

基本面弱复苏，但估值已低

——行业月度动态报告

核心观点:

整体观点：消费需求继续恢复，5 月食品 CPI 环比跌幅收窄。从社零总额来看，2023 年 4 月同比+18.4%，高于 2023 年 3 月的 10.6%，其中餐饮收入同比+43.8%，显著高于 2022 年 3 月的 26.3%，主要得益于低基数背景下的需求稳步复苏。从食品 CPI 来看，5 月同比+1.0%，环比-0.7%，环比跌幅收窄，同比涨幅较 4 月扩大，主要归因于禽肉类、食用油和鲜果价格上涨。

白酒：淡季控货稳价，暂无右侧催化，但估值已低。在需求弱复苏的状况下，企业的经营节奏较为审慎，Q2 整体策略是淡季控货稳价。部分品牌在春节旺季之后批价有所下行，现已企稳；渠道库存整体在可控水平。基本面上暂无右侧催化，但股价回落使不少公司的 PEG=1，部分<1，从估值上看已有安全边际。但是资金增配可能要等到 Q2 业绩发布，Q2 业绩较难有太多惊喜。因此我们判断 6 月为底部震荡行情。

啤酒：4 月啤酒产量回升，5 月包材价格同比仍下降。23 年 4 月啤酒产量同比+21.1%，略高于 3 月同比增速 20.4%。预计随着 6 月天气转暖与消费场景进一步修复，有望推动 23Q2 整体实现稳健增长。成本端，部分酒企 22 年报业绩已反映 22Q4 成本压力缓和，而 23 年 5 月瓦楞纸/LME 铝/玻璃价格分别同比-22.3%/-20.7%/+14%，因此预计 23Q2 盈利能力改善趋势得以延续。

调味品：关注 23Q2 动销回暖加速库存去化对板块的催化。需求端，由于 1~3 月终端动销改善幅度有限，叠加渠道库存仍处高位，基本面恢复的时间被拉长，23Q1 重点工作仍是促销降库存，建议重点关注 6 月之后的催化，主要系终端需求有望加速回暖+库存经过 1 个季度的去化。成本端，5 月大豆价格同比-12%，环比亦继续回落，预计 6 月成本压力延续缓和趋势。

乳制品：4 月消费复苏推动产量提速，5 月原奶价格仍持续回落。需求端，23 年 4 月乳制品产量同比+8.1%，增速同比提升，我们认为主要得益于消费复苏，驱动常温白奶、常温酸奶品类动销同比明显改善。成本端，23 年 5 月奶价同比-7.0%，仍处于价格下行周期，预计 6 月仍将延续回落趋势。

饮料：4 月渐入旺季推动需求改善，5 月成本压力结构性缓和。需求端，23 年 4 月软饮料产量同比+9.5%，增速环比 3 月提升，我们认为主要得益于行业逐渐步入旺季，企业加快生产以抢占渠道资源。成本端，行业整体面临结构性问题，5 月白糖价格同比+24.3%，pet 瓶等包材价格仍环比下行。

投资建议：全年来看，仍坚持把把握二个维度：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。重视三个阶段的节奏分化：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、啤酒、餐饮供应链、软饮料。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、乳制品。建议关注白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒）；啤酒（青岛啤酒）、饮料（东鹏饮料、李子园）、餐饮供应链（海天味业、安井食品）。

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。

食品饮料行业

推荐（维持评级）

分析师

刘来珍

☎: 021-20252647

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

分析师

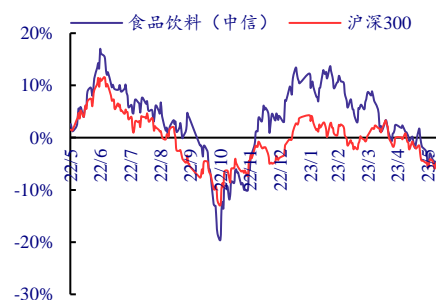
周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

行业数据 2023.5.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河食品饮料】行业月度动态报告: 行业如期复苏, 关注业绩兑现

【银河食品饮料】行业月度动态报告: 春节动销回暖, 行业复苏在途

【银河食品饮料】行业月度动态报告: 多地疫情相继达峰, 消费场景复苏在即

目 录

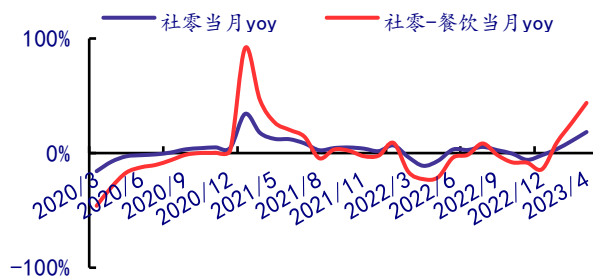
| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、宏观：5月食品CPI环比跌幅收窄 | 2 |
| 二、食品饮料：基本面弱复苏，但估值已低 | 2 |
| （一）白酒：淡季控货稳价，暂无右侧催化，但估值已低 | 3 |
| 1、观点更新 | 3 |
| 2、中期视角：本轮结构升级趋势不改 | 3 |
| 3、月度跟踪：23年5月茅台飞天等品牌批价疲弱 | 4 |
| （二）啤酒：4月啤酒产量回升，5月包材价格同比持续下降 | 5 |
| 1、中期视角：行业高端化逻辑持续演绎 | 5 |
| 2、月度跟踪：4月啤酒产量回升，5月包材价格同比持续下降 | 6 |
| （三）调味品：关注23Q2动销回暖加速库存去化对板块的催化 | 8 |
| 1、中期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点 | 8 |
| 2、月度跟踪：C端动销弱改善，“零添加”渗透率提升 | 9 |
| （四）乳制品：4月消费复苏推动产量提速，5月原奶价格仍持续回落 | 10 |
| 1、中期视角：二强企业战略分化，竞争趋缓提升盈利能力 | 10 |
| 2、月度跟踪：4月消费复苏推动产量提速，5月原奶价格仍持续回落 | 11 |
| 三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况 | 10 |
| （一）5月行业指数下跌，估值回归愈加合理水平 | 12 |
| （二）估值分析：5月食品饮料PE相对A股溢价82% | 13 |
| （三）国际比较：国内板块市净率较美国显著溢价 | 13 |
| （四）涨幅复盘：5月食品饮料涨跌幅排名第26 | 13 |
| 四、投资建议 | 15 |
| 五、风险提示 | 15 |

一、宏观：5 月食品 CPI 环比跌幅收窄

23 年 4 月社零增速改善。2023 年 4 月，社零总额同比+18.4%，高于 2023 年 3 月的 10.6%，亦高于 2019-2021 年平均复合增速 5.3%；其中，4 月餐饮收入同比+43.8%，高于 2023 年 3 月的 26.3%，亦高于 2019-2021 年平均复合增速 2.6%，主要得益于低基数背景下的需求稳步复苏。

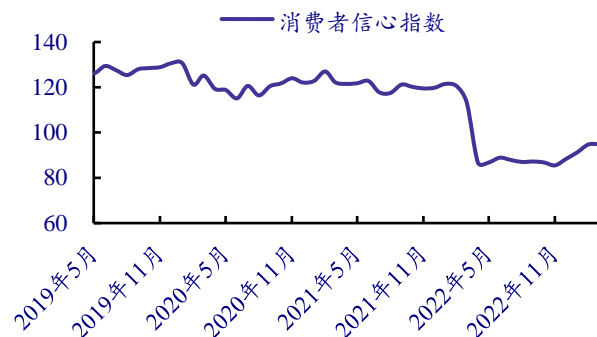
23 年 3 月消费者信心指数上涨。2023 年 3 月，消费者指数环比上涨，其中消费者信心指数为 94.9，处于上升通道。预计随着疫情进一步好转与收入水平恢复，消费者信心指数有望逐步回升。

图 1：2023 年 4 月社零总额/餐饮分别同比+18.4%/+43.8%



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图 2：2023 年 3 月消费者信心指数环比上升

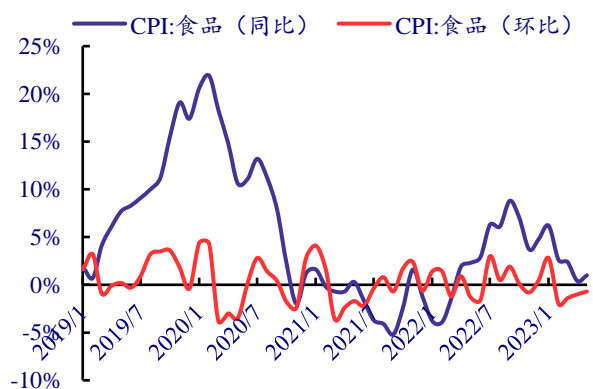


资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

需求继续恢复，5 月食品 CPI 环比跌幅收窄。5 月食品 CPI 同比+1.0%，环比-0.7%，同比涨幅较 4 月扩大，主要归因于禽肉类、食用油和鲜果价格上涨。

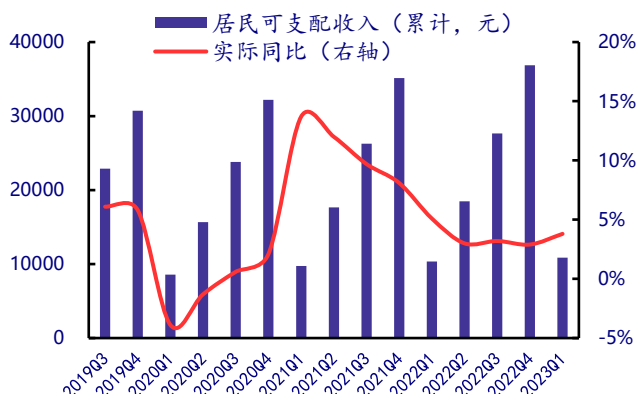
2023Q1 居民可支配收入水平提升 5.1%。2023Q1，居民人均可支配收入名义同比+5.1%，实际同比+3.8%。

图 3：2023 年 5 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 4：23Q1 居民人均可支配收入同比+5.1%



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

二、食品饮料：基本面弱复苏，但估值已低

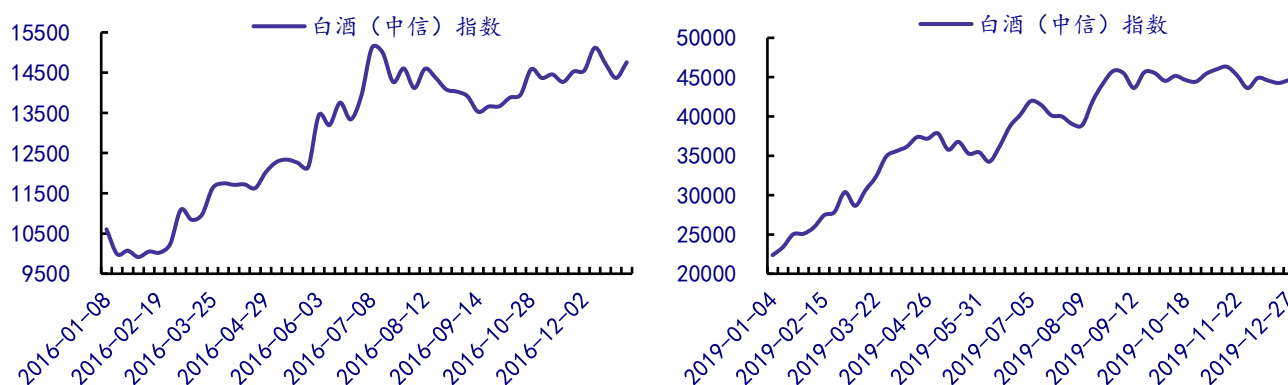
（一）白酒：淡季控货稳价，暂无右侧催化，但估值已低

1、观点更新

板块整体，预计 6 月白酒为底部震荡行情。参照商务部数据五一期间烟酒销售额同比+15.1%，统计局数字 4 月烟酒类零售额同比+14.9%，由于 4 月、五一期间在 2022 年均为低基数，五一期间的烟酒零售额增长幅度并没有大幅提升，由此判断白酒消费处于弱复苏的态势中，原因受制于商务需求恢复缓慢、居民消费支出谨慎。结合我们近期的经济数据、公司和市场调研，我们判断短期内弱复苏的状态没有太大变化。6 月包含端午节，是用酒小高峰，我们判断整体需求情况与五一差异不太大，或略有改善。真正的改善契机需要观察下半年中秋国庆旺季状况。当然如果期间政府出台强有力的消费刺激政策除外。

在需求弱复苏的状况下，企业的经营节奏也较为审慎，Q2 整体策略是淡季控货稳价。部分品牌在春节旺季之后批价有所下行，现已企稳；渠道库存整体在可控水平。基本上无右侧催化，但股价回落使不少公司的 PEG=1，部分<1，从估值上看已有安全边际。但是资金增配可能要等到 Q2 业绩发布，Q2 业绩较难有太多惊喜。因此我们判断 6 月为底部震荡行情。

图 5：历史数据表明在消费的上行周期（2016、2019）白酒指数有较好的表现



资料来源：IFind，中国银河证券研究院

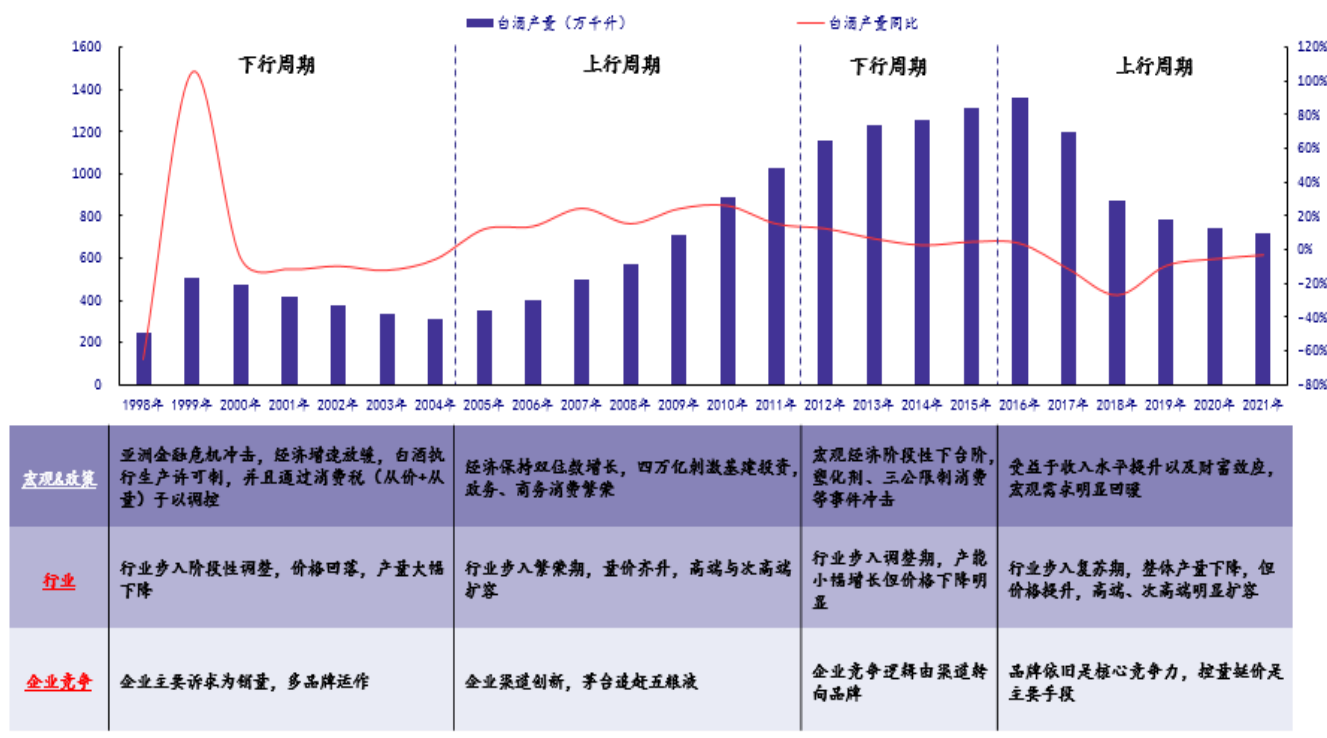
2、中期视角：本轮结构升级趋势不改

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 6：2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期

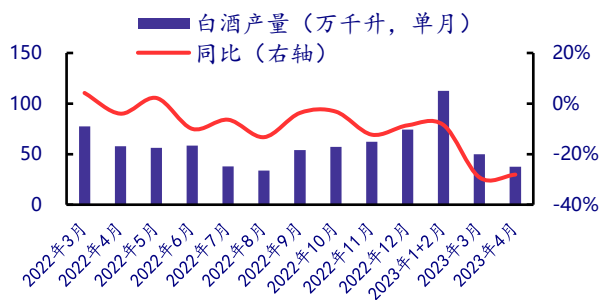


资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

3、月度跟踪：23 年 5 月茅台飞天等品牌批价疲弱

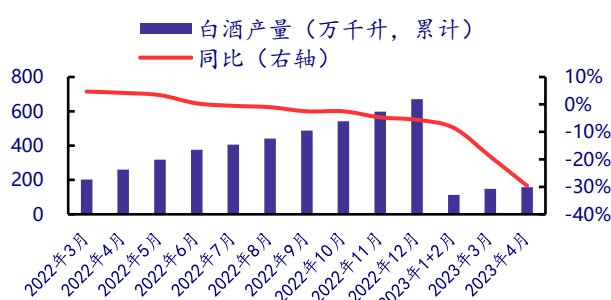
4 月产量环比下降。根据国家统计局数据，2023 年 4 月，白酒产量 37.4 万千升，同比-28.1%，下滑幅度环比 3 月缩小，产量呈减少态势。

图 7：2023 年 4 月白酒产量同比下降 28.1%



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

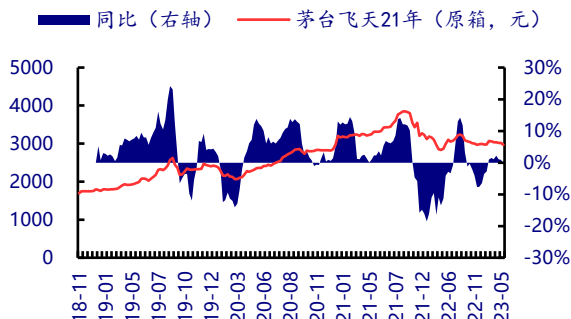
图 8：2023 年 4 月白酒累计产量同比下降 29.6%



资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

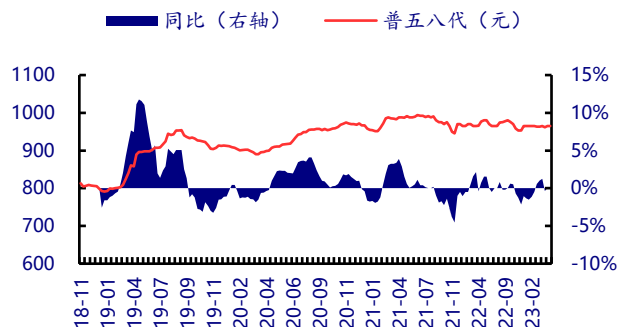
一批价：5 月飞天、国窖 52 度、青花 20 均稳中略回落。根据今日酒价数据，截止 5 月底，茅台飞天（21 年箱价）批价为 2970 元、国窖 1573 批价为 895 元，汾酒青花 20 批价 345 元，环比 4 月底均略回落。相较之下，五粮液普五、洋河梦之蓝批价均较稳。

图 9：飞天茅台一批价



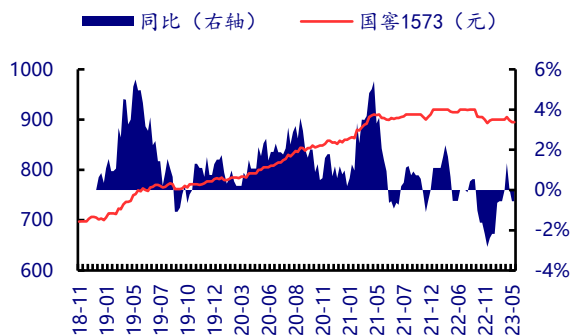
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 10：五粮液普五一批价



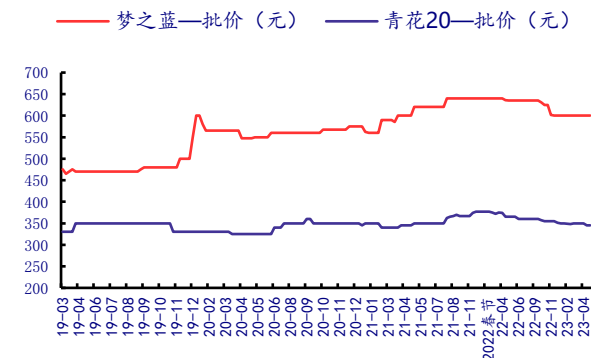
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 11：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 12：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：4 月啤酒产量回升，5 月包材价格同比持续下降

23 年 4 月啤酒产量同比+21.1%，略高于 3 月同比增速 20.4%。预计随着 5 月天气转暖与消费场景进一步修复，有望推动 23Q2 整体实现稳健增长。成本端，部分酒企 22 年业绩已反映 22Q4 成本压力缓和，而 23 年 5 月瓦楞纸/LME 铝/玻璃价格分别同比-22.3%/-20.7%/+14%，因此预计 23Q2 盈利能力改善趋势得以延续。

1、中期视角：行业高端化逻辑持续演绎

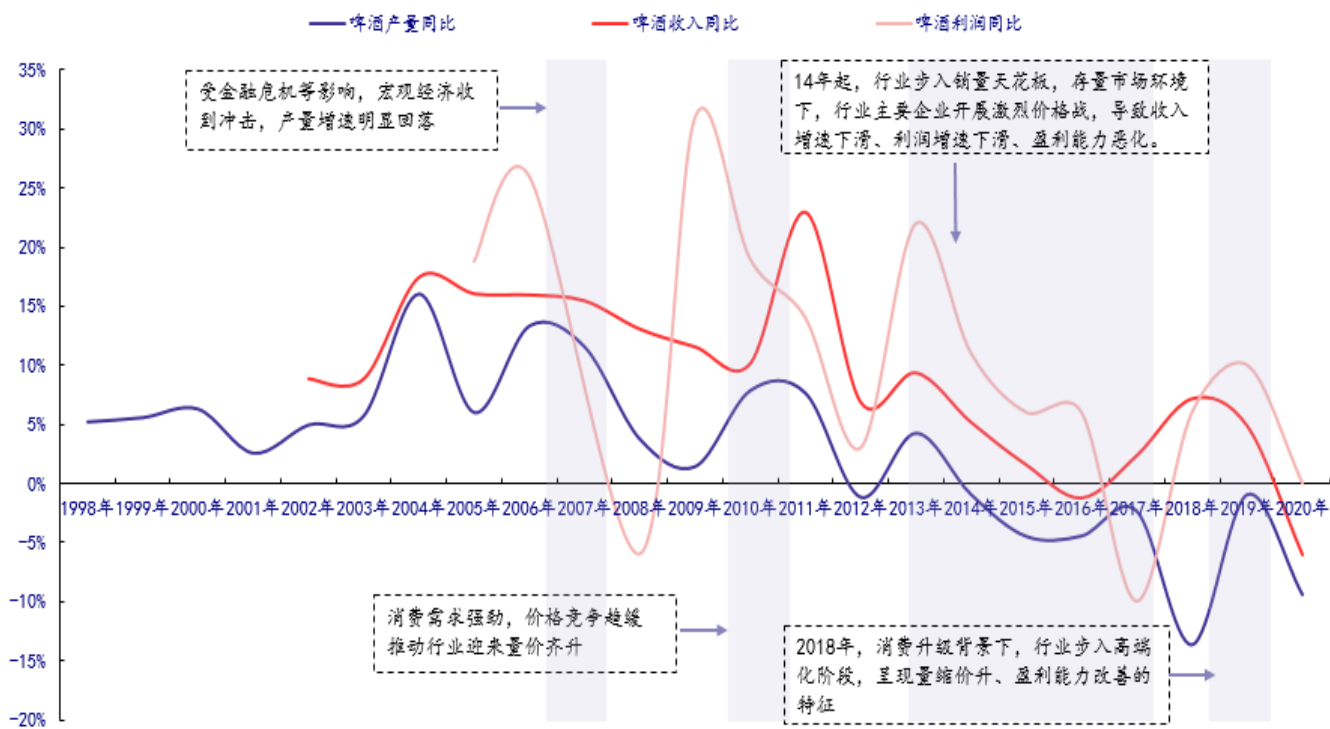
2019 年至今，啤酒行业已步入高端化&高质量发展阶段，行业主旋律由“总量缩减+集中度提升+价格战”演绎为“格局稳固+高端升级”。对标海外成熟市场经验，在啤酒高端化的趋势下，主要企业将步入利润加速释放阶段，盈利能力的改善将推动行业未来迎来戴维斯双击。

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。

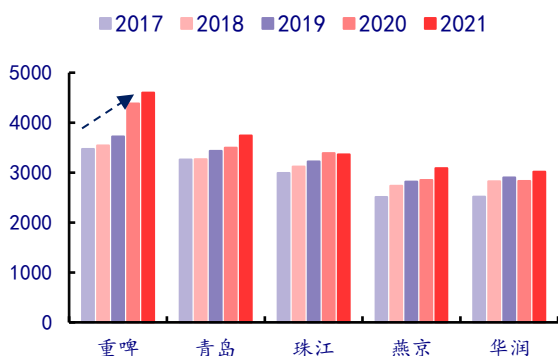
1) 竞争格局稳固，高端化逻辑持续演绎，巨头利润导向下，产品结构优化且费效率提升；2) 预计随着疫情影响范围减小和人均收入恢复，需求有望进一步修复，叠加 2022 年世界杯，啤酒需求端或迎来改善；3) 玻璃等包材价格已回落，提价业绩弹性有望兑现。

图 13：啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段



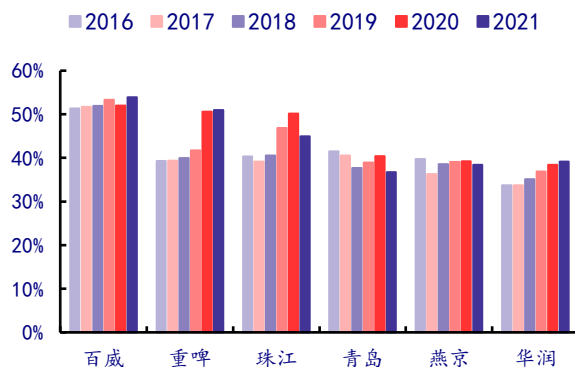
资料来源：国家统计局，IFind，中国银河证券研究院

图 14：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 15：啤酒企业盈利能力提升（毛利率，2016-2021 年）

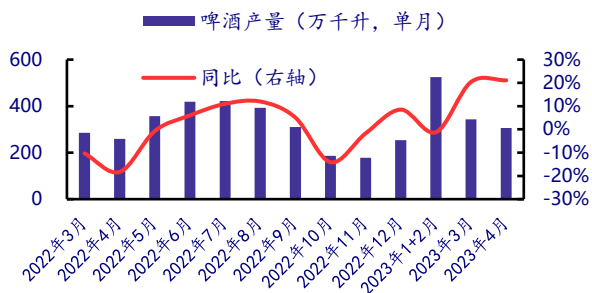


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：4 月啤酒产量回升，5 月包材价格同比持续下降

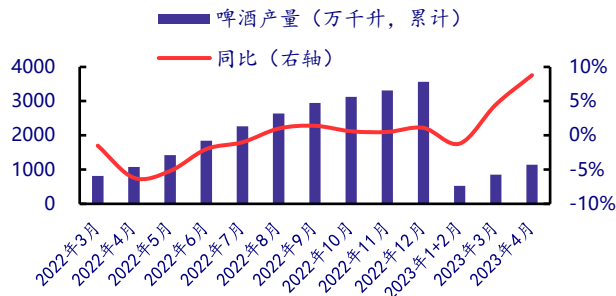
23 年 4 月啤酒产量回升。根据统计局口径，2023 年 4 月，啤酒产量为 305.9 万千升，同比+21.1%，略高于 3 月同比增速 20.4%。

图 16: 2023 年 4 月啤酒产量同比+21.1%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

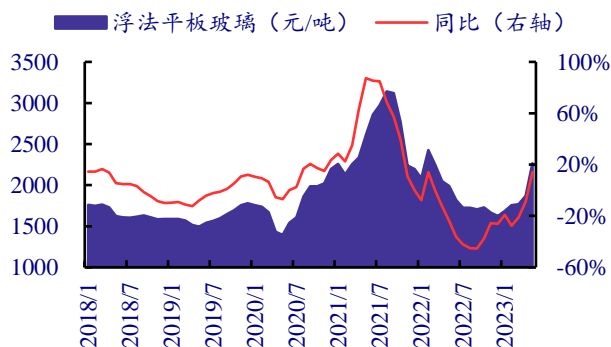
图 17: 2023 年 4 月累计啤酒产量同比+8.8%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

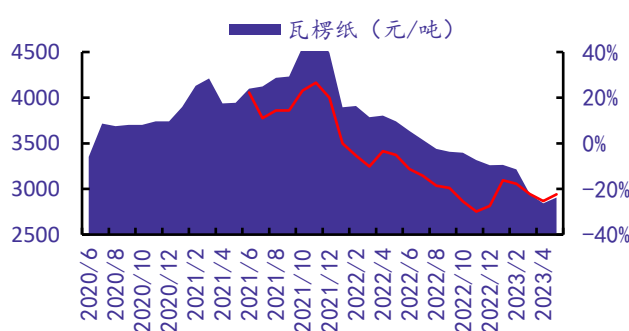
成本端：5 月包材瓦楞纸、LME 铝价格同比仍下降，玻璃价格同比上涨。从包材来看，2023 年 5 月价格持续回落，其中瓦楞纸/LME 铝价格分别同比-22.3%/-20.7%，但玻璃价格 5 月同比+14%，瓦楞纸和玻璃均环比上涨。从原料来看，国际大麦价格持续攀升，4 月价格同比+10.4%。

图 18: 2023 年 5 月浮法平板玻璃价格同比+14%



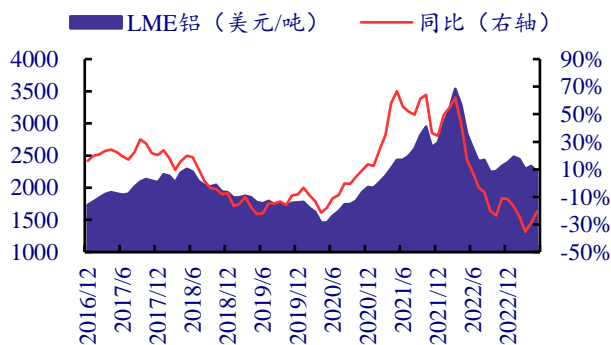
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 19: 2023 年 5 月瓦楞纸价格同比-22.3%



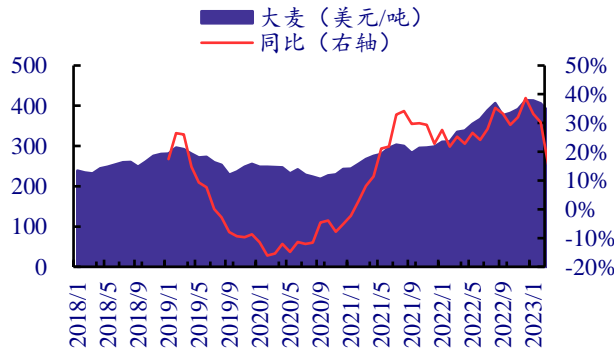
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 20: 2023 年 5 月 LME 铝价同比-20.7%



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 21: 2023 年 4 月大麦进口价格同比+10.4%



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（三）调味品：关注 23Q2 动销回暖加速库存去化对板块的催化

需求端，由于 1~3 月终端动销改善幅度有限，叠加渠道库存仍处高位，基本面恢复的时间被拉长，23Q1 重点工作仍是促销降库存，建议重点关注 Q2 的催化，主要系终端需求有望加速回暖+库存经过 1 个季度的去化。成本端，5 月大豆价格同比-12%，环比亦继续回落，预计 23H1 成本压力延续缓和趋势。

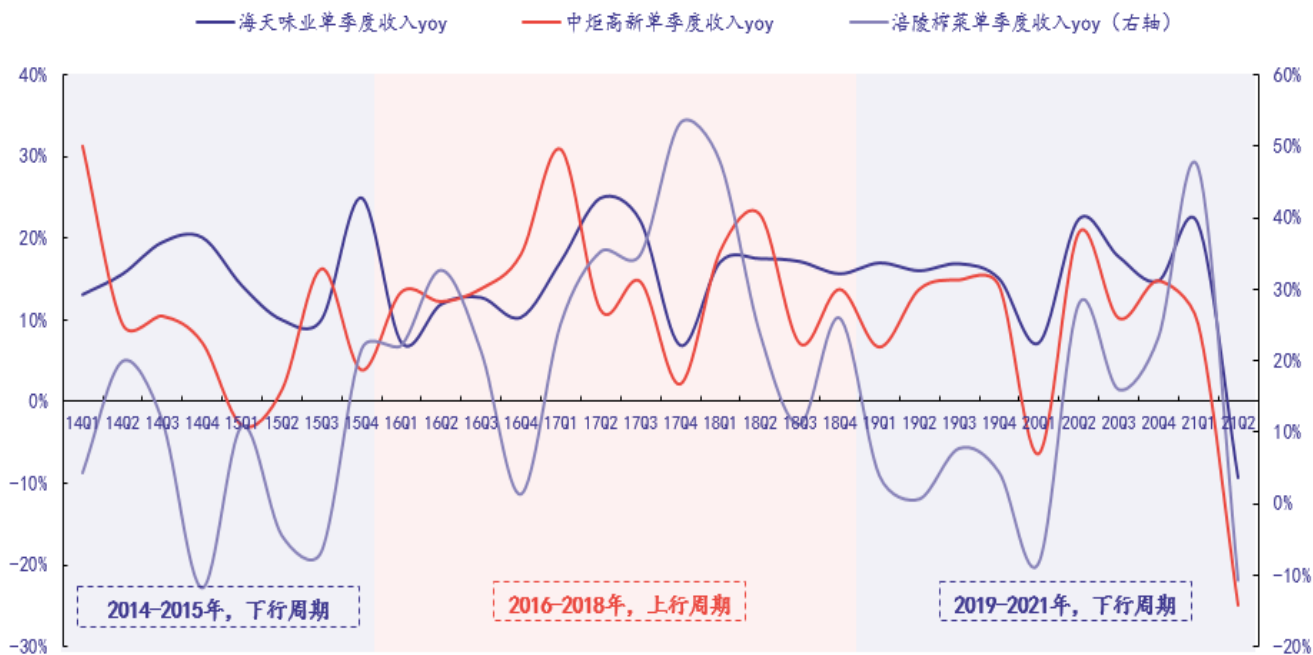
1、中期视角：四周期因子共振推动行业迎来基本面拐点

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 22：2014-2021 年调味品公司弱周期波动

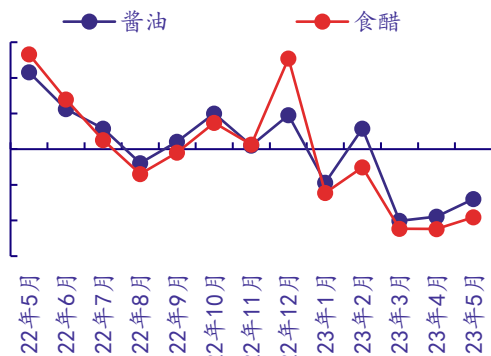


资料来源：IFinD，公司公告，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：C 端动销弱改善，“零添加”渗透率提升

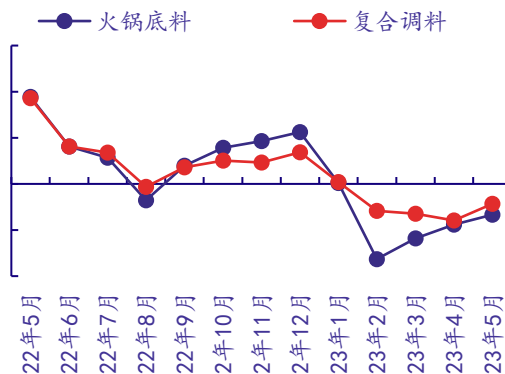
需求端：5 月，酱油、食醋、火锅底料、复合调料同比下滑，但下跌幅度环比 4 月逐渐收窄，动销呈现弱改善趋势。展望 23Q2，预计千禾“零添加”C 端动销同比维持快速增长，我们认为主要得益于酱油添加剂事件持续发酵，同时公司在终端加大费用投放力度与渠道势能持续释放。海天收入端压力仍偏大，主要系渠道库存偏高+基数压力；中炬高新执行轻库存策略，在终端动销改善幅度不大的背景下，预计收入端表现相对稳健。

图 23：酱油、食醋月度销售额同比



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图 24：火锅底料、复调月度销售额同比

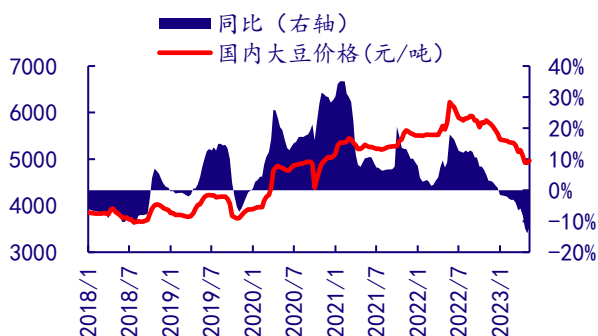


资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

成本端：总体来看，5 月成本压力呈现结构性变化。其中，5 月大豆价格同比-12%，环比亦继续回落；白糖价格同比+24.3%，环比继续上升，压力相对较大。

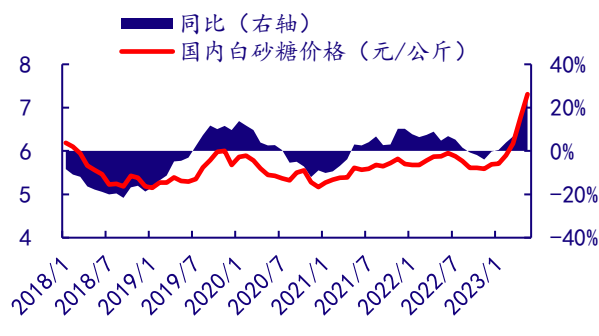
大豆价格 23H1 环比下降：①USDA 预计 2023 年全球大豆供应同比增加；②23H2 猪价下跌后饲料需求亦减少，但也应警惕国内经济复苏或带动部分需求向好。白糖 23 年价格中枢处于低位：①供给增加，国内库存较高且 12 月新榨季伊始后新糖陆续上市；②需求疲弱，疫情波峰导致下游在春节前备货相对谨慎。

图 25：大豆价格在 5 月环比回落



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 26：白糖价格在 5 月环比上升



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

(四) 乳制品：4月消费复苏推动产量提速，5月原奶价格仍持续回落

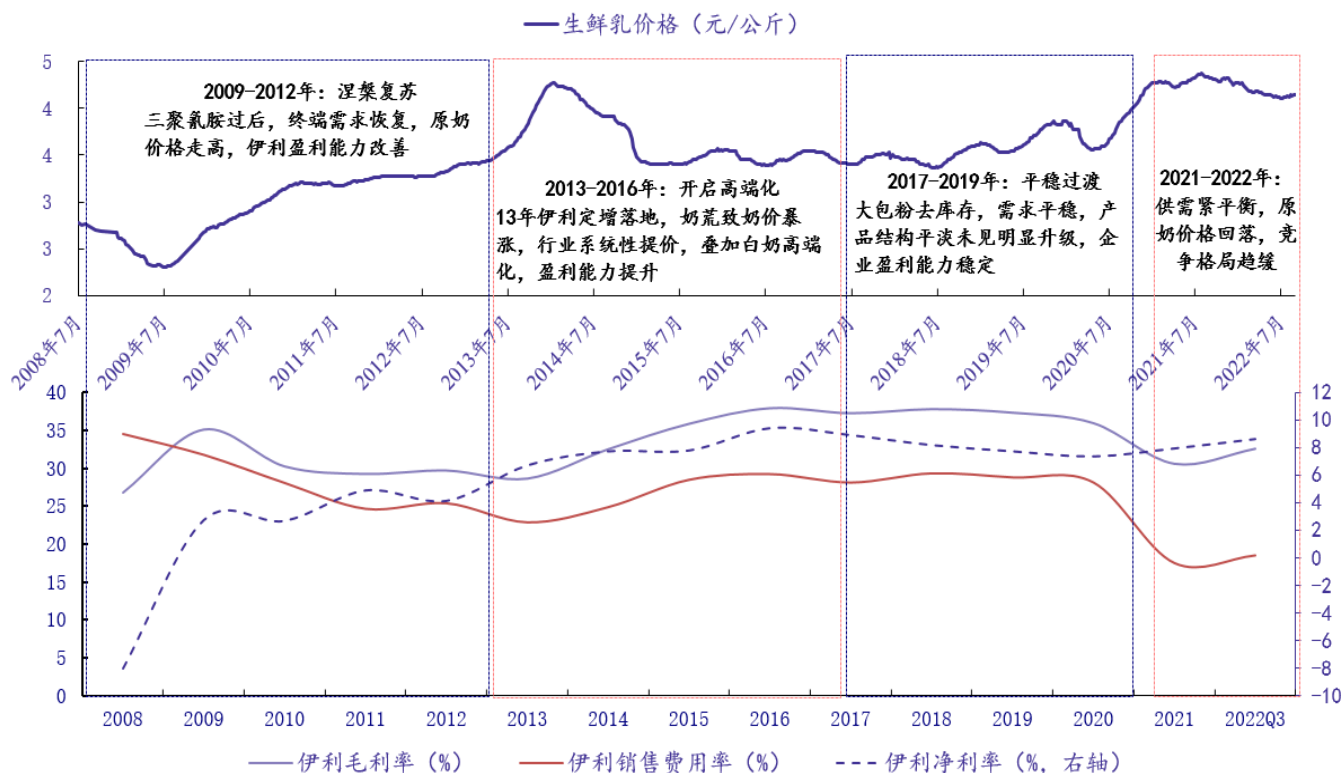
需求端，23年4月乳制品产量同比+8.1%，增速同比提升，我们认为主要系消费复苏，驱动常温白奶、常温酸奶品类类销同比明显改善。成本端，23年5月奶价同比-7.0%，仍处于价格下行周期，预计6月仍将延续回落趋势。

1、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。

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 27：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）

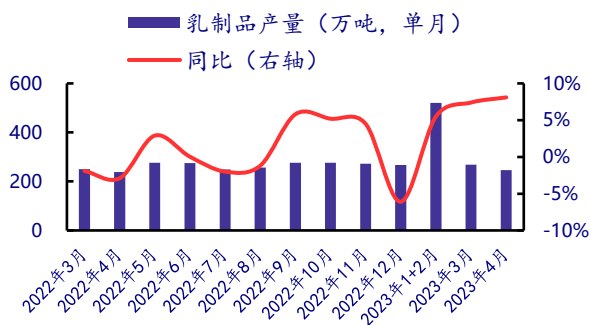


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

2、月度跟踪：4月消费复苏推动产量提速，5月原奶价格仍持续回落

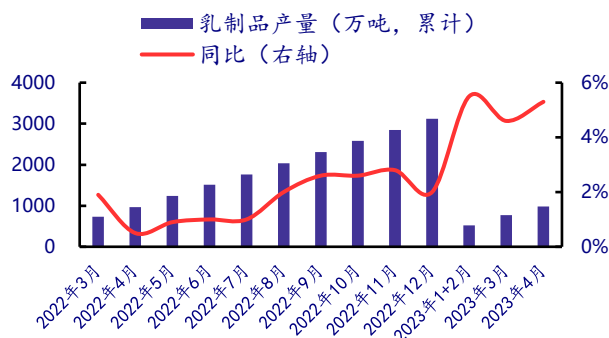
需求端：23年4月乳制品产量同比+8.1%，增速环比上升。2023年4月，乳制品产量同比+8.1%，环比略有下降，我们认为主要系疫情稳定后需求上涨。

图 28：2023 年 4 月乳制品产量同比+8.1%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

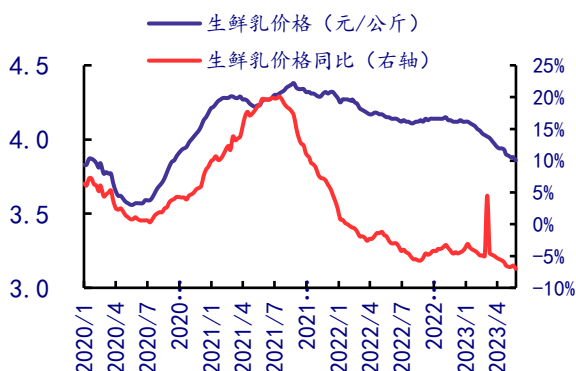
图 29：2023 年 4 月累计乳制品产量同比+5.3%



资料来源：国家统计局，IFinD，中国银河证券研究院

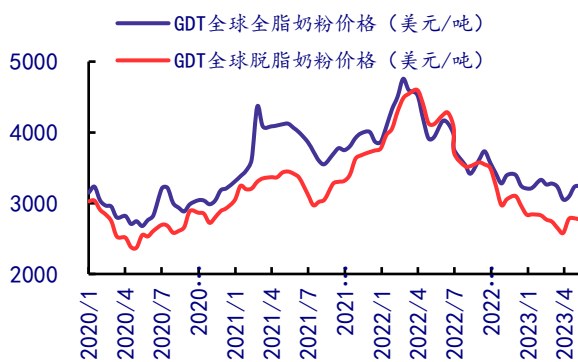
成本端：23 年 5 月奶价同比-6.0%，仍处于价格下行周期。截止 2023 年 5 月底，国内生鲜乳价格为 3.86 元/公斤，环比下降，同比-7.0%，预计 6 月仍将延续回落趋势。2022H2 至今原奶价格仍处于下行通道，主要归因于国内乳制品供需关系从 2021 年的紧平衡走向 2022 年的紧宽松，即国内奶牛存栏量增加，供给端快速增长，同时疫情反复导致需求复苏进程较慢。

图 30：2023 年 5 月原奶价格同比-7.0%



资料来源：农业部，IFinD，中国银河证券研究院

图 31：5 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格小幅上涨



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

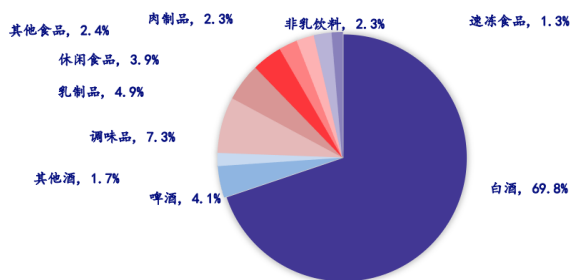
(一) 5月行业指数下跌，估值回归愈加合理水平

市值结构：截止 2023 年 5 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 6.1%。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 70%。

业绩占比：A 股上市公司口径，22 年和 23 年第一季度食品饮料总营收分别为 9922 亿元/3008 亿元，同比+11%/+13.1%，营业利润总额 2407 亿元/945 亿元，同比+13.4%/+16.8%。国家统计局口径，22 年和 23 年第一季度，全国食品饮料企业利润总额 4914 亿元/1232 亿元，同比+12.1%/+4.6%。按此计算，22 年和 23 年第一季度，A 股食品饮料上市公司营业利润占全部食品行业比重为 49%/76.7%，较 2021 年及 22 年 Q1 同期上升 0.5pct/8.03pct。

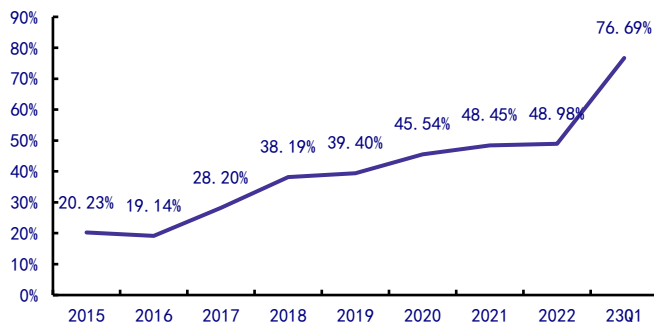
新股上市：2019~2022 年分别为 8/11/12/4 家。2023 年 5 月，尚无新的食品饮料行业上市公司。

图 32：2023 年 5 月底食品饮料行业市值结构



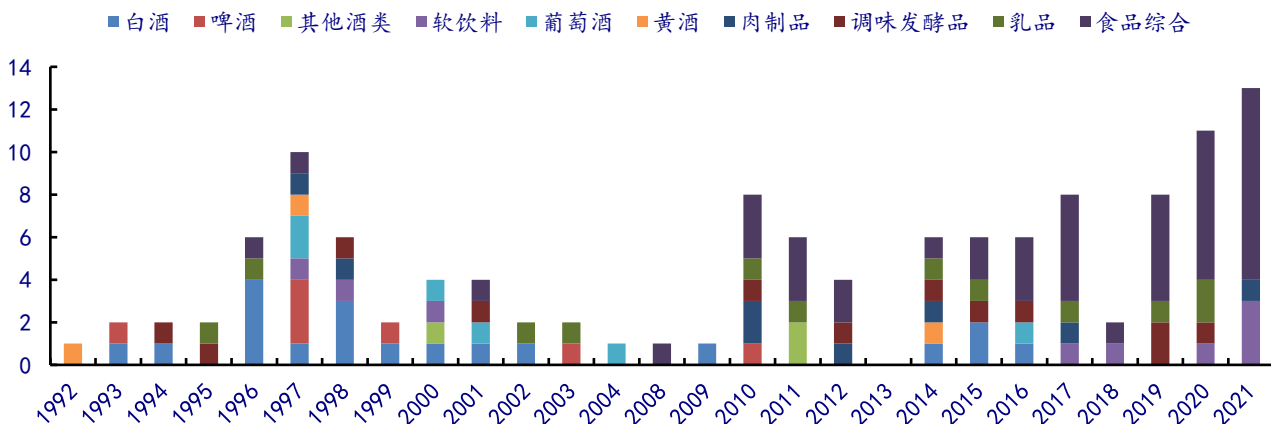
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 33：23 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 34：食品饮料行业上市公司数量（按年）



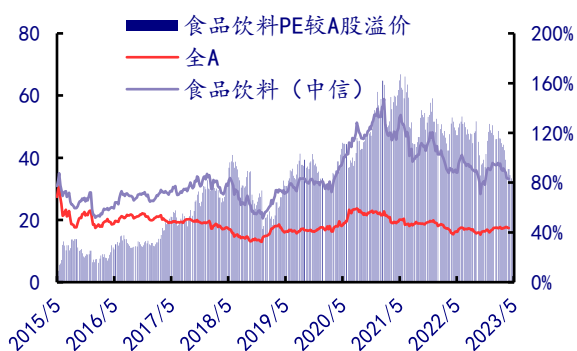
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

（二）估值分析：5月食品饮料PE相对A股溢价82%

从市盈率来看，截至2023年5月31日收盘，食品饮料市盈率（TTM）为30X，全A市盈率为17X。食品饮料相对A股溢价率82%，环比4月下降8.7pcts。

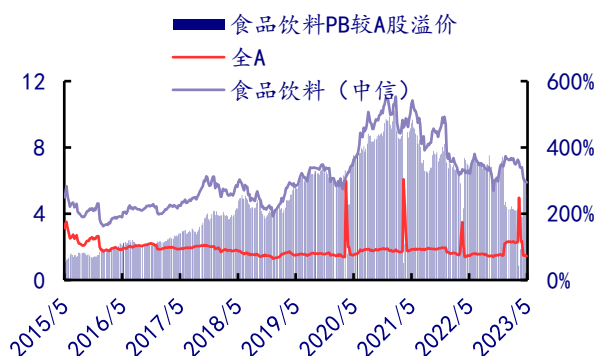
从市净率来看，食品饮料市净率为5.8X，A股市净率水平分别为1.4X。食品饮料相对A股溢价率305%，环比4月上升113.62 pcts。

图 35：食品饮料 PE 相对 A 股溢价



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 36：食品饮料 PB 相对 A 股溢价



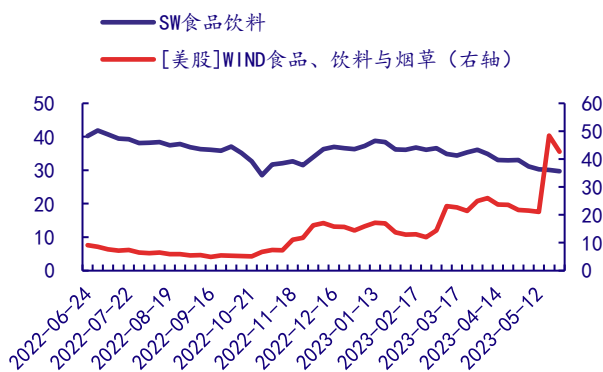
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）国际比较：市净率国内食品饮料板块较美国显著溢价

从市盈率来看，以2022年5月31日收盘价计算，国内食品饮料为30X（TTM），同期美国食品饮料板块为42X，我国食品饮料板块的市盈率低于美国市场。

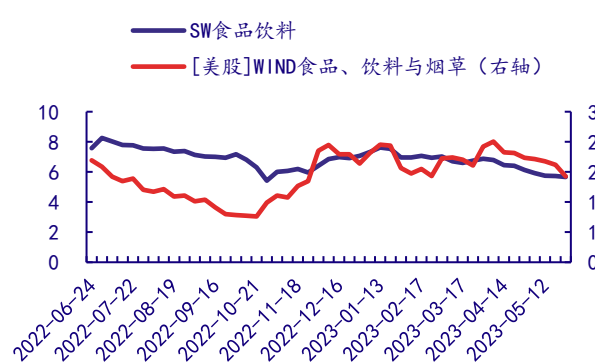
从市净率来看，国内食品饮料板块为5.7X（LF），同期美国市场食品饮料板块为1.4X，我国食品饮料板块的市净率明显高于美国市场。

图 37：食品饮料板块 PE 低于美国市场



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 38：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：5月食品饮料涨跌幅排名第26

2023年5月4日至31日，食品饮料行业涨幅-7.8%，相较沪深300的超额收益为-2.1%，在30个一级行业中排名第26位。子行业中，非乳饮料涨幅最大（1.1%），乳制品次之。

图 39：2023 年 5 月食品饮料在全行业涨幅位居第 26 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 | 电力及公用事业 | 3.6% | 9.4% | 1 | 传媒 | 46.0% | 47.8% |
| 2 | 电子 | 1.5% | 7.3% | 2 | 通信 | 32.8% | 34.7% |
| 3 | 计算机 | 1.0% | 6.8% | 3 | 计算机 | 30.6% | 32.5% |
| 4 | 通信 | 0.6% | 6.4% | 4 | 电子 | 12.6% | 14.5% |
| 5 | 综合 | 0.1% | 5.8% | 5 | 建筑 | 12.0% | 13.9% |
| 6 | 汽车 | -0.1% | 5.6% | 6 | 石油石化 | 9.1% | 10.9% |
| 7 | 机械 | -0.4% | 5.3% | 7 | 电力及公用事业 | 7.7% | 9.6% |
| 8 | 综合金融 | -0.5% | 5.2% | 8 | 机械 | 4.5% | 6.4% |
| 9 | 国防军工 | -1.1% | 4.7% | 9 | 家电 | 3.9% | 5.8% |
| 10 | 银行 | -1.6% | 4.1% | 10 | 非银行金融 | 3.6% | 5.5% |
| 11 | 纺织服装 | -2.1% | 3.7% | 11 | 综合金融 | 0.9% | 2.8% |
| 12 | 轻工制造 | -2.4% | 3.3% | 12 | 国防军工 | 0.8% | 2.7% |
| 13 | 医药 | -2.8% | 2.9% | 13 | 银行 | 0.5% | 2.4% |
| 14 | 电力设备及新能源 | -3.9% | 1.8% | 14 | 纺织服装 | -0.4% | 1.5% |
| 15 | 传媒 | -4.4% | 1.4% | 15 | 医药 | -0.9% | 1.0% |
| 16 | 钢铁 | -4.6% | 1.1% | 16 | 有色金属 | -2.4% | -0.5% |
| 17 | 基础化工 | -4.7% | 1.0% | 17 | 钢铁 | -2.7% | -0.8% |
| 18 | 非银行金融 | -5.0% | 0.7% | 18 | 汽车 | -2.7% | -0.9% |
| 19 | 交通运输 | -6.2% | -0.5% | 19 | 轻工制造 | -3.5% | -1.6% |
| 20 | 商贸零售 | -6.3% | -0.6% | 20 | 交通运输 | -4.4% | -2.5% |
| 21 | 房地产 | -6.6% | -0.9% | 21 | 煤炭 | -5.5% | -3.6% |
| 22 | 石油石化 | -7.3% | -1.6% | 22 | 商贸零售 | -6.1% | -4.2% |
| 23 | 家电 | -7.4% | -1.7% | 23 | 电力设备及新能源 | -7.9% | -6.0% |
| 24 | 建材 | -7.6% | -1.8% | 24 | 食品饮料 | -9.3% | -7.4% |
| 25 | 煤炭 | -7.6% | -1.9% | 25 | 基础化工 | -10.3% | -8.4% |
| 26 | 食品饮料 | -7.8% | -2.1% | 26 | 综合 | -10.5% | -8.6% |
| 27 | 有色金属 | -7.8% | -2.1% | 27 | 建材 | -10.9% | -9.0% |
| 28 | 建筑 | -9.3% | -3.5% | 28 | 农林牧渔 | -12.4% | -10.5% |
| 29 | 农林牧渔 | -10.1% | -4.4% | 29 | 房地产 | -14.7% | -12.8% |
| 30 | 消费者服务 | -13.0% | -7.3% | 30 | 消费者服务 | -25.0% | -23.1% |

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 40：2023 年 5 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 | 非乳饮料 | 1.1% | 6.8% | 1 | 非乳饮料 | 7.1% | 9.0% |
| 2 | 乳制品 | -3.1% | 2.6% | 2 | 肉制品 | -5.1% | -3.2% |
| 3 | 肉制品 | -3.1% | 2.6% | 3 | 乳制品 | -8.3% | -6.4% |
| 4 | 其他食品 | -6.6% | -0.9% | 4 | 速冻食品 | -8.5% | -6.6% |
| 5 | 休闲食品 | -6.8% | -1.1% | 5 | 白酒 | -8.7% | -6.8% |
| 6 | 白酒 | -8.1% | -2.4% | 6 | 其他酒 | -9.4% | -7.5% |
| 7 | 速冻食品 | -8.7% | -3.0% | 7 | 其他食品 | -10.9% | -9.0% |
| 8 | 其他酒 | -9.9% | -4.1% | 8 | 啤酒 | -13.4% | -11.5% |
| 9 | 调味品 | -10.4% | -4.7% | 9 | 休闲食品 | -15.3% | -13.4% |
| 10 | 啤酒 | -15.0% | -9.2% | 10 | 调味品 | -16.4% | -14.5% |

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、啤酒、餐饮供应链、软饮料。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、乳制品。

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、山西汾酒**）；啤酒（**青岛啤酒**）、饮料（**东鹏饮料、李子园**）、餐饮供应链（**海天味业、安井食品**）。

表 1：核心推荐组合（截至 2023 年 5 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 | -3% | 31 | 20462 |
| | 000858.SZ | 五粮液 | -7% | 23 | 6256 |
| | 000568.SZ | 泸州老窖 | -5% | 28 | 3003 |
| | 600809.SH | 山西汾酒 | -24% | 0 | 2560 |
| | 600600.SH | 青岛啤酒 | -8% | 33 | 1299 |
| | 600872.SH | 中炬高新 | -2% | -47 | 285 |
| | 603317.SH | 天味食品 | -21% | 44 | 161 |
| | 603288.SH | 海天味业 | -22% | 46 | 2803 |
| | 603345.SH | 安井食品 | -3% | 36 | 452 |
| | 600887.SH | 伊利股份 | -4% | 20 | 1834 |
| | 605499.SH | 东鹏饮料 | -8% | 41 | 634 |
| | 605337.SH | 李子园 | 3% | 30 | 69 |

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: 2023 年 4 月社零总额/餐饮分别同比+18.4%/+43.8% | 2 |
| 图 2: 2023 年 3 月消费者信心指数环比上升 | 2 |
| 图 3: 2023 年 5 月 CPI:食品变化 | 2 |
| 图 4: 23Q1 居民人均可支配收入同比+5.1% | 2 |
| 图 5: 历史数据表明在消费的上行周期 (2016、2019) 白酒指数有较好的表现 | 3 |
| 图 6: 2016 年至今白酒处于新一轮繁荣发展周期 | 4 |
| 图 7: 2023 年 4 月白酒产量同比下降 28.1% | 4 |
| 图 8: 2023 年 4 月白酒累计产量同比下降 29.6% | 4 |
| 图 9: 飞天茅台一批价 | 5 |
| 图 10: 五粮液普五一一批价 | 5 |
| 图 11: 国窖 52 度一批价 | 5 |
| 图 12: 其他白酒批价 (洋河梦之蓝、青花 20) | 5 |
| 图 13: 啤酒行业在 2018 年之后已经明确步入高端化阶段 | 6 |
| 图 14: 啤酒行业吨价持续提升 (出厂端, 2017-2021 年) | 6 |
| 图 15: 啤酒企业盈利能力提升 (毛利率, 2016-2021 年) | 6 |
| 图 16: 2023 年 4 月啤酒产量同比+21.1% | 7 |
| 图 17: 2023 年 4 月累计啤酒产量同比+8.8% | 7 |
| 图 18: 2023 年 5 月浮法平板玻璃价格同比+14% | 7 |
| 图 19: 2023 年 5 月瓦楞纸价格同比-22.3% | 7 |
| 图 20: 2023 年 5 月 LME 铝价同比-20.7% | 7 |
| 图 21: 2023 年 4 月大麦进口价格同比+10.4% | 7 |
| 图 22: 2014-2021 年调味品公司弱周期波动 | 8 |
| 图 23: 酱油、食醋月度销售额同比 | 9 |
| 图 24: 火锅底料、复调月度销售额同比 | 9 |
| 图 25: 大豆价格在 5 月环比回落 | 9 |
| 图 26: 白糖价格在 5 月环比上升 | 9 |
| 图 27: 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) | 10 |
| 图 28: 2023 年 4 月乳制品产量同比+8.1% | 11 |
| 图 29: 2023 年 4 月累计乳制品产量同比+5.3% | 11 |
| 图 30: 2023 年 5 月原奶价格同比-7.0% | 11 |
| 图 31: 5 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格小幅上涨 | 11 |
| 图 32: 2023 年 5 月底食品饮料行业市值结构 | 12 |
| 图 33: 23 年食品饮料行业上市公司业绩占全行业比重提升 | 12 |
| 图 34: 食品饮料行业上市公司数量 (按年) | 12 |
| 图 35: 食品饮料 PE 相对 A 股溢价 | 13 |
| 图 36: 食品饮料 PB 相对 A 股溢价 | 13 |
| 图 37: 食品饮料板块 PE 低于美国市场 | 13 |

| | |
|---|----|
| 图 38：食品饮料板块 PB 较美国市场溢价 | 13 |
| 图 39：2023 年 5 月食品饮料在全行业涨幅位居第 26 名 | 14 |
| 图 40：2023 年 5 月食品饮料各个子行业涨幅情况 | 14 |

表 格 目 录

| | |
|-------------------|----|
| 表 1. 核心推荐组合 | 15 |
|-------------------|----|

分析师简介及承诺

刘来珍：上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验，重点覆盖酒类板块以及部分非酒标的。

刘光意：经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖大众品板块。

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

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，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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：李洋洋 021-20252671 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

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

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tanqmanling_bj@chinastock.com.cn