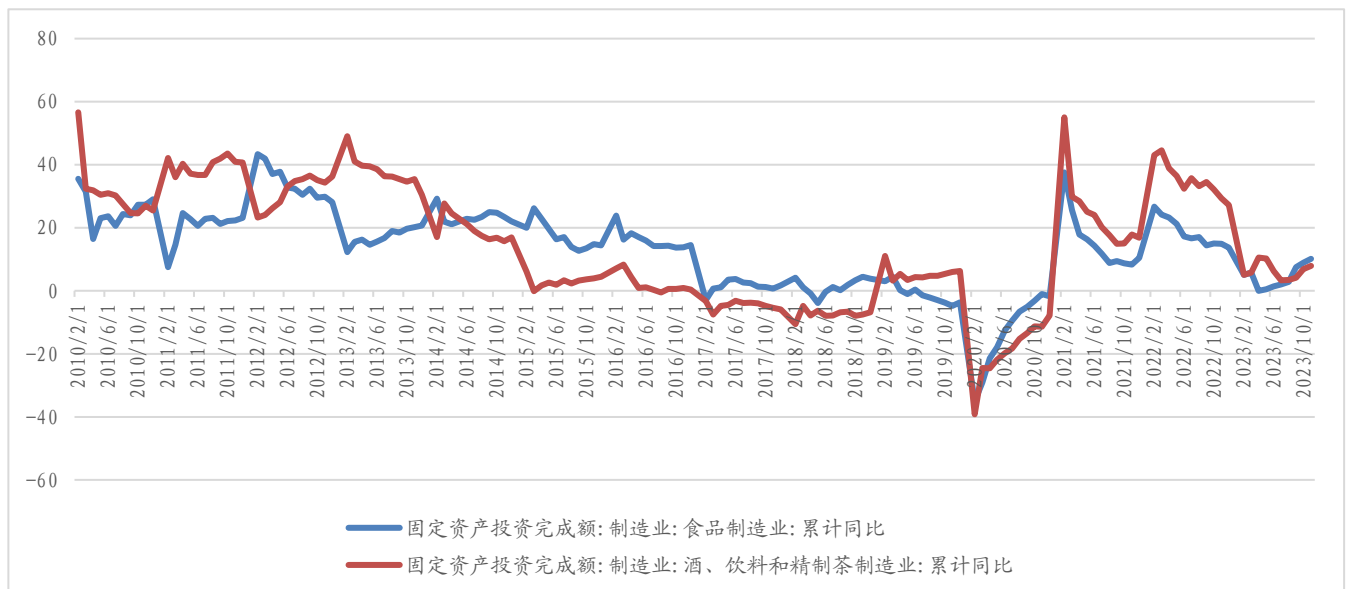
4. 行业产出和要素价格

4.1. 投资

2022年，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。根据WIND，2022年1至12月，国内食品制造业的固定资产投资额累计同比增13.7%，饮料制造累计同比增27.2%。

截至2023年11月，食品和饮料制造业的固定投资增长已经连续三个月持续提振。根据WIND，2023年11月，国内食品制造业的固定资产投资额累计同比增10.10%，环比10月提升1.2个百分点，同比降4.8个百分点；2023年11月，饮料和酒制造业的固定资产投资增长7.9%，环比10月提升1个百分点，同比降21.4个百分点。截至11月，食品饮料制造业的投资增速已经连续三个月提振，但同比下增幅仍有所回落。

图表 9：2023 年 1 至 11 月食品饮料制造业投资增速 (%)



资料来源：中原证券研究所 WIND

4.2. 国内产出及进口数量

国内产出

2022年，肉制品、乳制品、预制食品以及冷冻饮品等民生品类的产量保持低位增长；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。

2023年1至11月，国内的肉制品、食用油、乳制品、啤酒等基本民生品类的产量增长普遍提振，市场需求回升；此外，国内葡萄酒产量结束了长期的负增长，前11个月录得3.4%的正增长。同期，白酒产量延续收缩趋势。

根据 WIND 数据：

5月以来，国内鲜冷肉产量增速提振。2023年1至11月，国内的鲜、冷藏肉产量3482.2万吨，累计同比增14.4%。其中，1至4月的增速为3.7%，5月以来肉制品的产出增速明显提振。

年内国内食用油产量增速大幅回升。2023年1至11月，国内的食用油产量4411.8万吨，累计同比增6.3%，年内增长保持平稳，较上年同期提升11.3个百分点。

国内白酒产量收缩态势加剧。2023年1至11月，国内白酒产量为395.8万千升，累计同比-6%，降幅有所收窄。2019至2022年，国内白酒行业已经连续四年减产；2023年，国内白酒产出进一步收缩，且收缩势头加剧。

国产葡萄酒产量停止收缩，27个月后首现正增长。2023年1至11月，国内葡萄酒产量为12.1万千升，累计同比增加3.4%，结束了连续27个月的负增长。自2018年以来，国内的葡萄酒已经连续多年大幅减产，目前产量已跌至2001年的水平。

国内啤酒产量增长有所回落，但仍保持稳健。2023年1至11月，国内啤酒产量3339.8万千升，累计同比增1.6%。进入三、四季度后，啤酒产量的增长相比一、二季度有所回落，但较上年同期仍提振1.1个百分点。啤酒产量提振，意味着国内啤酒消费相对良好，其中，餐饮和娱乐场景恢复如常对于啤酒消费起到拉动作用。

国内乳制品产出增长进一步提振。2023年1至11月，国内乳制品产量达到2801.6万吨，累计同比增3.3%，增长较1至6月回落1.3个百分点，但仍高于上年同期的2.8%。

进口数量

2022年，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减少，增长水平位于历史低位。

2023年1至11月，国内进口大豆、小麦等基础粮食以及食用油的数量同比修复性地增长，国内市场的补库需求旺盛，坚果和玉米进口增长由负转正；鱼油、牛奶等副产品的进口数量仍处于持续下降的态势，乳酪、稀奶油等高端乳制品保持较高的进口增长水平。啤酒进口转增，但三季度增幅回落；葡萄酒进口量进一步收缩。

根据 WIND 数据:

2023 年 1 至 11 月, 国内进口玉米 2218 万吨, 累计同比增加 12.3%, 较 1 至 10 月提升 14.5 个百分点, 11 月玉米进口由降转增。

2023 年 1 至 11 月, 国内进口小麦数量 1149 万吨, 累计同比增 29.4%, 小麦进口维持高位增长势头。

2023 年 1 至 11 月, 国内进口大豆数量 8962.5 万吨, 累计同比增 13.3%, 增幅较上年同期提升 21.4 个百分点, 2023 年以来保持较高增长。

2023 年 1 至 11 月, 国内进口棕榈油 404 万吨, 累计同比增 35.8%, 增势回落但仍维持较高的水平, 处于持续补库阶段。

2023 年 1 至 11 月, 国内进口食用油 1073 万吨, 累计同比增 50.4%, 年内维持较高的增长水平, 市场处于持续补库阶段。

2023 年 1 至 11 月, 国内进口的鲜、干果及坚果数量为 715.7 万吨, 累计同比增长 2.5%, 已连续三个月正增长, 国内市场进入补库阶段。11 月当月, 鲜、干果及坚果的进口数量指数升至 88.9, 环比上升 27.73%, 同比上升 5.08%。国内坚果市场需求正在回暖。

2023 年 1 至 11 月, 国内进口鱼油 37662.57 吨, 累计同比减少 -49.65%, 连续 19 个月负增长。

随着国内原奶价格下跌, 2023 年以来国内市场对于基础乳制品的进口需求回落。国内市场对于乳酪、稀奶油、酸奶等高端制品的进口需求保持较高增长。

2023 年 11 月, 国内进口原奶数量 6.65 万吨, 环比 10 月减少 6.21%, 同比减少 21.86%, 进口数量进一步减少;

2023 年 1 至 11 月, 国内累计进口黄油 8.33 万吨, 累计同比减少 9.74%, 2023 年以来保持较大降幅;

2023 年 11 月, 国内进口稀奶油数量指数为 85.7, 同比上升 16.76%, 环比下降 3.16%, 进口数量指数自 6 月以来高位回落;

2023 年 11 月, 国内进口奶酪 1.68 万吨, 环比增加 48.67%, 同比增加 63.111%。

啤酒进口转增, 但三季度以来增幅回落; 葡萄酒进口量进一步收缩。2023 年 1 至 11 月, 国内累计进口啤酒 39.8 万千升, 同比下降 9.3%, 连续三个月负增长。2023 年 1 至 6 月, 啤酒进口维持较高的增长, 三季度以来增幅回落。

2023 年 1 至 11 月, 国内累计进口葡萄酒 22.82 万千升, 同比减少 26.4%, 自 2021 年 10 月以来连续 26 个月维持负增长。在国产葡萄酒产量增长由负转正的同时, 进口葡萄酒数量进一步减少。

4.3. 要素价格

4.3.1. 上游价格

根据 WIND 数据：

国内的原奶、糯米、面粉、坚果以及生猪等要素价格进一步走低，油脂油料价格企稳略升，包材价格短暂回落后再度上涨。

国内原奶价格持续下跌，当前价格基本回落至 2020 年下半年该轮上涨前的水平。截至 2023 年 11 月 29 日，国内主产区的原奶价格为 3.68 元/公斤，同比降 10.70%，环比降 0.3%，价格延续跌势，当前价格基本回落至 2020 年下半年该轮上涨前的水平。

2022 年四季度以来，国内易拉罐价格攀升，后一度走弱，2023 年 12 月易拉罐价格再次转涨；2023 年三季度以来，国内纸品价格触底回升。截至 2023 年 12 月末，易拉罐均价（广州）为每吨 13840 元，同比上涨 15.53%，环比上涨 3.75%。2023 年 11 月，国内造纸 PPI 见底反弹，环比升 0.32%，同比降 4.27%。

鲜、干、坚果的原料进口量价在短暂反弹后再次转降，国内销价同步转降，在短暂补库后国内市场销售热度回落。2023 年 11 月，国内进口鲜、干、坚果的价格指数为 88.2，指数环比上涨 2.56%，由跌转涨；指数同比下跌 10.82%，降幅收窄。11 月，国内坚果市场的销售均价进一步下跌：截至 11 月，国内坚果制品的销售均价 18.97 元/件，环比下降 13.38%，国内坚果售价在 9 月短暂反弹后再次进入跌势。

糯米批发价格回落。经过前期的阶段性上涨，国内糯米价格自 2023 年二季度开始回落。2023 年 12 月，国内市场的糯米批发价格为 3.12 元/斤，环比上涨 0.97%，同比降 1.58%，批发价格回落后企稳。

国内糖蜜价格一季度阶段性反弹，二季度后价格延续回落趋势。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。2023 年 3 月，糖蜜价格延续一季度的季节性（采购季）反弹，南宁糖蜜吨价达到 1775 元；二季度以来，国内糖蜜价格延续回落态势，截至 8 月南宁糖蜜价格为 1675 元/吨，较一季度的高点下跌了 -5.63%。

面粉价格进一步下跌。2023 年 12 月，河南地区的面粉价格为 3360 元/吨，环比下跌 1.18%，同比下跌 5.35%。国内面粉价格在二、三季度短暂反弹后于近期回落。

国内和进口油料价格触底，环比上行。进口食用油均价进一步下跌。2023 年 11 月，国内油料油脂价格指数延续跌势，环比上行 0.9%，同比仍跌 11.06%，价格指数触底反弹，同比跌幅收窄。国内进口食用油均价进一步下跌：截至 2023 年 11 月，进口食用油均价为 1001.77 万美元/万吨，环比下跌 2.79%，同比下跌 18.82%，尽管食用油进口数量的增长，进口均价却进一步走低。

国内生猪价格进一步下行。截至 2023 年 12 月 15 日，国内 22 省市的生猪均价 14.51 元/公斤，环比、同比分别下跌 3.33% 和 38.67%，12 月价格进一步下跌，国内生猪价格目前仍处于历史低位。

国内干辣椒价格自 2023 年 6 月以后高位回落，12 月价格进一步下跌；花椒价格自 2019 年以来延续跌势，目前价格跌至 2018 年的同期水平。截至 2023 年 12 月，国内花椒批发均价为 41.26 元/500 克，环比下跌 2.27%、同比下跌 5.73%，价格延续跌势；截至 2023 年 11 月，国内干辣椒批发均价为 14.92 元/500 克，环比下跌 1.84%、同比下跌 1.52%。

5. 投资策略及风险提示

5.1. 投资策略

国内经济指标于 8、9 月份出现积极向好的迹象，社会零售数据略有改善，上述宏观因素都有利于食品饮料板块的蓄势。但是，板块出现趋势性上涨，未来仍需要有居民消费数据和市场资金取向的配合。11 月 CPI 价格指数同比延续下行，其中食品 CPI 同比下行 4.2%，是主要的拖累项；但是，服务项 CPI 当月同比上行 1.0%。我们认为，下一阶段的消费复苏将会反映出“民生消费品由于饱和而增量长期下行，但娱乐型、享有型消费有望走向繁荣”的主要特征。

2023 年上市公司的收入增长无虞，全年经营呈现“量增价降、利润修复”的特征，叠加成本回落显著，上市公司的盈利能力有望进一步增强。食品饮料板块中推荐休闲食品、预制菜、白酒，以及出口型公司。

5.2. 股票组合

2024 年 1 月份股票投资组合中，白酒推荐五粮液、水井坊；休闲食品板块推荐劲仔食品；餐供领域推荐立高食品、千味央厨和安井食品；出口型上市公司推荐安琪酵母和仙乐健康。

图表 10：食品饮料行业重点投资标的（2024 年 1 月投资组合）

公司	总股本 (亿股)	流通股本 (亿股)	股价 (元/股)	ROE (2022)	EPS		PE		投资评级
					2023E	2024E	2023E	2024E	
五粮液	38.82	38.82	140.31	19.26	7.79	8.84	18.00	15.87	无评级
水井坊	4.88	4.88	58.77	26.25	2.57	3.09	22.83	19.00	无评级
劲仔食品	4.51	2.91	12.22	9.90	0.40	0.54	30.36	22.79	增持
立高食品	1.69	0.71	48.55	6.32	1.22	2.18	39.81	22.31	增持
千味央厨	0.87	0.45	52.81	7.49	1.70	2.25	31.09	23.47	增持
安井食品	2.93	2.93	104.61	8.56	5.32	6.43	19.65	16.26	增持
安琪酵母	8.69	8.63	35.18	8.43	1.63	1.95	21.64	18.02	增持
仙乐健康	1.82	1.50	34.66	6.63	1.48	2.11	23.46	16.46	增持

资料来源：中原证券研究所 IFIND

2023.12.31 日收盘价

5.3. 风险提示

居民收入和国内市场消费修复不及预期；海外市场订单不及预期，导致企业出口增长放缓；部分原料价格面临上涨的风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 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、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其他决定的唯一信赖依据。