

## 长期可布局，短期等 $\beta$ ——食品饮料 2023 年中期投资策略报告

### 核心观点：

**白酒：估值已低，静待基本面拐点。**23H1，白酒需求弱复苏，其中 Q1 较好、Q2 偏弱。供给端库存先降后升，企业表现分化。展望 23H2，预期需求维持稳步复苏态势，高端酒相对稳健，次高端分化，部分区域酒龙头品牌保持稳健。从估值来看，白酒板块已处于中长期配置价值区间。

**啤酒：量价齐升，成本端压力减轻。**23H1，啤酒销量在低基数下稳健增长，经济疲弱并未对啤酒结构升级造成明显影响，成本端原材料市场价格下行。展望 23H2，预期维持量价齐升的态势，企业成本端压力减轻。

**乳制品：成本下行周期，关注促销与盈利改善。**23H1，板块整体弱改善，区域乳企表现突出。展望 23H2，需求端，预计消费场景修复与收入有望改善，需求仍有改善空间；成本端，预计原奶价格 23H2 仍处下行周期，主要考虑到供给量增加以及短期需求恢复斜率不高。投资方向，建议关注：1) 部分区域型乳企，受益于品类结构优化的空间、省外市场快速扩张；2) 鲜奶品类红利，随着消费者认知加强、冷链运输水平提升，鲜奶渗透率有望持续提升。

**软饮料：短期关注旺季动销，即饮茶与运动饮料高景气。**23H1，板块复苏节奏领先， $\beta$  与  $\alpha$  并举。展望 23H2，需求端，场景修复+体育赛事对冲气温高基数；成本端，虽然白糖价格涨幅较大，但成本占比更高的 PET 价格下降能予以对冲。投资方向，建议关注：1) 气温区域性差异带来动销分化，23Q3 厄尔尼诺可能导致北方干旱高温；2) 品类景气与新品逻辑，在弱宏观经济周期背景下，企业往往能够通过捕捉个别品类的景气与培育新品实现快速增长。

**调味品：关注渠道修复进展与零添加、复调渗透率提升。**23H1，整体经营弱改善，板块内部分化。展望 23H2，从趋势来看，随着经济回暖推动宏观需求恢复，同时费用加快投放帮助去化库存，叠加大豆、瓦楞纸等成本下行，23H2 行业有望再次实现多个周期因子的向上共振。投资方向，建议关注：1) 零添加事件后，千禾加快区域扩张与品类扩张；2) 复合调料，疫情导致 C 端消费者对复调的接受度大大提升，消费习惯在后疫情时代亦将延续。

**速冻与预制菜：静待旺季改善，关注竞争格局。**23H1，速冻实现稳健增长，预制菜延续景气。展望 23H2，行业渐入旺季，并且 C 端基数走低，同时预制菜景气度延续，但行业竞争者逐渐增多，建议积极关注竞争格局演变。投资方向，建议关注：1) 潜力大单品，速冻米面、畜禽肉制品更具发展前景；2) C 端新渠道，全家已开设预制菜专门冷柜，参考日本经验，便利店是预制菜品类重要的渠道，在消费者画像、市场层级、冷链运输方面有较好重叠度。

**休闲食品：布局渠道变革，格局有望重塑。**23H1，板块弱改善与强分化，新品类与新渠道表现突出。展望 23H2，渠道转型浪潮持续，把握行业拐点的企业有望胜出，建议关注：1) 直接开设零售折扣店的渠道型公司，如良品铺子、三只松鼠；2) 凭借强品牌力与产品矩阵丰富，向折扣店供货的制造型公司，如盐津铺子、甘源食品。

**投资建议：**①白酒板块坚守高端贵州茅台、泸州老窖、五粮液，维持古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒配置，等待行业  $\beta$  择机配置舍得酒业、山西汾酒、老白干酒等。②啤酒板块配置值的青岛啤酒，其他低度酒推荐百润股份。③食品板块，关注景气+疫后复苏共振，如东鹏饮料、李子园、宝立食品、海天味业、欢乐家；④重视长期逻辑，如伊利股份、天味食品、安井食品、中炬高新。

**风险提示：**需求恢复不及预期；成本价格涨幅超预期；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

✉: liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

#### 分析师

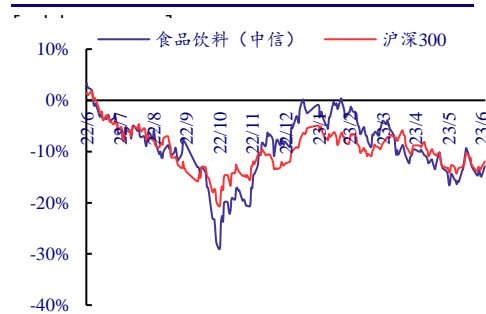
刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

#### 行业数据 2023.7.3



资料来源: IFinD, 中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

【银河食饮】食品饮料 2023 年投资策略报告：布局非典型复苏下的三个阶段

## 目 录

一、白酒：估值已低，等待基本面拐点 .....	2
（一）23H1 复盘：需求弱复苏，库存累积 .....	2
（二）23H2 展望：等待消费需求好转 .....	4
二、啤酒：量价齐升，成本端压力减轻 .....	6
（一）23H1 复盘：受益场景恢复，成本现拐点 .....	6
（二）23H2 展望：产品结构升级持续，成本压力减轻 .....	7
三、乳制品：成本下行周期，关注促销与盈利改善 .....	8
（一）23H1 复盘：板块整体弱改善，区域乳企表现突出 .....	8
（二）23H2 展望：需求有望持续修复，成本压力持续可控 .....	8
四、软饮料：短期关注旺季动销，即饮茶与运动饮料高景气 .....	10
（一）23H1 复盘：复苏节奏领先， $\beta$ 与 $\alpha$ 并举 .....	10
（二）23H2 展望：短期关注旺季动销，即饮茶与运动饮料高景气 .....	11
五、调味品：关注渠道修复进展与零添加渗透 .....	13
（一）23H1 复盘：整体经营弱改善，板块内部分化 .....	13
（二）23H2 展望：整体延续弱复苏，关注渠道修复进展与零添加渗透 .....	14
六、速冻与预制菜：静待旺季改善，关注竞争格局 .....	17
（一）23H1 复盘：速冻实现稳健增长，预制菜延续景气 .....	17
（二）23H2 展望：静待旺季需求改善，关注预制菜竞争格局 .....	17
七、休闲食品：布局渠道变革，格局有望重塑 .....	20
（一）23H1 复盘：弱改善与强分化，新品类与新渠道表现突出 .....	20
（二）23H2 展望：渠道转型浪潮持续，关注零食折扣店相关品牌 .....	21
八、投资建议 .....	22
九、风险提示 .....	22

## 一、白酒：估值已低，等待基本面拐点

### （一）23H1 复盘：需求弱复苏，库存累积

**白酒需求端：**疫后消费回补释放后，进入与宏观经济基本面匹配的疲弱状态。白酒属于可选消费，与消费场景、企业商务活动情况、居民社交活动、居民边际消费支出意愿等因素相关。上半年白酒消费需求表现：1) 从时间节奏上来看，Q1 较好、Q2 偏弱。Q1 春节旺季处于疫情影响消除后返乡热潮带动白酒消费回补反弹的阶段；Q2 包含五一消费小高峰，但整体白酒消费平淡，集中在宴席消费，Q2 由于商务活动、居民边际消费支出意愿偏弱，消费平淡。2) 从消费结构上来看，消费有所降级，高端除茅台外，500 元以下价格带动销表现较好。

**白酒供给端：**库存先降后升，企业表现分化。由于消费整体偏弱，企业在平衡好业绩增长与渠道库存、产品价格关系方面难度更大，表现有所分化。在设定 2023 年增长目标方面整体偏积极，多数品牌 2023 年目标营收同比增速在 10% 以上，其中除五粮液（两位数稳健增长）、老白干酒以外均在 15% 及以上；仅水井坊目标设定相对审慎。整体 2023 年目标比 2022 年实际增速有所放缓，但放缓幅度不大，尤其是高端龙头；也有部分去年疫情严重受损的品牌期待 2023 年在低基数下大幅反弹，例如伊力特、金徽酒；还有部分自身具备成长  $\alpha$  的区域白酒品牌设定了相较于 2022 年更高的增长目标，例如今世缘、迎驾贡酒。

**库存在被消化后又有所累积。**得益于 Q1 消费反弹，多数公司按计划完成了销售任务；少部分品牌因库存压力在 Q1 业绩掉队，或因实施了较为审慎的库存消化策略；另有部分去年疫情受损品牌在 Q1 获得了更为强劲的增长。Q2 需求平淡，端午节后整体渠道库存较春节期间有所升高，较以往同期有所升高，预计 Q2 报表表现将进一步分化。

**批价相对稳定，零售成交价下行。**千元及以上价格带成熟产品批价在去年因疫情有所波动，今年以来较为稳定；近几年新布局的千元价格带产品批价在今年仍有松动。次高端价位在去年下半年下行之后反弹回稳，今年整体比较稳定，部分品牌次高端产品如水井坊、古井、口子窖批价在今年上半年有小幅上行。中低端品牌价格整体稳定，玻汾价格小幅回落 1 元。分品类来看，酱酒品牌批价在去年波动幅度相对较大，今年 4 月以来国台、金沙、珍酒主要产品批价企稳。今年批价整体相对稳定或低位企稳，酒厂加大 C 端费用投放以促进动销，实际零售成交价较以往下行。

图 1：上市白酒企业 2023 年业绩目标和第一季度业绩表现

分类	公司	2023年度营收增长目标	2022年度营收增速	23Q1营收增速	23Q1营收占全年目标比重	2021Q1营收占比	2019Q1营收占比	22上半年营收占比
高端	贵州茅台	15%	17%	19%	27%	26%	25%	47%
	五粮液	两位数稳健增长	12%	13%	38%	37%	35%	56%
	泸州老窖	15%	22%	21%	26%	24%	26%	46%
次高端	山西汾酒	20%	31%	20%	40%	37%	34%	58%
	舍得酒业	股权激励：+22.4%； 渠道了解：22-35%	22%	7%	27%	21%	26%	50%
	水井坊	2022 年第四季度和 2023 年第一季度的主要目标是降低社会库存。从 2023 年第二季度开始营业收入恢复增长，并预期从 2023 年第三季度开始营业收入恢复双位数增长。2023 年全年的净利润与营业收入同比 2022 年保持增长。	1%	-40%	18%	27%	26%	44%
	酒鬼酒	渠道了解：增长	19%	-43%	24%	27%	23%	63%
	洋河股份	15%	19%	16%	43%	41%	47%	63%
地产酒	古井贡酒	20.26%	26%	25%	33%	31%	35%	54%
	今世缘	26.77%	23%	27%	38%	37%	40%	59%
	迎驾贡酒	渠道了解：20%	20%	21%	29%	25%	31%	46%
	口子窖	股权激励：15%	2%	21%	27%	23%	29%	45%
	老白干酒	11.11%	16%	10%	19%	19%	29%	44%
	金种子酒	稳步增长	-2%	25%	-	24%	32%	51%
	金徽酒	24.25%	12%	27%	36%	28%	31%	61%
低档酒	伊力特	54%	-16%	19%	30%	28%	23%	70%
	顺鑫农业	-	-21%	5%	-	37%	32%	56%

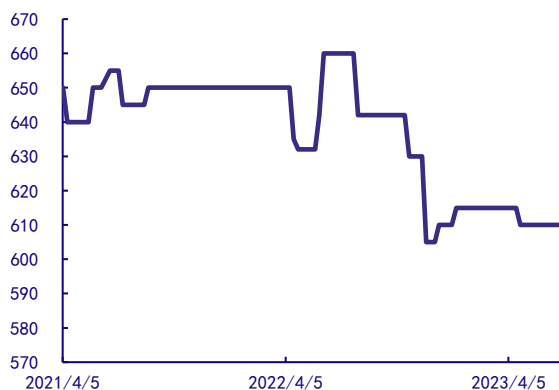
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：飞天茅台一批价（整箱，元）



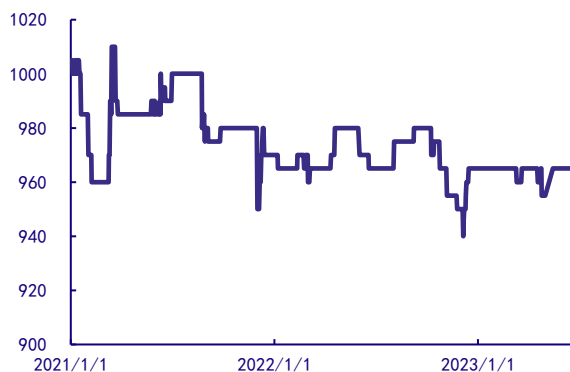
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 4：洋河 M6+批价（元）



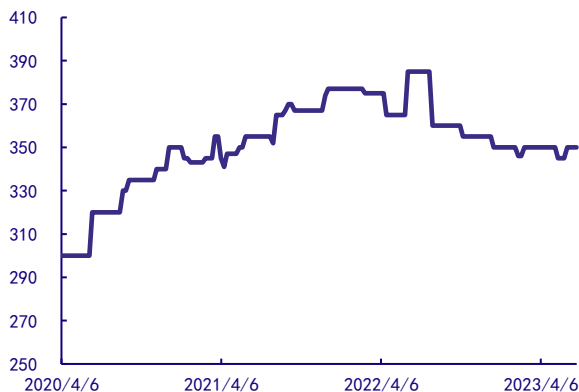
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 3：普五一批价（元）



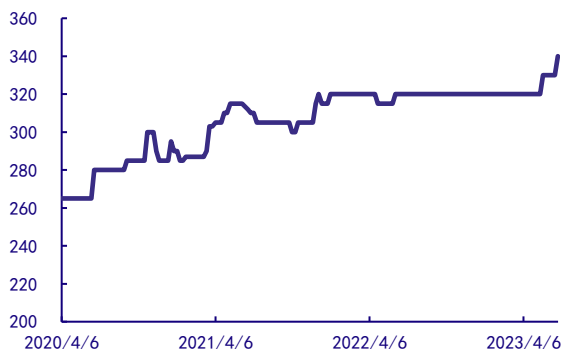
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 5：青花 20 批价（元）



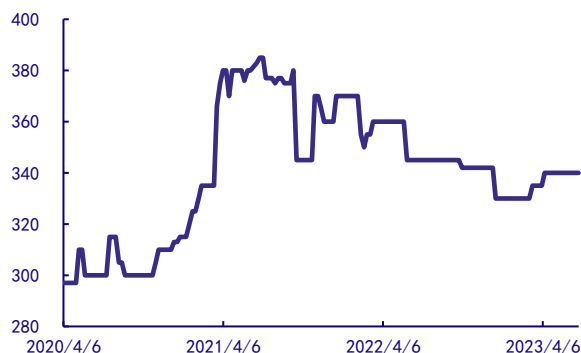
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 6：水井坊臻酿八号批价（元）



资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图 7：珍酒珍 15 批价（元）

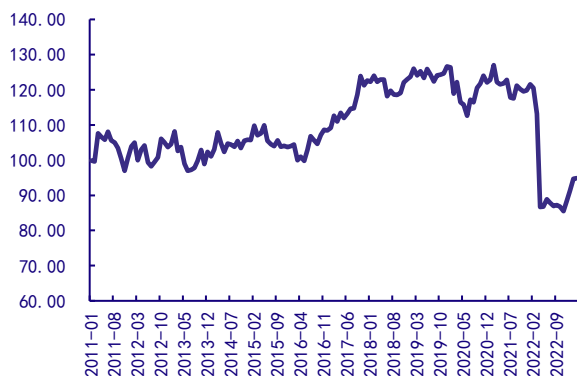


资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

## （二）23H2 展望：等待消费需求好转

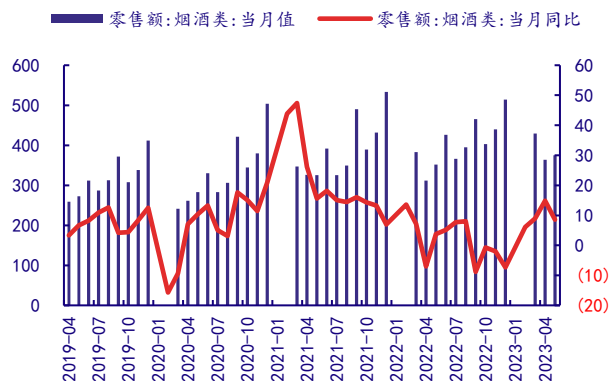
**预期下半年需求稳步复苏。**由于维护产品价值是白酒企业的共识，因此并不会出现激烈降价促进库存消化的情况。供给端可用工具不多，整体节奏将更多取决于需求端的复苏情况，下半年重点观察期在中秋国庆消费旺季。白酒需求复苏情况与宏观经济、消费信心相关，目前来看，经济活动动能仍在重启阶段，居民消费者信心指数在底部爬升阶段，我们预期下半年 7、8 月淡季去库存，中秋国庆旺季的需求状况环比好于今年五一、端午节情况，距离疫情前同期仍有一些差距。

图 8：消费者信心指数



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院预测

图 9：烟酒类零售额及当月同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

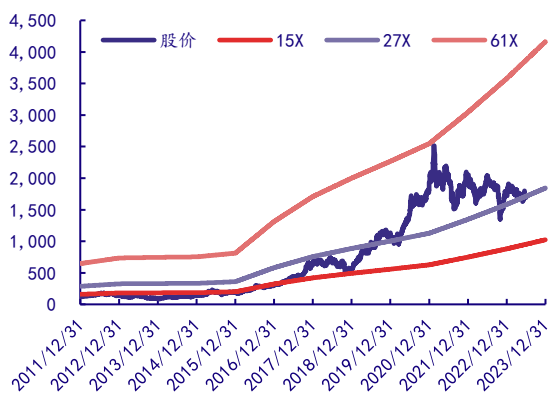
在需求端稳步复苏而不是强劲复苏的判断下，预期供给端仍然是分化的局面。

- 1) 高端酒：**在强大的品牌力支撑下，弱市下高端酒稳健性突显。贵州茅台自身具备  $\alpha$ ，非标茅台、i 茅台渠道、茅台 1935 放量驱动公司业绩增长，在下半年确定性仍然较高。五粮液在春节至五月全国 26 个大区均实现双位数增长、部分大区实现 20%+ 增长，预计上半年完成过半销售目标后下半年压力不大。泸州老窖 4-5 月动销良性，库存较以往有所升高但在可控范围，五码关联技术的应用对销售渠道的掌控力更强，供应链各环节优化到较好状态，计划通过更为积极的竞争策略获取更多市场份额。



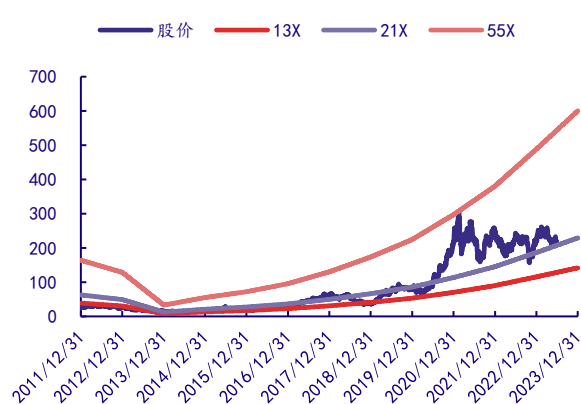
- 2) **次高端酒**：回款进度表现不一，预期下半年表现分化。山西汾酒上半年回款占比较高，预计下半年任务压力不大，在品牌势能进一步释放、全国化精耕推进、青花系列引领结构性增长的势头之下，预计稳健完成增长目标。舍得酒业在上半年回款预计可以达到或接近目标，库存略高但可控，下半年弹性有待于商务消费的进一步回暖。水井坊在上半年执行相对审慎经营策略，以消化库存为主不追求业绩增长，二季度动销大过于出货库存降低，目前成都市场反馈库存已降至较低，臻酿八号产品在 6 月底提高了零售价，预计下半年公司将恢复业绩弹性。酒鬼酒因库存较高，回款推进相对缓慢，预计下半年任务仍重。
- 3) **区域酒**：区域龙头腰部价位产品受益于返乡消费、宴席消费，商务消费与区域经济强相关，上半年徽酒、苏酒表现较好，预期下半年持续。古井贡酒上半年回款进度较快，腰部价位产品古 16、古 8 受益于婚宴消费和大众消费表现较好，预计下半年完成目标底气较足。迎驾贡酒保持良性动销，上半年预计超计划完成回款任务，下半年轻装上阵。今世缘上半年回款进度较快，省内份额不断提升，省外计划高举高打，预计下半年保持稳健成长。
- 4) **低档酒**：顺鑫农业白牛二大单品处于存量缓步复苏阶段，新品金标陈酿处于铺货阶段，新品成功与否尚需时间观察。山西汾酒玻汾目前是控量策略。整体而言，预期下半年存量产品逐步复苏，新品进度较上半年提速。

图 10：贵州茅台 P/E Band



资料来源：Wind，中国银河证券研究院预测

图 11：泸州老窖 P/E Band



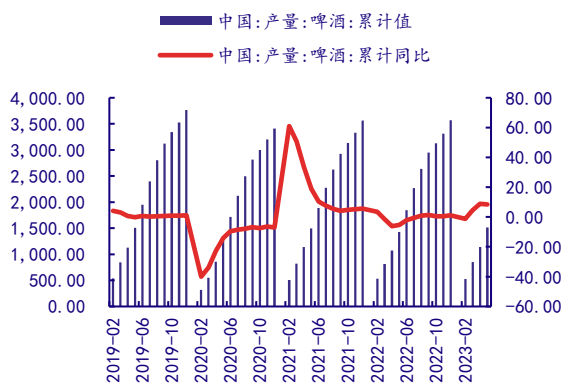
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、啤酒：量价齐升，成本端压力减轻

### （一）23H1：受益场景恢复，成本现拐点

2023年1-5月国内啤酒产量累积同比+8.4%，在去年低基数上恢复增长，绝对值略超2019年同期。五一期间烧烤品类消费火爆使5月单月啤酒销量实现韧性增长；6月全国各地多高温天气预计将支撑啤酒销量增长。经济疲弱对啤酒消费影响不大，吨价提升的趋势仍在持续，主要来自于中高端产品快速增长使产品结构升级，局部区域的提价亦有贡献。成本端，年初至今进口大麦市场价格高位回落，包材铝价企稳、瓦楞纸价格持续下降，玻璃价格有所回升。企业端麦芽成本仍处于同比提升阶段，包材成本下行。

图 12：中国啤酒产量累计值及同比（万千升）



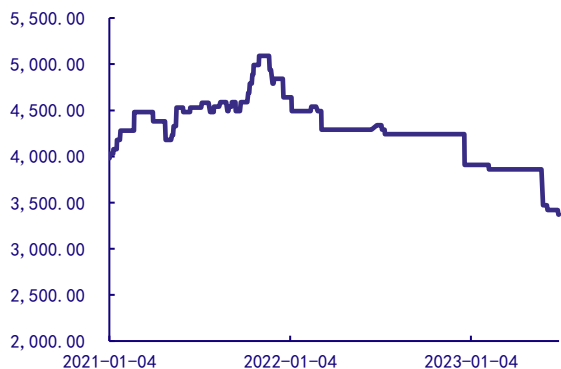
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 13：大麦平均进口价（美元/吨）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图 14：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15：铝价（元/吨）

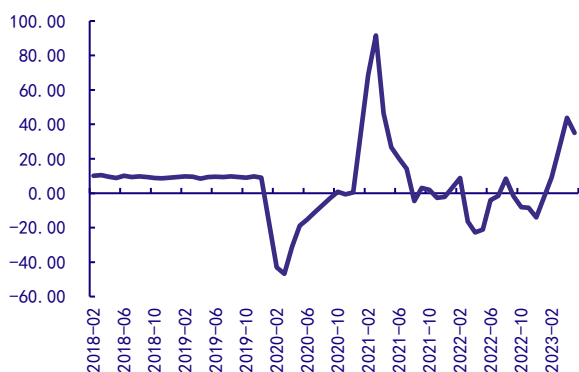


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 23H2 展望：产品结构升级持续，成本压力减轻

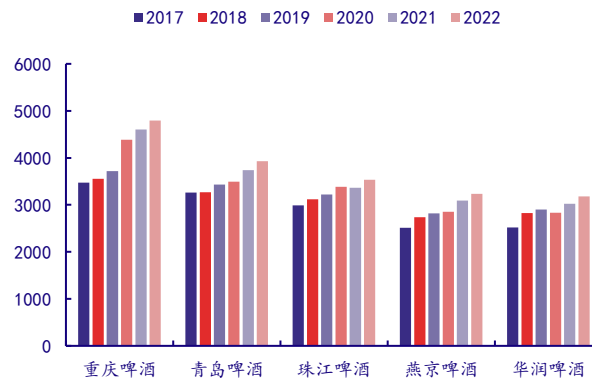
由于去年疫情对啤酒即饮场景消费有较多限制，今年夏季高温等因素预计将继续促进即饮场景消费快速增长，拉动下半年啤酒销量稳健增长。高端产品增长和新品铺货驱动吨价持续提升。成本端由于大麦和包材价格回落，预计下半年成本端压力减轻。

图 16：社零餐饮收入当月同比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 17：啤酒吨价（元/吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

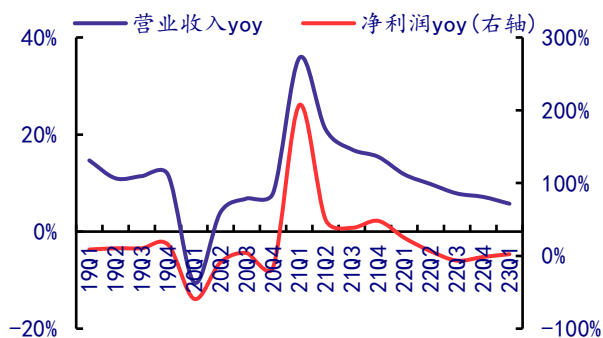


## 三、乳制品：成本下行周期，关注促销与盈利改善

### (一) 23H1 复盘：板块整体弱改善，区域乳企表现突出

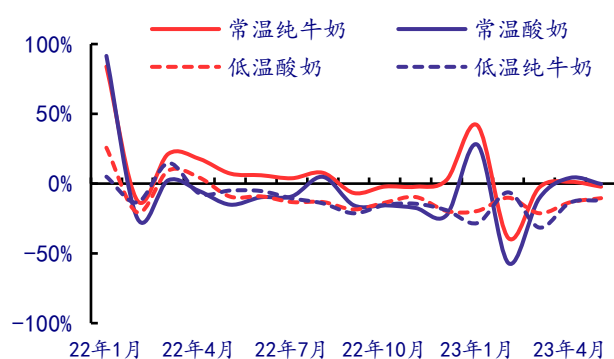
分季度看，上市公司口径，23Q1 乳制品板块营收/归母净利润同比+5.7%/+2.3%；C 端线下终端口径，23 年 4-5 月行业整体弱改善，白奶呈现良好恢复态势，并且高端常温白奶由于低基数叠加送礼场景修复而恢复速度更快。

图 18：乳制品板块单季度收入、利润增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 19：乳制品行业月度收入增速



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图 20：23Q1 不同乳制品企业之间业绩分化明显 (%)

公司	2019 年第一季度	2020 年第一季度	2021 年第一季度	2022 年第一季度	2023 年第一季度
伊利股份	8	-50	148	24	3
妙可蓝多	7	319	216	130	-67
光明乳业	4	-45	29	66	13
新乳业	4	-217	211	49	41
三元股份	49	-325	137	-43	0
天润乳业	10	-36	69	6	56
燕塘乳业	15	-92	3892	-41	42
一鸣食品	0	0	203	-498	111
阳光乳业	0	0	0	5	-11
熊猫乳品	-83	-90	3345	-19	63
贝因美	13	45	12	38	-39
皇氏集团	1	-521	112	1388	-94
庄园牧场	4	-156	301	-46	-44
麦趣尔	-62	7	48	-28	-310

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

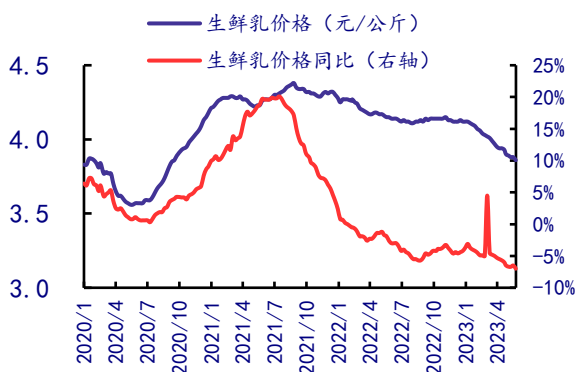
### (二) 23H2 展望：需求有望持续修复，成本压力持续可控

**需求端：消费场景修复与收入改善，终端需求仍有改善空间。**随着疫情平缓与经济恢复，我们预计乳制品行业将迎来二方面的改善，一是前期受损的场景如送礼迎来需求修复，利好高端白奶、常温酸奶，这一趋势在 23Q2 已结得以验证；二是疫情管控导致运输物流受到限制，尤其是依托冷链运输的品类受到冲击较大，这一问题在 2023H2 得到解决，利好低温酸奶、低温白奶。

**成本端：预计原奶价格 23H2 至 24H1 仍处于下行周期。**截止 2023 年 6 月底，国内生鲜乳价格同比-7%，考虑到上游供给量的增加以及短期需求恢复斜率不高，我们认为 2023H2 原奶价格延续下行趋势。

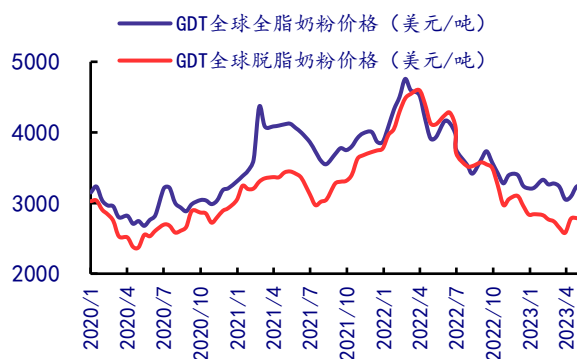
**乳企意图提升盈利能力，行业长期竞争趋缓。**随着行业增速逐渐趋缓，液奶的市场集中度逐渐提升，伊利、新乳业、三元等多个乳企均提出了提升盈利能力的目标，同时参考啤酒、速冻等行业经验，我们认为虽然 2023 年需求慢复苏叠加成本压力下行，但长期来看行业竞争趋缓是大概率事件。

图 21：2023 年原奶价格同比下降



资料来源：农业部，IFinD，中国银河证券研究院

图 22：5 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比下降

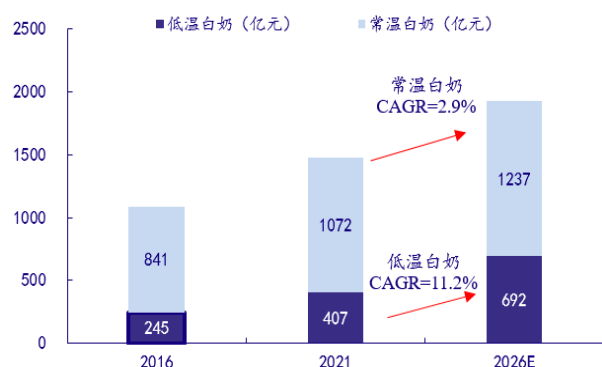


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

**方向一：部分区域型乳企。**受益于区域经济发展的差异、品类结构优化的空间、省外市场快速扩张，未来部分区域乳企有望实现超过行业整体的增长速度，如新乳业、天润乳业、三元股份等。

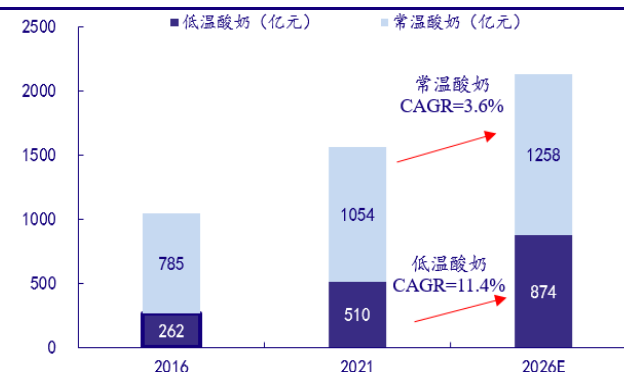
**方向二：鲜奶品类红利。**预计未来行业整体增长逐渐趋缓，品类生命周期分化，鲜奶随着消费者认知加强、冷链运输水平提升，未来渗透率与人均消费量有望持续提升，在鲜奶领域具备先发优势、品牌粘性、渠道壁垒、奶源优势的城市乳企有望享受品类红利，并且维持较好水平的盈利能力，如新乳业、天润乳业、三元股份等。

图 23：疫情后低温白奶增速更高



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图 24：疫情后低温酸奶增速更高



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

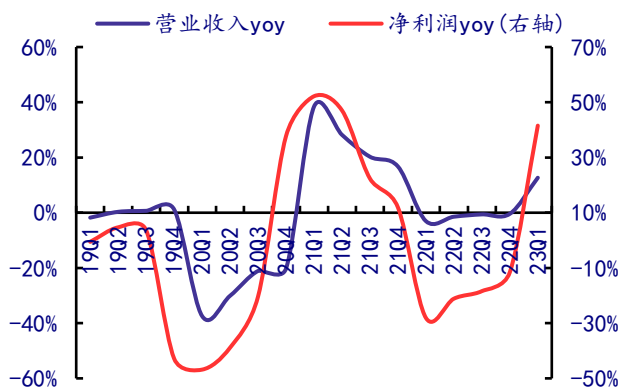
## 四、软饮料：短期关注旺季动销，即饮茶与运动饮料高景气

### (一) 23H1 复盘：复苏节奏领先， $\beta$ 与 $\alpha$ 并举

**23H1 软饮料复苏节奏领先。**分季度看，23Q1 软饮料收入/归母净利润分别同比 +12.7%/+41.5%，23 年 4-5 月我们跟踪的多个饮料品类亦实现较快增长，主要得益于低基数背景下消费场景修复推动需求改善，同时成本端 PET 包材价格下降与促销力度减弱推动利润弹性更加明显。

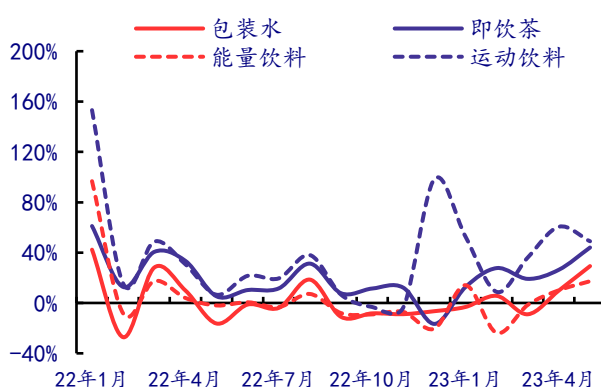
**多个饮料公司具备独立  $\alpha$  逻辑。**除板块基本面改善带来的系统性机会之外，东鹏饮料、香飘飘、欢乐家、承德露露、养元饮品还存在品类红利与新品的逻辑，短期贡献部分收入，长期有望培育为第二增长曲线。

图 25：软饮料板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFind，中国银河证券研究院

图 26：饮料行业月度收入增速



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图 27：2023Q1 不同软饮料企业之间业绩分化明显

公司	2019年第一季度	2020年第一季度	2021年第一季度	2022年第一季度	2023年第一季度
东鹏饮料	0	0	123	1	44
养元饮品	-9	-38	40	-29	40
承德露露	2	-18	16	11	2
维维股份	87	0	-30	-53	19
李子园	0	0	307	-24	45
泉阳泉	15	-365	72	25	-79
香飘飘	84	-265	103	-2106	110
欢乐家	0	0	55	10	66

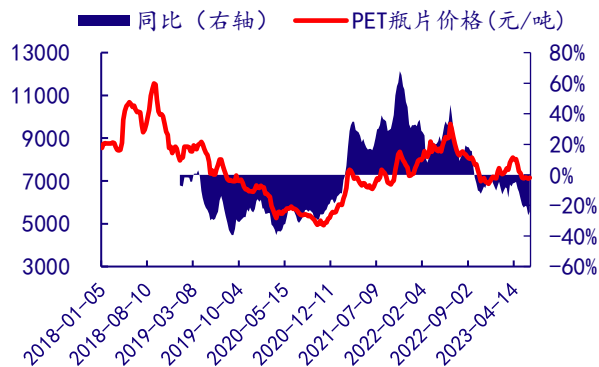
资料来源：IFind，中国银河证券研究院

## (二) 23H2 展望：短期关注旺季动销，即饮茶与运动饮料高景气

**需求端：场景修复+体育赛事对冲气温高基数，动销仍有望实现较高景气。**23Q3 面临一定的基数压力，主要系 2022 年夏季国内历史性高温天气，叠加 22Q2 疫情解封后部分累积的需求得以释放，实际上 22Q3 饮料终端动销相对较旺盛。尽管如此，我们判断饮料动销仍有望延续较高景气，主要考虑到 2023 年防疫政策优化后更多的体育赛事将举办，且出行、户外消费场景同比较好地恢复。

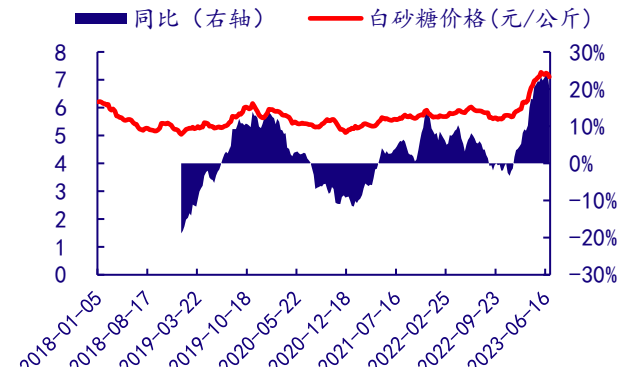
**成本端：原料价格结构性变化，整体压力同比缓和。**截止 2023 年 6 月底，PET 瓶片价格同比-21.8%，白糖价格同比+20.3%。总体来看，虽然白糖价格涨幅较大，但其在成本中占比相对较低，而占比更高 PET 瓶片价格的下降能够充分予以对冲。

图 28：2023 年 PET 瓶片价格同比下降



资料来源：IFind，中国银河证券研究院

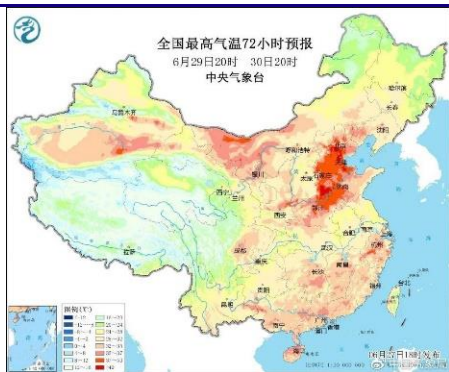
图 29：2023 年白糖价格同比上涨



资料来源：IFind，中国银河证券研究院

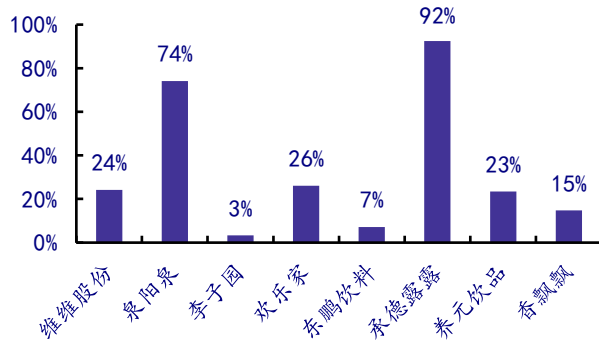
**方向一：气温区域性差异带来动销分化。**根据国家气象局信息，2023 年厄尔尼诺现象可能导致国内呈现北方干旱高温、南方多雨的气温特征，而气温往往与饮料终端销量正相关，因此我们判断北方尤其是华北收入占比较高的企业相对受益。

图 30：2023 年夏季天气大概率北方干旱高温



资料来源：国家气象局，中国银河证券研究院

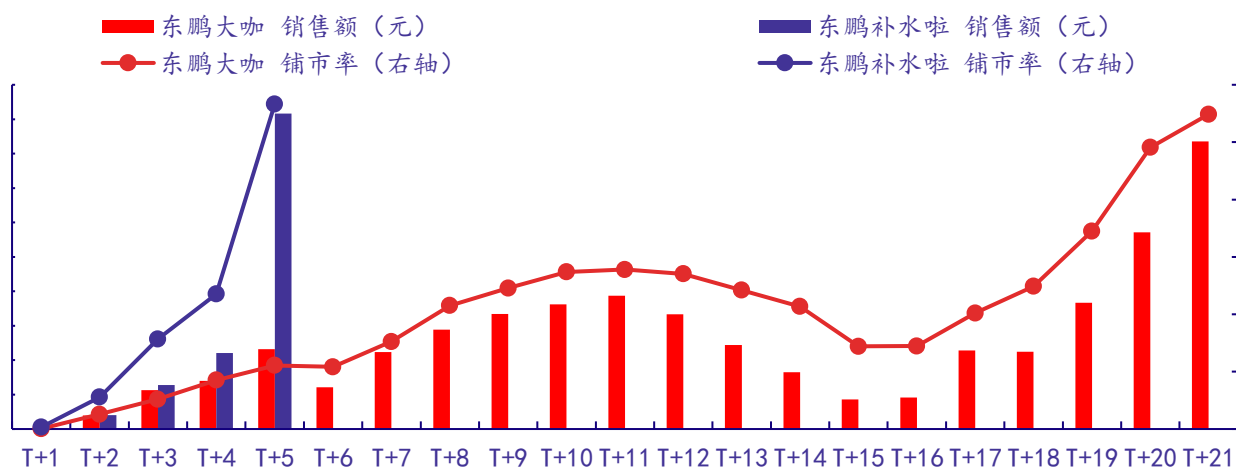
图 31：不同饮料企业北方地区收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

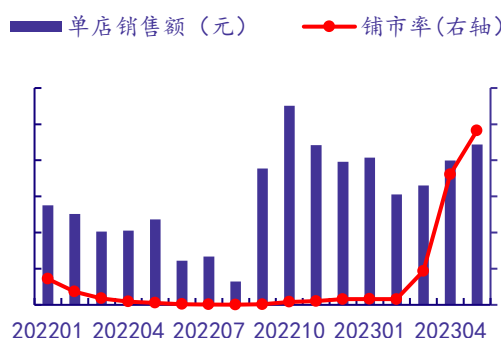
**方向二：品类景气与新品逻辑。**海内外历史经验表现，在弱宏观经济周期背景下，企业往往能够通过捕捉个别品类的景气与培育新品实现快速增长，同时带来股价的超额收益，例如 2013 年的常温酸奶品类、2014 年的预调酒品类、2022 年的 RIO 强爽。

图 32：东鹏“补水啦”相较于“大加拿铁”放量速度更快



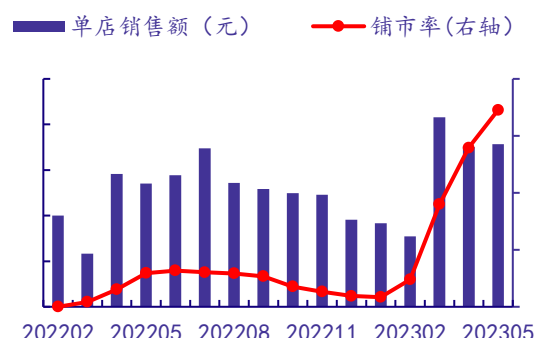
资料来源：马上赢，中国银河证券研究院  
备注：T+1 指新品铺市的第一个月

图 33：香飘飘即饮奶茶（瓶装牛乳茶为主）逐渐放量



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图 34：兰芳园即饮茶（冻柠茶为主）逐渐放量



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

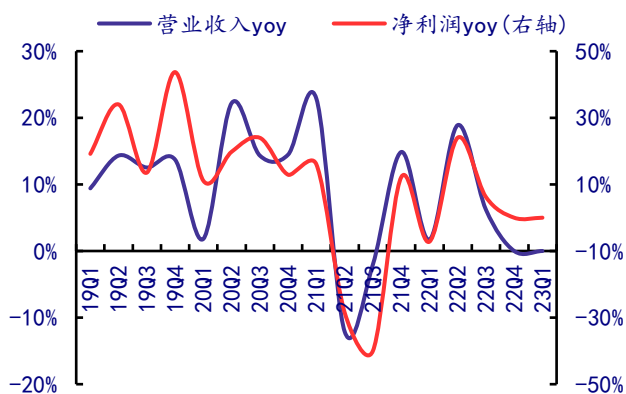
## 五、调味品：关注渠道修复进展与零添加渗透

### (一) 23H1 复盘：整体经营弱改善，板块内部分化

**23H1 需求弱复苏，盈利弱改善。**分季度看，23Q1 调味品收入/归母净利润分别同比 +3.4%/+3.5%，23 年 4-5 月我们跟踪的多个品类 C 端动销仍承压，主要归因于：1) 高基数压力；2) 人均消费量达到一定阶段后增速放缓；3) 渠道利润体系仍在修复，经销商面对宏观经济的不确定性而信心不足。但由于大豆、青菜头等原料价格高位回落，推动盈利能力小幅修复。

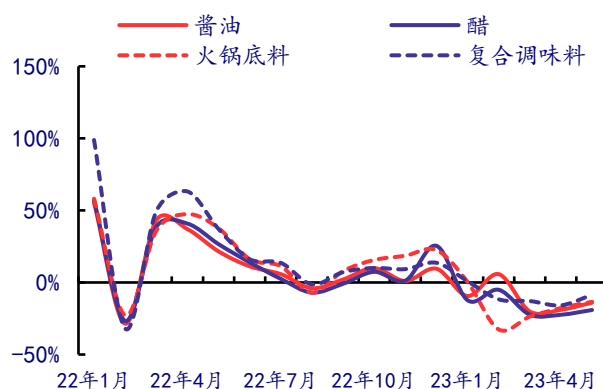
**弱复苏下强分化，天味、千禾领先。**实际上，我们认为虽然行业整体处于底部弱改善阶段，但天味食品、千禾味业等部分企业复苏节奏更快，率先走出低谷，表现为 23Q1 收入端与利润端，基本面强于同期其他调味品公司。

图 35：调味品板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFind，中国银河证券研究院

图 36：调味品行业月度收入增速



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图 37：2023Q1 不同调味品企业之间业绩分化明显

公司	2019 年第一季度	2020 年第一季度	2021 年第一季度	2022 年第一季度	2023 年第一季度
海天味业	23	9	21	-6	-6
中炬高新	12	9	-15	-9	-6
千禾味业	-54	39	-43	38	163
加加食品	2	-10	-13	-98	1240
天味食品	37	5	4	25	28
宝立食品	0	0	0	-18	82
日辰股份	0	1	0	-8	-22
涪陵榨菜	35	7	23	5	22
恒顺醋业	22	4	4	-1	-6
仲景食品	0	0	41	-58	133

资料来源：IFind，中国银河证券研究院

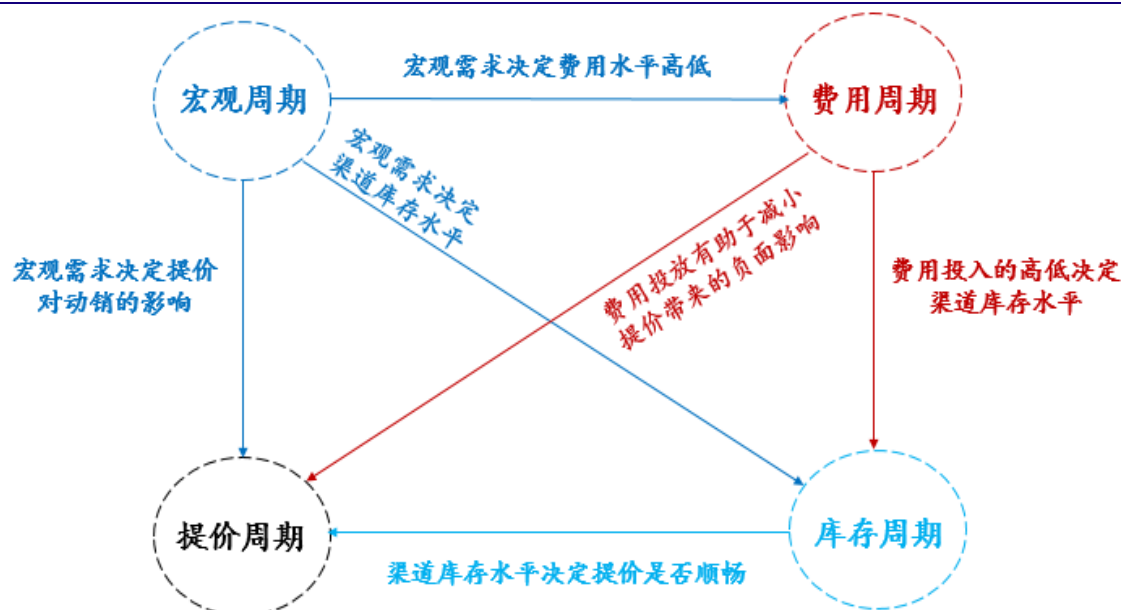


## (二) 23H2 展望：整体延续弱复苏，关注渠道修复进展与零添加渗透

### 1. 趋势：期待周期因子向上共振，23H2 整体或延续弱复苏

以 1~5 年的维度来看，调味品基本面变化可以用四重因子加以解释——需求周期、库存周期、费用周期、提价周期。展望 2023H2，随着经济回暖推动宏观需求恢复，同时费用加快投放帮助去化库存，23H2 行业有望再次实现多个周期因子向上共振。

图 38：从四景气周期理解公司的业绩波动

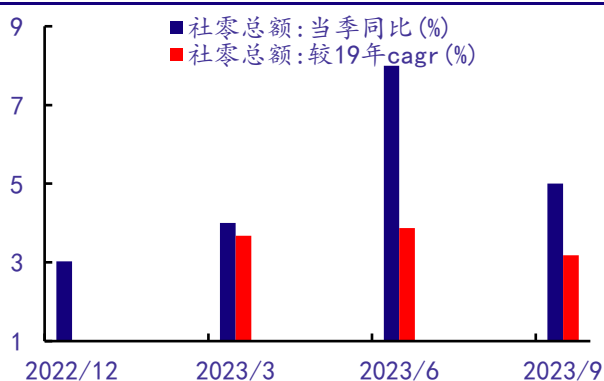


资料来源：中国银河证券研究院

1) 需求周期，2023H2 宏观需求有望进一步复苏，一方面餐饮消费场景进一步恢复，另一方面人均收入改善叠加低基数效应，推动调味品动销改善。

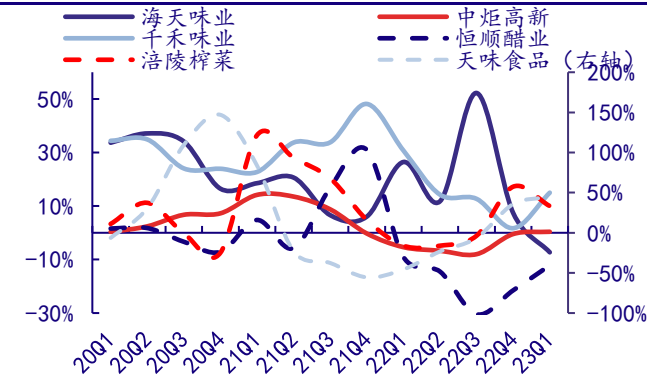
2) 渠道周期，22Q3 海天渠道库存处于高位，其他企业库存水平相对良性，23H1 海天加大费用投放持续去化库存，但考虑到目前终端消费场景与需求结构已经发生较大变化，渠道价格体系的修复、经销商信心的提振仍需一段时间，需在 23H2 进一步观察。

图 39：2023H2 社零需求有望持续修复



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

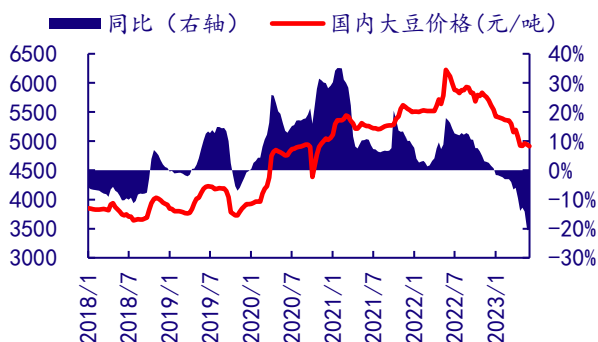
图 40：调味品主要企业存货规模同比



资料来源：IFind，中国银河证券研究院

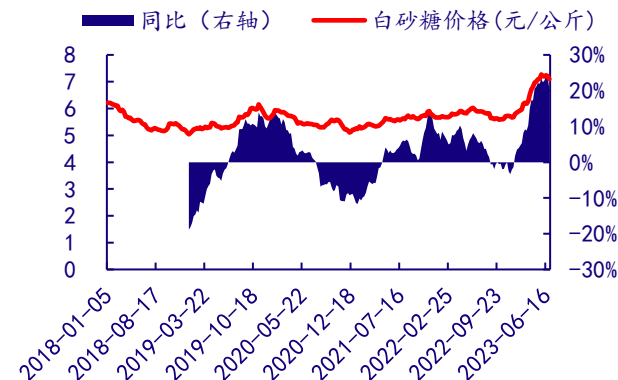
**3) 成本周期**，2023 年大豆、瓦楞纸价格同比回落，预计 23H2 成本压力延续缓和趋势，主要考虑到：①USDA 预计 2023H2 全球大豆供应同比增加；②23 年猪价下跌后饲料需求亦减少，但也应警惕国内经济复苏或带动部分需求向好。23H1 白糖价格同比涨幅较大，考虑到白糖产季结束后全年供给量基本确定，目前需求复苏节奏可能不会太快，因此全年来看白糖价格上涨空间相对有限。

图 41：2023 年大豆价格同比回落



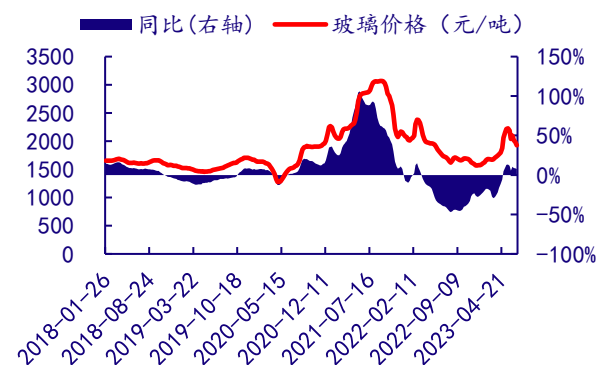
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 42：2023 年白糖价格同比上涨



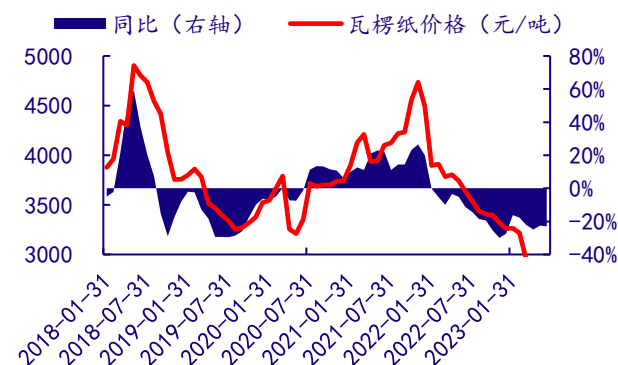
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 43：2023 年玻璃价格同比上涨



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 44：2023 年瓦楞纸价格同比下降



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

**方向一：零添加。**关注酱油添加剂事件后零添加渗透率提升，一方面主营“零添加”的千禾味业将表现较好，另一方面龙头海天味业也在终端、渠道层面积极推广“零添加”产品，或凭借这一窗口期优化品类结构。

**方向二：复合调料。**天味食品或延续较快增速，一方面关注 B 端渠道扩张进程（团餐+小 B），另一方面在疫情导致 C 端消费者对复调的接受度大大提升，其消费习惯在后疫情时代亦将延续。

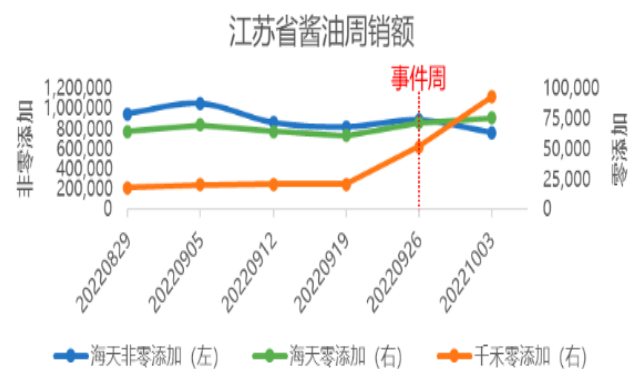
**方向三：餐饮供应链。**考虑到消费场景、渠道结构、疫情期间受损程度等因素，我们认为餐饮供应链弹性较大，具体公司包括海天味业、颐海国际（H 股）、宝立食品、日辰股份。

图 45：调味品弹性计算表

公司	收入 受损度	扣非净利润受 损度	场景恢复 -餐饮	成本改善
日辰股份	-17	-52	✓	
恒顺醋业	0	-34		✓
中炬高新	-10	-33		✓
海天味业	-8	-16	✓	✓
千禾味业	-2	-13		✓

资料来源：Ifind，中国银河证券研究院

图 46：江苏 C 端零添加销量环比显著提升



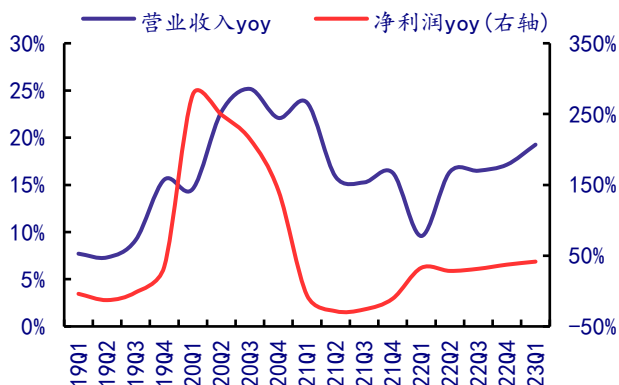
资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

## 六、速冻与预制菜：静待旺季改善，关注竞争格局

### (一) 23H1 复盘：速冻实现稳健增长，预制菜延续景气

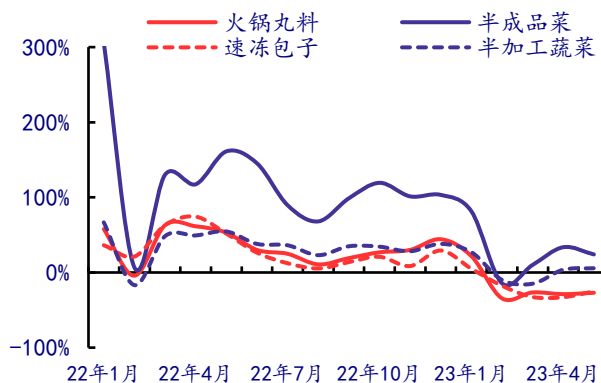
速冻实现稳健增长，预制菜延续景气。分季度看，上市公司口径，23Q1 速冻食品板块收入/归母净利润分别同比+19.3%/+41.5%，其中预制菜业务收入实现快速增长；C 端线下终端口径，23 年 4-5 月传统速冻食品需求承压，主要归因于高基数压力，但预制菜在高基数背景下仍延续较高景气度，主要得益于疫情期间消费者接受度明显提升。

图 47：预加工食品板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFind，中国银河证券研究院

图 48：速冻与预制菜行业月度收入增速



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图 49：2023Q1 不同预加工食品企业之间业绩分化明显

公司	2019 年第一季度	2020 年第一季度	2021 年第一季度	2022 年第一季度	2023 年第一季度
安井食品	20	35	98	18	77
三全食品	42	541	-32	48	7
千味央厨	0	0	0	45	5
克明食品	-17	70	-18	-29	386
巴比食品	0	0	3	-89	2724
味知香	0	0	39	22	0
海欣食品	6	66	-41	51	-28
五芳斋	0	0	0	0	-101
春雪食品	0	0	0	-56	-28
惠发食品	-1296	37	-107	8	45

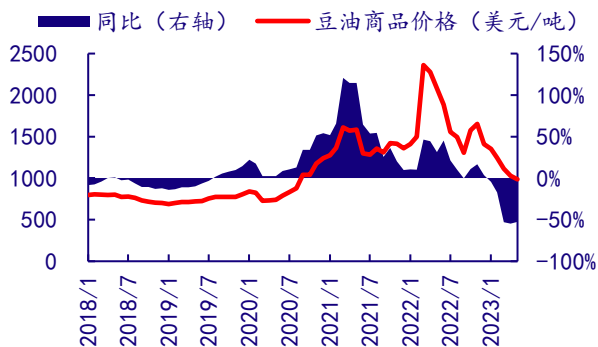
资料来源：IFind，中国银河证券研究院

### (二) 23H2 展望：静待旺季需求改善，关注预制菜竞争格局

需求端，23H2 逐渐步入行业旺季，并且 C 端基数逐渐走低，若宏观需求进一步复苏，则有望推动需求整体改善。同时，预制菜终端景气度延续，但行业竞争者逐渐增多，建议积极关注竞争格局演变，具备强渠道壁垒+规模经济+先发优势，同时布局速冻米面、畜禽肉制品的企业更具竞争力与发展前景。

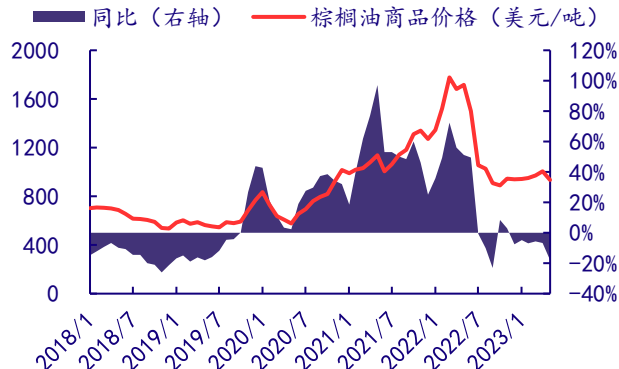
**成本端：**总体看 23H1 成本压力缓和，截止 2023 年 6 月底，油脂、猪肉、鸡肉等占成本较高的原料价格均同比下降。但需警惕 23H2 部分成本压力加大，主要系猪肉、鸡肉价格由于供给收缩可能出现价格的抬升。

图 50：2023 年豆油价格同比下降



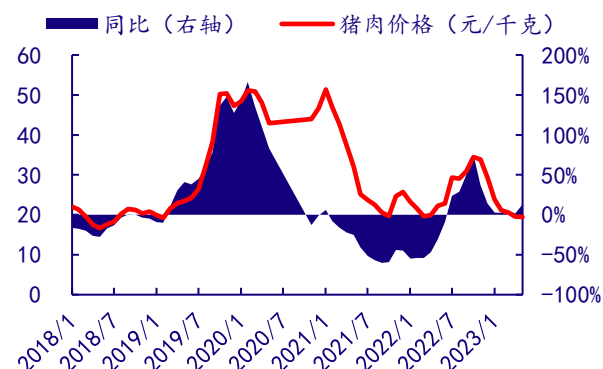
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 51：2023 年棕榈油价格同比下降



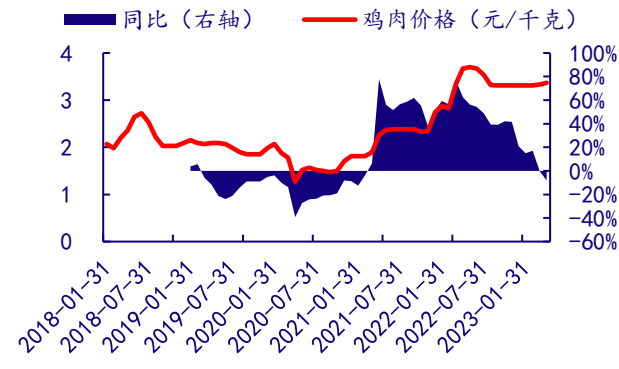
资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 52：2023 年猪肉价格维持相对低位



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 53：2023 年鸡肉价格同比下降

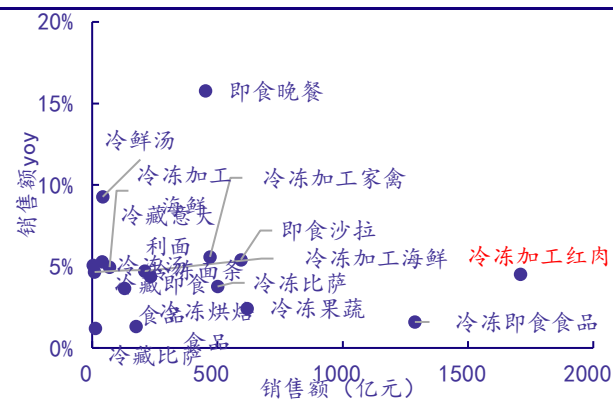


资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

**方向一：潜力大单品。**从品类空间角度出发，我们认为米面制品、猪禽类肉制品成长空间更大，更容易诞生大单品，主要考虑到二方面因素：1) 参考美国与日本经验，其销售额最大的品类分别为冷藏加工红肉、冷冻加工水产，均为肉制品且符合本土资源禀赋与饮食文化；2) 基于中国实际情况，猪禽类肉制品区域性口味差异小，覆盖人群广泛，并且其供给端基本可实现完全的本土化。

**方向二：C 端新渠道。**根据界面新闻报道，2023 年 6 月全家开设预制菜专门冷柜，陈列着泰式咖喱鸡、黑椒牛肉面、三虾拌面、西冷牛排等预制菜产品，与盒饭便当、三明治形成区隔。参考日本经验，便利店是预制菜品类重要的渠道，主要系预制菜的消费者画像、市场层级、冷链运输与便利店渠道有较好重叠度，把握这一渠道红利的品牌有望在 C 端率先建立起规模优势。

图 55: 速冻食品细分品类销售额与 yoy (美国)



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图 57: 全家便利店专设预制菜柜台



资料来源：界面新闻，中国银河证券研究院

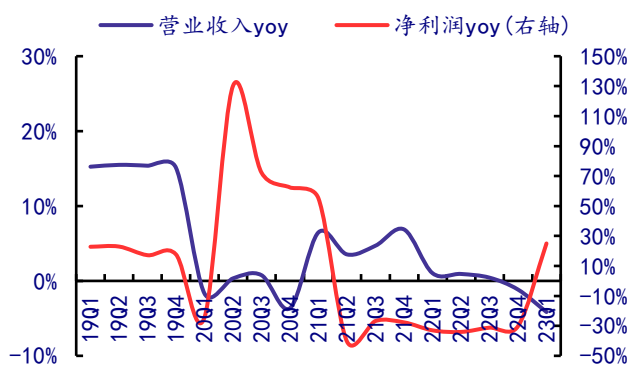


## 七、休闲食品：布局渠道变革，格局有望重塑

### (一) 23H1 复盘：弱改善与强分化，新品类与新渠道表现突出

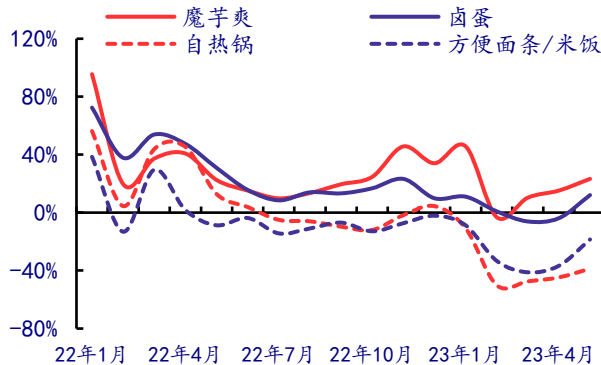
分季度看，上市公司口径，23Q1 休闲食品板块收入/归母净利润分别同比-4.2%/+25%；C 端线下终端口径，23 年 4-5 月休闲食品亦在持续承压，主要归因于高基数压力，但盐津铺子、劲仔食品等抓住零售折扣店的渠道转型红利，同时品类红利持续释放，实现高于行业的增速。

图 58：休闲食品板块单季度收入、利润增速



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

图 59：休闲食品行业月度收入增速



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

图 60：2023Q1 不同休闲食品企业之间业绩分化明显

公司	2019 年第一季度	2020 年第一季度	2021 年第一季度	2022 年第一季度	2023 年第一季度
洽洽食品	36	31	33	5	-14
绝味食品	20	-65	275	-62	54
桃李面包	12	60	-16	-3	-12
广州酒家	18	-73	290	10	32
盐津铺子	6	101	43	-25	82
立高食品	0	0	300	-45	25
黑芝麻	-40	-455	140	-41	62
劲仔食品	0	0	-18	-6	96
良品铺子	0	-19	16	-9	60
甘源食品	0	8	12	-45	145
三只松鼠	7	-25	68	-49	19
好想你	10	-78	23	-76	43
来伊份	53	13	10	15	-23
煌上煌	27	2	3	-46	-1
元祖股份	75	-352	104	-1571	56
西麦食品	21	-27	52	-47	39
桂发祥	-5	-84	103	-314	239
南侨食品	0	0	127	-46	-27
青岛食品	0	0	-14	28	30
有友食品	1	-10	46	-64	121
紫燕食品	0	0	0	0	60

资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

## (二) 23H2 展望：渠道转型浪潮持续，关注零食折扣店相关品牌

**方向一：直接开设零售折扣店的渠道型公司。**良品铺子，根据公司公告，2023 年将计划新开 1000 家门店，包括零食专卖店品牌“零食顽家”，新开门店面积更大、品类更丰富，同时会新增咖啡水饮、烘焙短保等引流型、便利组合性产品。三只松鼠，根据官微披露数据，6 月开设零食专卖店，首店正式开业第一天销售额突破 8 万元。

图 61：三只松鼠 6 月开设 10 家零食专卖店



资料来源：三只松鼠官方微信号，中国银河证券研究院

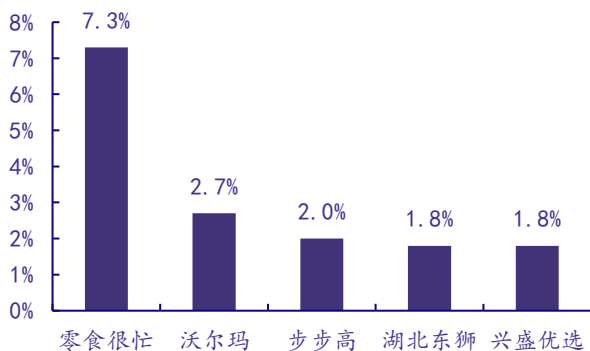
图 62：良品铺子开设零食专卖店品牌“零食顽家”



资料来源：零食顽家官方微信号，中国银河证券研究院

**方向二：通过强品牌力向折扣店供货的制造型公司。**盐津铺子，根据公司公告，2022 年第一大客户为零食很忙系统，收入占比约 7.3%，考虑到下游品牌商仍处于区域扩张与快速开店阶段，公司收入端有望维持较快增长。甘源食品，根据公司公告，目前公司与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣、老婆大人、戴永红、来优品等系统都建立了合作关系，合作品项包括经典老三样、薯片、综合豆果、综合果仁、花生、调味坚果等系列产品。

图 63：盐津铺子 2022 年第一大客户为零食很忙系统



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 64：甘源食品大客户包括多个零食折扣店品牌



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 八、投资建议

①白酒板块坚守高端龙头贵州茅台、泸州老窖、五粮液，维持古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒配置，等待行业β择机配置舍得酒业、山西汾酒、老白干酒等。②啤酒板块配置值的青岛啤酒，其他低度酒推荐百润股份。③寻找景气周期+疫后复苏共振的弹性，食品关注东鹏饮料、李子园、宝立食品、海天味业、欢乐家；④重视长期逻辑，关注伊利股份、天味食品、安井食品、中炬高新。

## 九、风险提示

终端需求恢复不及预期；成本价格涨幅超预期；食品安全问题。

## 插图目录

图 1: 上市白酒企业 2023 年业绩目标和第一季度业绩表现 .....	3
图 2: 飞天茅台一批价 (整箱, 元) .....	3
图 3: 普五一批价 (元) .....	3
图 4: 洋河 M6+ 批价 (元) .....	3
图 5: 青花 20 批价 (元) .....	3
图 6: 水井坊臻酿八号批价 (元) .....	4
图 7: 珍酒珍 15 批价 (元) .....	4
图 8: 消费者信心指数 .....	4
图 9: 烟酒类零售额及当月同比 .....	4
图 10: 贵州茅台 P/E Band .....	5
图 11: 泸州老窖 P/E Band .....	5
图 12: 中国啤酒产量累计值及同比 (万千升) .....	6
图 13: 大麦平均进口价 (美元/吨) .....	6
图 14: 瓦楞纸价格 (元/吨) .....	6
图 15: 铝价 (元/吨) .....	6
图 16: 社零餐饮收入当月同比 .....	7
图 17: 啤酒吨价 (元/吨) .....	7
图 18: 乳制品板块单季度收入、利润增速 .....	8
图 19: 乳制品行业月度收入增速 .....	8
图 20: 23Q1 不同乳制品企业之间业绩分化明显 (%) .....	8
图 21: 2023 年原奶价格同比下降 .....	9
图 22: 5 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比下降 .....	9
图 23: 疫情后低温白奶增速更高 .....	9
图 24: 疫情后低温酸奶增速更高 .....	9
图 25: 软饮料板块单季度收入、利润增速 .....	10
图 26: 饮料行业月度收入增速 .....	10
图 27: 2023Q1 不同软饮料企业之间业绩分化明显 .....	10
图 28: 2023 年 PET 瓶片价格同比下降 .....	11
图 29: 2023 年白糖价格同比上涨 .....	11
图 30: 2023 年夏季天气大概率北方干旱高温 .....	11
图 31: 不同饮料企业北方地区收入占比 .....	11
图 32: 东鹏“补水啦”相较于“大咖拿铁”放量速度更快 .....	12
图 33: 香飘飘即饮奶茶 (瓶装牛乳茶为主) 逐渐放量 .....	12
图 34: 兰芳园即饮茶 (冻柠茶为主) 逐渐放量 .....	12
图 35: 调味品板块单季度收入、利润增速 .....	13
图 36: 调味品行业月度收入增速 .....	13
图 37: 2023Q1 不同调味品企业之间业绩分化明显 .....	13
图 38: 从四景气周期理解公司的业绩波动 .....	14
图 39: 2023H2 社零需求有望持续修复 .....	14

图 40: 调味品主要企业存货规模同比.....	14
图 41: 2023 年大豆价格同比回落 .....	15
图 42: 2023 年白糖价格同比上涨 .....	15
图 43: 2023 年玻璃价格同比上涨 .....	15
图 44: 2023 年瓦楞纸价格同比下降.....	15
图 45: 调味品弹性计算表 .....	16
图 46: 江苏 C 端零添加销量环比显著提升.....	16
图 47: 预加工食品板块单季度收入、利润增速 .....	17
图 48: 速冻与预制菜行业月度收入增速 .....	17
图 49: 2023Q1 不同预加工食品企业之间业绩分化明显 .....	17
图 50: 2023 年豆油价格同比下降 .....	18
图 51: 2023 年棕榈油价格同比下降.....	18
图 52: 2023 年猪肉价格维持相对低位 .....	18
图 53: 2023 年鸡肉价格同比下降 .....	18
图 54: 速冻食品细分品类销售额与 yoy (中国) .....	19
图 55: 速冻食品细分品类销售额与 yoy (美国) .....	19
图 56: 速冻食品细分品类销售额与 yoy (日本) .....	19
图 57: 全家便利店专设预制菜柜台 .....	19
图 58: 休闲食品板块单季度收入、利润增速.....	20
图 59: 休闲食品行业月度收入增速 .....	20
图 60: 2023Q1 不同休闲食品企业之间业绩分化明显 .....	20
图 61: 三只松鼠 6 月开设 10 家零食专卖店.....	21
图 62: 良品铺子开设零食专卖店品牌“零食顽家”.....	21
图 63: 盐津铺子 2022 年第一大客户为零食很忙系统.....	21
图 64: 甘源食品大客户包括多个零食折扣店品牌.....	21



### 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。

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](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyangyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyangyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)