



湘财证券
XIANGCAI SECURITIES

食品饮料行业

复苏态势延续，挖掘结构性机遇

分析师：李育文

登记编号：S0500523060001

2023年12月28日

- **基本面向好，估值底部凸显安全边际。**2023年在整体弱复苏下，依然存在结构性亮点。2023.11餐饮收入同比增长25.80%，限额以上烟酒类零售额同比增长16.20%，需求韧性较强。2023Q1-3食品饮料板块实现营收增速及净利润增速分别为8.61%、15.27%，收入稳健增长，盈利水平大幅提升。在整体弱复苏背景下，消费者心态发生改变，偏向理性消费，消费升级放缓，市场信心较弱，情绪面表现明显低于基本面表现。截至2023.12.15，食品饮料行业PE-TTM为24.2，三年估值分位数为0.2%，估值处于较低位置，性价比较高，具有充足的安全边际
- **复苏态势延续，大众品成本压力持续释放。**需求端：消费复苏稳步推进，居民收入稳步提升，消费意愿逐步向好，消费复苏的节奏和力度或将优于2023年。成本端：2020年之后受疫情等因素影响，原材料价格大幅上涨，企业成本压力高增。2023年以来，豆粕、玉米、大麦、猪肉、包材等原材料价格已逐步回落，成本端压力持续减轻，利润端持续修复。
- **投资建议。**目前，居民收入及预期有待进一步修复，2024年复苏依旧是主线。我们重点推荐需求韧性强的白酒、业绩复苏确定性较强的啤酒板块，并持续关注大众品四条投资主线：
 - **白酒：**经济复苏延续背景下，把握业绩强劲的确定性机会。目前白酒仍体现较强的报表韧性和结构分化的特征，高端白酒和区域龙头业绩稳健，次高端仍有压力但逐步改善。目前酒企积极迎战“开门红”，春节旺季动销可期，渠道库存将进一步去化，基本面逐步改善。建议重点关注需求韧性强、涨价趋势明显的高端白酒，以及受益于宴请、商务需求提高的次高端酒及区域龙头。
 - **大众品投资四条主线机会：**
 - 1、餐饮产业链复苏带动下游需求增加：啤酒、调味品板块；
 - 2、成本下降，利润弹性高增；
 - 3、消费升级带动的啤酒高端化及乳制品高端化等；
 - 4、受益于渠道转型加速的休闲零食板块，红利持续释放。关注率先进入零食量贩渠道的领先零食企业。
- **风险提示。**宏观经济恢复不及预期；原材料价格波动风险；食品安全问题；市场竞争加剧。



目 录

- 一、总量判断：行稳致远，复苏态势延续
- 二、白酒：基本面稳中向好，估值调整打开布局窗口
- 三、啤酒：量价齐升，成本压力缓解
- 四、乳制品：原奶价格持续下降，低温奶打开新增长空间
- 五、调味品：餐饮渠道修复，复调成为新引擎
- 六、零食：跑马圈地，量贩渠道红利持续释放
- 七、投资建议与风险提示

一、总量判断：行稳致远，复苏态势延续

1.1 市场复盘：情绪面偏弱，市场跑输大盘

■ 截至2023年12月15日，上证指数下跌4.75%，沪深300指数下跌13.69%，申万食品饮料行业下跌18.27%，涨跌幅排名25/31，跑输沪深300指数4.58pct。

■ 食饮子板块中，软饮料涨幅最高为0.51%，啤酒跌幅最大为-33.87%。

图1 食品饮料行业下跌18.27%（截至2023.12.15）

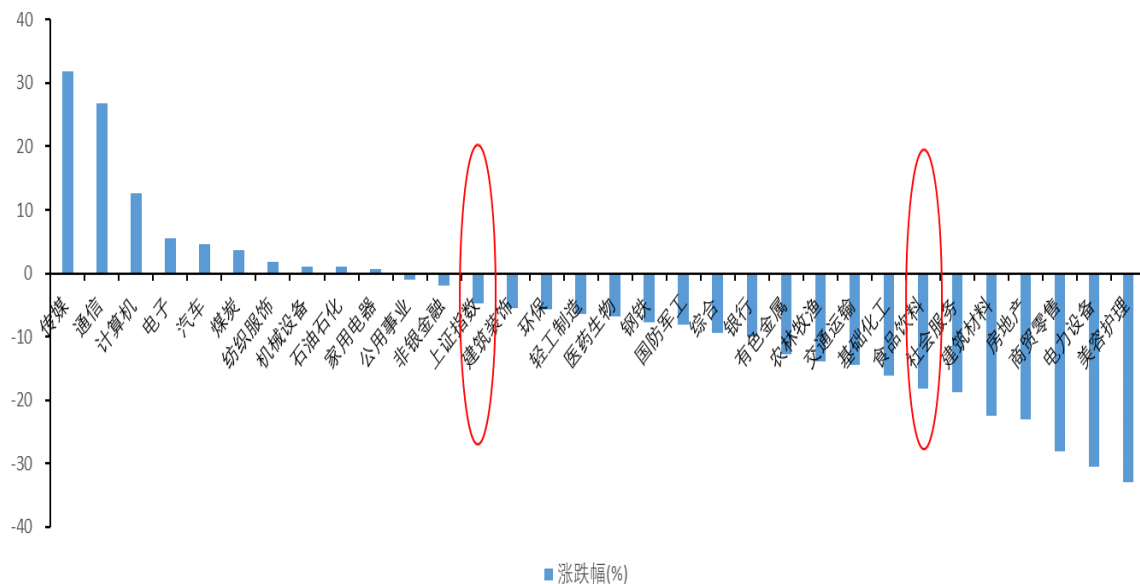
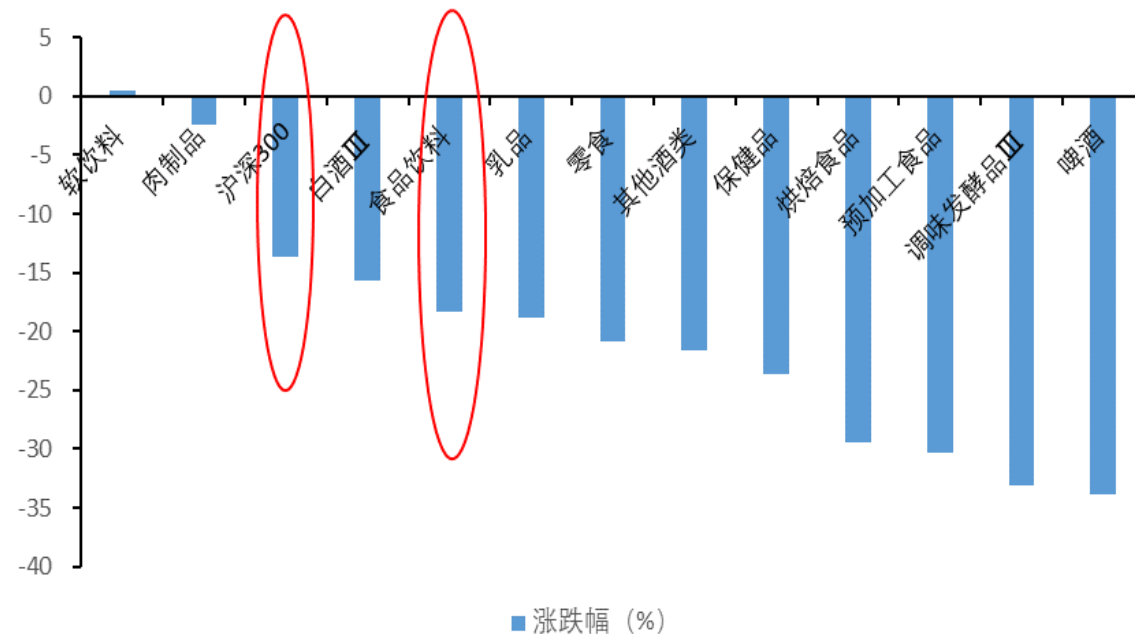


图2 软饮料板块领涨（截至2023.12.15）



1.1 市场复盘：情绪面偏弱，市场跑输大盘

- 截至2023年12月15日，食品饮料行业PE为24X，位居申万一级行业第15位。
- 目前食品饮料板块估值回调已经充分反应市场悲观情绪，情绪面探底，基本面好于情绪面，估值处于合理偏低区间。

图3食品饮料行业估值（TTM）为24倍（截至2023.12.15）

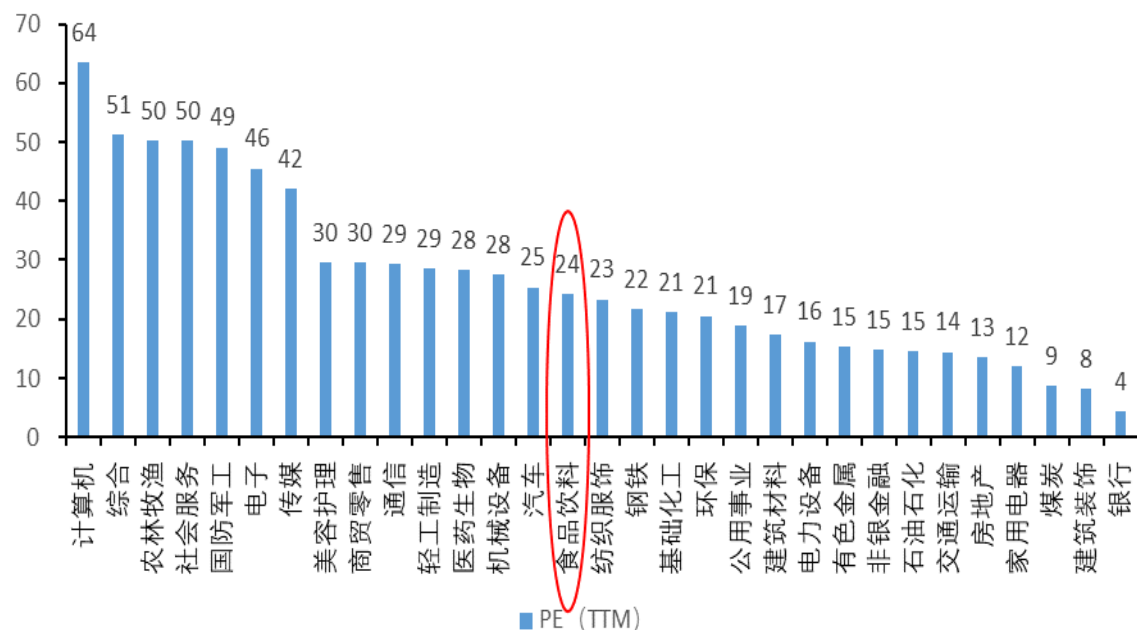
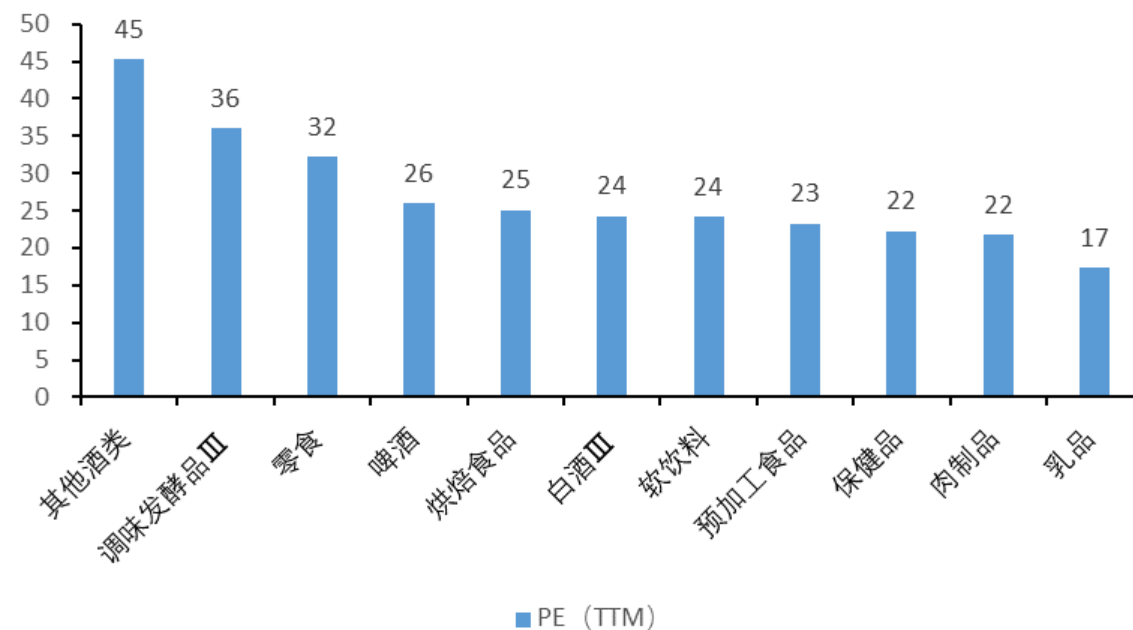


图4食品饮料行业子板块估值（截至2023.12.15）

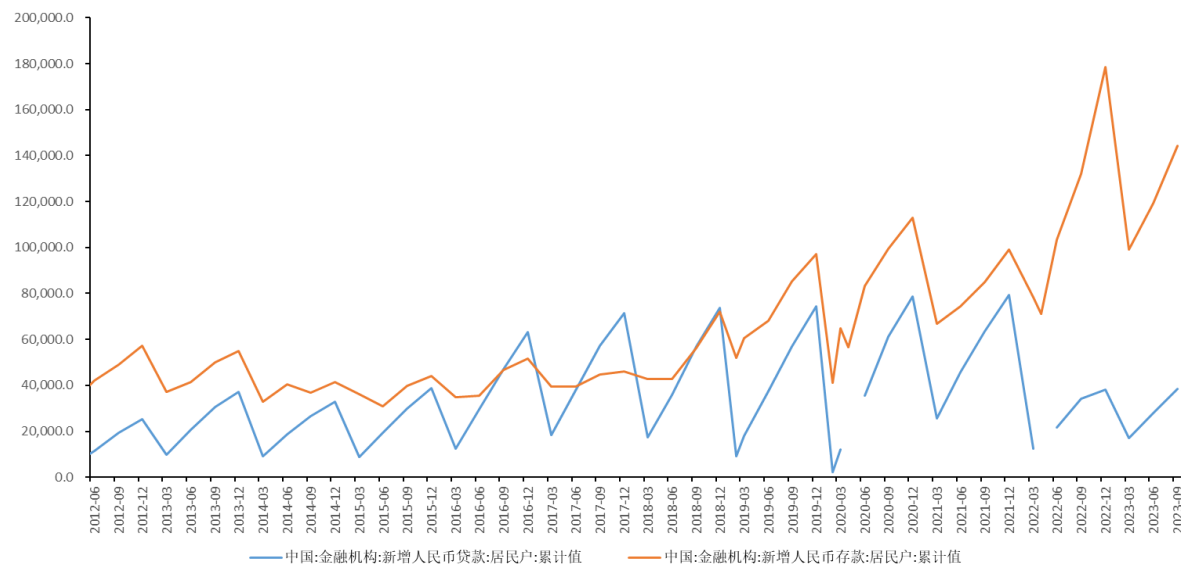


1.2宏观层面：宏观经济弱复苏

■ 宏观总量：整体呈现弱复苏趋势。

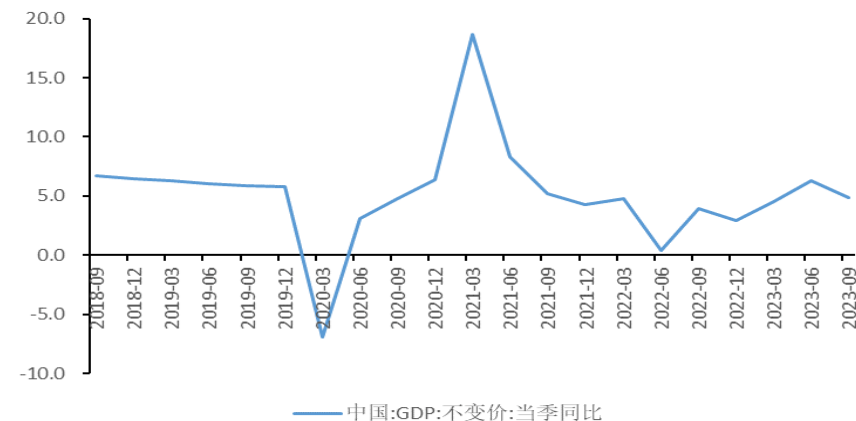
- 2023Q3我国GDP同比增长4.9%，11月社零总额同比增长10.10%。
- 2023Q3我国居民消费支出与人均可支配收入增速分别为8.8%、5.9%。
- 居民融资需求有所恢复，但依然偏弱，居民储蓄意愿仍然较强，消费市场弱复苏。

图7居民户人民币贷款有所增加但储蓄依然较高



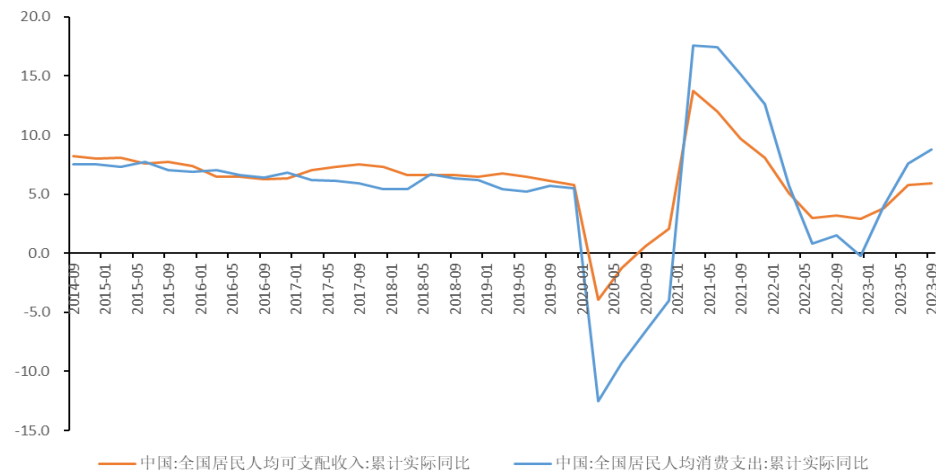
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图5 2023Q3我国GDP同比增速为4.9%



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图6我国人均消费支出与人均可支配收入增速

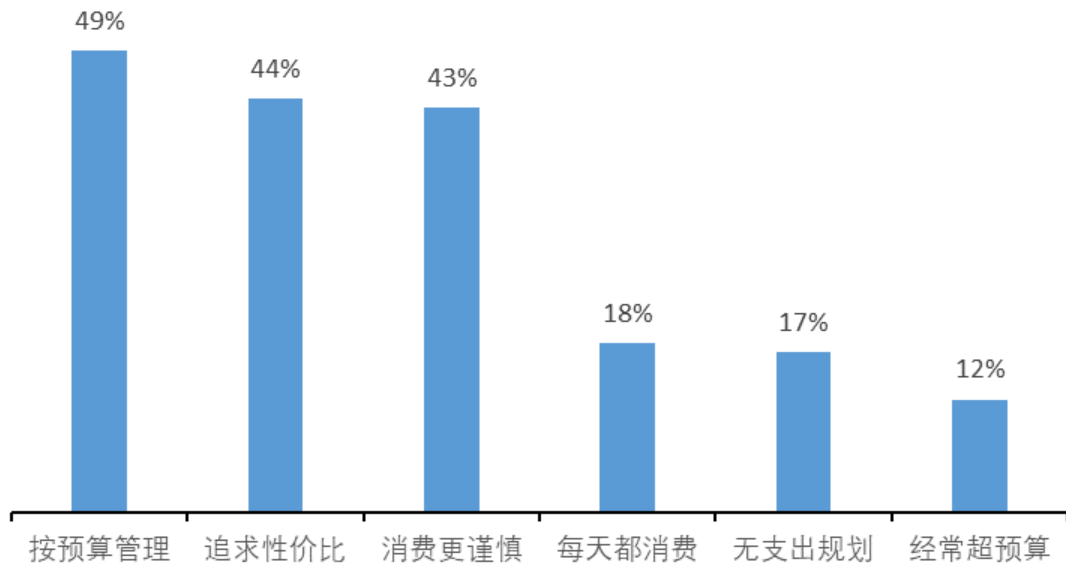


资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.3消费趋势：消费者趋向理性消费

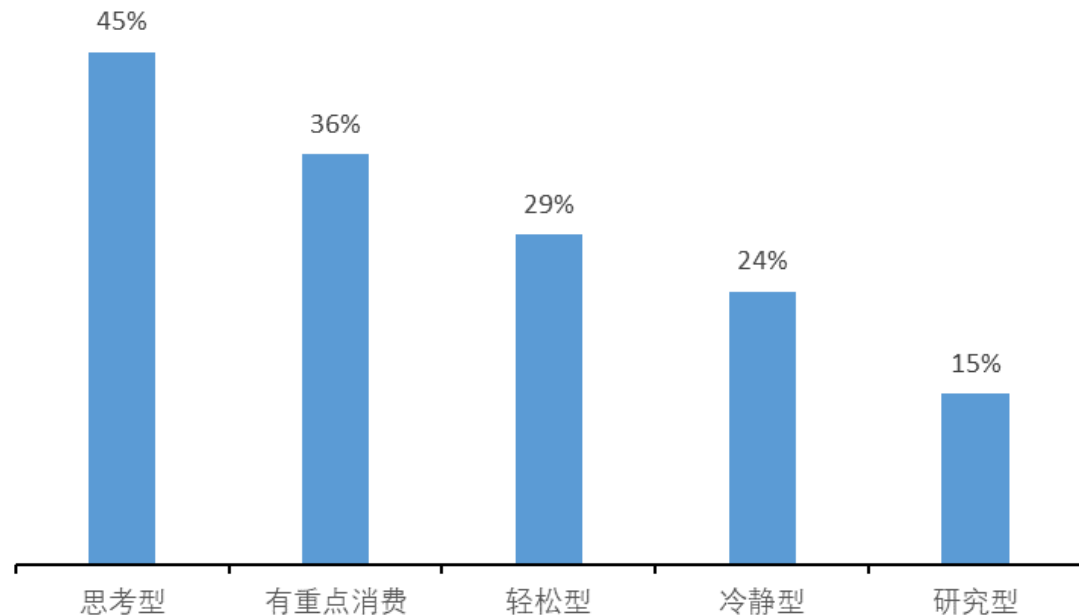
- **消费趋势：**2023年以来，消费者的购物心态发生了显著变化，更加重视消费的质量，消费决策更加理性、对性价比关注度更高，在消费前会更仔细的考虑需求点和需求匹配。

图8 2023年用户的消费习惯（响应率）



资料来源：《京东2023消费观察》、湘财证券研究所

图9 2023年用户的消费决策类型（响应率）



资料来源：《京东2023消费观察》、湘财证券研究所

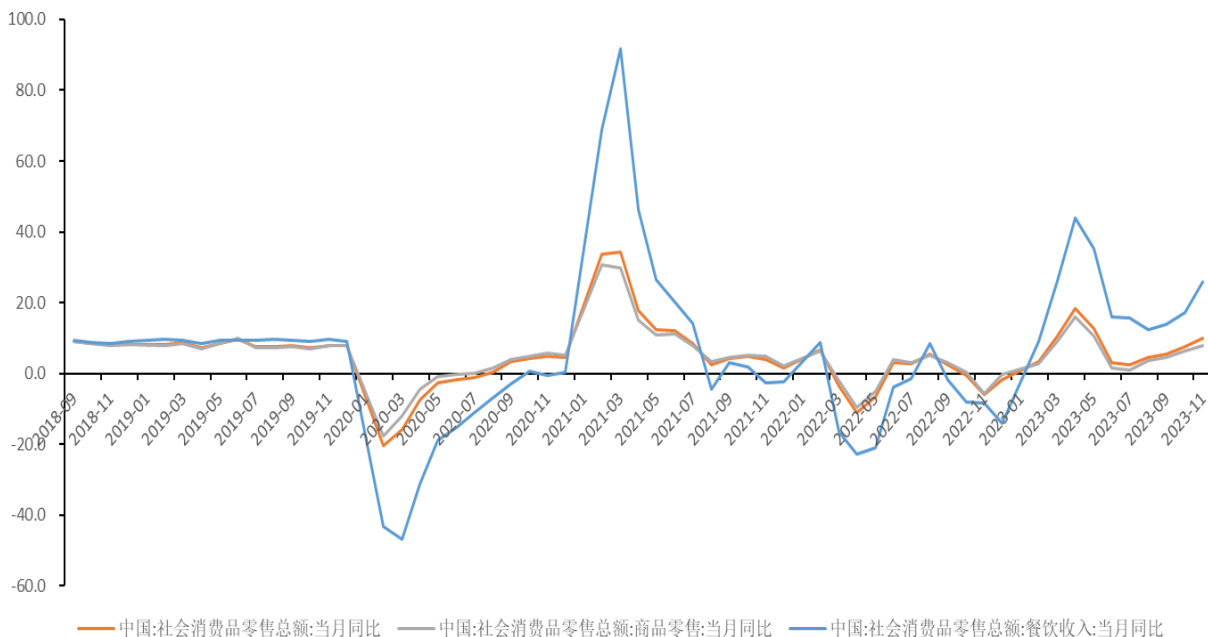
1.4基本面： 餐饮收入稳健增长， 盈利水平大幅提升

■ 在整体弱复苏下， 依然存在结构性亮点：

➤ 11月餐饮收入同比增长25.80%。

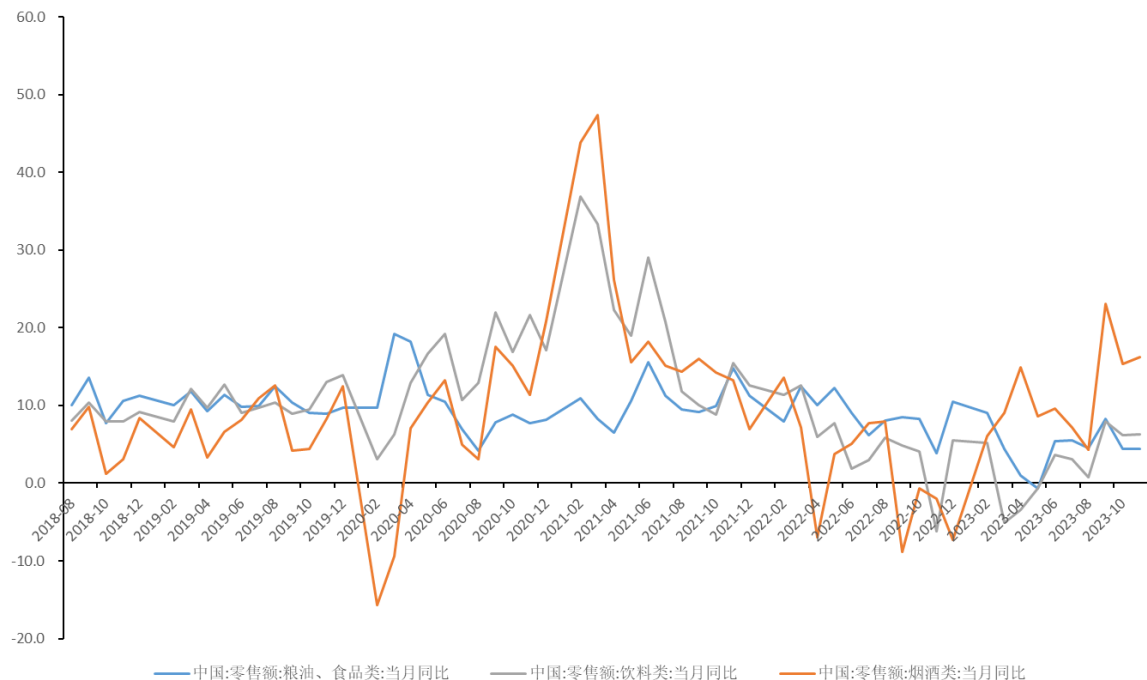
➤ 限额以上烟酒类零售额同比增长16.20%， 需求韧性较强。

图10 2023年11月社零增速为10.10%， 餐饮收入增速为25.80%



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图11 2023年11月限额以上烟酒类零售额同比增长16.20%



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.4基本面：餐饮收入稳健增长，盈利水平大幅提升

- 2023Q1-3餐饮板块营收增速较去年实现小幅提升，同比增长8.61%。
- 2023Q1-3餐饮板块净利润增速大幅高增，同比增长15.27%。

图12食品饮料行业营业收入及增速

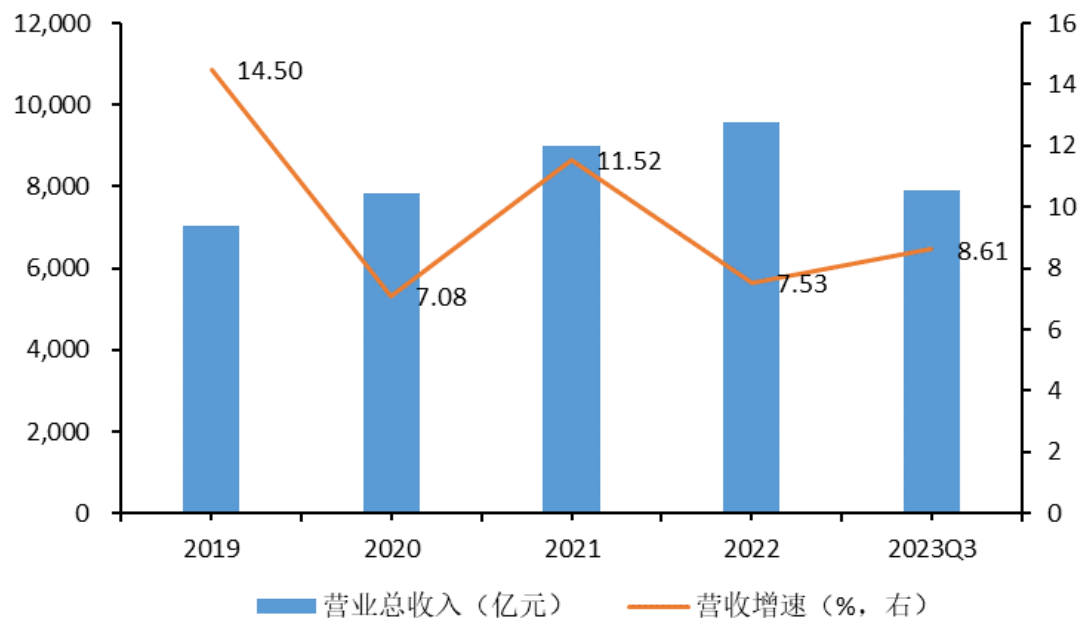
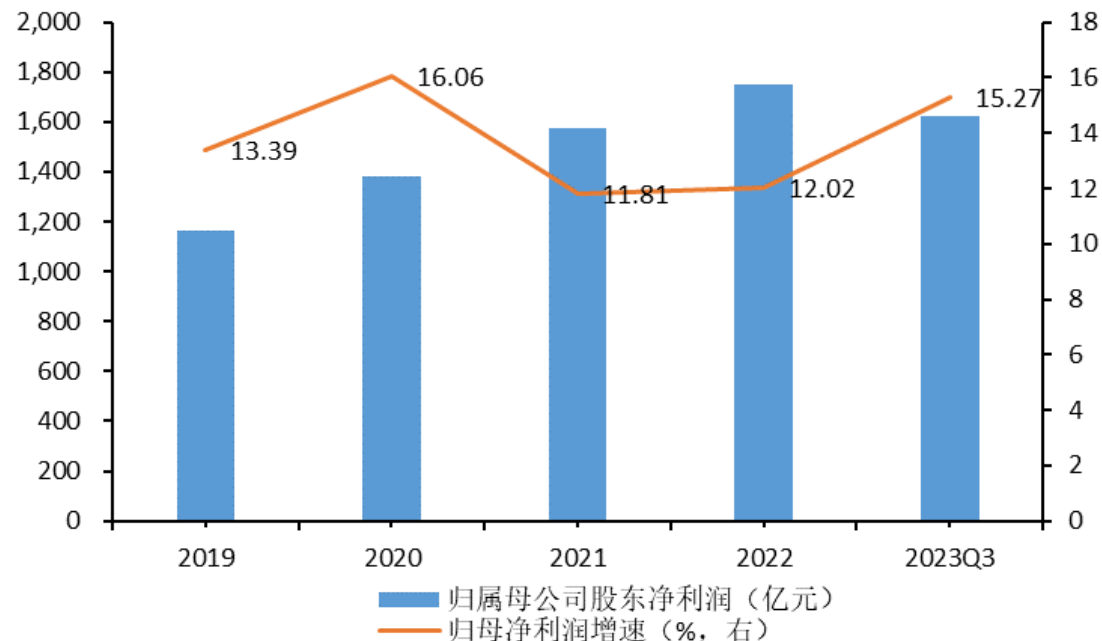


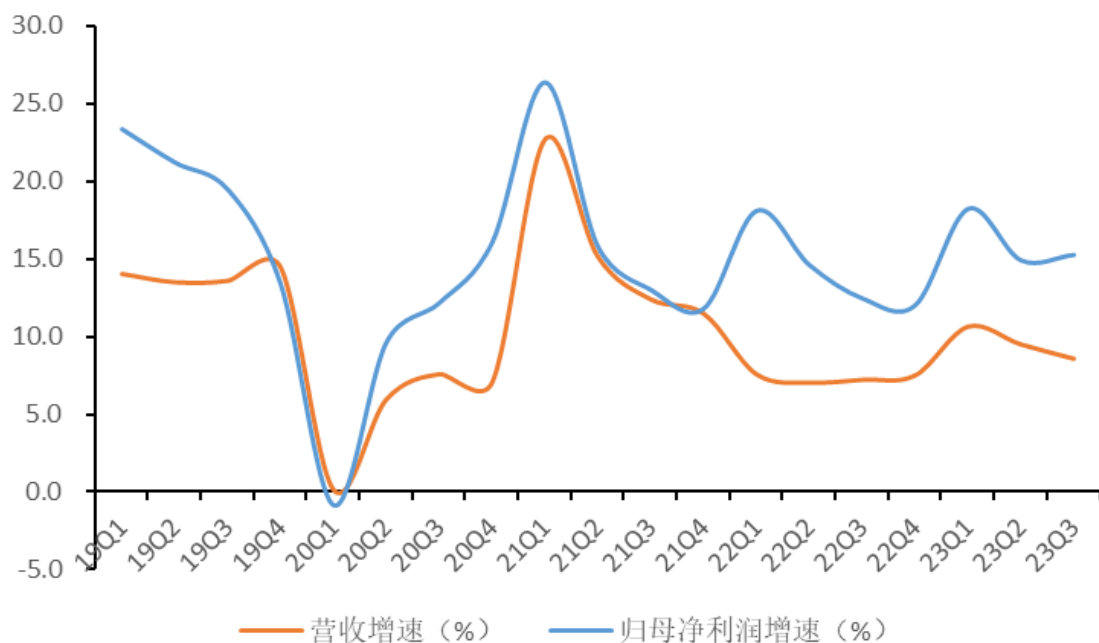
图13食品饮料行业归母净利润及增速



1.4基本面：餐饮收入稳健增长，盈利水平大幅提升

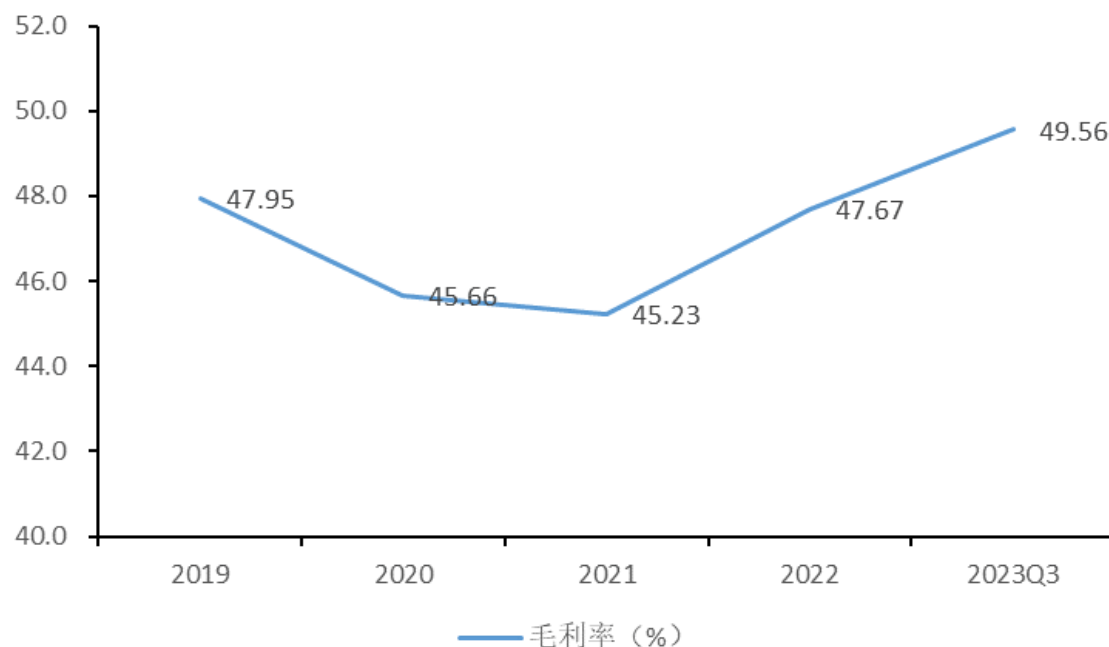
- 2023Q1-3餐饮板块毛利润稳步增长达到49.56%，主要为原材料成本下降及消费产品结构性升级实现盈利改善。

图14 2023Q3餐饮上市企业盈利稳步改善



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图15 食品饮料行业毛利率稳步增长



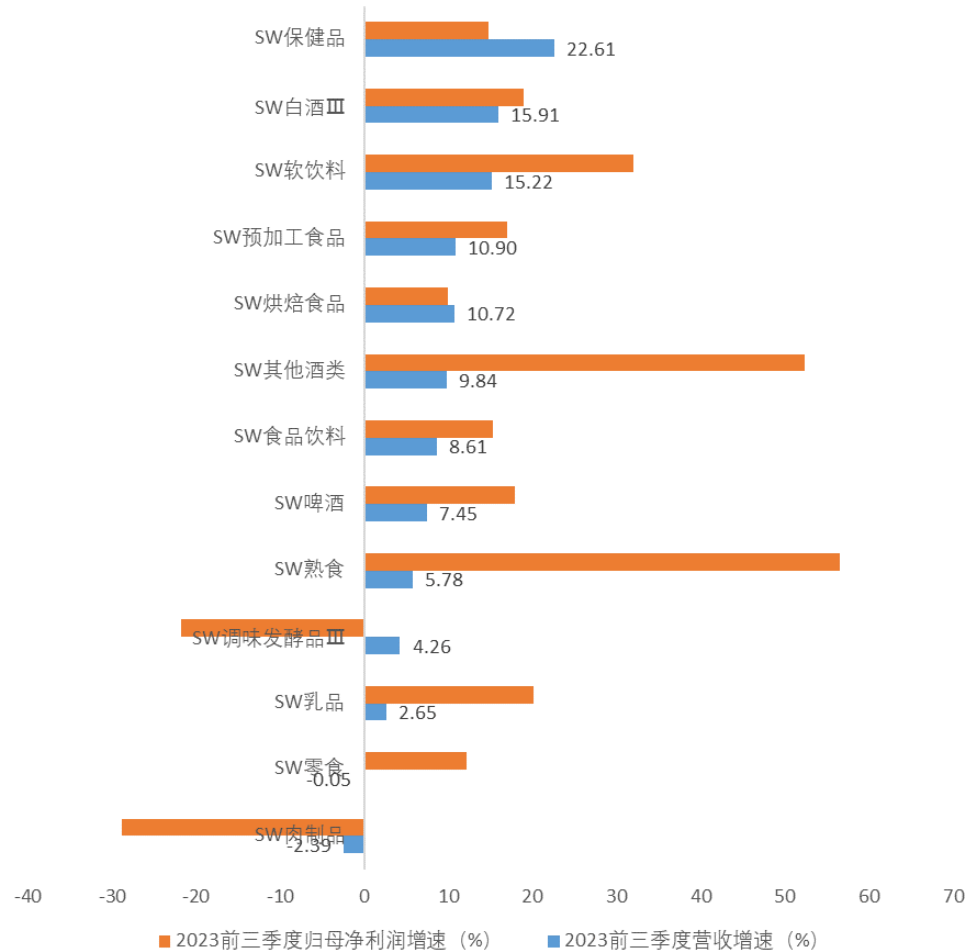
资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.4基本面：餐饮收入稳健增长，盈利水平大幅提升

图16 2023Q3餐饮子版块营收及归母净利润增速

餐饮子版块：

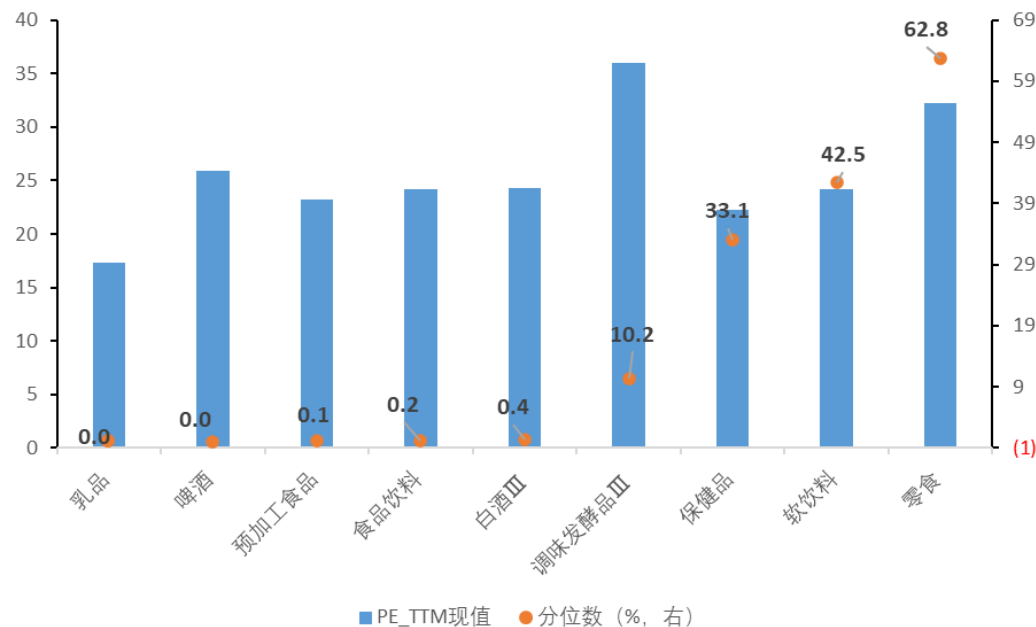
- **收入端：**保健品、白酒、软饮料、预加工食品、烘焙食品营收涨幅靠前，营收同比分别为22.61%、15.91%、15.22%、10.90%、10.72%，均实现双位数增长。
- **利润端：**熟食、其他酒类、软饮料等归母净利润涨幅靠前，同比分别为56.53%、52.36%、31.99%。



1.5展望：复苏为主，升级加码，安全边际充足

- 截至2023.12.15，食品饮料行业PE-TTM为24.2，三年估值分位数为0.2%，乳品、啤酒、预加工食品估值均达到三年最低，估值处于较低位置，性价比较高，具有充足的安全边际。
- 2023年以来，未出现预期的报复性消费，板块估值回调已经充分反应消费市场悲观预期，随着需求复苏及成本下降，基本面有望实现高弹性修复。

图17 食品饮料子板块三年估值分位数（截至2023.12.15）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.5展望：复苏为主，升级加码，安全边际充足

■ 当下宏观经济复苏持续，结构性机会凸显。展望2024年：

- 1、需求端：消费复苏稳步推进，居民收入稳步提升，消费意愿逐步向好，消费复苏的节奏和力度或将优于2023年。
- 2、成本端：2020年之后受疫情等因素影响，原材料价格大幅上涨，企业成本压力高增。2023年以来，豆粕、玉米、大麦、猪肉、包材等原材料价格已逐步回落，成本端压力持续减轻，利润端持续修复；

■ 我们重点推荐需求韧性强的白酒、业绩复苏确定性较强的啤酒板块，并持续关注大众品四条投资主线：

- 白酒：经济复苏延续背景下，把握业绩强劲的确定性机会。目前白酒仍体现较强的报表韧性和结构分化的特征，高端白酒和区域龙头业绩稳健，次高端仍有压力但逐步改善。目前酒企积极迎战“开门红”，春节旺季动销可期，渠道库存将进一步去化，基本面逐步改善。建议重点关注需求韧性强、涨价趋势明显的高端白酒，以及受益于宴请、商务需求提高的次高端酒及区域龙头。
- 大众品投资四条主线机会：1、餐饮产业链复苏带动下游需求增加：啤酒、调味品板块；2、成本下降，利润弹性高增；3、消费升级带动的啤酒高端化及乳制品高端化等；4、受益于渠道转型加速的休闲零食板块，红利持续释放。关注率先进入零食量贩渠道的领先零食企业。

二、白酒：基本面稳中向好，估值调整打开布局窗口

2.1 2023Q3表现：高端韧性强，区域龙头率先复苏

■ 2023Q1-3营业收入：区域龙头（19.22%）>高端（16.37%）>三四线（12.75%）>次高端（10.89%）。

图18白酒板块营业收入合计及同比

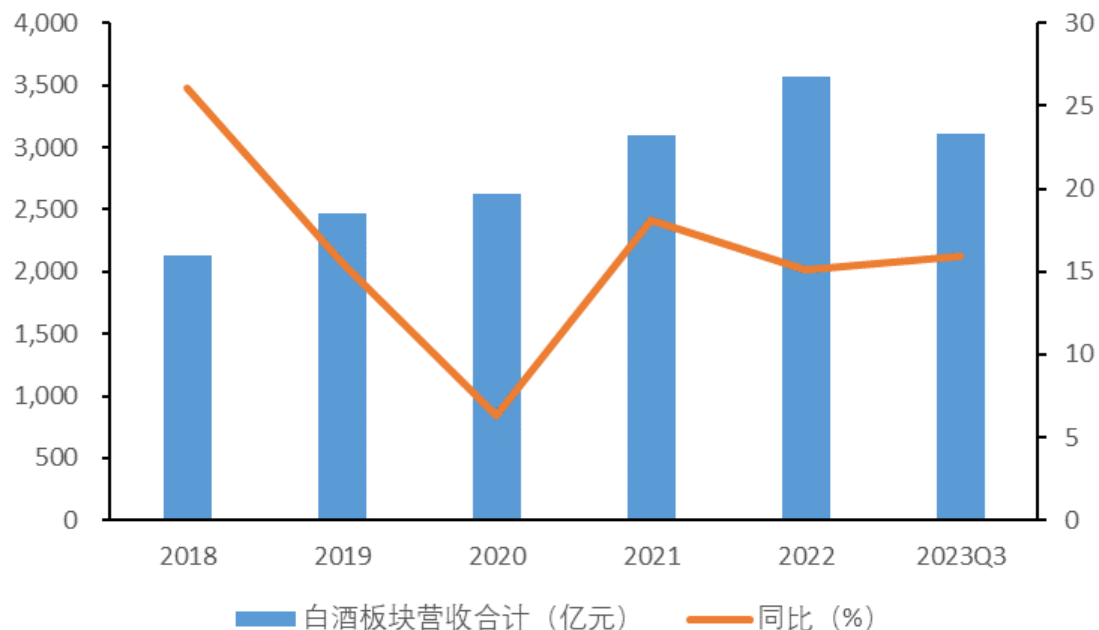
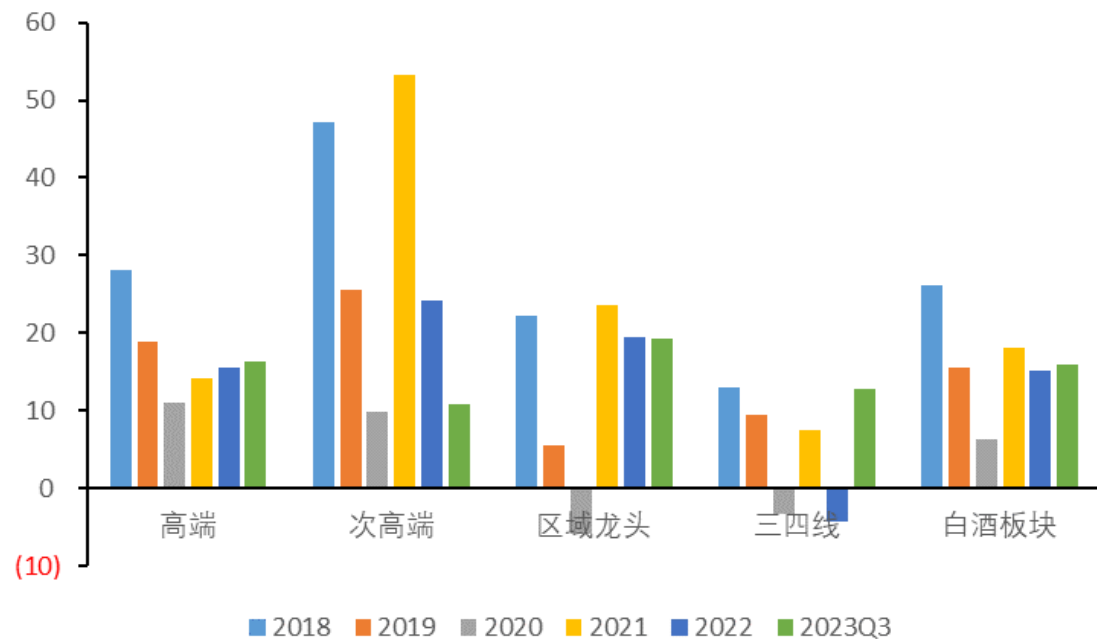


图19上市酒企按照档次分类后营业收入增速对比



2.1 2023Q3表现：高端韧性强，区域龙头率先复苏

- 2023Q1-3净利润：区域龙头（20.18%）>高端（18.83%）>三四线（16.16%）>次高端（18.31%），三四线利润端修复亮眼。

图20白酒板块归母净利润及同比

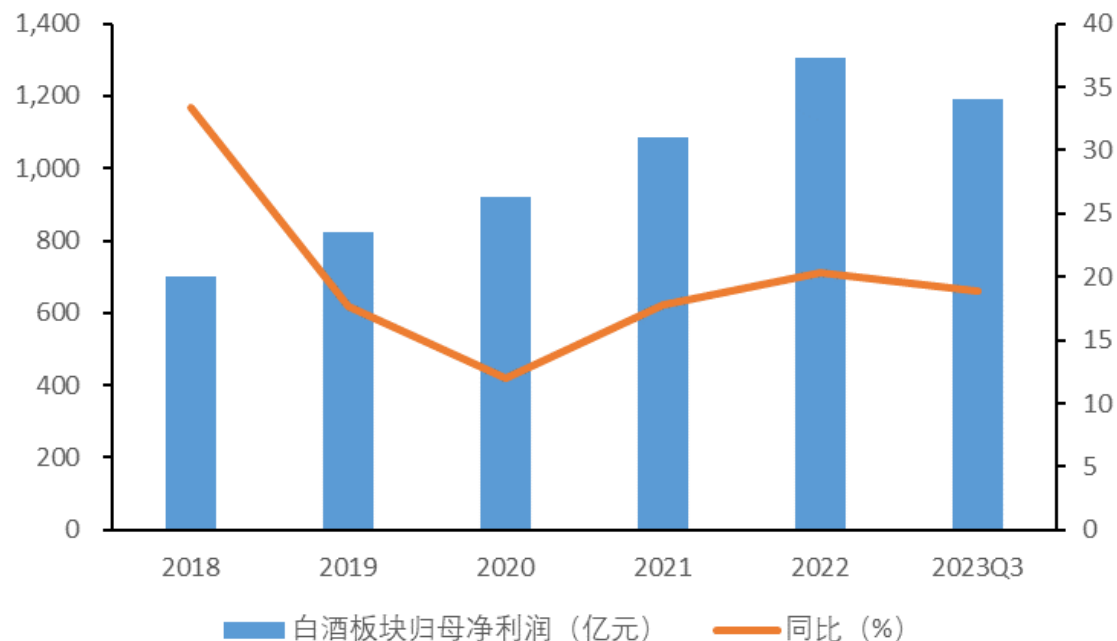
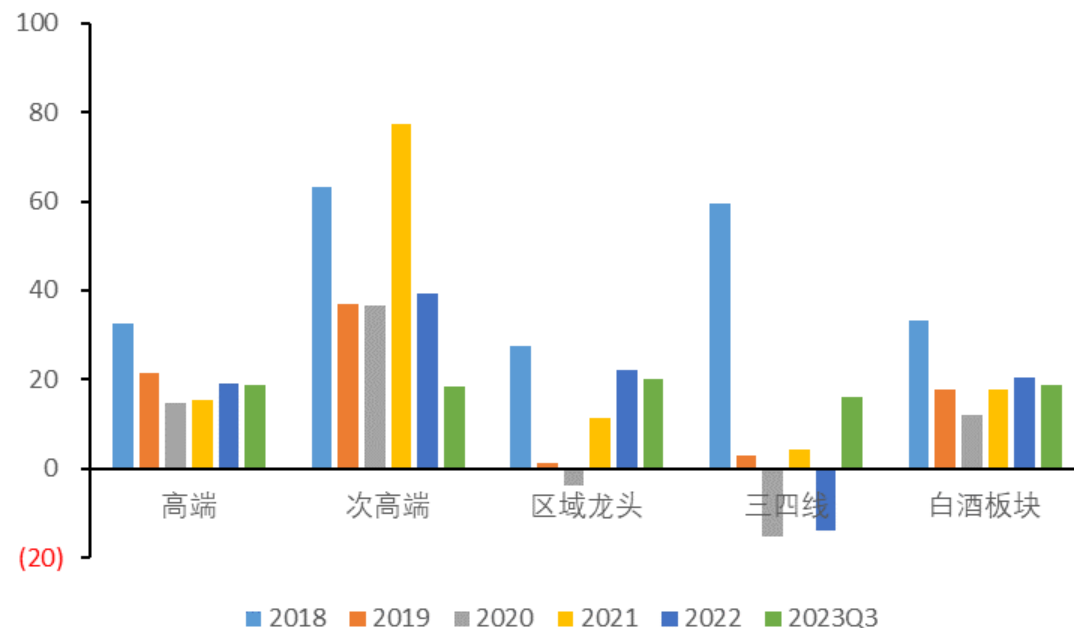


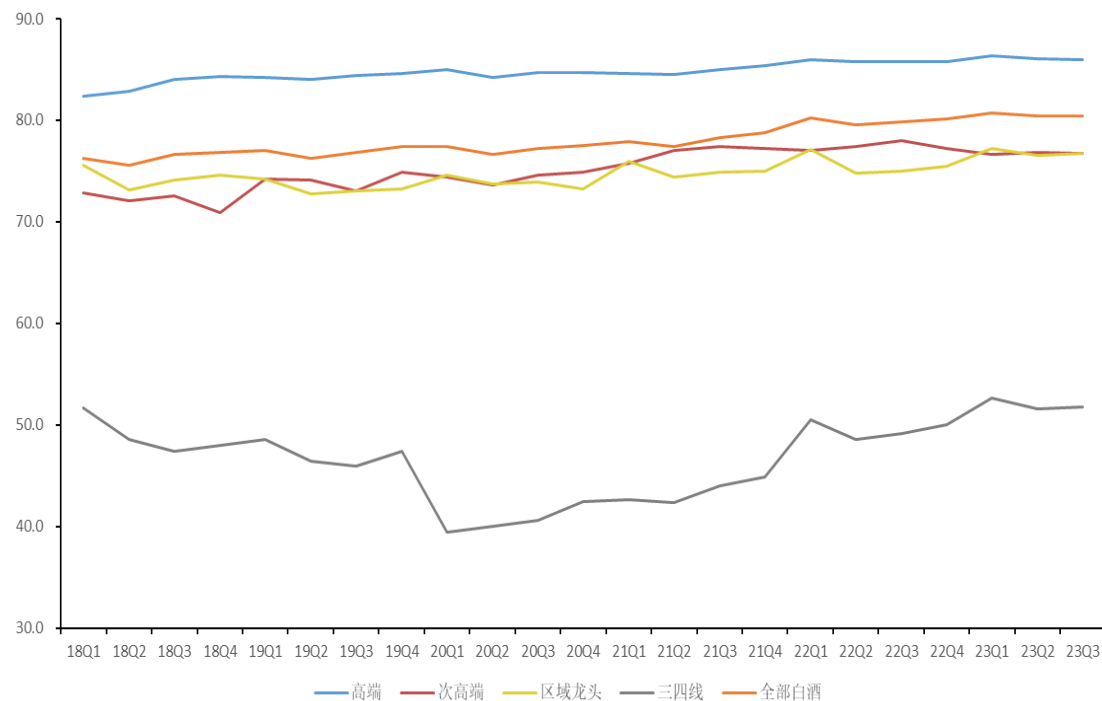
图21上市酒企按照档次分类后营业收入增速对比



2.1 2023Q3表现：高端韧性强，区域龙头率先复苏

- **毛利率：**白酒板块整体毛利率从2022Q3开始逐步修复，2023年毛利率维持在80%以上，但次高端毛利增长乏力，2023年较2022年有所下滑。
- 次高端受渠道高库存影响，价格增长承压，毛利率出现下滑；
- 高端酒随着价格的稳步恢复及部分直销比例的提升，实现毛利率稳步提升；
- 区域龙头稳步推进全国化进程及产品升级带动毛利率提升；
- 三四线酒企努力推进高端化，提升品牌影响力，近年毛利提升明显。

图22上市酒企按照档次分类后营业收入增速对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2.2 展望：高端及区域龙头确定性较强，次高端有望实现较高业绩弹性

- **需求：**2023年白酒板块业绩表现依然坚挺，体现白酒需求的强韧性，目前经济复苏稳步推进，结构优化+消费升级带动酒企利润持续提升。
- **库存周期：**随着经济复苏和春节白酒消费旺季的到来，预计茅台等白酒的终端价格将迎来加速恢复，行业库存逐步消化，有望进入被动去库存拐点，2024年有望实现量增带动价涨。
- **近期龙头酒企多举措提振市场信心，市场预期有望改善。**

表1 龙头酒企多举措提振市场信心

日期	事件	历史复盘	影响
2023.10.31	贵州茅台宣布自 2023 年 11 月 1 日起上调贵州茅台酒（飞天、五星）的出厂价格，平均涨幅约 20%。	这是贵州茅台上市 20 多年来的第 8 次调价，提价幅度为 10%-35%。	茅台在行业深度调整期调整价格，无疑给行业注入了强心针，为行业高端、次高端产品的发展空间打开了天花板。
2023.12.13	贵州茅台发布回报股东特别分红方案公告，拟向全体股东每股派发现金红利 19.106 元（含税），总计 240 亿元。	本次分红是继 2022 年贵州茅台首次实施特别分红后，连续第二年实行特别分红，贵州茅台累计分红 1113.01 亿元，占上市以来分红总金额的 47.84%。且自 2015 年起，茅台分红规模占净利润比重较为稳定，超过 50%。	这不仅反映出贵州茅台现金流的健康稳定，也向行业内外传递了白酒业的信心，随着消费力逐步恢复及价格稳步提升，白酒结构升级趋势将进一步加强。
2023.12.13	五粮液集团计划增持公司股票，拟增持金额不低于 4 亿元，不超过 8 亿元。	这是有记录以来五粮液集团首次增持五粮液。	龙头酒企相继实施增持计划是作为回应行业挑战的一种积极举措，或为整个行业注入新的活力，有助于提振市场信心。
2023.12.14	泸州老窖集团计划通过旗下全资子公司，在未来六个月内增持泸州老窖股票，拟投资金额不低于 2 亿元，不超过 2.5 亿元。	回顾历史来看，公司控股股东曾在 2015 年两次增持，增持合计比例达到 0.94%。	

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

2.2 展望：高端及区域龙头确定性较强，次高端有望实现较高业绩弹性

- 高端及区域龙头表现确定性较强，次高端依旧处于去库存阶段。次高端当下主要解决价格倒挂及区域窜货问题，逐步消化库存，整体价盘表现较稳，基本面逐步改善。建议重点关注需求韧性强、涨价趋势明显的高端白酒，以及受益于宴请、商务需求提高的次高端酒及区域龙头。
- 当前市场处于情绪底、估值底，具有明显性价比。预计2024年，居民消费力恢复，需求稳步复苏，现阶段白酒情绪及估值都处于底部区间，具有明显性价比。
- 消费升级缓慢，但并未扭转消费升级大趋势。当前白酒终端价格依然处于逐步恢复期，随着收入增速回升的逐步兑现，消费升级持续，茅台提高出厂价打开白酒价格天花板，引领行业升级并进，长期消费升级主逻辑不变。

三、啤酒：量价齐升，成本压力释放

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/488053006055006023>