

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

## 认知有待纠偏，期待补偿行情

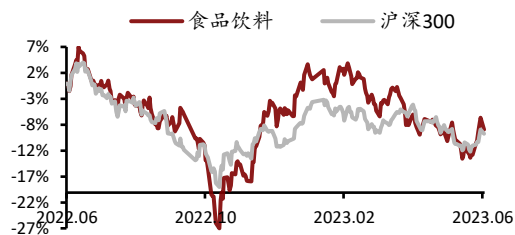
## ——食品饮料行业 2023 年下半年投资策略

## 证券研究报告-行业年度策略

同步大市(维持)

## 食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期：2023 年 06 月 21 日



资料来源：中原证券

## 相关报告

《食品饮料行业专题研究：业绩指标全面改善，经营呈现积极态势》 2023-05-18

《食品饮料行业月报：通缩压制市场表现，白酒触发杯弓蛇影》 2023-05-11

《食品饮料行业月报：3 月悲观情绪卷土，消费复苏疑虑重重》 2023-04-14

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：

- 2022 年 12 月以来，食品饮料板块呈现先涨后跌的形态，围绕着消费复苏的命题，市场经历了几个阶段的情绪变化。2023 年 4 月以来，社会零售、通胀及其它宏观经济数据不及预期，成为 2023 年 3 至 5 月期间板块下跌的主要原因。
- 2023 年一季度，食品饮料上市公司的各项业绩指标都在积极修复，基本面呈现向上的趋势。表现为：上市公司的营收增长修复较好，成本压力进一步回落，多数产品的毛利率明显回升。从趋势上看，上市公司的业绩增长走出底部区域，20231Q 的 ROE 已经超过 2019 年的同期水平。
- 食品饮料板块的二级市场表现与其当前基本面形成反差，上市公司的基本面优异而二级市场股价却连续下跌。其中存在两个主要的原因：资金层面上，围绕科技创新展开的主流投资对消费形成压制；经济层面上，社会消费数据相对较弱。
- 2023 年以来，粮油、食品饮料、日用品、家电等生活必须用品的消费增长低于往年中枢水平，而体育娱乐用品、服装、药品、金银珠宝等品类的消费保持了良好的增长。我们认为，随着社会发展，居民对于必需品的消费量接近饱和，由此消费增量大幅回落是必然趋势；此外房地产购置需求缩量后，其周边需求如家电家具、装饰材料等也将会长期走弱。必选消费将会向可选消费腾挪，正如我们看到纺织服装、中西药、体育娱乐和金银珠宝等消费领域的数据相对乐观。鉴于可选消费的情况较好，我们建议市场或可对社会消费抱持相对乐观的展望。
- 尽管我们主张对于消费不必过分悲观，但是长期来看压制消费的因素仍然存在。中国居民的工资收入在 GDP 中占比偏低，是抑制消费的长期原因；当前的社会就业矛盾是造成消费趋弱的短期原因之一。乐观的方面是：中国居民的杠杆率有望长期下行，随着房贷压力缓解，居民的消费潜力将得以释放。
- 拉长时间来看，2023 年 3 至 5 月的板块回踩是自 2021 年 5 月以来较大级别调整的一部分。从历史行情来看，本轮板块调整在时长和幅度两方面都基本调整到位。从估值来看，目前板块估值处于历史较低水平，进一步下探的空间不大；而根据估值向历史中枢靠拢的理论，我们认为当前板块估值具备向上修复的动能。
- 社会发展和生活改善后，人们对于基础消费的需求将会下降，但消费升级仍然在途。当前市场对于消费内部的分化认识不充分，下半年有望纠偏。下半年，食品饮料板块中推荐啤酒、预制菜、烘焙，以及出口型公司。其中，啤酒板块推荐青岛啤酒；休闲食品板块推荐广州酒家；餐供领域推荐立高食品、味知香、千味央厨和安井食品；出口型上市公司推荐仙乐健康和安琪酵母。

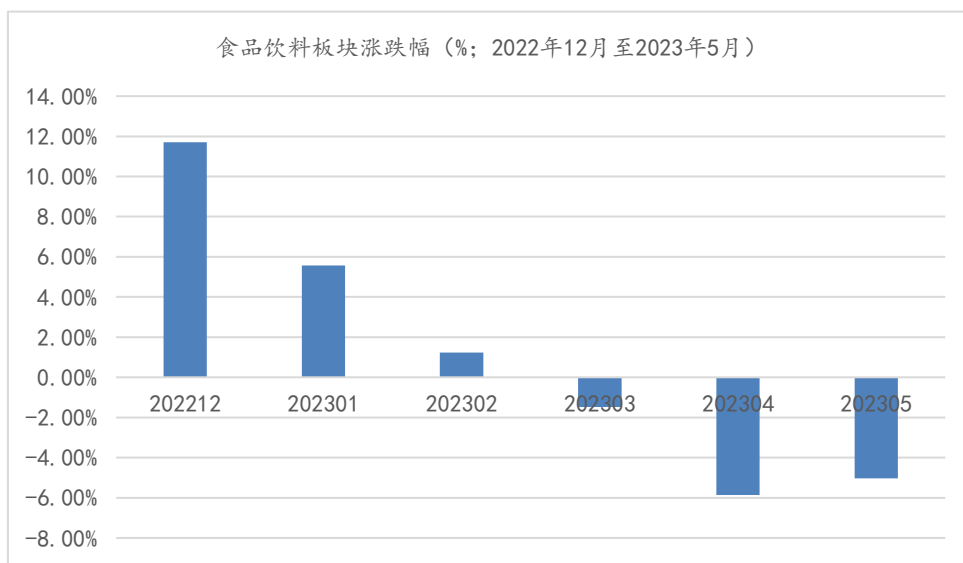
**风险提示：**社会消费数据不及预期，从而影响市场决策以及板块的市场表现；外需回落超预期，从而影响出口型上市公司的业绩表现。

## 1. 行情回顾

### 1.1. 食品饮料板块超跌

2022 年 12 月以来，食品饮料板块呈现先涨后跌的形态。社会零售、通胀及其它宏观经济数据不及预期，是推动后期板块下跌的主因。根据 IFIND 的统计，2022 年 12 月至 2023 年 2 月期间，板块连续上涨 3 个月，累计录得涨幅 18.5%；2023 年 3 月至 5 月期间，板块连续下跌，累计下跌 12.38%。2022 年 12 月至 2023 年 5 月期间，板块呈现先涨后跌的形态，期间板块累计上涨 1.24%，后期下跌基本上抹去了前期的涨幅。

图 1：食品饮料板块月度市场表现（2022 年 12 月至 2023 年 5 月）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

针对疫情防控政策调整以来食品饮料板块的市场表现，我们复盘如下：

2022 年 12 月，防疫新政于 12 月 17 日正式出文，市场对于消费复苏给予较强的预期，当月板块上涨 11.7%。

2023 年 1 月，食品饮料板块上涨 5.58%，延续上月趋势。当月，作为消费重要指征的白酒大幅上涨 7.85%。

2 月，食品饮料小幅上涨 1.23%，其中白酒不涨不跌。白酒不涨不跌，体现了市场伫立观望的态度。

3 月，食品饮料板块下跌 1.48%，抹去部分前期涨幅。市场对于消费复苏的担忧加重，板块微幅下跌。

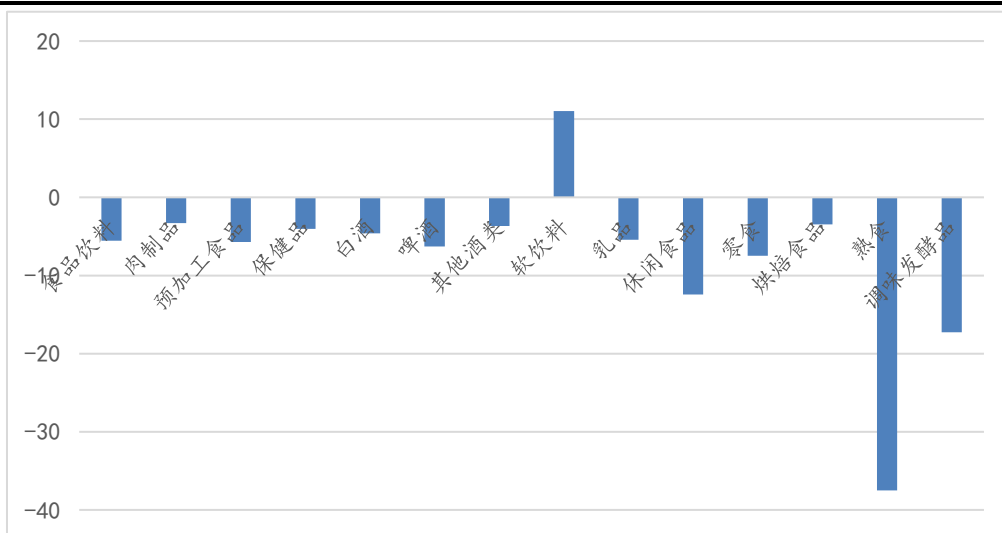
4 月，通胀数据持续走低，放大了板块向下的势能。当月，食品饮料板块下跌 5.85%，白酒、啤酒分别下跌 6.92%、7.18%，酒水板块大幅下跌。

5 月行情是 4 月行情的延续。4 月份宏观经济数据相较一季度普遍回落，经济修复的斜率放

缓，基础消费增长较弱。

追溯 1 至 5 月，在消费各子项中，食品饮料板块的期间跌幅相对较大：纺织服装、医药生物、家用电器等消费板块的表现相对较好，期间录得上涨；而其它消费板块，如食品饮料、社会服务、商贸零售、汽车、房地产等板块录得跌幅。

图 2： 食品饮料及子板块期间涨跌幅（%；2023 年 1 月至 2023 年 5 月）



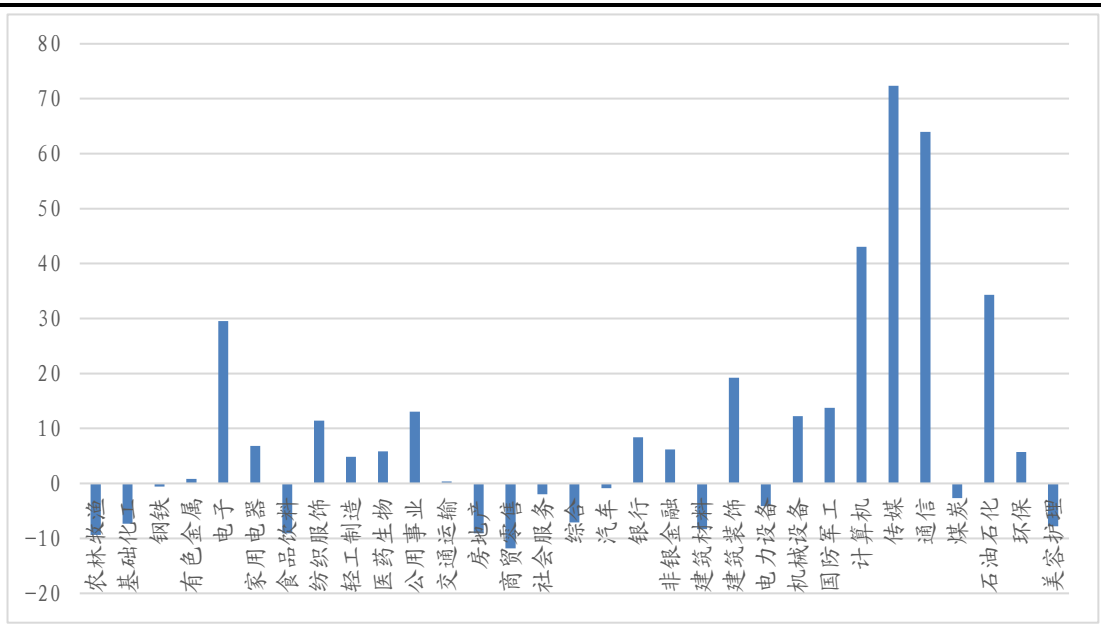
资料来源：IFIND，中原证券研究所

## 1.2. 市场以科技为主线

当前世界处于疫情之后科技革新的关键时期，创新科技构建了 A 股市场的投资主线，存量资金的条件下，市场对于消费的关注度下降。

2023 年 3 至 5 月期间，信创系、数字经济、人工智能等热点在 A 股市场快速轮转，相应地，传媒、通信、计算机、电子、石化、银行、非银金融、建筑建材、公用事业等板块轮番表现。期间，投资主线基本上围绕着科技革新和央国企价值重估来展开，根据 IFIND 对成交量和换手率的统计结果，在各一级行业中，市场对于食品饮料的期间关注度相对较低。相应地，创业板和科创板的市场表现也较好：根据 IFIND 的统计，2022 年 12 月至 2023 年 5 月期间，创业板和科创板分别上涨 13.7% 和 18.1%，表现好于沪深 A 股和上证 A 股，后者分别上涨 7.58% 和 8.57%。

图 3：2023 年 1 至 5 月期间一级行业的市场表现（涨跌幅：%）

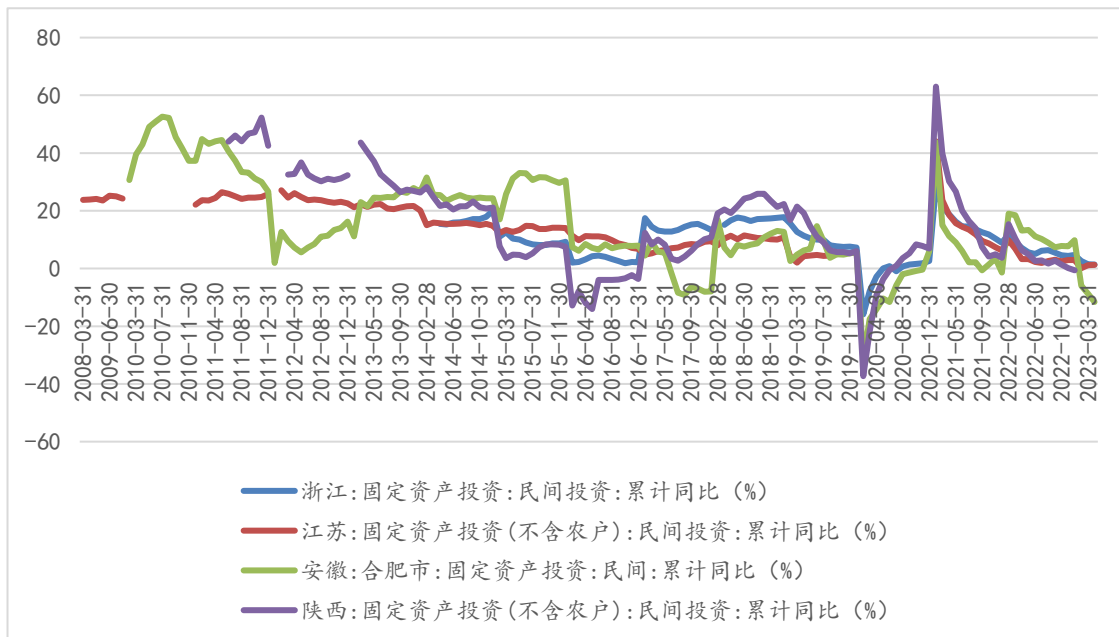


资料来源：IFIND，中原证券研究所

在技术革新和迭代的推动下，疫情过后的社会经济往往会迎来一个快速的发展阶段。当前世界也正处于疫情之后技术革新的关键时期：人工智能目前已经具备图文编撰和智能互动的能力，腾讯和百度主导了大模型的建造和训练，通过与实务参数相结合，大模型将会深刻地改变社会中的千行百业，大幅度地提升第三产业的产出效率。

二级市场的表现正是经济结构和经济趋势的反映。科技强、消费弱；主导产业强、民生产业弱；基建投资强、私人部门投资弱，成为经济结构中的显著特征。我国经济的国家主导型特征较别国更为显著，科技创新从政策出台，到资源聚焦，再到产业估值上升，最后传导至企业产出，国家资本与头部民营资本主导了主体部分和关键环节。一季度银行信贷数量高增，其中很大部分流向了高新技术产业：根据中国人民银行的统计，高新技术制造业的中长期贷款增幅高于全部贷款余额增幅 30.7 个百分点，资源聚焦于高新技术的趋势较为突出。根据国家统计局的数据，一季度固定资产投资保持较高增长的行业包括汽车、计算机、通信、电子、仪表和电气，而食品、家具、纺织等与民生消费相关的投资仍然维持在负增长区间。参考 PMI 数据，5 月大型企业的 PMI 上升 0.7 个百分点至 50%，处于景气度上方；而中小企业的 PMI 继续下滑至 47.6% 和 47.9%，已经连续两个月位于景气度下方。从部分省市的民间投资增长数据，也可看出自 2022 年一季度之后，几个重要的经济省市的民间投资增长持续下滑，2023 年 1 至 4 月降到了较低水平，如：浙江省、江苏省、合肥市 2023 年 1 至 4 月期间的民间投资增幅分别降至 1.4%、1.3% 和 -11.6%。因而，二级市场的表现正是经济结构和经济趋势的反映，即经济对于国家资本密集型产业的倚重程度较高，而私人部门的投资和消费在经济结构中的表现相对较弱。

图 4：部分省市的民间投资增速（累计同比；%）



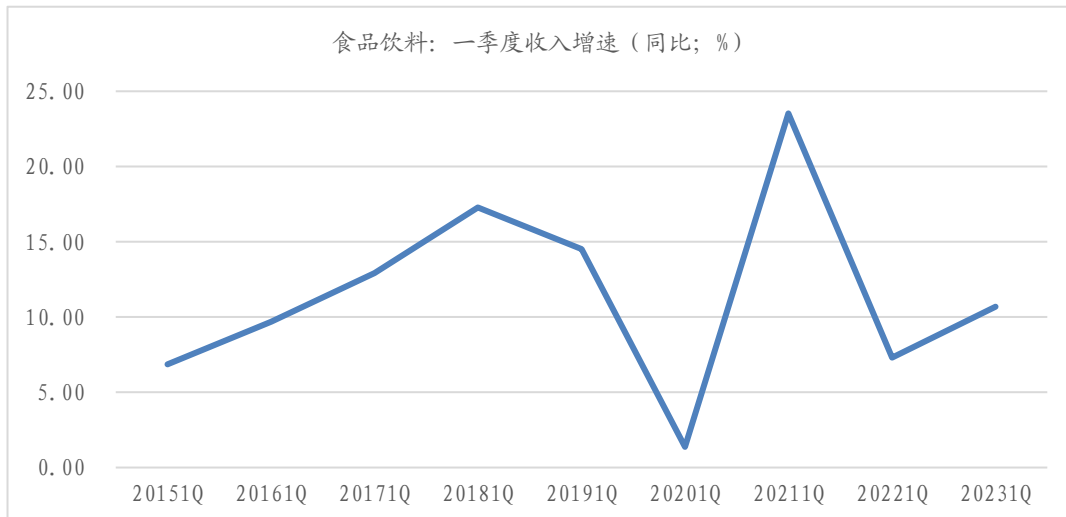
资料来源：浙江省统计局，江苏省统计局，安徽省统计局，陕西省统计局，中原证券研究所整理

## 2. 基本面回顾

2023 年一季度，食品饮料上市公司的各项业绩指标都在积极修复，基本面呈现向上的趋势。

20231Q，食品饮料板块的营收增长修复较好。根据 2023 年 5 月 18 日外发报告《食品饮料行业 2023 年一季度业绩分析》中的观点：预制食品、保健品、啤酒、软饮料的收入增幅走阔，录得双位数的较高增长；而白酒和烘焙食品的销售增长维持在较高水平，波动不大。相比 2015 至 2023 年同期均值，20231Q 预制品、保健品、啤酒、软饮料的收入增长较过往仍有提振，白酒和烘焙食品的收入增长与过往基本持平，而调味品、乳制品的收入增长有所放缓。

图 5：食品饮料上市公司历年一季度收入增长情况（2015 年至 2023 年）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

20231Q，上市公司的成本压力进一步回落，表现为收入和成本增幅落差收敛，成本增长缓于收入增长。根据 2023 年 5 月 18 日外发报告《食品饮料行业 2023 年一季度业绩分析》中的观点：饮料制造类上市公司的成本压力相对较小，一季度上市公司的成本增速已经降至收入之下；而食品制造类上市公司的成本压力相对较大，但从一季度的情况来看，成本压力的峰值已经过去，表现为收入增长和成本增长之间的落差较过往的八个季度显著收敛。尽管一季度的成本增幅仍略高于收入，但是参照近期的通胀走势，我们预计二季度食品制造板块的成本将会进一步回落，下半年食品上市公司的盈利将显著回升。

图 6：食品饮料板块的收入-成本增幅落差（%）

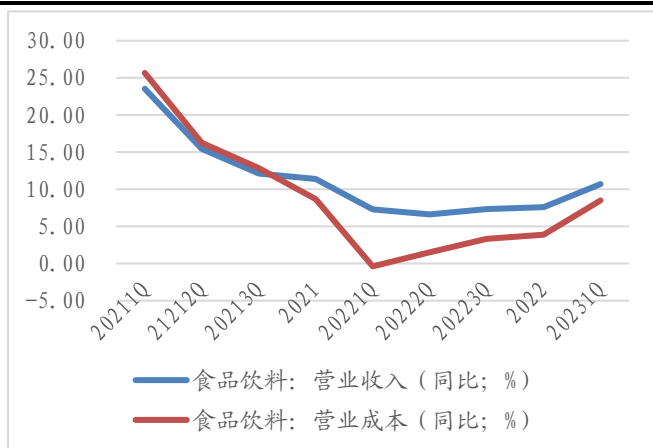
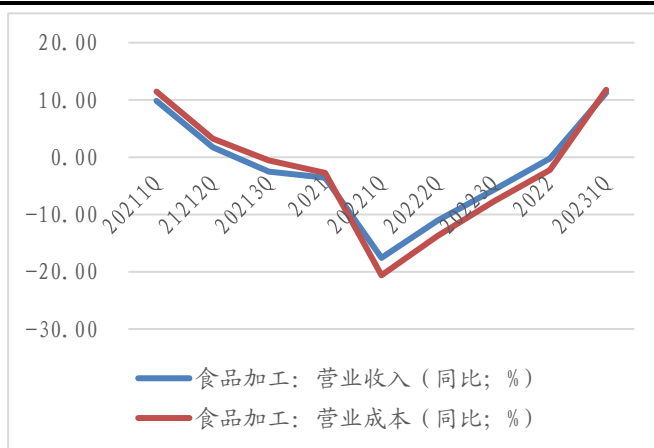


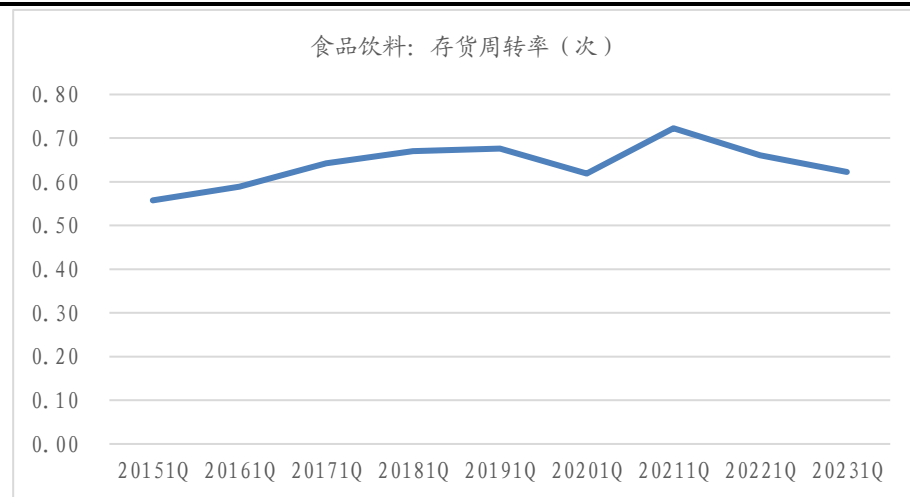
图 7：食品板块的收入-成本增幅落差（%）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

20231Q，食品饮料板块的存货周转率为 0.62，低于 2017 至 2022 年同期均值 0.67，整体仍有待修复和提升，且板块内部的情况也有所分化。根据 2023 年 5 月 18 日外发报告《食品饮料行业 2023 年一季度业绩分析》中的观点：20231Q，食品制造、啤酒和软饮料板块的存货周转率同比提升，且较 2020、2021 年同期也有所上升，趋势上呈现积极态势。但是同期，白酒、调味品和乳制品的存货周转率下降：20211Q 达到动销峰值后，20221Q 和 20231Q 白酒和乳制品的存货周转率连续下降；调味品板块的存货周转率较 2021、2022 年同期下滑，回落至常态水平。

图 8：食品饮料板块的存货周转率（20151Q-20231Q）

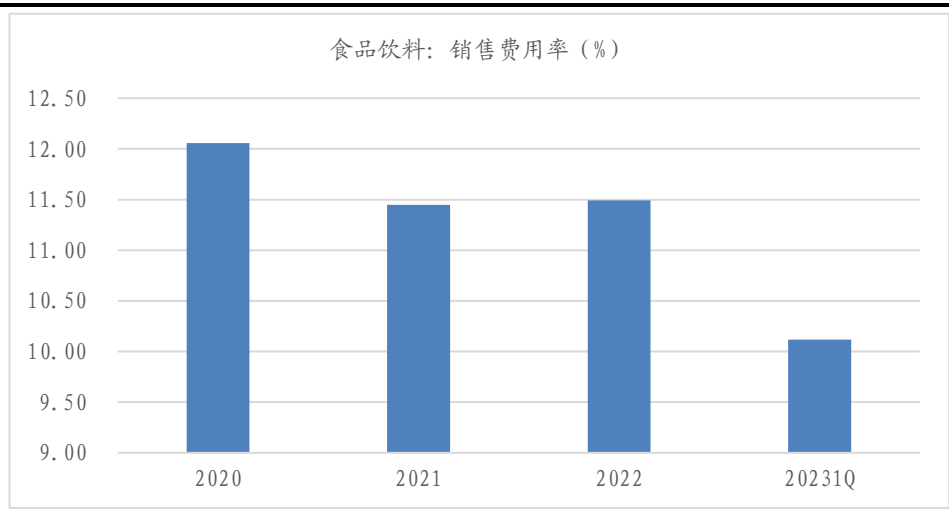


资料来源：IFIND，中原证券研究所



2020 年至 2023 年一季度，上市公司的各项投入大幅收缩，表现为销售和管理费用率的持续下降。根据 2023 年 5 月 18 日外发报告《食品饮料行业 2023 年一季度业绩分析》中的观点：2020 年以来，食品饮料板块的销售费用率加速下降：根据 IFIND 的数据，由于销售规模增长，20191Q 的销售费用率较 20161Q 下降了 1.13 个百分点，而 20231Q 较 20201Q 下降了 2.59 个百分点。当考察期间的年度销售费用率时，下降的趋势和幅度是一致的。我们认为，2020 年以来，食品饮料上市公司在市场营销和广告宣传方面普遍地收缩了费用投入。一方面，2020 年以来市场需求和销售增长疲弱，使得费用投入的必要性下降；另一方面，由于近两年的经营成本过高，企业经营行为从扩张转向收缩，通过减少投入以确保利润。

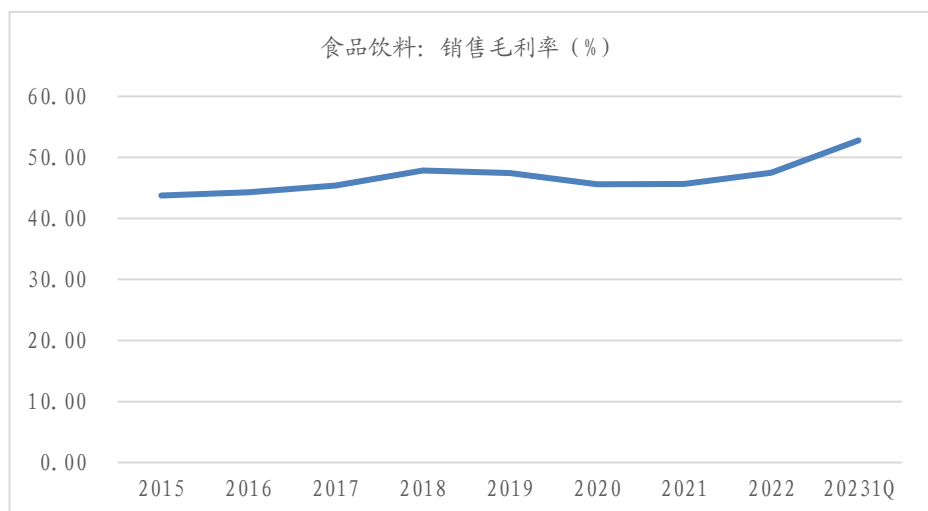
图 9：食品饮料板块的销售费用率大幅下降



资料来源：IFIND，中原证券研究所

随着 2022 年下半年大宗商品价格回落以及产品提价，20231Q 多数产品的毛利率出现明显回升。根据 2023 年 5 月 18 日外发报告《食品饮料行业 2023 年一季度业绩分析》中的观点：2020 年之后，食品饮料各项的毛利率普遍下滑，但随着 2022 年下半年大宗商品价格回落以及产品提价，20231Q 多数产品的毛利率出现明显回升。但是，啤酒、预制食品板块的毛利率持续下滑：啤酒在 2020 年升级较快，当期毛利率大幅升高，之后毛利率持续回落；预制食品的毛利率持续下滑，主要是当前激烈的市场竞争所导致。

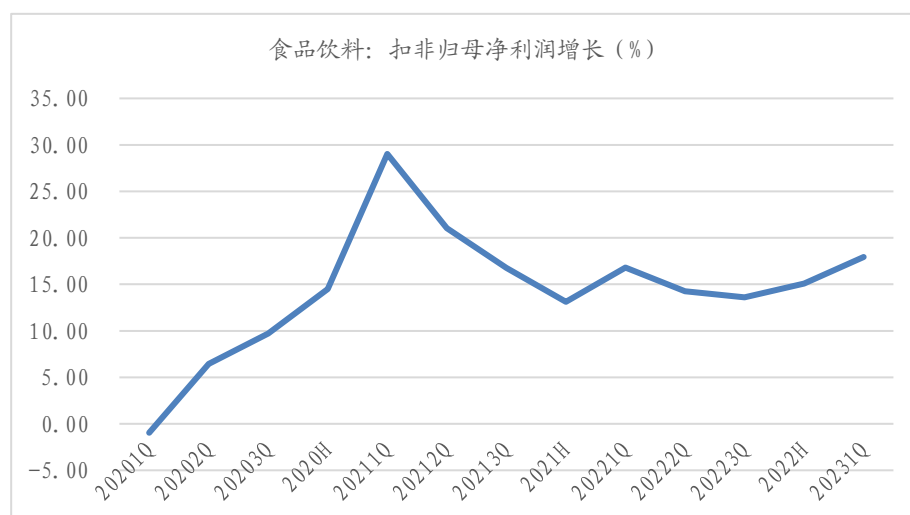
图 10：食品饮料板块的毛利率显著回升



资料来源：IFIND，中原证券研究所

从趋势上看，食品饮料上市公司的业绩增长已经走出底部区域。根据 2023 年 5 月 18 日外发报告《食品饮料行业 2023 年一季度业绩分析》中的观点：20231Q 食品饮料上市公司的净利润增长达到 17.94%，较 2020、2021、2022 年分别高出 3.45、4.81 和 2.84 个百分点，呈现向上的态势。其中，休闲食品、保健品、啤酒和软饮料业绩向上弹性较大，修复至 2021 年上半年的较高水平；白酒和预制品一季度业绩增长相比上年下滑，部分与上年较高的基数有关，但从趋势上看，白酒、乳品和调味品的业绩增长中枢下沉。

图 11：食品饮料板块的净利润增速持续回升

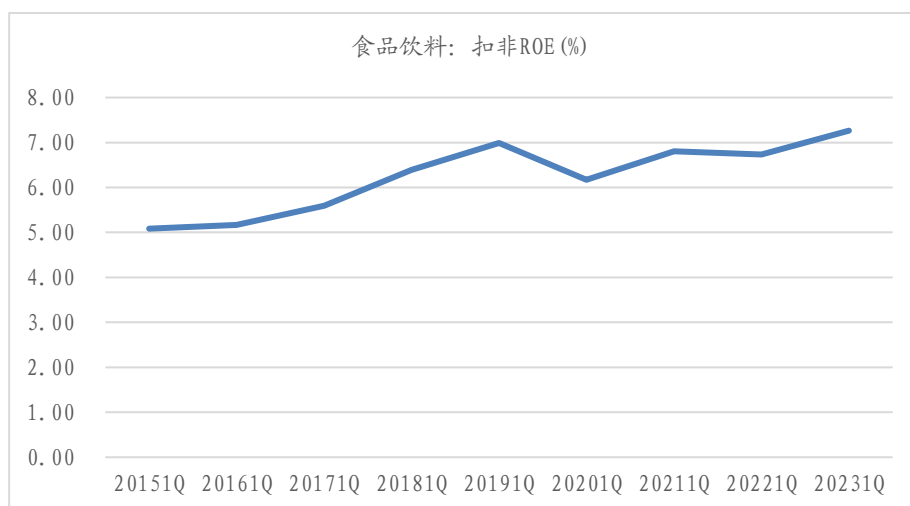


资料来源：IFIND，中原证券研究所



上市公司的 ROE 自 2020 年一季度的低位持续攀升，2023 年一季度已经超过 2019 年的同期水平。但是，我们认为盈利上升主要来自成本推动下的提价，以及各项费用的大幅收缩，而并非源于实质繁荣；下一阶段，随着成本回落，上市公司将有能力加大市场投入，以迎来更高质量的增长。根据 2023 年 5 月 18 日外发报告《食品饮料行业 2023 年一季度业绩分析》中的观点：20231Q，白酒、啤酒、预制食品的 ROE 持续上升，保健品、软饮料、休闲食品的 ROE 触底反弹，调味品和乳制品的 ROE 持续下滑。尽管啤酒和预制食品的毛利率下滑，但是 ROE 指标呈上升趋势，我们认为行业产出规模化以及费用投入边际减少的结果。

图 12：食品饮料板块的 ROE 持续升高



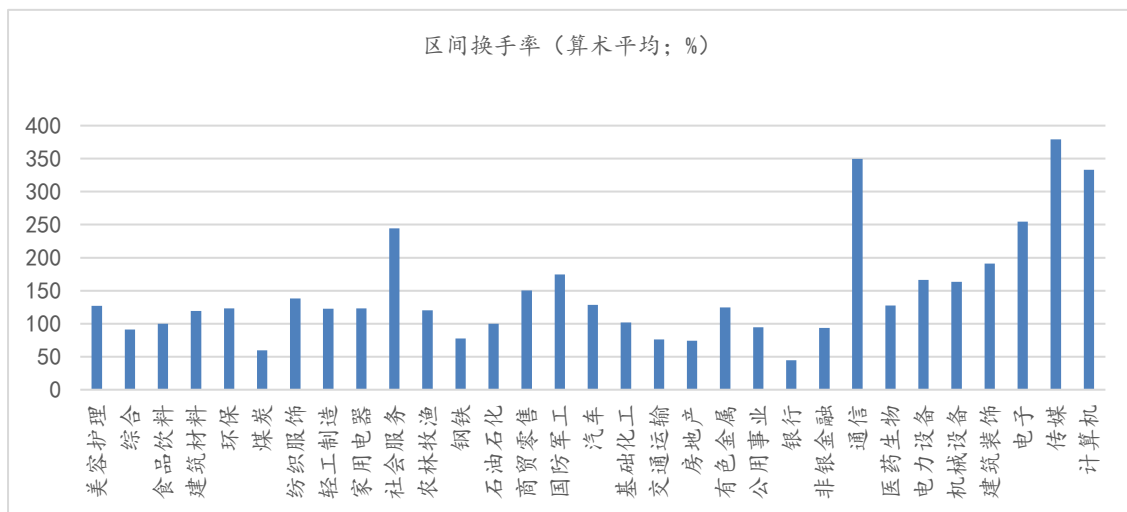
资料来源：IFIND，中原证券研究所

### 3. 食饮表现与其基本面形成反差

食品饮料板块的二级市场表现与其当前基本面形成反差，上市公司的基本面优异而二级市场股价却连续下跌。如前所述，其中存在两个主要的原因：资金层面上，主流投资对消费形成压制；经济层面上，社会消费数据相对较弱。

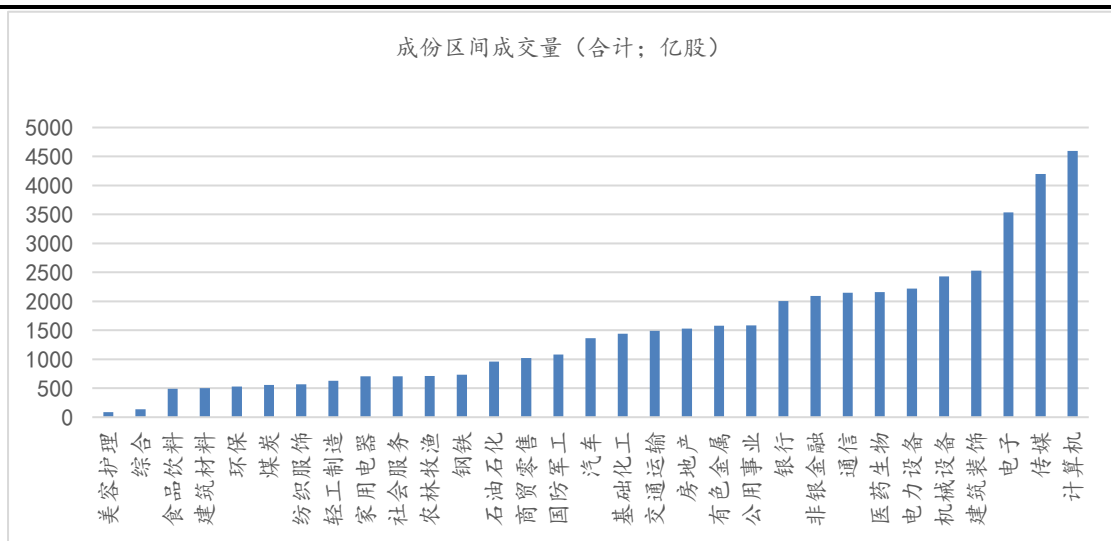
资金方面，通信、传媒科技革新相关产业吸引了主流资金；此外，在对央企国企重新估值的过程中，基建、石化、银行等基本盘较大的上市公司也会虹吸部分资金。根据 IFIND 的统计，2023 年 3 至 5 月期间，食品饮料的二级市场成交量在各一级行业中位居倒数第三；期间换手率位居倒数第九。可见，2023 年 3 月之后，市场对于食品饮料的关注度和参与度降至较低水平。

图 13：一级行业的二级市场换手率（%；2023 年 3 月至 5 月）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

图 14：一级行业的二级市场成交量（亿股；2023 年 3 月至 5 月）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

2023 年以来，粮油、食品饮料、日用品、家电等生活必须用品的消费增长低于往年中枢水平，而体育娱乐用品、服装、药品、金银珠宝等品类的消费保持了良好的增长，二级市场表现正是对这种分化的反映。

根据国家统计局的数据，2023 年 1 至 4 月，社会消费零售总额累计同比增长 8.5%，相比 2015 至 2019 年同期均值 9.73%（下称“基准”）仍低了 1.2 个百分点，尽管 2015 至 2019 年期间的消费增长水平已经在逐年下滑。其中，2023 年 1 至 4 月，商品零售额累计同比增 7.3%，相较基准 9.62%下降 2.3 个百分点，增长情况不如服务消费

在商品消费中，高端品类金银珠宝保持高增长；体育娱乐、中西药、服装等可选品类保持

稳健增长；而食品饮料、日用品、家用电器等必选品类出现负增长。具体地，2023 年 1 至 4 月，金银珠宝类商品零售额累计同比增 18.5%，较基准提升了 14.43 个百分点；中西药类商品零售额累计同比增 13.3%，较基准提升 1.18 个百分点；服装类商品零售额累计同比增 13.4%，较基准提升 6.04 个百分点；体育娱乐类商品零售额累计同比增 10.10%，较基准提升 1.74 个百分点；餐饮零售额累计同比增 19.8%，较基准提高 9.18 个百分点。上述消费领域 2023 年 1 至 4 月的零售额增长超过了 2015 至 2019 年同期的平均水平，消费领域偏向于休闲和改善。与此形成反差的是，食品饮料累计同比增 5.9%，较基准下降 4.64 个百分点；日用品类商品零售额累计同比增 6.2%，较基准下降 6.08 个百分点，家用电器类商品零售额累计同比增-0.3%，较基准下降 9.42 个百分点。上述消费偏向于基础消费。粮油、食品饮料、日用品、家电等生活必须用品的消费增长低于往年中枢水平，而体育娱乐用品、服装、药品、金银珠宝等品类的消费保持了良好的增长。我们认为，随着社会的发展，居民对于必需品的消费总量接近饱和，其增量回落是必然趋势；此外，房地产购置需求缩量后，其周边需求如家电家具、装饰材料等也将会长期走弱。必选消费将会向可选消费腾挪，正如我们看到纺织服装、中西药、体育娱乐和金银珠宝等消费领域的数据相对乐观。鉴于可选消费的情况较好，我们建议市场或可对社会消费抱持相对乐观的展望。

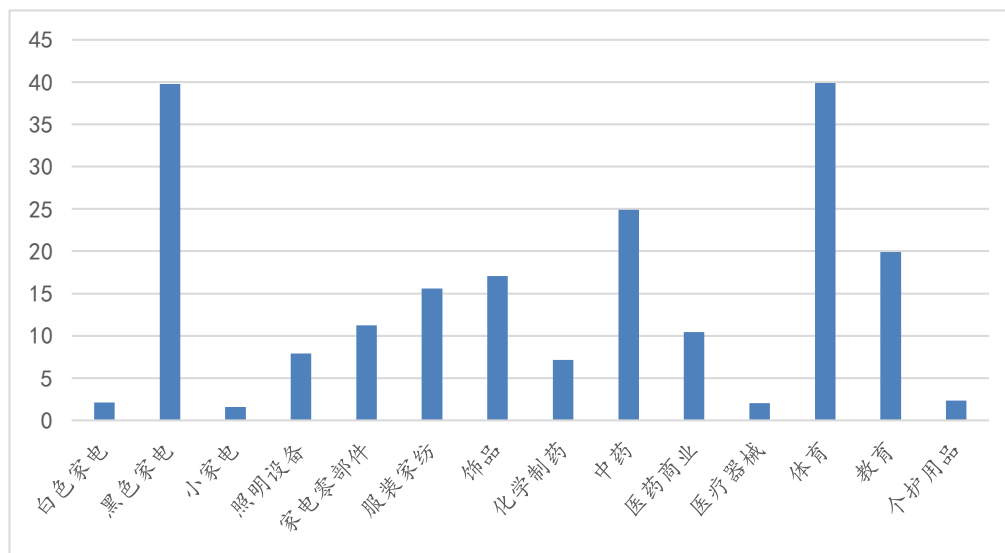
表 1：社会零售分项增长情况（累计增长；%）

	金银珠宝	日用品	体育娱乐用品	家用电器 音像器材	中西药品	粮油食品 饮料烟酒	服装鞋帽 纺织品	餐饮
15 年 1 至 4 月	4.94	14.19	10.29	12.61	14.82	11.60	10.61	11.40
16 年 1 至 4 月	-2.10	11.30	17.10	7.70	13.80	11.50	7.20	11.40
17 年 1 至 4 月	7.80	8.40	15.10	8.60	11.20	10.80	7.10	10.90
18 年 1 至 4 月	7.50	12.20	2.60	10.10	9.80	9.60	9.70	10.10
19 年 1 至 4 月	2.20	15.30	-3.30	6.60	11.00	9.20	2.20	9.30
AVERAGE	4.07	12.28	8.36	9.12	12.12	10.54	7.36	10.62
20 年 1 至 4 月	-32.50	-1.20	-0.90	-24.50	4.30	1.82	-29.00	-41.20
21 年 1 至 4 月	81.50	28.90	39.40	30.70	13.10	15.05	48.10	67.70
22 年 1 至 4 月	0.20	2.50	-4.50	2.40	8.80	9.26	-6.00	-5.10
23 年 1 至 4 月	18.50	6.20	10.10	-0.30	13.30	5.90	13.40	19.80
最近一期较基准变化百分点	14.43	-6.08	1.74	-9.42	1.18	-4.64	6.04	9.18

资料来源：国家统计局 中原证券研究所

对于消费的分化，二级市场也给出了及时的反应：2023 年 1 至 5 月期间，录得上涨的消费板块包括：服装家纺、饰品、化学制药、中药、医药商业、医疗器械、体育、教育和个护，多为可选的、改善性的消费。

图 15：2023 年 1 至 5 月期间录得上涨的消费板块（涨跌幅，%）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

## 4. 促内需政策

尽管我们主张对于消费不必过分悲观，但是长期来看压制消费的因素仍然存在。居民收入和社会就业决定社会消费的真实能力，居民债务压力减轻将能够长期释放消费需求。我们从居民收入、社会就业和居民债务三个方面来阐述中长期视角下社会消费的能力。

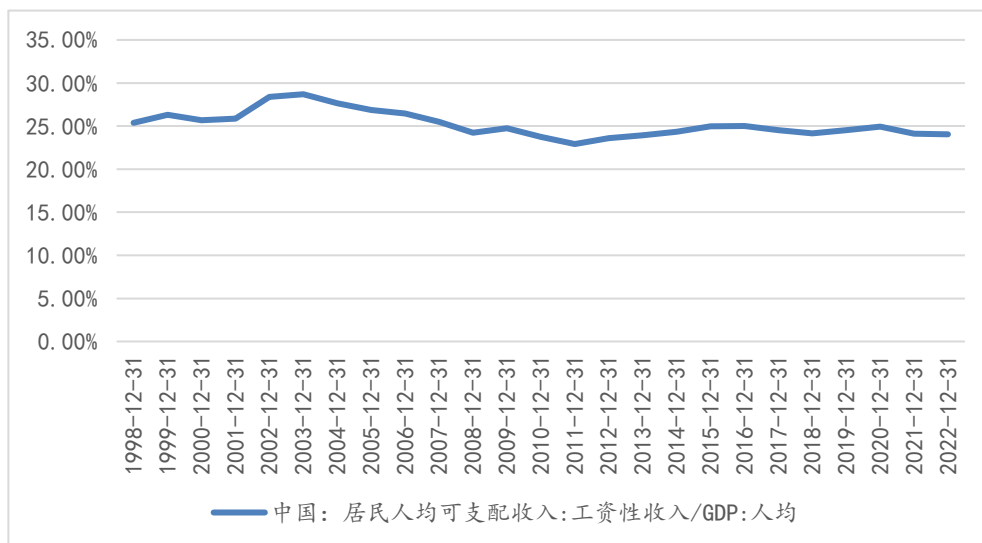
### 4.1. 居民收入

中国居民的工资收入在 GDP 中占比偏低，是抑制消费的长期原因之一。

根据国家统计局的数据，中国居民的工资性收入在 GDP 中的占比在 2003 年达到 28.7%，是有统计以来的峰值；该指标自 2003 年之后下降，2015 年之后稳定在 25% 上下，2022 年降至 24.03%。相比欧美发达国家，中国的居民收入在 GDP 中的占比偏低，以 2021 年为例，中国居民的工资性收入在 GDP 中的占比为 24.12%，同期欧盟国家为 37.81%，美国为 79.81%。随着中国经济体量快速增长，居民收入在其中的占比不升反降，反映了 2003 年以来居民对社会财富的分享权益收缩的事实。

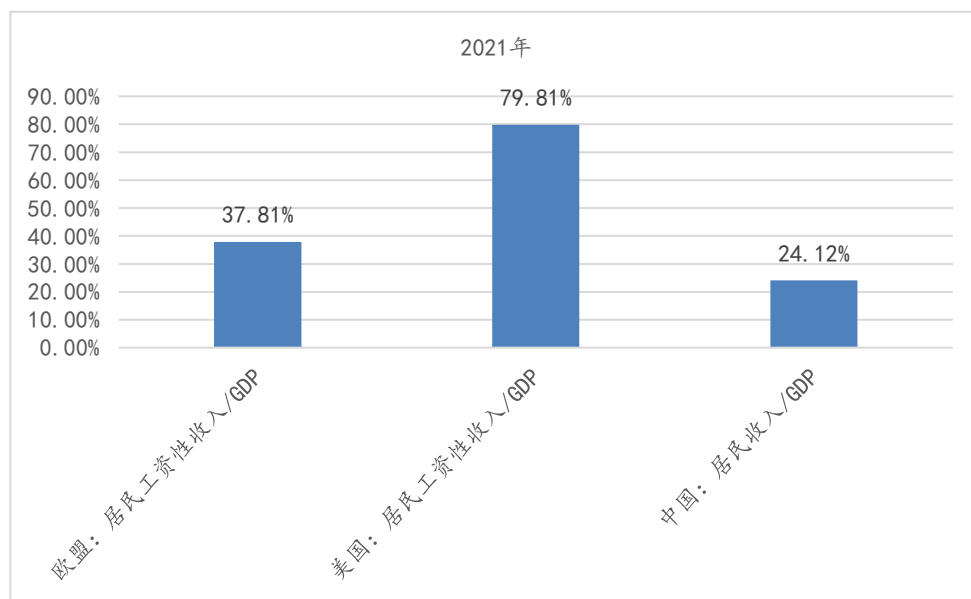
中国的社保支出在 GDP 中的占比自 2007 年以来持续攀升，从 2007 年的 10.19% 升至 2020 年的 21.71%，疫情三年来该数据有所下滑，2022 年降至 20.25%。尽管近二十年间中国的社会保障情况显著改善，但是与欧美发达国家仍有差距。以 2020 年为例，中国的社保支出在 GDP 中占比为 21.71%，同期欧盟国家为 30.26%，美国为 20.2%。

图 16：居民人均工资性收入在人均 GDP 中的占比



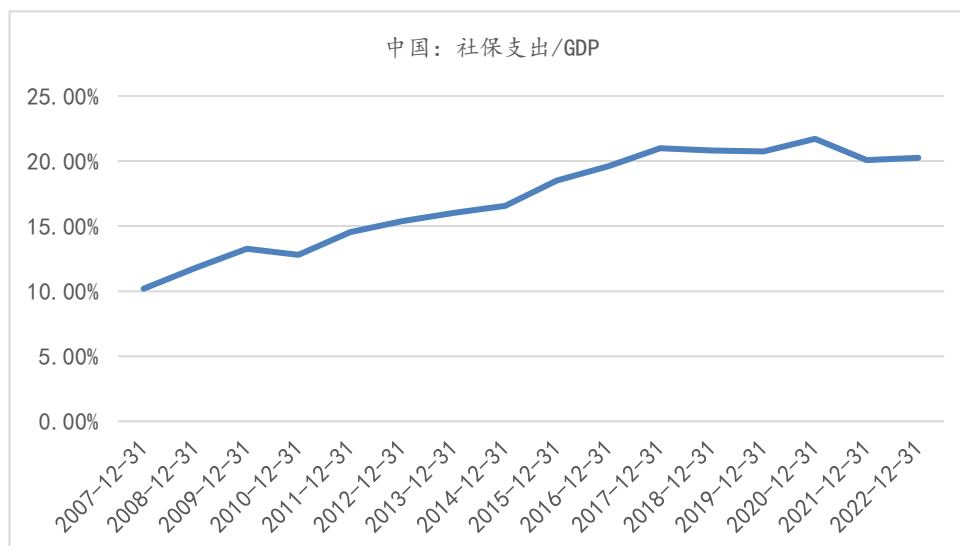
资料来源：国家统计局 中原证券研究所

图 17：2021 年各国（地区）居民工资性收入在 GDP 中的占比



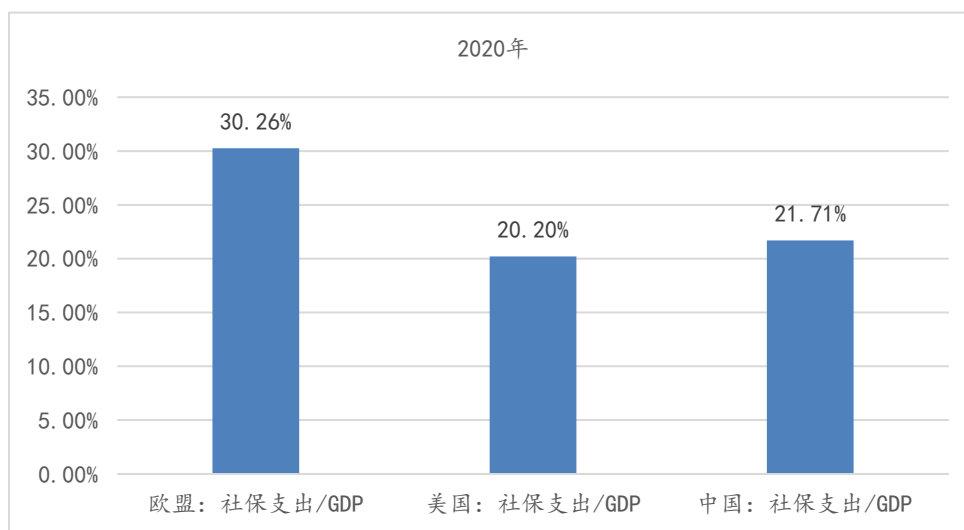
资料来源：国家统计局，美国经济分析局，世界银行，经合组织，欧盟统计局，中原证券研究所

图 18：中国社保支出在 GDP 中的占比



资料来源：国家统计局，国家财政部，中原证券研究所

图 19：2020 年各国（地区）的政府社保支出在 GDP 中的占比



资料来源：欧盟统计局，经合组织，国际货币基金组织，国家财政部，国家统计局，中原证券研究所

## 4.2. 社会就业

新增社会岗位数量下降，就业供给缺口扩大；社会服务、房地产、传媒等民营企业集中的行业普遍性减员。当前的社会就业矛盾是造成消费趋弱的短期原因。此外，新生代一直是推动消费升级的主流人群，新生代所面临的就业难题将削弱该群体的消费能力，使得消费升级停滞。

根据国家统计局年鉴，2019 年之后社会新增就业岗位数量持续下降：2019 年社会新增就业岗位为 1354 万个，到 2022 年降至 1206 万个。但是，应届毕业生数量从 2019 年的 1385 万个



增至 2022 年的 1655 万个。也即，仅就应届毕业生的就业需求而言，岗位缺口从 2019 年的 31 万个扩大至 2022 年的 449 万个。如考虑到社会再就业的需求，岗位缺口应进一步扩大。

根据“BOSS 直聘”在 2023 年一季报中所披露的数据：2023 年一季度，公司的平均月活跃用户为 3970 万人，较上年同期增长 57.5%；但是同期，公司的付费企业客户为 400 万家，较上年持平，并无增加。根据“猎聘”在 2022 年年报中所披露的数据：2022 年，公司的个人用户数量达到 8350 万人，同比增 12.9%；同期，企业客户数量为 7.07 万家，同比下降 2.6%。由此推测，2022 年求职平台的岗位需求增加幅度远大于供给。相对过剩的劳动力部分流向了外卖、快递、私家车等行业。根据“滴滴”披露的数据：疫情三年以来，滴滴活跃司机数量增加 1200 万，外卖骑手增加 800 万，共计增加 2000 万人。最后，高端学历人才向低端岗位流动也是当前的就业趋势之一：根据美团发布的《2020 年上半年骑手就业报告》，美团骑手中具有大学学历的人员占比在 2018 年为 15%，2020 年上升到 24.7%。

图 20：2007 至 2022 年社会新增岗位数量（万个）

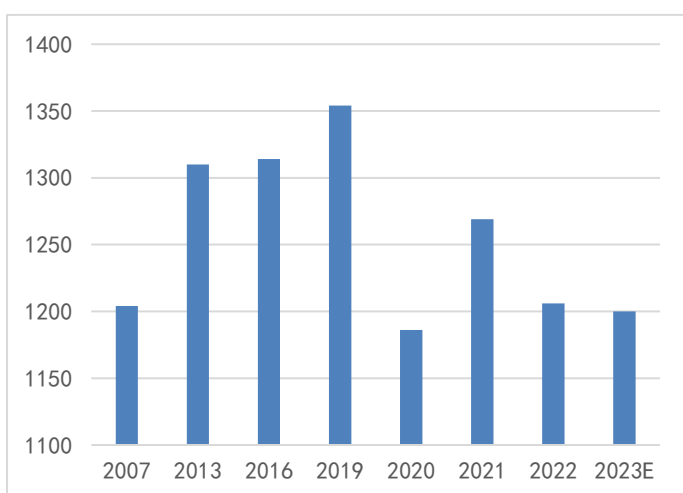
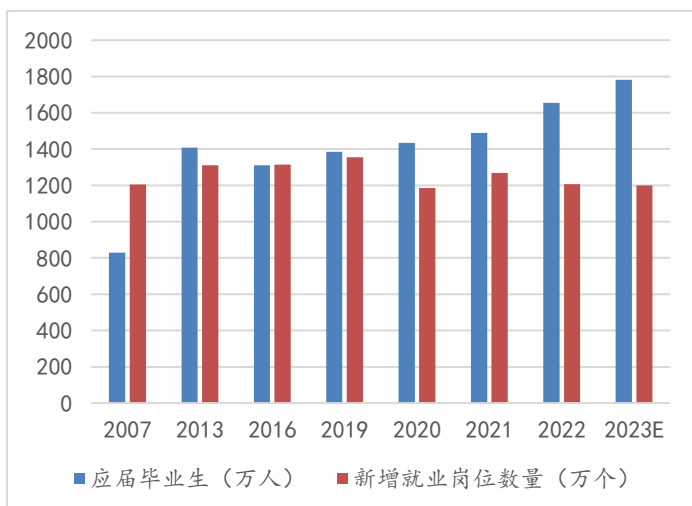
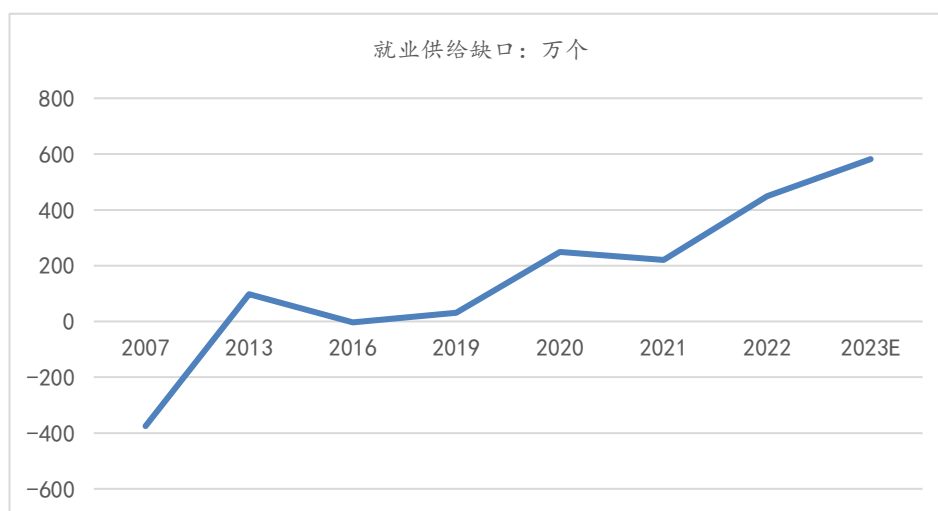


图 21：应届毕业生和新增社会岗位数量比较



资料来源：国家统计局年鉴，中原证券研究所

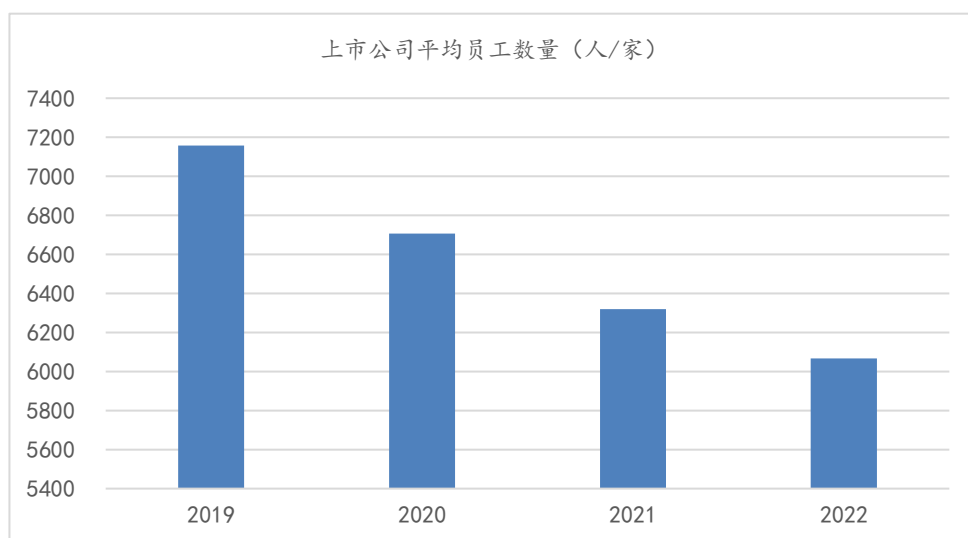
图 22：就业供给缺口上升（万个）



资料来源：国家统计局年鉴，中原证券研究所

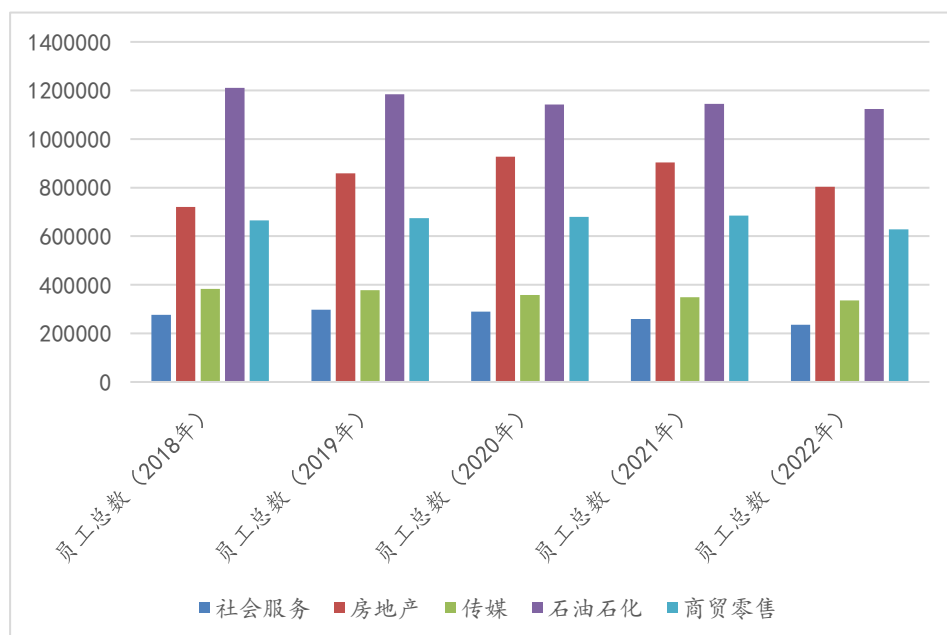
此外,根据上市公司所披露的信息,近些年上市公司的平均员工数量也大幅度减少,自 2019 年的 7157 人降至 2022 年的 6067 人,减员主要集中在社会服务(包括专业服务、住宿餐饮、旅游景区、教培等行业领域)、房地产、传媒、商贸零售和石油石化等行业板块,期间员工总人数分别减少 6.27 万人、5.48 万人、4.3 万人、4.64 万人和 6.08 万人,减员行业多为受到疫情影响较大的行业,以民营的第三产业为主。

图 23：上市公司平均员工数量下降



资料来源：证券交易所 中原证券研究所

图 24：上市公司员工平均人数呈下降趋势的行业板块



资料来源：证券交易所 IFIND 中原证券研究所

### 4.3. 居民债务

但是，较为乐观的一面是：中国居民的杠杆率或有望长期下行，随着房贷压力缓解，居民的消费潜力将得以释放。

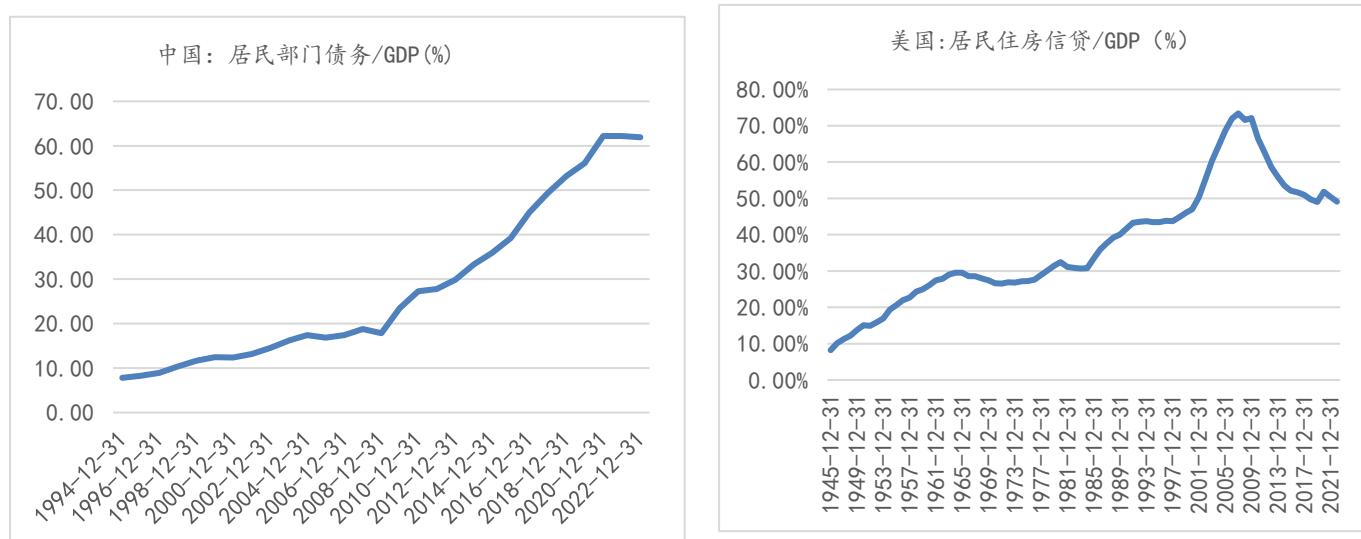
根据中国社会科学院的数据，中国居民部门的杠杆率（居民部门债务/GDP）于 2020 年达到 62.2%：从 1995 年的 8.24% 攀升至 2020 年的 62.2%，中国居民用了 25 年时间，从而完成了商品房普及和居住条件的全面改善。截至 2022 年，中国居民的杠杆率为 61.9%，较 2020、2021 年下降了 0.3 个百分点，为 28 年来首次下降。

根据美联储和美国经济分析局的数据，美国居民的杠杆率（居民住房信贷/GDP）从 1945 年的 8.21% 攀升至 2009 年的 72.12%，用了 64 年的时间。2008 年金融危机后，美国的居民杠杆率持续下降，截至 2022 年降至 49.15%。金融危机之后美国着力将居民部门去杠杆，以防范未来的银行信贷风险。遵循美国的回落曲线，结合中国房地产行业的发展现状，我们认为 2020 年为分水岭，中国居民部门的杠杆率目前恰逢拐点，未来大概率也将会长期回落。

事实上，自 2017 年以后，中国居民的住房信贷增长率就持续回落：2017 年一季度，中国个人住房信贷增长率达到 35.7% 的阶段高点，之后延续回落态势，至 2022 年降至 1.2%，2023 年一季度降至 0.3%。

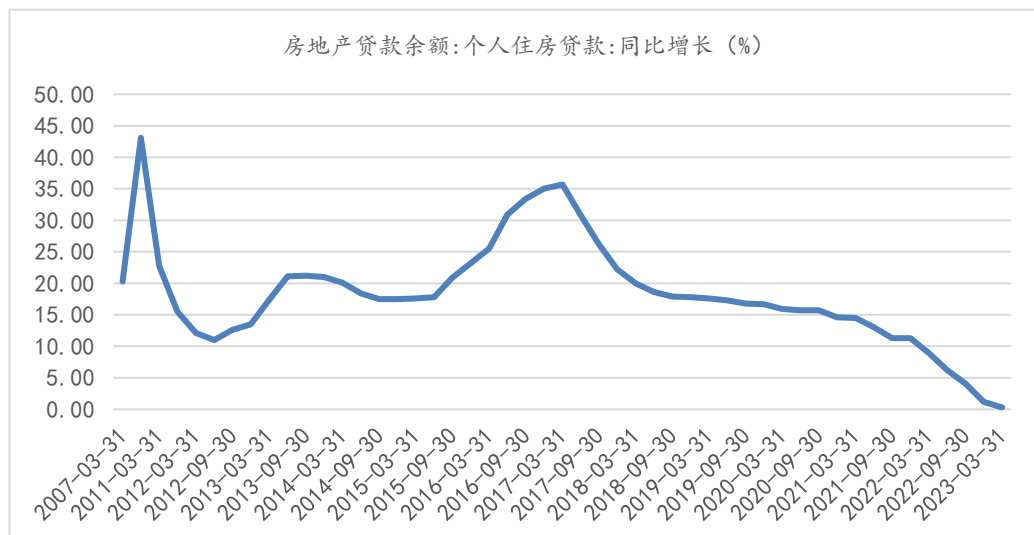
综上，如果未来居民的房贷压力逐步缓解，将可消除最大的消费抑制，释放真实的居民消费需求。

图 25：中美居民杠杆率比较



资料来源：中国社会科学院，美联储，美国经济分析局，中原证券研究所整理

图 26：中国居民个人住房贷款增长



资料来源：中国人民银行，中原证券研究所

#### 4.4. 结论

尽管我们主张对于消费不必过分悲观，但是短期来看压制消费的因素仍然存在。居民收入和社会就业决定社会消费的真实能力，在上述两个维度上我们面临较大的压力。中国居民的工资收入在 GDP 中占比偏低，是抑制消费的长期原因；新增社会岗位数量下降，就业供给缺口扩大，社会服务、房地产、传媒等民营企业集中的行业普遍性减员，当前的社会就业矛盾是造成消费趋弱的短期原因之一。此外，新生代一直是推动消费升级的主流人群，新生代所面临的就业难题将削弱该群体的消费能力，使得消费升级停滞。但是，较为乐观的方面是，中国居民的杠杆率或有望长期下行，随着房贷压力缓解，居民的消费潜力将能够得以释放。

#### 4.5. 促进经济，政策在途

“逆周期调节政策”已经在途，下半年经济有望向积极的方面转化。四、五月宏观经济指标较一季度回落，经济的修复成色有待验证。4月28日的政治局会议强调“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，而内生性动力还不强”。四月，国家领导人赶赴全国各地展开实地调研，再一次申明“要全面深化改革，扩大对外开放水平”，提出了“要增强内生发展动力，扩内需稳外需”。可见，“扩内需”成为近来顶层政策勾画中的“关键词”。因而，下一阶段食品饮料板块的市场表现将很大程度上取决于政策增量，即围绕“扩内需”展开的细化政策的落地实施。此外，按照央行《2023年一季度货币政策报告》的观点，即“我国不存在长期通缩或通胀的基础”，因而随着国内经济内生性动力的复原，制约板块表现的价格因素下半年也有望消除。6月7日，中国央行行长易纲赴上海调研金融支持实体经济的具体情况，期间重提“逆周期调节”的表述。6月13日，逆回购降息落地实施，且当日发改委连同四部门发布《关于做好2023年降成本重点工作的通知》，从税惠、贷款利率、企业成本等方面部署了降成本的具体措施。由此来看，新

引力“逆周期调节”的政策窗口期已经打开，后续稳增长措施将从财政、货币及产业等层面协同发力”。

大力发展民营经济，拉动居民和企业消费是解决就业和收入问题的关键途径。降低民营企业成本、鼓励民营企业家的展望，随着盈利修复民营企业有望再度启动投资，从而提供更多的社会就业岗位。社会就业改善的条件下，社会消费才有望复苏。孙立平在《通缩，什么样的通缩，不要将其与一般通缩混为一谈》（孙立平，2023.4.12）的报告中建议资源应从高端制造、基础设施建设等国家大计领域向民生让渡下沉。张鲁言在《提倡消费是故意误导中国？与林毅夫先生商榷》（张鲁言，2023.5.25）的报告中认为：由于投资带来的边际效用越来越小，经济发展至今消费应被给予更多的重视；消费将带动电子、通信、汽车、精细化工等产业的繁荣；此外，与消费对接的第三产业的发展对于增加工作岗位更加直接有效。王明远在其报告《唯有发展民营经济，才能解决社会就业问题》（王明远，2023.5.5）中提到：每创造1%的GDP，民营企业创造的就业岗位是国企的3至3.4倍；2015至2020年期间，每增加100亿元固定资产投资，民营企业可以增加12.4万个就业岗位，而国企为负数。所以，“解决就业问题还得靠发展民营经济，给予企业良好的营商环境，让民营经济在稳定发展中，释放更多的就业岗位，别无其它途径”（王明远，2023.5.5）。降低民营企业成本、鼓励民营企业家的展望，随着盈利修复民营企业有望再度启动投资，从而提供更多的社会就业岗位，社会就业改善下社会消费才有望复苏。

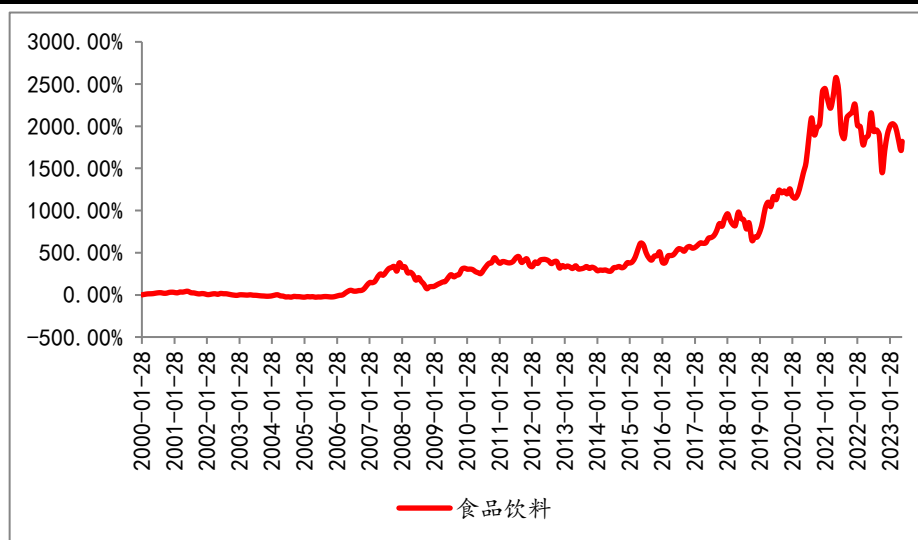
## 5. 投资策略

拉长时间来看，2023年3至5月的板块回踩是自2021年5月以来较大级别调整的一部分。自2023年3月以来，食品饮料板块连续下跌三个月，下跌幅度12.38%，抹去了2022年12月至2023年2月期间66.92%的涨幅。拉长时间来看，本次板块回踩是自2021年5月以来较大级别调整的一部分。自2021年5月开始，食品饮料板块趋势上即呈现回调态势，这是由于2020年板块上涨过快、涨幅过大，从而导致估值过高，之后便引发了自2021年5月开始的估值回调行情。

从历史行情来看，本轮板块回调在时长和幅度两方面基本调整到位。

2000年以来，食品饮料板块经历过几次下跌：第一次自2008年1月至2008年10月，历时10个月，跌幅61.8%；第二次自2012年8月至2014年6月，历时22个月，跌幅4.06%；第三次自2015年6月至2016年2月，历时8个月，跌幅23.97%；第四次自2018年6月至2018年10月，历时4个月，跌幅28.13%；第五次自2021年5月至2023年5月，历时24个月，跌幅18.49%，本轮回调为第五次。以历史数据为参照，本轮板块回调在时长和幅度两方面都基本调整到位。

图 27：食品饮料板块二级市场行情（2000 年至 2023 年）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

表 2：食品饮料板块历次下跌的时长和幅度

	时间区间	时长（月）	跌幅（%）
第一次下跌	2008 年 1 月至 2008 年 10 月	10 个月	-61.8%
第二次下跌	2012 年 8 月至 2014 年 6 月	22 个月	-4.06%
第三次下跌	2015 年 6 月至 2016 年 2 月	8 个月	-23.97 %
第四次下跌	2018 年 6 月至 2018 年 10 月	4 个月	-28.13%
第五次下跌	2021 年 5 月至 2023 年 5 月	24 个月	-18.49%

资料来源：IFIND 中原证券研究所

从估值来看，目前板块估值处于历史较低水平，进一步下探的空间不大。根据估值倾向于向中枢靠拢的理论，我们认为板块估值目前具备向上的动能。

我们梳理了 2000 年迄今食品饮料板块估值的波动数据，期间板块估值出现五次较大的波动：2000 至 2005 年，2006 至 2008 年，2009 至 2014 年，2014 至 2018 年，2020 年至今。

根据 IFIND 的统计：2001 年 5 月至 2005 年 12 月，板块估值下跌-54.22%，之后的 2006 年 1 月至 2007 年 12 月，板块估值向上反弹了 282.15%。这一轮估值反弹的背景是全球金融危机下国内实施宽松的货币政策，货币放大了估值反弹的力度和幅度。之后，2008 年板块估值下跌-75.26%，2009 年板块估值再次反弹，反弹幅度达到 76.24%。最近一次估值大幅反弹是在 2020 年，幅度达到 155.30%，背景是疫情突然席卷全球，国内实施货币宽松政策以救助经济，因而本轮板块估值上升由货币所推动。2021 年至 2023 年板块估值再度下降，降幅达到 45.4%。

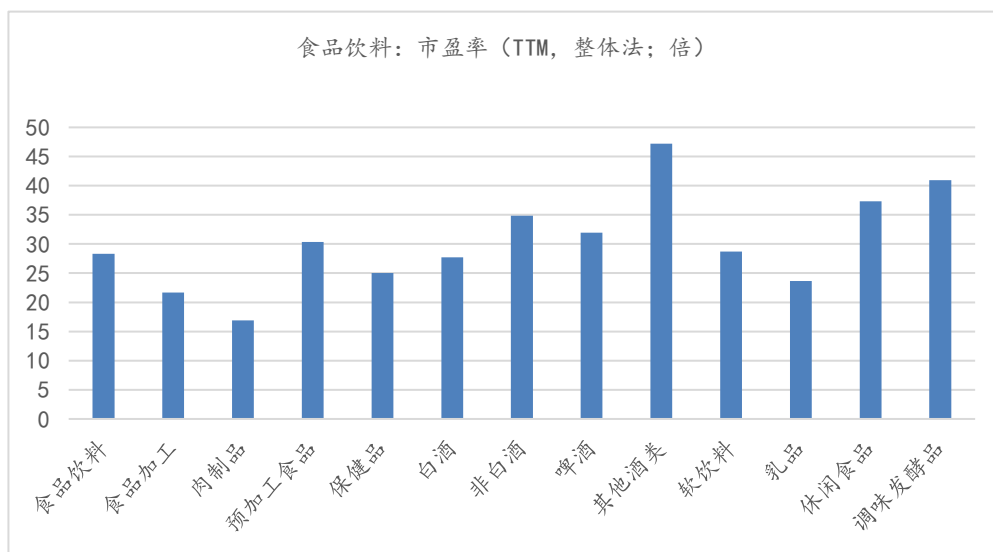
截至 2023 年 5 月 31 日板块估值为 28.33 倍，目前板块估值处于历史较低水平，进一步下探的空间不大。板块在历史上出现过几次估值低点，分别是：2002 年 5 月，估值为 20.31 倍；



2005 年 11 月，估值为 23.58 倍；2008 年 10 月，估值为 22.29 倍；2013 年 8 月，估值为 15.75 倍；2018 年 10 月，21.05 倍；2022 年 10 月，估值为 26.65 倍。目前板块估值处于历史较低水平，进一步下探的空间不大。

假设本轮估值向历史中枢靠拢，并触及 45 倍至 50 倍的水平，目前板块估值还有 50%至 70% 的向上空间。回顾 2000 年以来的板块估值波动，历次估值反弹所触及的水平分别为：2001 年 6 月板块估值向上触及到 52.49 倍，2007 年 12 月达到 90.11 倍，2021 年 1 月达到 53.73 倍。截至 2023 年 5 月 31 日，食品饮料板块的估值为 28.33 倍，假设本轮估值向历史中枢靠拢，并触及 45 倍至 50 倍的水平，目前板块估值还有 50%至 70% 的向上空间。

图 28：食品饮料及其子板块的估值（截至 2023.5.31）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

图 29：食品饮料板块估值（2000 年至 2023 年）



资料来源：IFIND，中原证券研究所

从基本面来看，下半年上市公司的成本有望进一步回落，而盈利将持续改善；此外，根据宏观研究的结论，预计国内库存于三季度见底，之后开启新的补库周期，上市公司的营收增长将随之进一步修复和提振。社会发展到一定阶段，人们对于基础消费的需求将边际减少，但产品升级仍然在途，而休闲娱乐等可选消费仍有望保持较好的增长。因而，市场对于消费的内在分化认识不充分，下半年有望纠偏。对于下半年，我们给予食品饮料板块“同步大市”的投资评级。

下半年，食品饮料板块中推荐啤酒、预制菜、烘焙，以及出口型公司。预制菜和烘焙企业主要以餐供为需求市场，将会受益于当下服务消费率先复苏的趋势。欧美发达国家的需求韧性较好，美国市场经历数个季度去库存后，目前库存消化接近尾声；随着能源价格下行欧洲市场进入修复周期。随着天气转暖，啤酒动销正在加快；近期啤酒的价格结构有所下沉，但随着市场回暖有望重拾升级趋势。下半年的股票投资组合中，啤酒板块推荐青岛啤酒；休闲食品板块推荐广州酒家；餐供领域推荐立高食品、味知香、千味央厨和安井食品；出口型上市公司推荐仙乐健康和安琪酵母。

风险提示：社会消费数据不及预期，从而影响市场决策以及板块的市场表现；外需回落超预期，从而影响出口型上市公司的业绩表现。

表 3：食品饮料行业重点投资标的

公司	总股本 (亿元)	流通股本 (亿元)	股价 (元/股)	ROE (2021)	EPS		PE		投资评级
					2023E	2024E	2023E	2024E	
青岛啤酒	13.64	7.00	96.95	15.30	2.74	3.20	3.75	30.30	增持
洽洽食品	5.07	5.07	42.25	19.40	1.93	2.30	2.72	18.37	增持
仙乐健康	1.81	1.53	32.00	8.09	1.18	1.61	1.94	19.88	增持
安琪酵母	8.69	8.63	36.90	16.40	1.57	1.79	2.18	20.61	增持
立高食品	1.69	0.71	76.70	7.00	0.85	1.80	2.55	42.61	增持
千味央厨	0.87	0.45	66.16	10.12	1.20	1.62	2.11	40.84	增持
味知香	1.00	0.27	59.96	12.01	1.43	1.95	2.43	30.75	增持
安井食品	2.93	2.93	157.16	13.14	3.89	4.65	5.79	33.80	增持
广州酒家	5.69	5.69	28.80	16.50	0.92	1.26	1.54	22.86	增持

资料来源：中原证券研究所 IFIND

2023.5.31 日收盘价

### 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。