

1-2月农副食品加工业利润正增长

——3月行业动态报告

食品饮料行业

推荐 维持评级

核心观点

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhoying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

● 最新观点

1) 2020年3月PMI为52,相比2月(35.7)有明显恢复。

2) 上游原材料方面,生鲜乳价格3月继续小幅回落,预计原奶价格短期仍承受一定压力。3月活猪与猪肉价格有所回落,一定程度受非洲猪瘟疫情影响,活猪价格仍然走高。

3) 食品饮料板块3月表现较优。截至2020年3月31日,食品饮料板块当月上涨(4.26%),在28个一级行业中排名第3。

4) 2019前三季度食品饮料板块业绩增速强于A股整体。2019年前三季度全部A股营业收入、归母净利润分别增长8.64%、6.74%;食品饮料板块前三季度营业收入、归母净利润增长13.90%、19.65%。

5) 2019前三季度白酒和调味发酵食品子板块维持景气,肉制品收入增速大幅提升,啤酒利润增速明显改善。2019年前三季度白酒板块营收、归母净利润在高基数上仍然实现17.49%、22.82%的增长,调味品板块营收、归母净利润同增15.24%、25.17%;前三季度肉制品营收增长20.16%,较2018年同期改善较多。

● 投资建议

疫情期间,食品饮料短期需求表现有所分化,特别对大众消费品部分子行业及龙头企业而言,短期需求反而出现快速增长。

前期防疫形势相对比较严峻的阶段,各地交通不畅、对上游原材料持续供应及生产也产生一些负面影响,我们会更关注,国家层面也相对更努力保障的民生消费用品(基本的日用食品、生鲜品类、便利食品等)的市场供应。近期全国的生产物流秩序也在逐渐恢复中,我们认为对食品综合相关的品类构成一定利好,建议投资者可以关注。

重点推荐克明面业、三全食品,并关注近期一季度业绩发布所可能带来的较好相对表现。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨跌(%)	年初以来涨跌(%)	累计相对收益率(%)
002216.SZ	三全食品	7.68	41.19	45.40
002661.SZ	克明面业	12.34	55.84	60.05
	合计	10.01	48.51	52.73

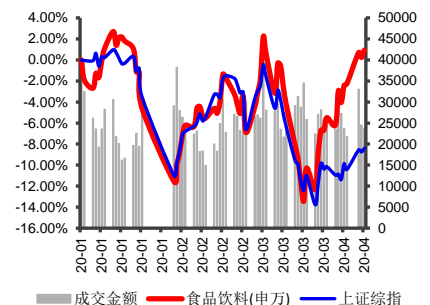
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

● 风险提示

食品安全风险、下游需求走弱风险、行业政策风险等。

行业数据

2020-04-07



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

目 录

一、上游价格抬升，终端销售坚挺	2
(一) 食品饮料关系民生，民族品牌冉冉升起	2
(二) 消费对经济形成支撑，疫情期间食品类必需品正增长	2
1. 2020 年 1-2 月，食品类相关社零增速中，生活必需品销售有所增长	2
2. 2020 年 2 月 PMI 为 35.7	3
3. 食品烟酒 CPI 继续走高	4
(三) 食品工业 PPI 维持年内高点，工业增加值回落	5
1. 上游价格：3 月份生鲜乳、猪肉价格均出现回落	5
2. 2020 年 1-2 月，农副食品加工业利润实现正增长	7
3. 2020 年 1-2 月，相关食品工业增加值及固定资产完成额均同比下降	9
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续	10
(一) 行业整体处于成熟发展期，个别细分仍维持高增速	10
(二) 品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续	14
1. 白酒：高端品牌表现亮眼，价增空间大于量增	14
2. 调味品：外出用餐和消费升级打开行业天花板	16
3. 乳品：三四线城市和细分品类增长可期	18
4. 啤酒：行业供需稳定，龙头有望迎来盈利提升	21
三、行业面临的问题及建议	23
(一) 现存问题	23
1. 综合实力与国际巨头差距较大	23
2. 食品安全问题仍备受关注	23
3. 需求走弱催生消费升级和降级之辩	23
(二) 建议及对策	24
1. 发力研发创新，探索并购外延	24
2. 健全法律法规，加强监管体系	24
3. 政策加以引导，还原真实需求	24
四、食品饮料行业在资本市场中的发展情况	24
(一) 上市公司市值占 A 股 7%，利润总和占全行业 24%	24
(二) 3 月食品饮料板块估值相对 A 股溢价水平有所提升	25
(三) 国际估值比较：A 股食品饮料 PE 高于美股，PB 相近	26
(四) 食品饮料板块 2020 年 3 月市场表现较好	27
五、投资建议：关注大众消费品阶段性机会	28
六、风险提示	30

一、上游价格抬升，终端销售坚挺

(一) 食品饮料关系民生，民族品牌冉冉升起

在国民经济体系中，食品饮料行业位居产业链中下游，行业上游为农林牧渔、造纸包装等原材料行业，下游一般直接面向消费者，或者流向餐饮等终端渠道。

食品工业主要包括食品制造业、饮料制造业和酒的制造业。其中，食品制造业包括烘烤食品制造、糖果、巧克力及蜜饯制造、方便食品制造、乳制品制造、罐头食品制造、调味品、发酵制品制造等；饮料制造业包括碳酸饮料制造、瓶（罐）装饮用水制造、果菜汁及果菜汁饮料制造、含乳饮料和植物蛋白饮料、固体饮料制造、茶饮料及其它软饮料制造等；酒的制造包括酒精制造、白酒制造、啤酒制造、葡萄酒制造等。

WPP 和凯度出具的 2019 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强中，茅台、伊利、蒙牛、五粮液、洋河、双汇、雪花啤酒等食品饮料公司榜上有名。总体而言，国内品牌与国际食品饮料巨头雀巢、百威英博、可口可乐、帝亚吉欧、卡夫亨氏在体量和品牌知名度方面仍有差距，但中国作为世界上基数最大、发展最快的消费市场之一，未来必将孕育出一大批富有国际认知度和竞争力的食品饮料公司。

(二) 消费对经济形成支撑，疫情期间食品类必需品正增长

1. 2020 年 1-2 月，食品类相关社零增速中，生活必需品销售有所增长

消费作为经济增长主动力作用进一步巩固。据测算，2019 年最终消费支出对经济增长的贡献率为 57.8%，分别比资本形成总额、货物和服务净出口高 26.6 和 46.8 个百分点，消费继续发挥对经济增长的主引擎作用。展望 2020 年，居民收入稳步增长，带动消费能力提升；而且随着居民消费结构的不断升级，消费领域继续扩大；随着改革深入推进，消费环境继续改善；再加上市场预期的好转，居民消费意愿的上升。可以预见，消费在中国经济发展中的基础性作用会进一步发挥。

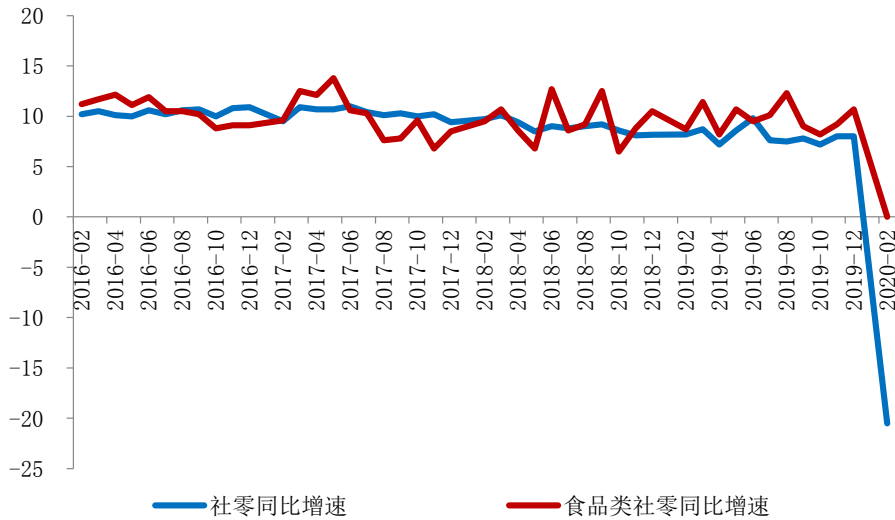
2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%，以下除特殊说明外均为名义增长）。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。

受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1-2 月份市场销售减少；实物商品网上零售继续增长。2020 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 52130 亿元，同比下降 20.5%，按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 44881 亿元，下降 20.7%；乡村消费品零售额 7249 亿元，下降 19.0%。按消费类型分，餐饮收入 4194 亿元，下降 43.1%；商品零售 47936 亿元，下降 17.6%。1-2 月份，全国网上零售额 13712 亿元，同比下降 3.0%。其中，实物商品网上零售额 11233 亿元，增长 3.0%，占社会消费品零售总额的比重为 21.5%，比上年同期提高 5.0 个百分点。

1-2 月份，食品类相关社零增速中，生活必需品销售有所增长，烟酒零售表现下降。与居民生活密切相关商品呈现增长态势，限额以上单位粮油、食品类，饮料类品类商品

分别增长 9.7%、3.1%，特别是其中的肉禽蛋类和蔬菜类分别增长 37.8%和 27.1%。烟酒类当月同比增速为-15.7%，零售额受到一定负面影响。

图 1: 社零同比增速 (%)

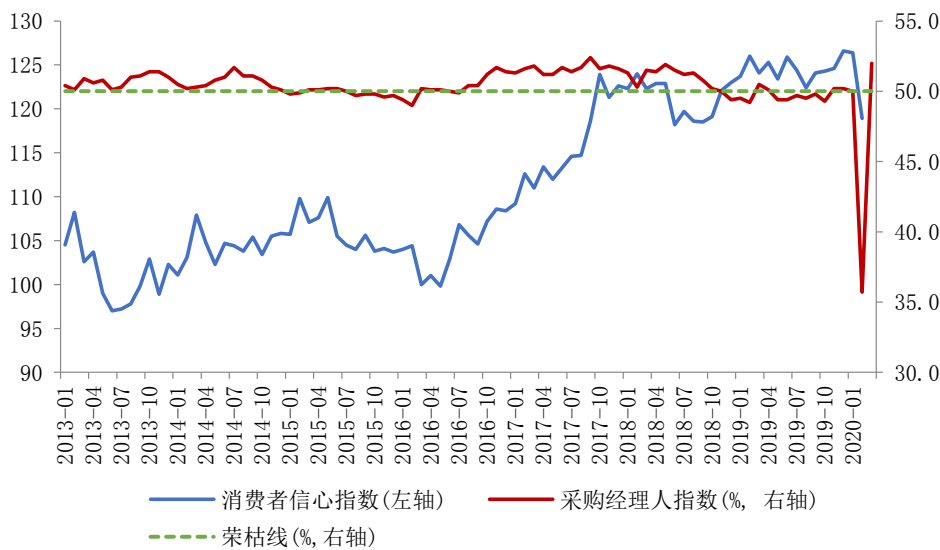


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 2020 年 3 月 PMI 为 52

受疫情影响, 2020 年 2 月消费者信心下滑至 118.9, 3 月 PMI 恢复至 52。统计局公布的 2020 年 2 月消费者信心指数为 118.90, 受疫情影响, 同环比有所下降, 但绝对值维持在较高分位; 2020 年 3 月采购经理人指数 (PMI) 为 52, 相比 2 月数据恢复明显。

图 2: 消费者信心指数 vs. 采购经理人指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 食品烟酒 CPI 继续走高

2019 全年 CPI 月度涨幅前低后高。2019 年，CPI 上涨 2.9%，涨幅低于 3% 左右的预期目标，比上年扩大 0.8 个百分点。分月看，1 月份同比上涨 1.7%；2 月份受春节因素影响环比上涨 1.0%，但由于上年基数较高，同比仅上涨 1.5%；3 月份后受到食品价格快速上涨的推动，CPI 涨幅逐渐扩大，至 11 月份同比达到 4.5%；12 月份受猪肉价格回落影响，CPI 环比持平，同比涨幅稳定在 4.5%。

猪肉、鲜果等价格上涨推高食品价格。2019 年，食品价格上涨 9.2%，涨幅比上年扩大 7.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.81 个百分点，占 CPI 总涨幅的 62.4%，是推高 CPI 涨幅的主因。食品中，肉类尤其是猪肉价格上涨较多。受非洲猪瘟疫情及周期性因素叠加影响，猪肉价格同比在连降 25 个月后，从 3 月份起快速上涨，11 月份涨幅高达 1.1 倍，全年平均上涨 42.5%，影响食品价格上涨约 5.04 个百分点，占食品价格涨幅的一半多。年末，在一系列保供稳价政策措施作用下，生猪生产出现积极变化，猪肉供给紧张状况有所缓解。12 月份，猪肉价格环比由涨转降，下降 5.6%；同比上涨 97.0%，涨幅比上月回落 13.2 个百分点。受消费替代效应影响，全年牛肉和羊肉价格分别上涨 12.1% 和 11.9%，鸡肉和鸭肉价格分别上涨 11.7% 和 8.1%，四项合计影响食品价格上涨约 1.04 个百分点。前三季度鲜果价格涨幅较高，也是推动食品价格上涨的一个重要因素。受天气条件不利、生产成本上升及消费升级等多重因素影响，鲜果价格同比涨幅从 3 月份开始逐月扩大，6 月份达 42.7%，9 月份仍上涨 7.7%，全年平均上涨 12.3%，影响食品价格上涨约 1.11 个百分点。四季度以来，应季水果大量上市，鲜果价格同比转降且降幅逐月扩大，12 月份下降 8.0%。鸡蛋、鲜菜和水产品价格小幅上涨，涨幅均比上年有所回落；粮食和食用油等其他食品价格基本平稳。**非食品价格涨幅回落。**2019 年，非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.09 个百分点。

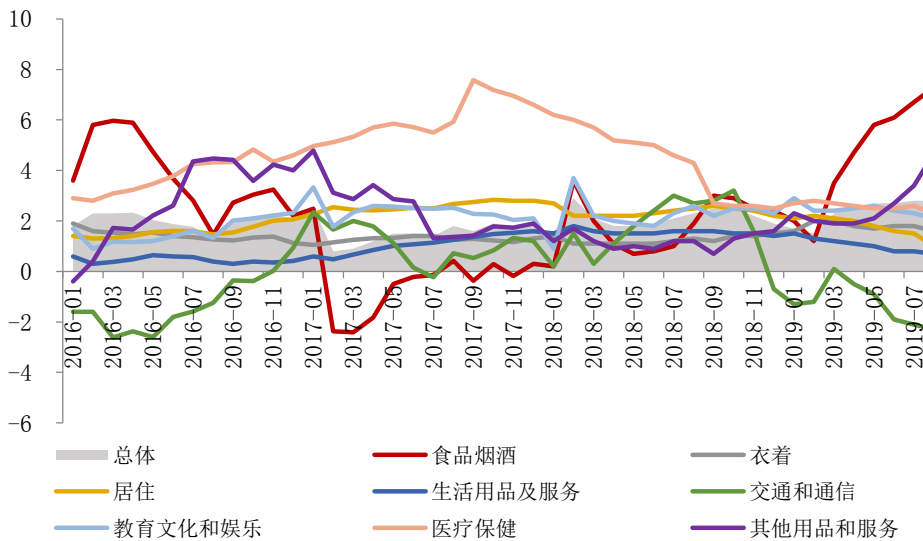
2020 年 1-2 月份，全国居民消费价格同比上涨 5.3%。分月看，1、2 月份全国居民消费价格同比分别上涨 5.4% 和 5.2%，环比分别上涨 1.4% 和 0.8%。分类别看，食品烟酒价格同比上涨 15.6%，衣着上涨 0.5%，居住上涨 0.4%，生活用品及服务上涨 0.1%，交通和通信下降 0.4%，教育文化和娱乐上涨 1.6%，医疗保健上涨 2.2%，其他用品和服务上涨 4.6%：**食品烟酒分项增速远高于其他分项。**在食品烟酒价格中，粮食价格上涨 0.6%，鲜菜上涨 13.8%，猪肉上涨 125.6%，鲜果下降 5.3%。

就 2 月的食品烟酒分项 CPI 来看，食品烟酒分项同比增速 16.00%，环比上月增加 0.8 个百分点，畜肉类 2 月 CPI 同比增速为 87.60%，环比上月增加 10.9 个百分点，涨幅继续创新高。

从 2020 年 1 至 2 月份环比数据来看，食品价格不同程度上涨，鲜活食品价格持续处于高位，主要原因为疫情期间的物流不畅、人力短缺增加配送难度、开工延迟导致短期供给不足导致。1-2 月平均，食品价格同比上涨 21.3%，涨幅比去年同期扩大 20.0 个百分点。其中 2 月份，食品价格环比上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.98 个百分点；同比上涨 21.9%，涨幅扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.45 个百分点。食品中，鲜活食品价格持续处于高位。薯类价格环比上涨 16.0%，涨幅扩大 8.3 个百分点；猪肉价格环比上涨 9.3%，涨幅扩大 0.8 个百分点；鲜菜、鲜果和水产品价格环比分别上涨 9.5%、4.8% 和 3.0%，涨幅分别回落 5.8、0.7 和 1.5 个百分点。

食品价格上涨较多的主要原因，从供给方面看，主要是各地不同程度地实施了交通运输管控措施，部分地区物流不畅；人力短缺造成物资配送难度加大，成本有所上升；部分企业和市场延期开工开市，一些产品生产和供给受到影响，难以及时满足市场需要。从需求方面看，受“居家”要求与“避险”心理等因素影响，有的居民出现囤货行为，部分地区出现抢购方便面、肉制品和速冻食品等易储食品现象，甚至波及到其他食品，助推价格上涨。2月份，鸡蛋供应充足，价格环比下降6.9%，降幅比上月扩大3.2个百分点。

图 3: CPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 食品工业 PPI 维持年内高点，工业增加值回落

1. 上游价格：3 月份生鲜乳、猪肉价格均出现回落

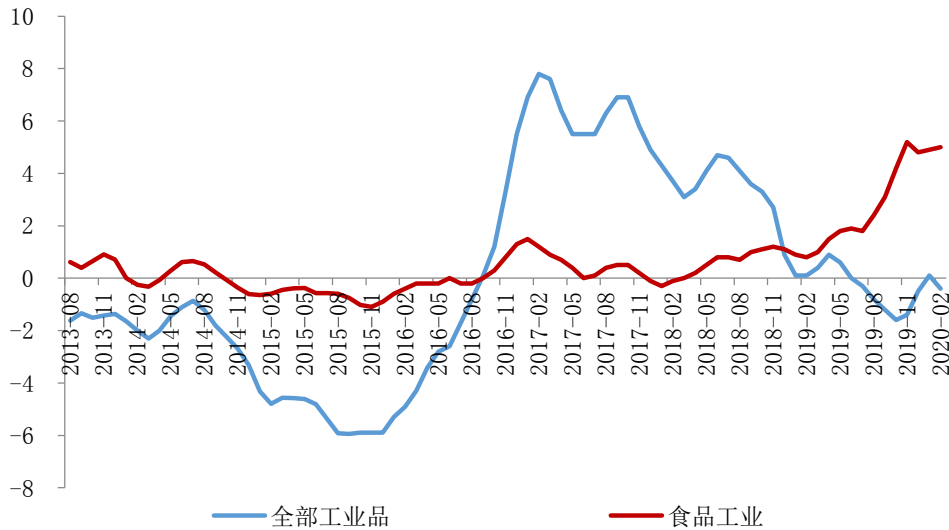
2019 全年 PPI 小幅度下降。2019 年，PPI 由上年上涨 3.5% 转为下降 0.3%。其中，生产资料价格下降 0.8%，影响 PPI 下降约 0.57 个百分点，是 PPI 下降的主要原因；生活资料价格上涨 0.9%，影响 PPI 上涨约 0.24 个百分点。从分月环比看，除 1 月份 PPI 下降 0.6% 外，其余各月涨跌幅均在正负 0.3% 以内窄幅波动。从分月同比看，1-5 月份，PPI 小幅上涨，其中 4 月份的 0.9% 为全年最高涨幅；6 月份由涨转平，7 月份转降且降幅逐月扩大，10 月份下降 1.6%，为全年最大降幅；年末 12 月降幅收窄至 0.5%。

2020 年 2 月全部工业品 PPI 同比-0.4%，略有下降。2 月份，受季节和疫情因素影响，一些工业企业停工停产，需求减弱，全国 PPI 环比由上月持平转为下降 0.5%，同比由上涨 0.1% 转为下降 0.4%。据测算，在 2 月份 0.4% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.1 个百分点，新涨价影响约为 -0.5 个百分点。1-2 月平均，PPI 比去年同期下降 0.2%。

食品工业 PPI 同比增速 5.0%，自 6 月以来保持上升态势，目前仍维持在全年增速高

点附近。

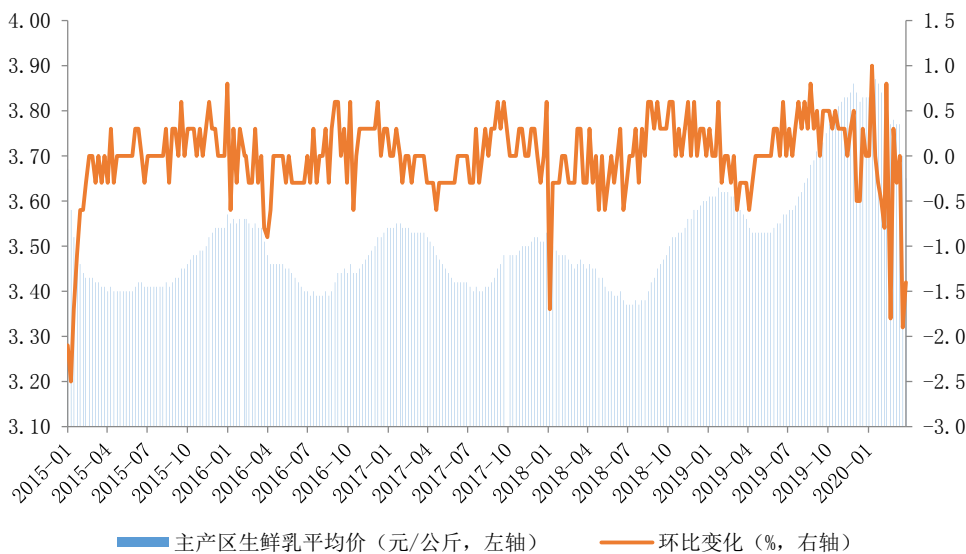
图 4: PPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

生鲜乳价格继续小幅回落。2020年3月主产区生鲜乳平均价同比增速为3.76%左右,比上月平均同比增速下降0.06个百分点,就绝对价格而言,从1月底以来呈现小幅下降;目前奶价(3.65元/公斤)略高于2012年以来的平均水平(3.56元/公斤)。预计疫情给原奶价格短期带来一定压力。

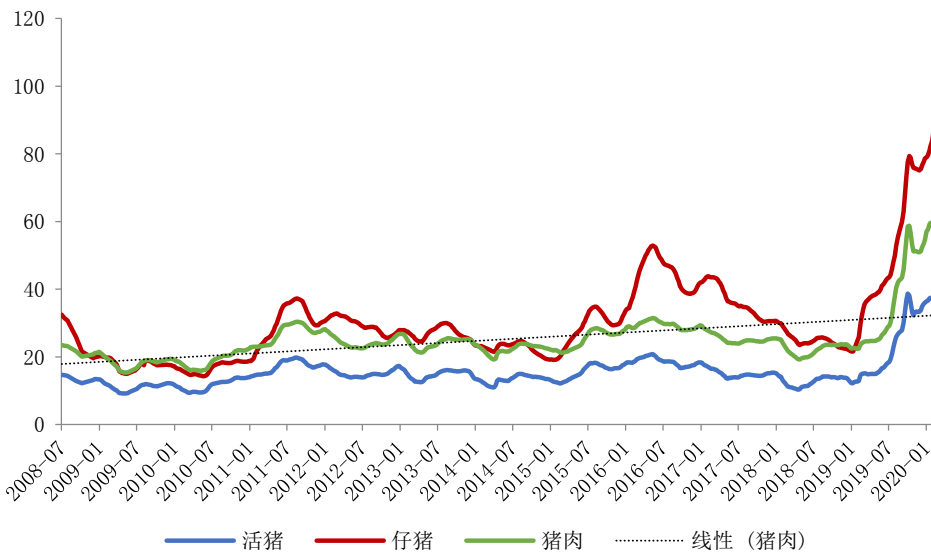
图 5: 主产区生鲜乳平均价周同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020年3月活猪和猪肉价格有所回落。全国活猪平均价从2019年7月17日当周17.84元/公斤上涨至10月30日当周的38.71元/公斤，仔猪从42.78元/公斤上涨至77.55元/公斤，猪肉从28.11元/公斤上涨至58.58元/公斤，达到年内最高点后，猪肉价格出现下降，至11月27日当周，再次温和回升。2020年至今为止，活猪和猪肉价格的最高点出现在2月17-2月26日当周，分别达到37.51和59.64元/公斤；3月以来猪肉和活猪价格持续回落，目前4月1日当周的活猪、猪肉价格分别为34.75、54.82元/公斤。

图 6: 全国猪价周变化 (元/公斤)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

自2019年12月以来，我国曾有近3个月时间没有报告发生非洲猪瘟疫情，疫情防控形势总体向好。进入2020年3月份以来，我国共报告发生9起非洲猪瘟疫情，其中家猪疫情8起，野猪疫情1起，共扑杀生猪738头，疫情发生起数和扑杀生猪数量都远低于去年同期。

4月1日，农业农村部组织召开12省（区、市）生猪生产恢复和非洲猪瘟防控视频调度会议。农业农村部副部长于康震强调，各级畜牧兽医部门要认真贯彻习近平总书记重要指示精神，坚持生猪生产恢复和非洲猪瘟防控两手抓，采取更加务实过硬的措施，确保完成全年生猪稳产保供各项目标任务，确保非洲猪瘟疫情不反弹。

会议指出，在各方共同努力下，生猪生产形势开始好转，非洲猪瘟疫情形势总体向好，但新增存栏转化为猪肉产量还有一个过程，不同地区之间、不同养殖规模之间生产恢复进度不平衡，仔猪、种猪频繁调运仍有可能加大非洲猪瘟疫情风险。

本次会议强调，要通过“公司+农户”等多种组织形式，抓好中小养殖场户补栏增养，多措并举推动生猪生产恢复势头持续向好。

2. 2020年1-2月，农副食品加工业利润实现正增长

今年以来，突发新冠肺炎疫情对工业企业生产经营形成严重冲击，工业企业利润明

显下降。1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际下降 13.5%；工业企业营业收入同比下降 17.7%，利润同比下降 38.3%。主要存在以下几个方面影响：

一是工业生产销售显著下降。为有效防控疫情蔓延，今年全国春节假期延长 3 天，20 多个地区推迟 10 天开工复产，企业正常生产时间普遍大幅压缩，同时 2 月份复工复产企业受各种因素制约，生产水平尚未恢复正常，导致企业生产销售均出现明显下降。

二是成本费用上升挤压利润空间。疫情期间企业复工复产未恢复正常，但用工、折旧等成本及各项费用刚性支出不减，同时防疫成本却在增加。1-2 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本费用为 94.19 元，同比增加 0.85 元。

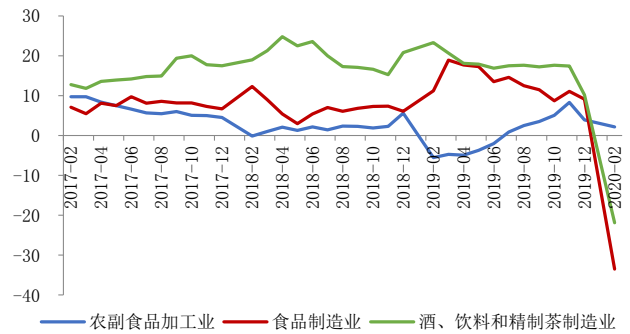
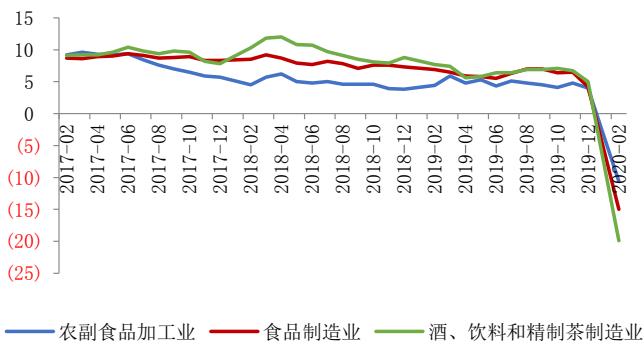
三是工业品价格下降。

四是绝大多数行业利润下降。1-2 月份，41 个工业大类行业中，37 个行业利润下降，其中，电子、汽车、电气机械、化工等重点行业利润分别下降 87.0%、79.6%、68.2% 和 66.4%。

2020 年 1-2 月食品相关工业中，农副食品加工业收入降幅最小，利润实现正增长。2020 年 1-2 月农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业主营业务收入累计同比增速分别为 -10.60%、-15.00%、-19.00%，均有所回落；利润总额累计同比增速分别为 2.20%、-33.50%、-21.90%，其中农副食品加工业承担了民生保障的重要功能，利润小幅增长。

图 7：主营业务收入累计同比 (%)

图 8：利润总额累计同比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

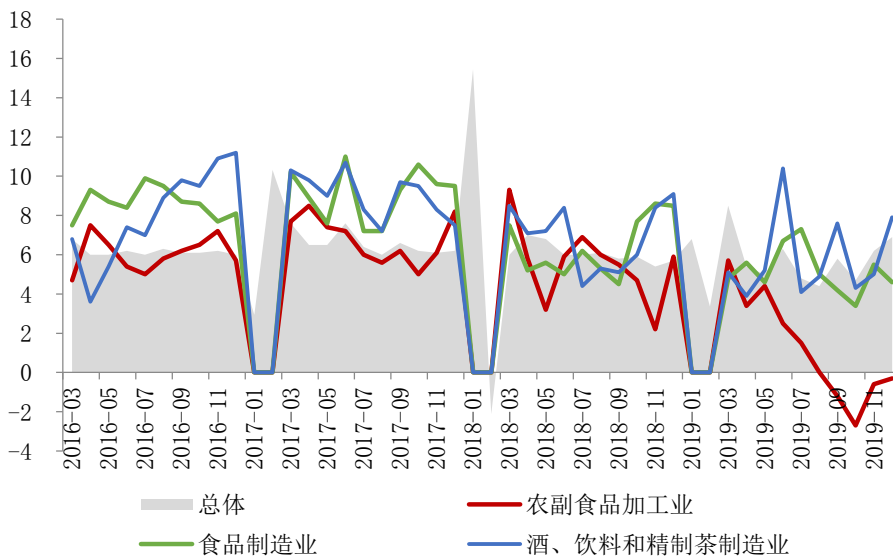
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 2020年1-2月，相关食品工业增加值及固定资产完成额均同比下降

受新冠疫情影响，2020年1-2月我国规模以上工业增加值同环比均下降。1-2月份，规模以上工业增加值同比实际下降13.5%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，2月份，规模以上工业增加值比上月下降26.63%。

分行业看，1-2月份，41个大类行业中有2个行业增加值保持同比增长，分别是石油和天然气开采业增长2.1%，烟草制品业增长6.9%。39个行业增加值下降，其中农副食品加工业、食品制造业工业增加值同比下降16.0%、18.2%。

图 9：规模以上工业增加值当月同比（%）



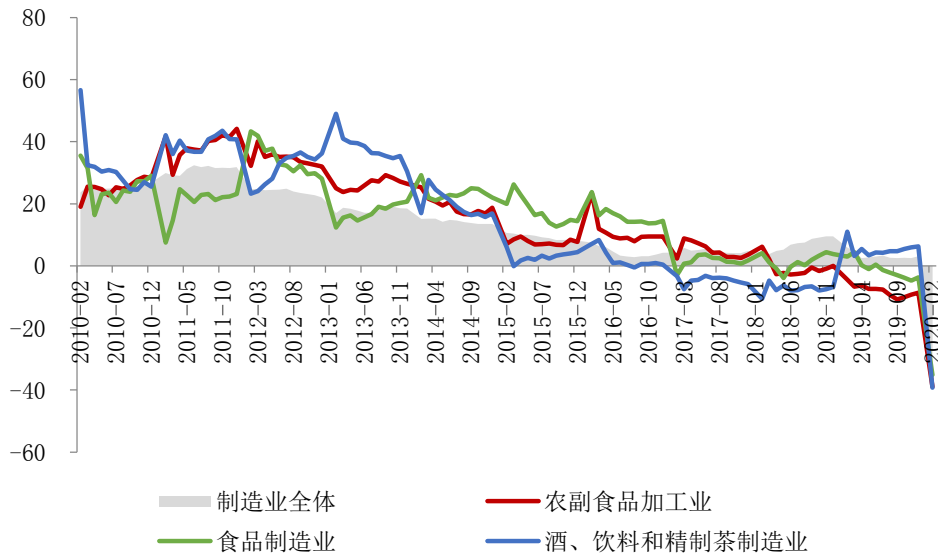
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：Wind 来源统计局细分行业数据更新至1月17日后未更新

新冠疫情影响，2020年1-2月份我国固定资产投资同环比均出现较大下降。1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）33323亿元，同比下降24.5%，其中，民间固定资产投资18938亿元，同比下降26.4%。从环比速度看，2月份固定资产投资（不含农户）下降27.38%。分产业看，第一产业投资558亿元，同比下降25.6%；第二产业投资9158亿元，下降28.2%；第三产业投资23607亿元，下降23.0%。

2020年1-2月，农副食品加工业、食品制造业与酒、饮料和精制茶制造业固定资产完成额累计同比分别为-38.90%、-35.10%、-39.20%。

图 10: 制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

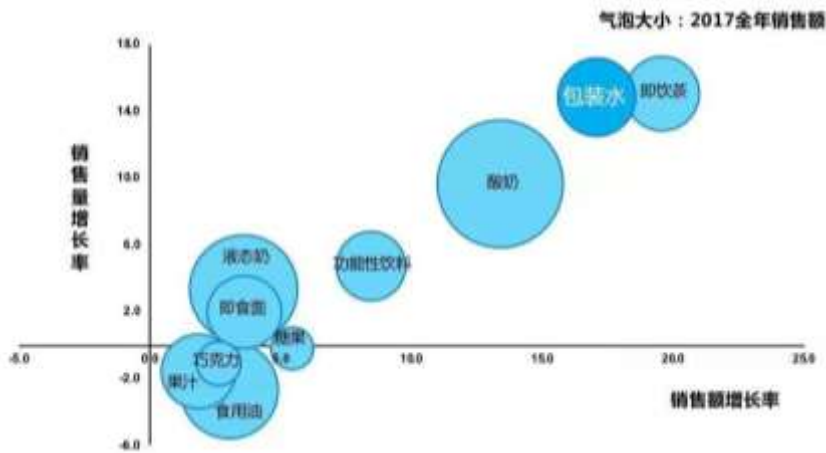
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续

(一) 行业整体处于成熟发展期，个别细分仍维持高增速

食品饮料行业整体进入成熟发展期。从统计局数据来看，社零食品分项增速已经从2017年以前的双位数下降到10%以下，行业整体进入成熟发展期。消费增速放缓、结构调整的原因主要来自于人口和收入，一方面是人口红利减弱，主力消费群体年龄结构的变化映射出消费理念的转变，另一方面是人均收入的提升和中产崛起推动消费升级的总体趋势。

食品饮料细分子行业呈现出不同的增长特点。根据尼尔森零售研究的测算，中国食品饮料子行业的增速分化明显，其中，即饮茶、包装水、酸奶的增速较高，而巧克力、果汁和食用油的销量增速呈现负增长趋势。

图 11: 食品饮料子行业增速分化 (%)



资料来源: 尼尔森零售研究, 中国银河证券研究院整理

食品企业的兴衰同样呈现出分化趋势。根据凯度消费者指数发布的 2018 全球品牌足迹报告, 农夫山泉为中国市场消费者触及数增长最快的品牌, 其上升态势与瓶装水细分行业快速增长态势较为一致。但同样是乳制品行业龙头, 伊利的消费者触及数增长率仍然达到 6%, 蒙牛为 0%, 光明是 -9%, 分化较为明显。

表 1: 中国市场消费者首选十大品牌

排名	排名变动	品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	购买频次	消费者触及数增长 (%)
1	0	伊利	1,218	89.6	7.9	6
2	0	蒙牛	1,043	87.2	6.9	0
3	0	康师傅	916	82.6	6.4	0
4	1	海天	499	71.4	4.1	6
5	-1	旺旺	475	65.8	4.2	-9
6	2	双汇	429	59.1	4.2	-4
7	-1	光明	428	40.9	6.1	-9
8	-1	统一	394	59.6	3.8	-12
9	0	立白	380	66.5	3.3	2
10	10	农夫山泉	335	55.3	3.5	34

资料来源: 凯度消费者指数《2018 全球品牌足迹》, 中国银河证券研究院整理

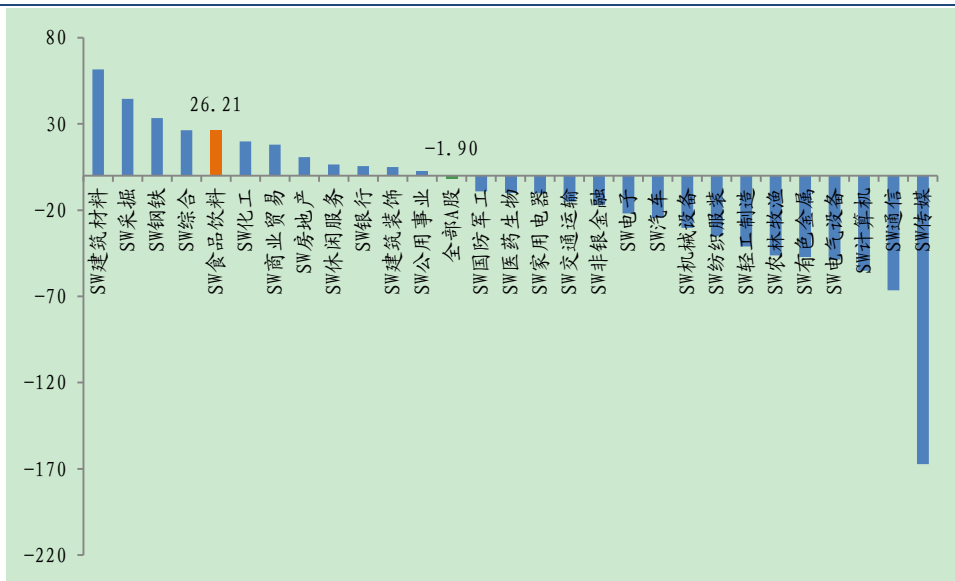
2018 年和 2019H1 食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体。2018 年全部 A 股营业收入同比增长 11.49%, 归母净利润同比下滑 1.90%; 食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体, 2018 年营业收入同比增长 13.41%, 归母净利润同比增长 26.21%。2019 年上半年全部 A 股营业收入同比增长 9.32%, 归母净利润同比增长 6.50%; 食品饮料板块增速强于 A 股整体, 2019 年上半年营业收入同比增长 13.78%, 归母净利润同比增长 21.24%。

图 12: 28 个行业 2018 年营业收入同比增速



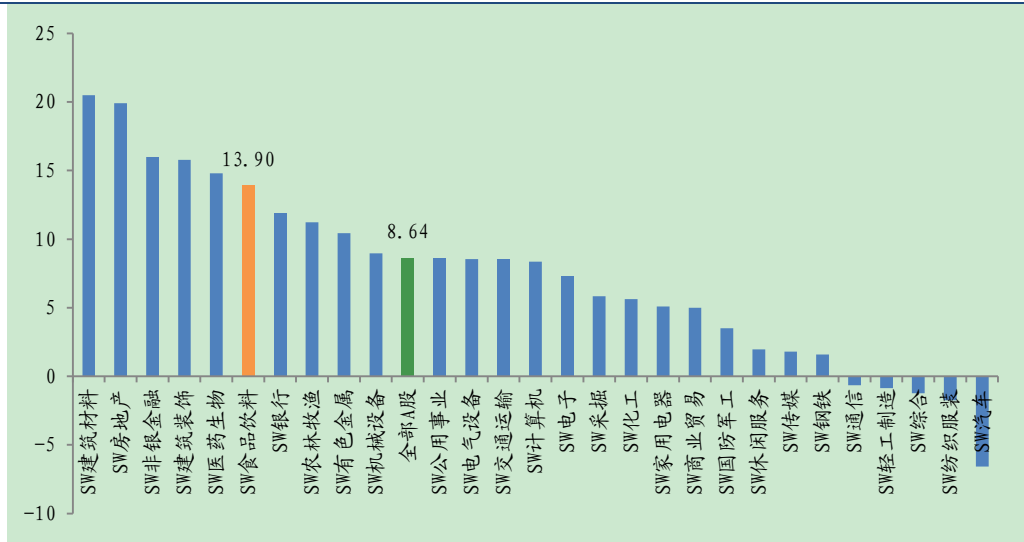
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 28 个行业 2018 年归母净利润同比增速



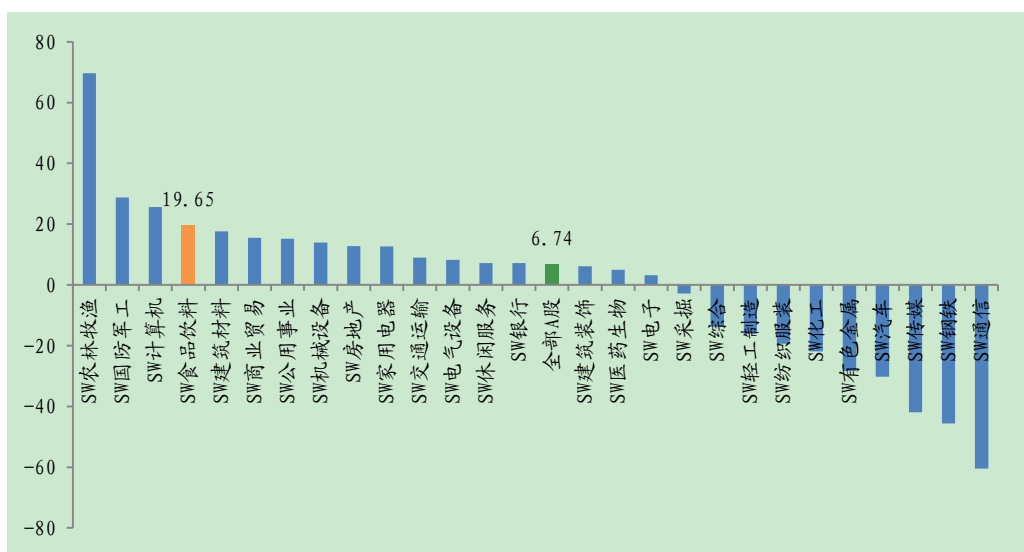
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: SW 一级行业及全部 A 股 2019 前三季度营业收入同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

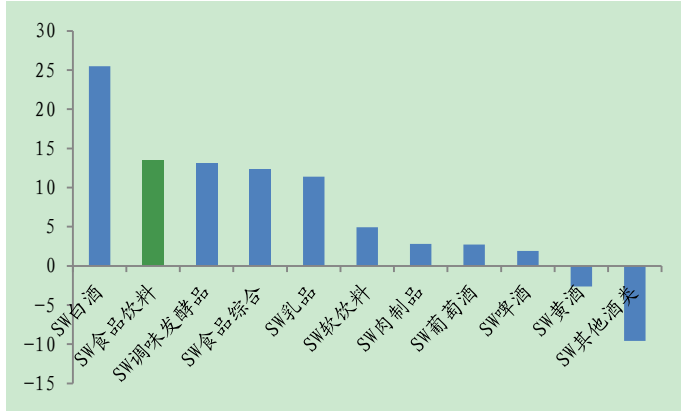
图 15: SW 一级行业及全部 A 股 2019 前三季度归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

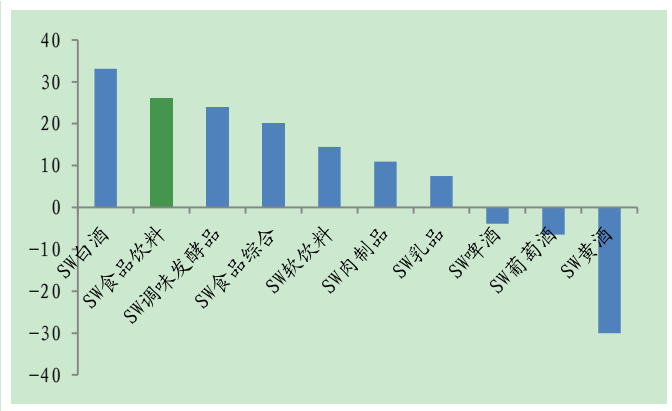
2018 年白酒和调味发酵品子板块增速较高, 2019 前三季度肉制品收入增速明显向好, 啤酒利润增速提升。2018 年食品饮料子板块中白酒和调味发酵品景气度较高, 2018 年白酒营业收入同比增长 25.48%, 归母净利润同比增长 33.10%, 调味发酵品营业收入同比增长 13.01%, 归母净利润同比增长 23.95%。2019 年前三季度白酒维持景气, 营收、归母净利润在高基数上仍然实现 17.49%、22.82% 的增长; 前三季度肉制品营收增长 20.16%, 较 18 年同期有明显改善, 归母净利润同增 9.64%, 主要是受上游猪肉、鸡肉价格抬升影响较大; 前三季度啤酒归母净利润增长 25.30%, 利润增长明显优于收入增长 (3.88%), 盈利能力改善。

图 16: 食品饮料子板块 2018 年营业收入同比增速 (%)



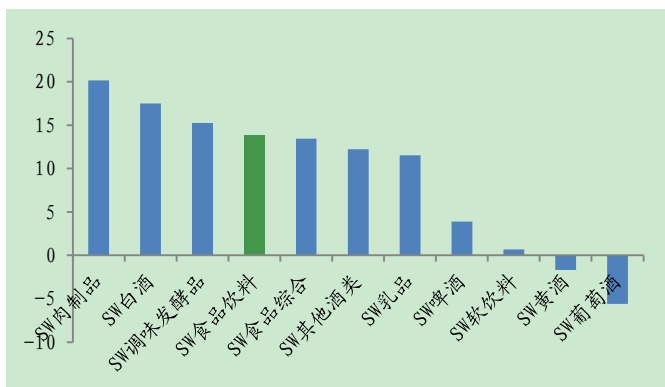
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 食品饮料子板块 2018 年归母净利润同比增速 (%)



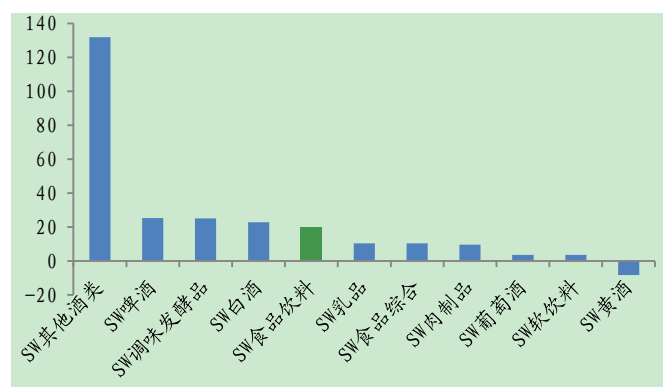
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 (SW 其他酒类增速 1638.20%, 未体现在图中)

图 18: 食品饮料子板块 2019 前三季度营业收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 食品饮料子板块 2019 前三季度归母净利润同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

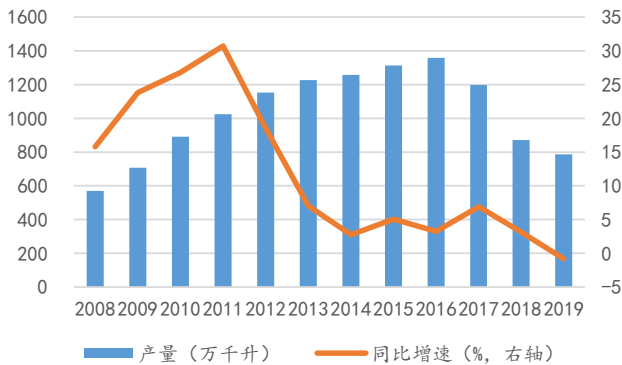
(二) 品牌是核心竞争力, 市占率向龙头集中态势延续

1. 白酒: 高端品牌表现亮眼, 价增空间大于量增

2016 年至今, 中高端白酒产品价格量齐升, 中低档白酒产销稳增。长远看, 白酒行业进入新一轮上升期, 生产集中度更加提升, 提价增利趋势更加明显, 品牌营销更加风行, 酒企业探索新零售更加快速。

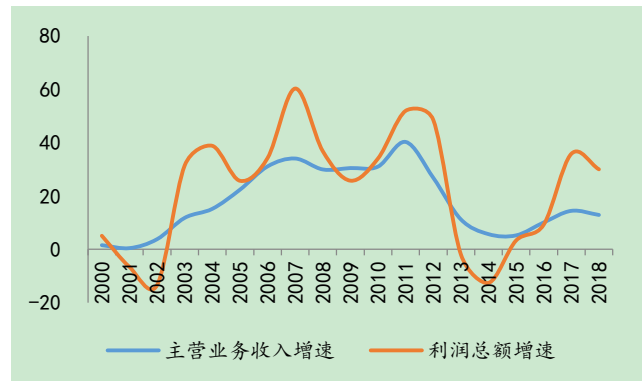
白酒行业利润增速高于收入增速。2018 年, 全国白酒制造业实现主营业务收入 5,363.83 亿元, 较上年 4,751.90 亿元增长 12.88%; 利润总额为 1,250.50 亿元, 较上年 962.04 亿元增长 29.98% (数据来源于五粮液 2018 年报以及中国轻工业联合会、中国轻工业信息中心《全国酿酒行业信息》行业册)。据国家统计局发布数据, 2019 年全国白酒产量为 785.90 万千升, 同比下降-0.80%。

图 20: 中国白酒产量及增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 21: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)

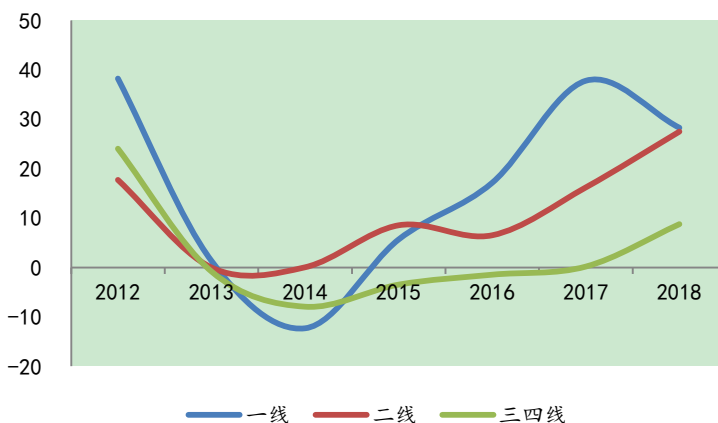


资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

高端白酒增速稳定, 业绩确定性强。三大高端白酒(贵州茅台、五粮液、泸州老窖)的竞争壁垒较高, 兼具消费需求和投资需求, 因此业绩的确定性较强, 短期会受到经济波动的影响, 但是长期总体上行趋势是确定的。国人对白酒、特别是高端白酒的需求, 一方面是传统饮食文化的积淀, 因此这一行业难以受到新的替代者(如啤酒、葡萄酒等舶来品)的冲击, 外国企业难以进入市场, 另一方面是待客之道、喜好面子和酒桌文化等传统文化的影响, 高端白酒的需求倾向于穿越周期, 具有长期成长性。

次高端白酒受益于消费升级, 潜力巨大。高端白酒的涨幅过后, 次高端白酒有加速跟上的动力。300-500元价格带的次高端白酒性价比较高, 直接受益于消费升级, 人均收入的提高、中产崛起和餐饮业回暖都带动了这一价格区间的需求增强, 未来在商务和婚喜宴等场景的应用扩展。另外, 这一价格区间的供给端较为通畅, 可以满足需求端的增长, 形成行业的良性动销。

图 22: 不同档次白酒上市公司收入增速 (%)



资料来源: Wind, 白酒上市公司年报, 中国银河证券研究院整理

2. 调味品：外出用餐和消费升级打开行业天花板

调味品行业的上游行业是农业及农产品加工业，下游行业是商品流通行业、餐饮业、食品加工业等。根据经验，调味品消费市场中餐饮、零售（个人消费）、食品工业占比大约为 4: 3: 3。

2017 年中国调味品市场总体规模达到 3097.40 亿元，同比增长 8.9% (国家统计局)。2018 年中国调味品零售市场规模达到 1090.67 亿元，同比增长 8.8%，其中销售量和销售单价分别同增约 4% 和 4% (Euromonitor)。在外就餐的兴起、外卖的便利性使得国人在家做饭减少，因此调味品餐饮市场的增速高于零售市场增速，Euromonitor 预测，未来 5 年调味品零售市场的复合增速大约在 5% 左右 (2018 年不变价)。

图 23: 调味品市场规模和增速

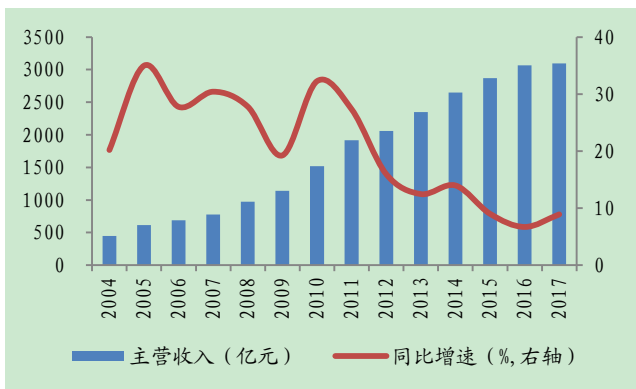
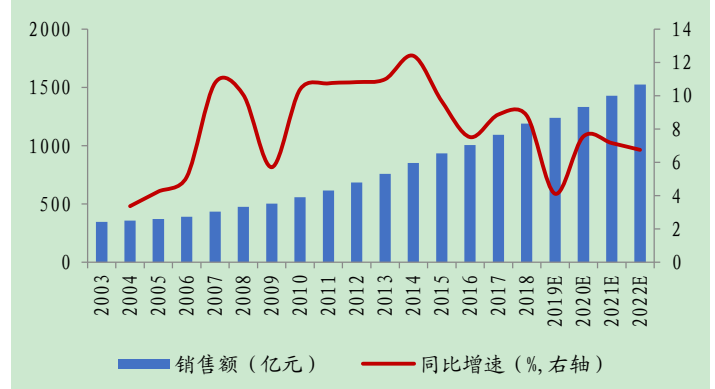


图 24: 调味品零售市场规模和增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

调味品行业将持续受益于餐饮市场的扩容扩量和消费升级。根据统计局数据，2018 年中国餐饮市场规模为 4.27 万亿，同比增长 9.5%，近 5 年来一直维持在 10% 左右的增速。外卖餐饮市场发展迅速，根据艾媒咨询的数据，2018 年中国在线餐饮外卖市场规模达到 2413.8 亿元，同比增长 17.6%，远高于餐饮市场整体增速，预计 2020 年有望达到 3250 亿元的市场规模。

图 25: 餐饮社零总额及增速

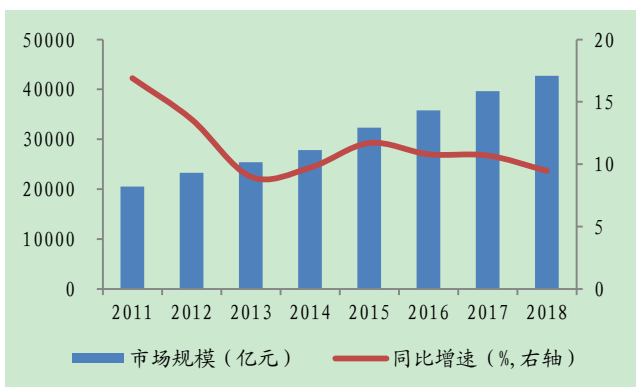
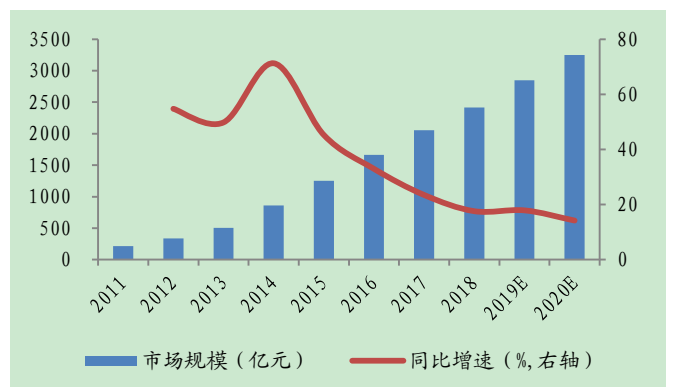


图 26: 在线餐饮外卖市场规模及增速

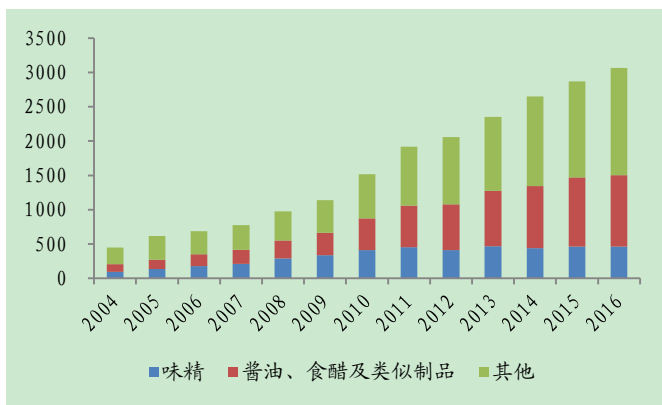


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院整理

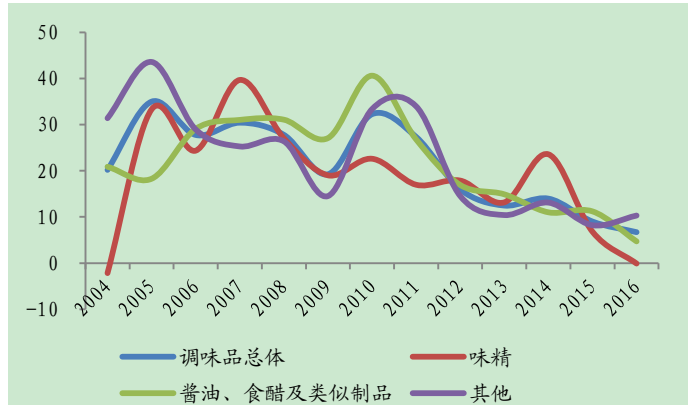
根据国家统计局数据, 2016 年中国调味品市场规模为 3064.1 亿元, 其中酱油、食醋及类似制品 1041.4 亿元, 味精 462.6 亿元, 其他 1560.1 亿元; 2016 年调味品总体增速为 6.7%, 酱油、食醋及类似制品 4.7%, 味精-0.1%, 其他 10.3%。味精进入负增长, 其他调味品增速较高、超过调味品整体增速水平。

图 27: 2004-2016 年中国调味品市场规模



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

图 28: 2004-2016 年中国调味品市场增速

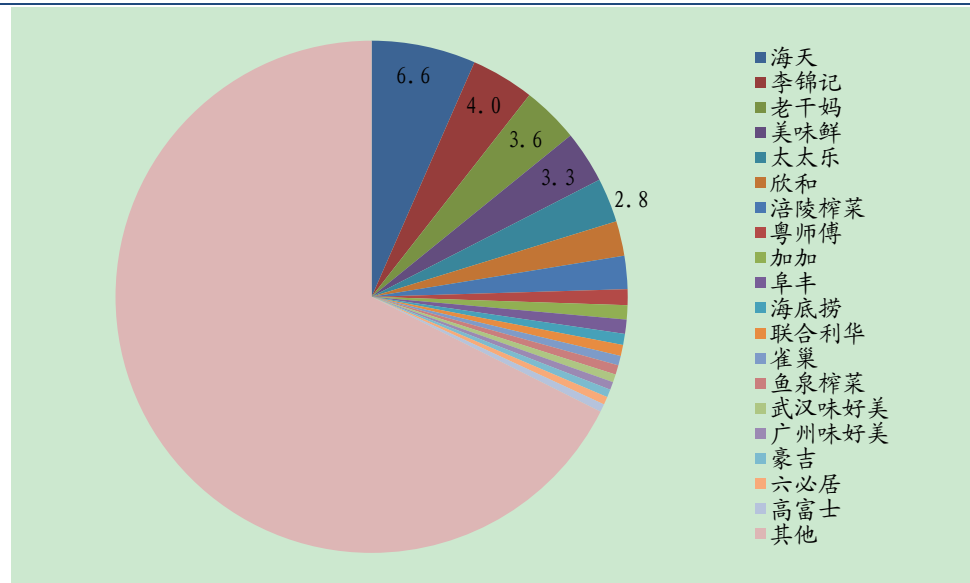


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

从中国调味品协会统计监测的十四类细分调味品来看, 增速超过 10% 的有四类, 分别是蚝油类水产调味品 (16.88%)、食品配料 (15.97%)、复合调味料 (不含鸡精和鸡粉, 14.89%)、骨汤类调味食品配料 (14.33%) (以上四类产品中不排除有部分重合); 其他十类产品的增长率均为个位数, 其中, 增长率较高的是酱油和酱腌菜, 分别为 7.52% 和 6.99%, 较低的为香辛料类调味品, 为 1.32%, 味精类增长率最低, 为-4.68%。

中国目前的调味品市场还较为分散, 零售渠道 CR5 在 20% 左右。海天的市占率稳居第一, 从 17 年的 6.4% 小幅上升至 18 年的 6.6%, 其他位居市占率前五的调味品公司分别是李锦记 (4.0%)、老干妈 (3.6%)、美味鲜 (3.3%) 和太太乐 (2.8%)。

图 29：2018 年调味品零售市场公司占有率 (%)

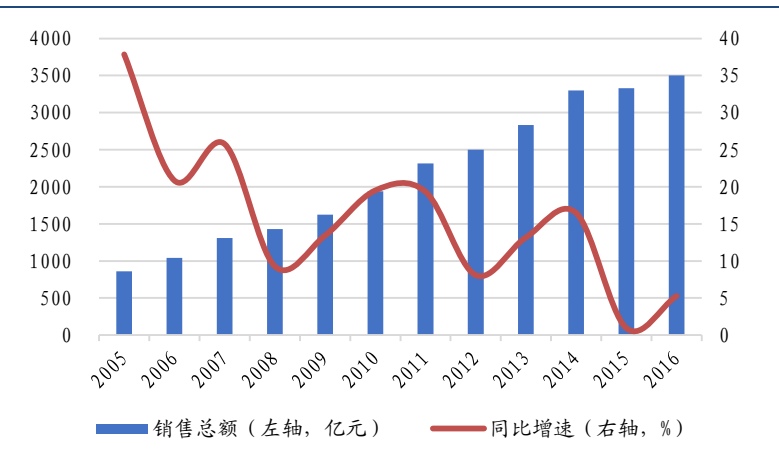


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

3. 乳品：三四线城市和细分品类增长可期

中国乳制品市场巨大，整体增速呈现放缓趋势。尼尔森联合百度 2018 年 5 月发布的《2017 乳制品营销生态与趋势》报告中提到，乳制品份额占中国快消品整体超过两成（21%），中国销售额前三名的快消品企业中有两家乳制品企业。根据中国奶业质量报告披露数据，2017 年乳制品全渠道销售额超过 3500 亿元。从下图可以看出，乳企的效益呈现一定的周期性，大致是每 3-4 年一个周期，随着中国乳制品市场的逐渐成熟，行业整体增速有所放缓。Euromonitor 预计 2016-2021 年 CAGR 将维持在 5-8% 区间。

图 30：我国乳品业销售呈现周期性，长期看整体增速放缓



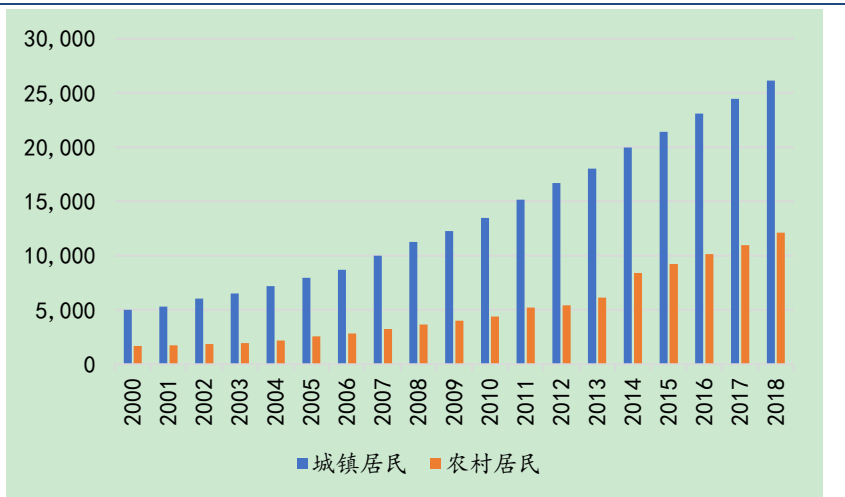
资料来源：Wind，中国奶业年鉴，中国银河证券研究院整理

乳制品行业呈现出两大趋势特征：①三四线城市及以下增长动力强劲；②细分品类增速分化。

①三四线城市及以下地区增长动力强劲

2018年农村居民人均消费支出为1.2万元，相当于10年前2008-2009年的城镇居民人均消费支出的水平。根据中国奶业年鉴的数据，2015年我国人均奶类消费量为12.1千克，而农村居民消费量仅有6.3千克。

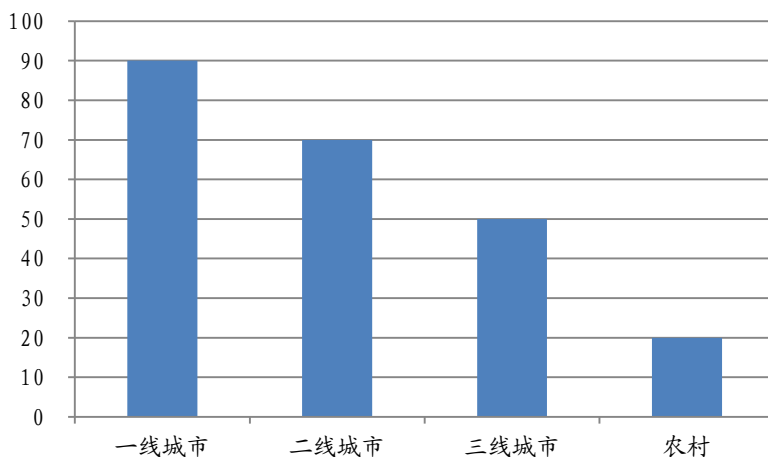
图 31: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)



资料来源: Wind, 中国奶业年鉴, 中国银河证券研究院整理

一二线城市的乳制品、尤其是常温液态奶的渗透率已经达到较高的水平，增速很难有明显提升；三四线城市及以下人均收入和消费支出增速均可观，液态奶自主消费和送礼需求提升，未来会成为液态奶增速的主要支撑。顺应此趋势，主要品牌商如伊利、蒙牛都在积极推动渠道下沉。

图 32: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院整理

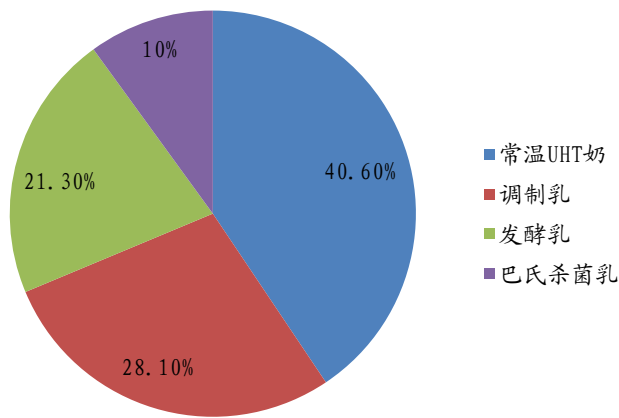
尼尔森联合百度指数的统计同样表明，下线城市（县乡镇）对于乳制品增长的助推作用明显。百度指数显示，乳制品的日均搜索指数达到180万以上，搜索指数增幅达29.5%，而2017年下线城市的搜索指数高达38%，销售额增幅贡献达到52%。

另一项尼尔森调查数据显示，2017年液态奶零售总额同比增长7.5%，其中县城市场增速为9.5%，乡镇增速为8.3%，低线城市拉动液态奶销售显著。

②消费升级导致细分品类增速分化

根据《中国奶业质量报告2017》数据，我国液态奶消费结构中，常温UHT奶占40.6%，调制乳占28.1%，发酵乳占21.3%，巴氏杀菌乳占10%；而美国、澳大利亚等国的巴氏杀菌乳占比在80%以上；另外，我国奶酪人均消费仅0.1公斤，与美国的16公斤和欧盟的18.3公斤差距极大。

图 33：中国液态奶消费结构

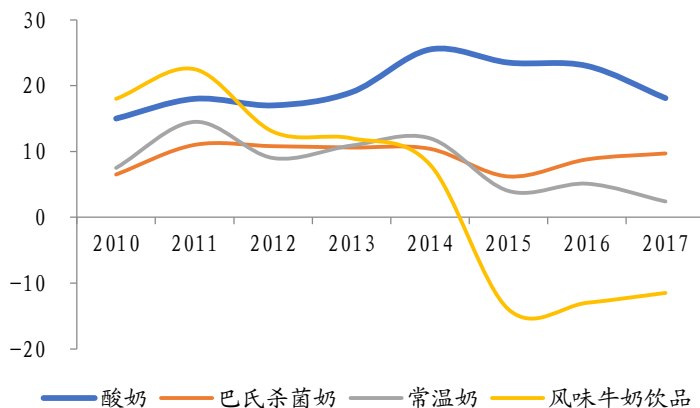


资料来源：中国奶业协会《中国奶业质量报告2017》，中国银河证券研究院整理

乳制品消费升级的方向一般是：调制乳-纯奶-酸奶-奶酪。我国目前一二线城市的纯奶渗透率已经较高，向酸奶升级趋势较为明显，但是奶酪市场仍然很小，三四线城市及以下仍然处在纯奶替代调制乳的阶段。

液态奶各细分品类增速分化明显，酸奶增速领先。根据 Euromonitor 的统计，2017年我国酸奶、巴氏奶、常温奶和风味乳的增速大概为18%、10%、2%和-10%。

图 34：我国液态奶各细分品类增速 (%)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

4. 啤酒：行业供需稳定，龙头有望迎来盈利提升

啤酒行业产量近年来小幅微增，但总量高点已过。我国啤酒行业产量从 2014 年 7 月起连续 25 个月同比下降，直到 2016 年 8 月增速才转正，之后呈现正负波动态势。2019 年全年行业产量为 3765 万千升，同比增速 1.1%。从行业年产量的变化趋势来看，在 2013 年达到 5,062 万千升的高点之后产量持续下行。

图 35：我国啤酒行业年产量（万千升）

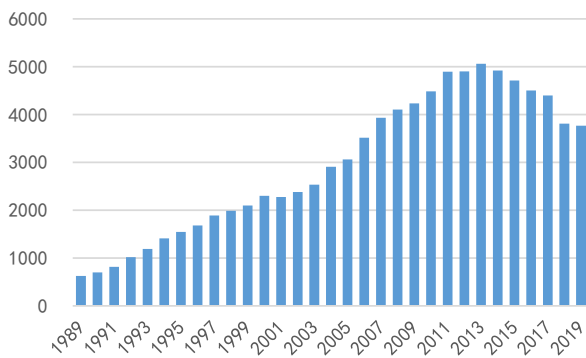
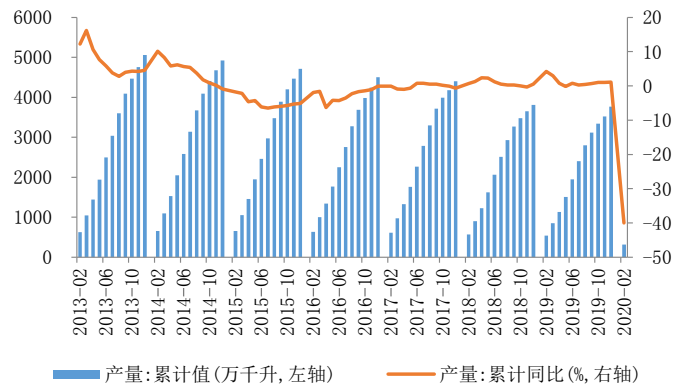


图 36：我国啤酒月产量

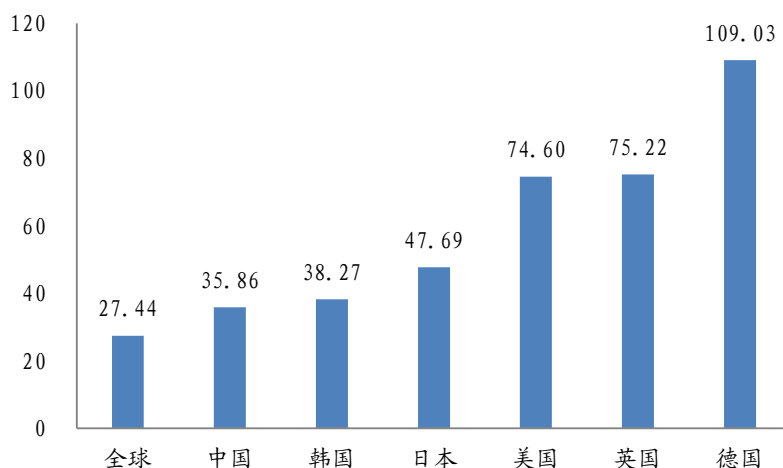


资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

从人均年消费量的国际比较来看，我国啤酒需求量未来提升的空间不大。根据巴特哈斯集团的数据，2011 年我国啤酒消费量已经达到 4820 万千升，人均年消费量为 35.86 升，高于全球 27.44 升的平均水平，接近韩国的 38.27 升，与日本的 47.69 升有一定差距，与美国水平相差较大。从消费习惯、饮食结构和人口结构等因素来看，未来我国啤酒消费量的提升空间不大。

图 37：2011 年全球及各主要国家啤酒人均消费量（升）



资料来源：Wind，巴特哈斯集团，世界银行，中国银河证券研究院整理

我国啤酒行业市场份额较为稳定，CR5 超过 80%。行业 CR5 市场占有率持续提升，2016 年已经超过 80%。华润进一步夯实行业第一的地位，2016 年市场占有率已经达到

28.7%，青岛地位仍然较为稳固，百威提升较快，燕京和嘉士伯稍处弱势。

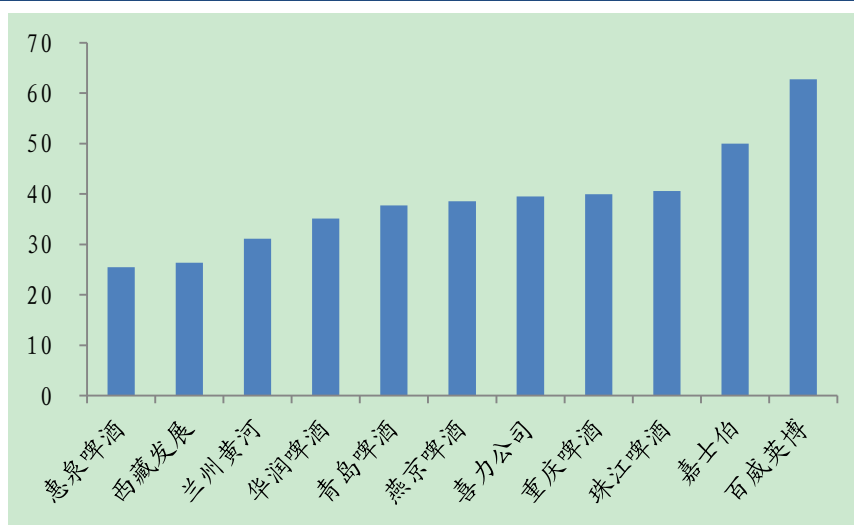
表 2：2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化

	2011	2011	2012	2013	2014	2015	2016
华润雪花	22.1	23.0	23.9	25.2	26.4	27.3	28.7
青岛啤酒	15.2	16.2	17.8	16.8	17.0	16.4	17.9
百威英博		12.6	12.9	14.1	15.8	17.4	17.6
燕京啤酒	11.9	12.3	12.2	12.3	11.8	11.2	11.0
嘉士伯				5.7	5.5	5.9	5.3
合计	49.2	64.1	66.8	74.1	76.5	78.3	80.4

资料来源：喜啤士，中国酒业协会，中国银河证券研究院整理

未来我国啤酒行业的发展趋势在于产销量稳定下的价格提升和结构优化。在 2014 年行业总产量调整之前，中国啤酒龙头企业采用收购、扩产等方式争夺市场份额，主打产品以中低端为主，毛利率普遍低于全球啤酒巨头。2014-2018 年行业产量经历收缩调整，中小啤酒企业退出压力加大，龙头企业开始提升产品结构、重视利润。欧睿数据显示，我国中高端啤酒市场不断扩容，高端啤酒市场份额已经从 2010 年的 9.5% 上升到 2016 年的 25%。

图 38：2018 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)



资料来源：Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 综合实力与国际巨头差距较大

中国大多数食品饮料企业在营收、利润和市值规模上都与国际巨头有较大差距。作为世界上最大的消费市场之一，中国有能力和潜力能够孕育出国际性的食品品牌和企业。中国白酒瑰宝茅台已经在利润额和市值上超过了国际烈酒巨头，乳企代表伊利仅就乳业领域已经颇具规模，但综合实力与国际食品巨头尚有差距。全球最大的烈酒公司帝亚吉欧 (Diageo) 2018 财年实现收入 121.63 亿英镑 (约合人民币 1078 亿元)，净利润 30.22 亿英镑 (约合人民币 268 亿元)，其在纽交所的市值约 1000 亿美元 (约合人民币 7000 亿元)；贵州茅台 2018 年实现收入 772 亿元，净利润 378 亿元，市值超过 11000 亿人民币。雀巢 2018 财年实现收入 917.50 亿瑞士法郎 (约合人民币 6370 亿元)，净利润 101.34 亿瑞士法郎 (约合人民币 704 亿元)，其在瑞士交易所的市值约 3000 亿瑞士法郎 (约合人民币超过 2 万亿元)；伊利股份 2018 年实现收入 796 亿元，净利润 65 亿元，市值约 2000 亿元人民币。

2. 食品安全问题仍备受关注

从 08 年奶粉三聚氰胺事件到 12 年白酒塑化剂风波到 18、19 年的猪瘟疫情，每次食品安全危机都得到消费者的高度关注，也给食品饮料企业带来不少负面影响。三聚氰胺事件之后，国内奶粉品牌遭遇重创，2007 年国内婴幼儿配方奶粉市占率前 6 席中，国产品牌占据 3 席，2016 年仅剩 1 席。一旦消费者对产品品质失去信赖，重新建立其信任需要很长过程，尤其在食品饮料这样竞争较为充分的行业，存在很强的品牌依赖性。过去三年国产婴幼儿奶粉抽检合格率均在 99% 以上，国家市场监督管理总局有关人士表示，当前国产婴幼儿配方奶粉质量正处于历史最好时期。三聚氰胺事件十年之后，国产奶粉仍然面临信任危机，品牌信誉度的建立过程极其漫长，令所有食品企业警醒。

3. 需求走弱催生消费升级和降级之辩

中国经济进入转型期，GDP 增速从高速增长切换到中低个位数增长是长期趋势，叠加中美贸易战等外部因素，国内各项宏观经济指标有不同程度的承压。从统计局数据来看，社零食品分项增速已经从 2017 年以前的双位数下降到 10% 以下，食品行业从高速发展切换到平稳发展，从扩张产能切换到提高品质。2018 年整体消费需求偏于疲软，关于“消费降级”的说法甚嚣尘上，与之前市场鼓吹的“消费升级”形成对比，其实中国作为人口大国、消费大国，消费人群和偏好都是多维度多层次的，奢侈品消费占据全世界首位的同时，拼多多等低价购物平台依然能够打开市场。从食品饮料各个子行业的经营指标来看，需求放缓是不可逆趋势，食品行业价增空间大于量增，如何提升品牌溢价能力、将品质提升转化为价格提升最终体现在市占率提升，是留给大多数食品企业的课题。

（二）建议及对策

1. 发力研发创新，探索并购外延

回顾国际食品巨头的发展之路，大多是不断研发创新、丰富产品体系以及外延并购、高效扩张市场的过程。食品饮料企业大多直接面向下游终端消费者，具有较高的品牌溢价，即使采用经销模式对经销商的把控能力也较强，且对上游供应商同样具有较高的议价能力，因此现金流普遍较好，账上现金等硬资产较为充裕，这为后续的新品开发投入以及外延并购提供了较好的基础。持续发力于研发创新、丰富产品体系是优秀食品企业必须修炼的“内功”，新品的研发和销售推广能力构筑企业的竞争壁垒和护城河；另一方面，由于消费品企业依赖于消费习惯，品牌认知有较强的地域性，适当合理的并购收购能够高效地俘获市场，助力于企业快速做大做强。

2. 健全法律法规，加强监管体系

国内食品饮料相关法律法规尚有较大完善健全空间，法律监管、舆论监督、政府监察还可以进一步加强。国内食品安全标准与国外有差距的地方可以补足，法律法规有空缺的空间可以填补，违反法律法规的惩罚措施可以强化，使得企业面临极高的违法违规成本。除了法律和政府的监管，在互联网和新媒体时代，可以有力发挥消费者自身的力量。食品饮料产业关乎消费者切身利益，食品安全、消费者权益均是人民群众高度关心的问题，舆论监督可以对法律监管和政府监管形成有力补充。

3. 政策加以引导，还原真实需求

5月宏观经济指标有所承压，消费数据一枝独秀，今年将陆续推出家电、汽车等消费促进政策，房地产调控政策继续维稳，国内居民杠杆率居高背景下，被挤压的真实消费需求会有所释放，叠加减税政策，食品生产企业经营情况有望维持景气。近日，发改委等7部委印发《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，力促国产婴幼儿配方乳粉发展，进一步提升国产婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力和美誉度，做强做优国产乳业。《方案》提出，大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。政策引导下的需求释放和需求回归有利于食品饮料行业的良性竞争和长足发展。

四、食品饮料行业在资本市场中的发展情况

（一）上市公司市值占A股7%，利润总和占全行业24%

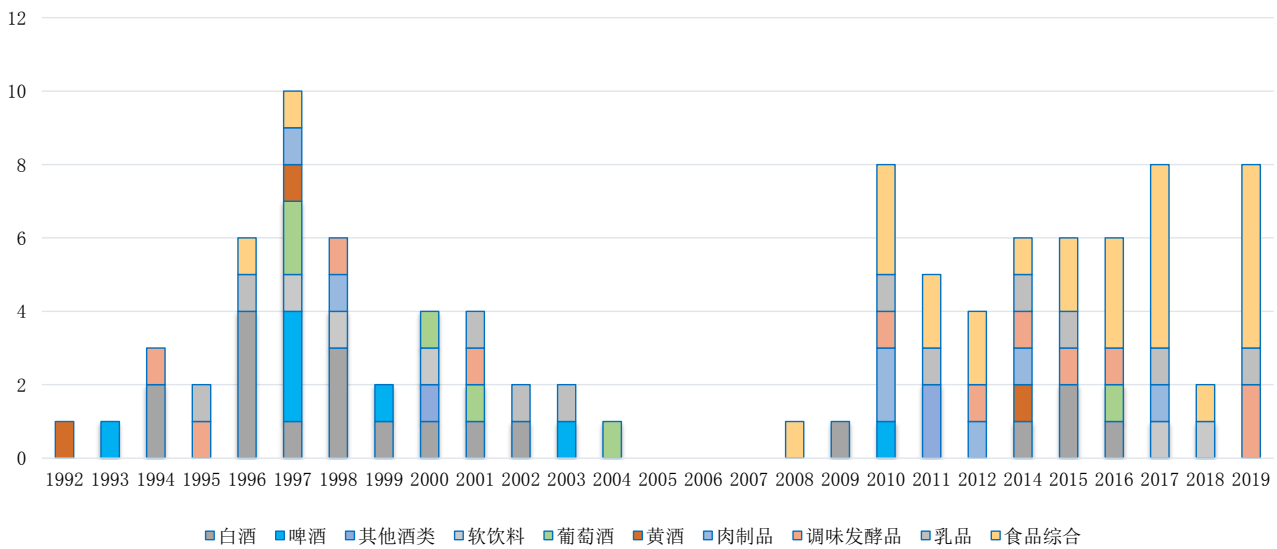
食品饮料行业共有上市公司98家，占A股3731家上市公司2.6%，食品饮料行业上市公司总市值约占A股总市值的7%。其中白酒是市值占比最高的子行业，比例约为67%。

从营收上来看，2018年A股食品饮料上市公司总营收为5,954亿元，合计利润总额为1,385亿元。根据国家统计局数据，2018年农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业合计营收为81,973亿元，合计利润总额为5,771亿元。按此计算，A股食品饮料上市公司2018年营收占全部食品行业之比为7.3%，利润总额占比为24%。

白酒子行业资本化程度较高。2018 年白酒上市公司总营收为 2,072 亿元，合计利润总额为 980 亿元。2018 年全国白酒制造业实现主营业务收入 5,364 亿元，实现利润总额为 1,251 亿元。按此计算，19 家白酒上市公司（占全国白酒企业数 1.2%）实现收入占全行业 38.6%，利润总额占全行业 78.3%。

2018 年受到 A 股总体 IPO 过会率大幅降低的影响，食品饮料类公司新增上市仅 2 家，2019 年食品类企业上市数量为 8 家，有较大回升，其中食品综合达到 5 家。

图 39: 食品饮料行业上市公司数量（按年）



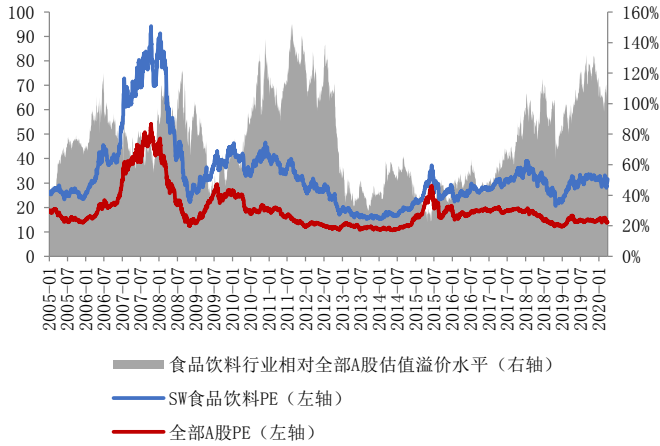
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（二）3 月食品饮料板块估值相对 A 股溢价水平有所提升

食品饮料板块绝对估值处于历史中等位置。截至 2020 年 3 月 31 日，SW 食品饮料行业市盈率为 31.65 倍（TTM 整体法，剔除负值），处于 2005 年以来的 57.7 分位水平；全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 13.97 倍和 18.84 倍，分别处于 2005 年以来的 25 分位和 29 分位水平。

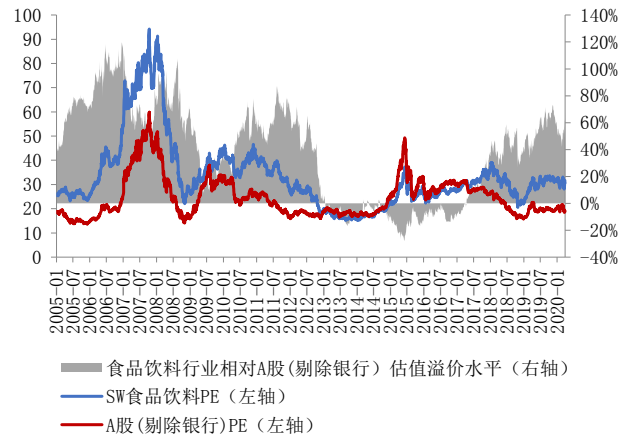
食品饮料板块相对整体 A 股估值明显提升。SW 食品饮料股相对全部 A 股溢价率为 126.52%，与上月底相比明显提升 25.94 个百分点；相对非银行 A 股溢价率为 67.98%，与上月底相比亦明显提升 20.23 个百分点。目前 SW 食品饮料相对全部 A 股的溢价率和相对非银行 A 股的溢价率仍然高于 2005 年以来的平均水平。

图 40: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价

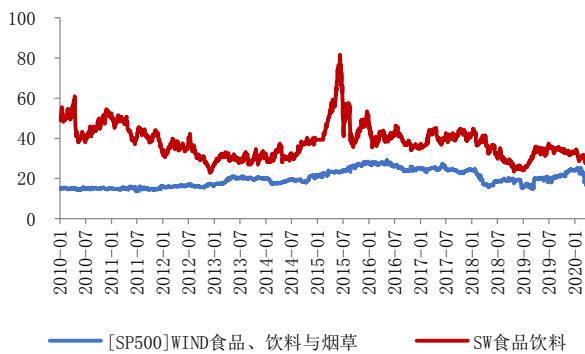


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 国际估值比较: A 股食品饮料 PE 高于美股, PB 相近

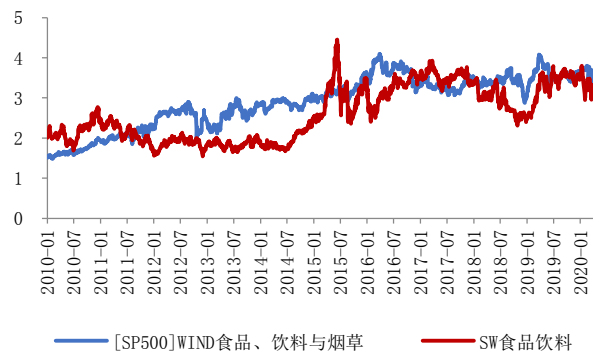
国内食品饮料板块的市盈率、市净率均低于美国市场。以 2020 年 3 月 31 日收盘价计算, 国内食品饮料板块的市盈率为 32.30 倍 (TTM, 中值), 同期美国市场食品饮料板块的市盈率为 19.53 倍, 我国食品饮料板块的市盈率高于美国市场。2020 年 3 月 31 日国内食品饮料板块的市净率为 3.32 倍 (18 年报, 中值), 同期美国市场食品饮料板块的市净率为 3.50 倍, 我国食品饮料板块的市净率略低于美国市场。

图 42: 食品饮料板块国际 PE 估值比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: 食品饮料板块国际 PB 估值比较



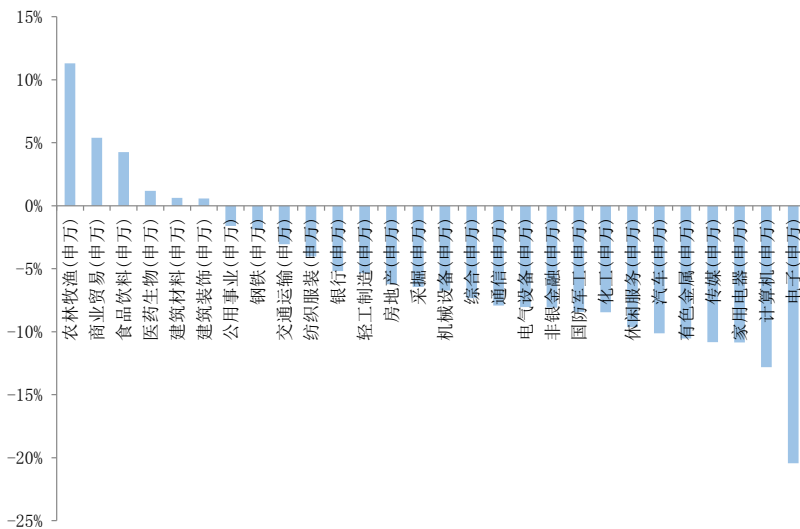
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 食品饮料板块 2020 年 3 月市场表现较好

食品饮料板块 3 月市场排名第三位。截至 2020 年 3 月 31 日，食品饮料板块当月上漲 (4.26%)，在 28 个一级行业中排名第 3。

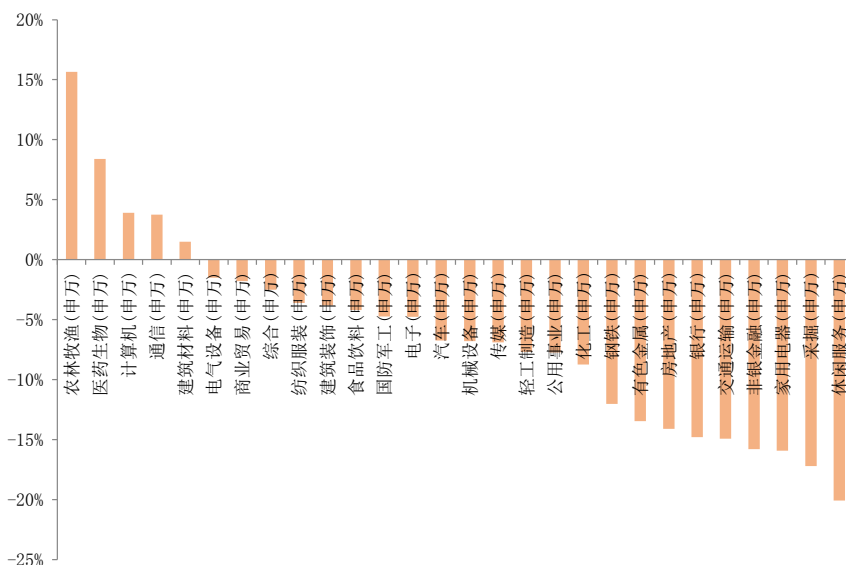
2020 年 1-3 月份食品饮料行业涨跌幅为 -4.21%，在申万 28 个子行业中排名第 11 位。主要 1 月份下跌较多，跌幅 5.87%，排在第 23 位。2、3 月份涨幅分别为 1.27、4.26%，分别排名第 17、3 位。

图 44：一级行业月涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 45：一级行业年初以来涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从市场的反应来看，1月，及2-3月，可以大概划分疫情前、疫情中后两个阶段，这种影响也表现在了食品饮料子行业的涨跌幅差异。

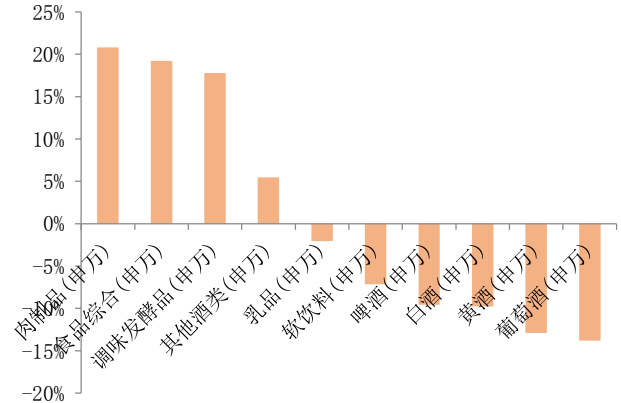
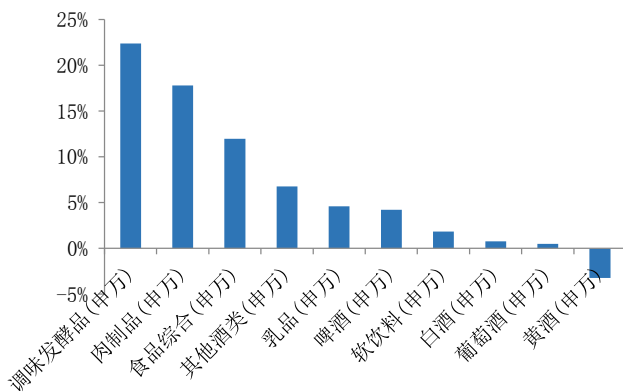
就子行业涨幅来说，

第一季度涨幅前三子行业为肉制品、食品综合、调味发酵品，分别上涨 20.80%、19.22%、17.80%，跌幅前三的子行业为葡萄酒、黄酒、白酒，跌幅分别达到 13.82%、12.90%、9.75%。

1 月份，食品饮料各子行业全部下跌，跌幅最小前三子行业为调味发酵品、乳品、其他酒类，跌幅为 0.53%、0.88%、1.27%，跌幅最大子行业为白酒、食品综合、啤酒，跌幅分别达到 7.57%、6.27%、5.17%；2 月份，涨幅前三子行业为食品综合、肉制品、其他酒类（同时白酒成为涨幅第四），跌幅前三为葡萄酒、啤酒、黄酒；3 月份，涨幅前三为调味发酵品、肉制品、食品综合，唯一下跌为黄酒。

图 46: 食品饮料子行业月涨幅

图 47: 食品饮料子行业年初以来涨幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议：关注大众消费品阶段性机会

虽然当前食品饮料行业估值为历史中等水平，但相对全部 A 股及非银行 A 股的溢价水平仍然处于相对高位。2020 年初发生的疫情仍在持续，进程难以完全预判，但从现在的情况来看，对于高端、节庆、聚餐性消费影响更大，大众性消费相对受到影响较小。

本次疫情的影响对消费端主要表现在两方面：

一是社交场景直接大幅减少，所带来这段时间的消费量明显下降；同时家庭性消费明显增长；

二是疫情持续，所带来的对经济增长，特别是在生产流通各个环节实体经营的压力，可能会带来相当一部分人群收入及预期收入明显降低。即使疫情结束之后，可能有一些“报复性消费”，即被压抑的消费快速释放，但还可能会有相当一部分人群，一段时间内整体消费能力有所降低。

从消费端来看，疫情期间，大部分地区采取封城策略，餐饮门店纷纷停业，从而家庭消费场景大幅增加，三四线城市更加明显，叠加年轻消费群体更青睐便利、美味的产品，对方便面、火腿肠、速冻火锅料等产品的需求较为旺盛。

居民在家消费大幅增加，水饺面点等速冻米面和常温可储存产品作为备餐的作用凸显，需求量快速上升，部分地区的线下终端门店出现缺货情况。

疫情期间，食品饮料短期需求表现有所分化，特别对大众消费品部分子行业及龙头企业而言，短期需求反而出现快速增长。

前期防疫形势相对比较严峻的阶段，各地交通不畅、对上游原材料持续供应及生产也产生一些负面影响，我们会更关注，国家层面也相对更努力保障的民生消费用品（基本的日用食品、生鲜品类、便利食品等）的市场供应。近期全国的生产物流秩序也在逐渐恢复中，我们认为对食品综合相关的品类构成一定利好，建议投资者可以关注。

重点推荐克明面业、三全食品，并关注近期一季度业绩发布所可能带来的较好相对表现。

表 3: 核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由
002216.SZ	三全食品	速冻行业龙头
002661.SZ	克明面业	细分行业领先者

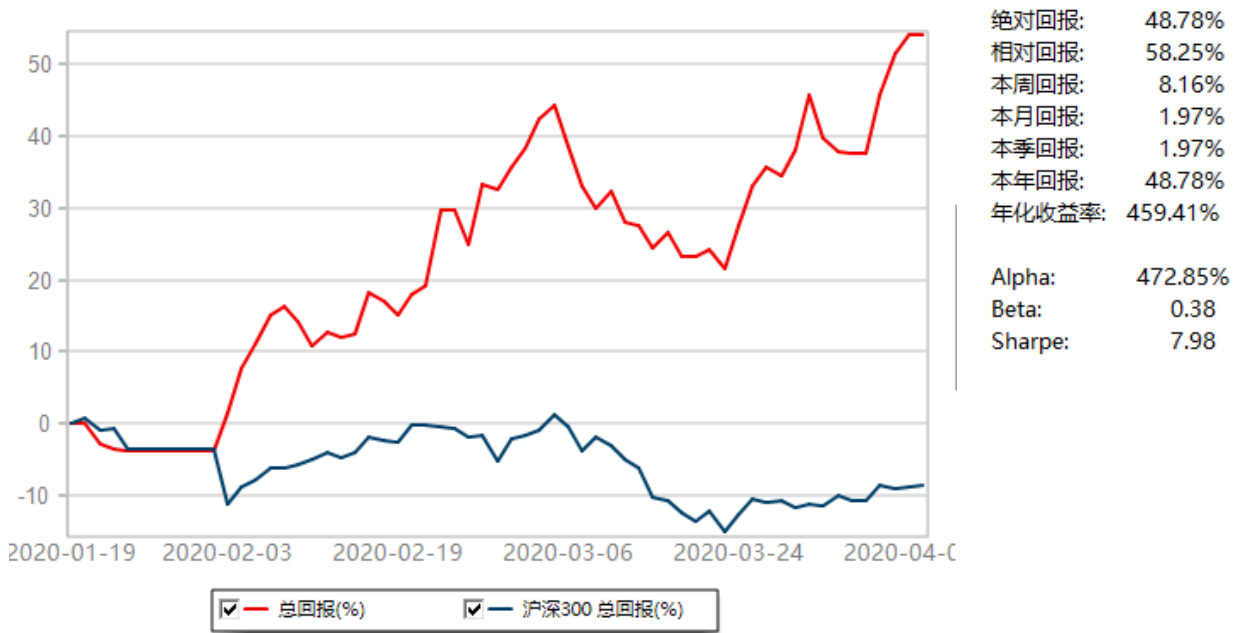
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 核心组合市场表现

证券代码	证券简称	月涨跌幅 (%)	年初以来涨跌幅 (%)	累计相对收益率 (%)
002216.SZ	三全食品	7.68	41.19	45.40
002661.SZ	克明面业	12.34	55.84	60.05
	合计	10.01	48.51	52.73

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 (相对收益率指相对于 SW 食品饮料指数的收益率)

图 48: 核心组合年初至今 (4.7) 收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、风险提示

食品安全风险、下游需求走弱风险、行业政策风险等。

插图目录

图 1: 社零同比增速 (%)	3
图 2: 消费者信心指数 vs. 采购经理人指数	3
图 3: CPI 当月同比 (%)	5
图 4: PPI 当月同比 (%)	6
图 5: 主产区生鲜乳均价周同比 (%)	6
图 6: 全国猪价周变化 (元/公斤)	7
图 7: 主营业务收入累计同比 (%)	8
图 8: 利润总额累计同比 (%)	8
图 9: 规模以上工业增加值当月同比 (%)	9
图 10: 制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)	10
图 11: 食品饮料子行业增速分化 (%)	11
图 12: 28 个行业 2018 年营业收入同比增速	12
图 13: 28 个行业 2018 年归母净利润同比增速	12
图 14: SW 一级行业及全部 A 股 2019 前三季度营业收入同比增速	13
图 15: SW 一级行业及全部 A 股 2019 前三季度归母净利润同比增速	13
图 16: 食品饮料子板块 2018 年营业收入同比增速 (%)	14
图 17: 食品饮料子板块 2018 年归母净利润同比增速 (%)	14
图 18: 食品饮料子板块 2019 前三季度营业收入同比增速 (%)	14
图 19: 食品饮料子板块 2019 前三季度归母净利润同比增速 (%)	14
图 20: 中国白酒产量及增速	15
图 21: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)	15
图 22: 不同档次白酒上市公司收入增速 (%)	15
图 23: 调味品市场规模和增速	16
图 24: 调味品零售市场规模和增速	16
图 25: 餐饮社零总额及增速	16
图 26: 在线餐饮外卖市场规模及增速	16
图 27: 2004-2016 年中国调味品市场规模	17
图 28: 2004-2016 年中国调味品市场增速	17
图 29: 2018 年调味品零售市场公司占有率 (%)	18
图 30: 我国乳品业销售呈现周期性, 长期看整体增速放缓	18
图 31: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)	19
图 32: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)	19
图 33: 中国液态奶消费结构	20
图 34: 我国液态奶各细分品类增速 (%)	20
图 35: 我国啤酒行业年产量 (万千升)	21
图 36: 我国啤酒月产量	21
图 37: 2011 年全球及各主要国家啤酒人均消费量 (升)	21
图 38: 2018 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)	22
图 39: 食品饮料行业上市公司数量 (按年)	25

图 40: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价	26
图 41: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	26
图 42: 食品饮料板块国际 PE 估值比较	26
图 43: 食品饮料板块国际 PB 估值比较	26
图 44: 一级行业月涨幅	27
图 45: 一级行业年初以来涨幅	27
图 46: 食品饮料子行业月涨幅	28
图 47: 食品饮料子行业年初以来涨幅	28

表格目录

表 1: 中国市场消费者首选十大品牌	11
表 2: 2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化	22
表 3: 核心推荐组合及推荐理由	29
表 4: 核心组合市场表现	29

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，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机构专业投资者，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，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

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

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn