

## Q2 收入利润双位数增长，期待消费潜力持续释放

## 食品饮料行业

**推荐** 维持评级

### 核心观点

#### ● 最新观点

1) 8月份 PMI 为 51.0，制造业整体平稳运行。

2) 上游原材料方面，生鲜乳价格 8 月同比增速回升略有加速。2020 年 8 月活猪、猪肉价格上涨后盘整，仔猪价格年内新高。猪肉消费潜力得到充分释放，消费需求增加更快带动价格上涨。

3) 2019 全年及 2020 二季度食品饮料板块业绩增速均强于 A 股整体，一级行业中可排前 1/3。2020 二季度由于疫情影响，食品饮料板块营业收入同比增长 13%、归母净利润同比增速达 25.57%，在 28 个申万一级行业中分别排在第 7、10 位。

4) 2020 二季度单季，肉制品、调味发酵品、乳品收入增速居前，食品综合、乳品、肉制品利润改善明显。

5) 食品饮料板块 8 月市场表现居前。截至 2020 年 8 月 31 日，食品饮料板块当月上漲 (12.04%)，在 28 个一级行业中排名第 1。

6) 8 月份食品饮料板块估值相对 A 股溢价达到历史高位。

#### ● 投资建议

整体经济秩序稳步有序恢复与战略性投资的加强，对食品饮料行业包括大众消费品与具有社交属性的消费品种，都构成一定利好。

白酒方面我们看好龙头品牌价值所构成的长期竞争优势与业绩动力，建议投资者可关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等品种，我们认为随着整体经济秩序稳步恢复和新基建推进、各地落实进程亦可能构成一定外部环境利好。

大众品方面，我们认为，还是应当重视，稳健良好增长及相对确定性所带来的价值，我们仍然看好前期推荐的三全食品等价值体现。

#### ● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨跌 (%)	证券代码	证券简称	月涨跌 (%)
002216.SZ	三全食品	28.65	000858.SZ	五粮液	10.34
000568.SZ	泸州老窖	28.31	600809.SH	山西汾酒	9.36
600519.SH	贵州茅台	6.45			

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。

### 分析师

周颖

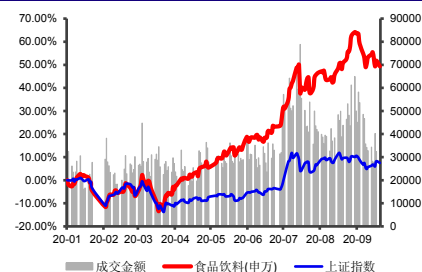
☎: 010-83571301

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

### 行业数据

2020-09-14



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.....	3
(一) 食品饮料关系民生，民族品牌冉冉升起.....	3
(二) 消费对经济形成支撑，疫情后消费品市场持续好转.....	3
1. 8 月份社零增速年内首次转正，居民生活逐步恢复.....	3
2. 8 月份 PMI 为 51.0，制造业整体平稳运行.....	7
3. 8 月份，食品烟酒价格同比上涨 8.8%，影响 CPI2.71 个百分点.....	9
(三) 食品工业 PPI 环比微降，行业利润累计同比持续恢复.....	12
1. 上游价格：我国 PPI 降幅收窄，8 月食品相关工业 PPI 出现下降.....	12
2. 农副食品、食品加工、酒饮料和精制茶制造业利润累计增速达年内高点.....	16
3. 8 月份，食品相关制造业工业增加值同比均下降.....	18
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续.....	21
(一) 行业整体处于成熟发展期，个别细分仍维持高增速.....	21
(二) 品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续.....	27
1. 白酒：高端品牌表现亮眼，价增空间大于量增.....	27
2. 调味品：外出用餐和消费升级打开行业天花板.....	29
3. 乳品：三四线城市和细分品类增长可期.....	31
4. 啤酒：行业供需稳定，龙头有望迎来盈利提升.....	35
三、行业面临的问题及建议.....	38

(一) 现存问题.....	38
1. 综合实力与国际巨头差距较大.....	38
2. 食品安全问题仍备受关注.....	38
3. 需求走弱催生消费升级和降级之辩.....	39
(二) 建议及对策.....	39
1. 发力研发创新，探索并购外延.....	39
2. 健全法律法规，加强监管体系.....	40
3. 政策加以引导，还原真实需求.....	40
<b>四、食品饮料行业在资本市场中的发展情况 .....</b>	<b>41</b>
(一) 上市公司收入、利润总和分别占食品工业 9、29%.....	41
(二) 8 月份食品饮料板块估值相对 A 股溢价达到历史高位 .....	42
(三) 国际估值比较：A 股食品饮料 PE、PB 均高于美股.....	43
(四) 食品饮料板块 2020 年 8 月市场表现居前 .....	44
<b>五、投资建议：把握价值驱动核心进行配置 .....</b>	<b>46</b>
<b>六、风险提示.....</b>	<b>48</b>

## 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，疫情后消费品市场持续好转

#### 1. 8 月份社零增速年内首次转正，居民生活逐步恢复

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%。**

**社会消费品零售总额增速年内首次转正。居民生活逐步恢复，市场销售持续改善。**8月份，社会消费品零售总额同比名义增长0.5%，为年内首次正增长，市场销售规模超过上年同月水平。扣除价格因素，社会消费品零售总额实际下降1.1%，降幅比7月份收窄1.6个百分点；与7月份相比，市场销售回升幅度有所扩大，显示出消费品市场加速恢复的态势。其中，除汽车以外的消费品零售额30158亿元，下降0.6%。1-8月份，社会消费品零售总额238029亿元，除汽车以外的消费品零售额215139亿元，同比均下降8.6%。

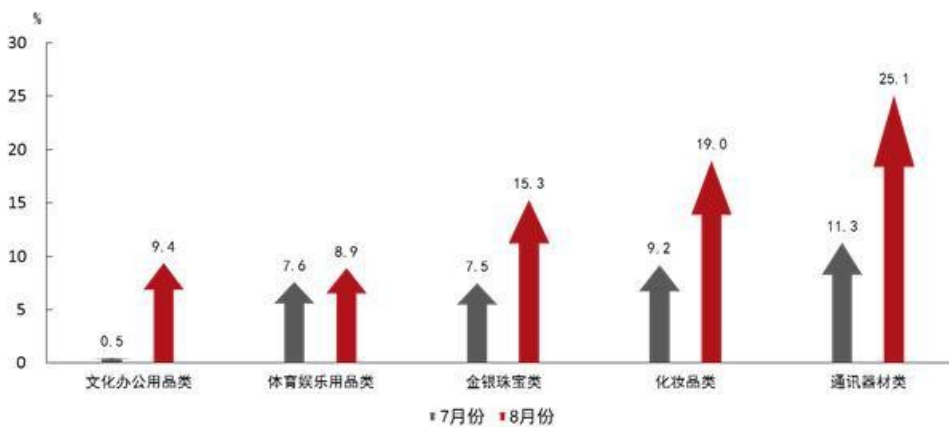
按经营单位所在地分，8月份，城镇消费品零售额29273亿元，同比增长0.5%，7月份为下降1.1%；乡村消费品零售额4298亿元，增长0.7%，7月份为下降1.3%。1-8月份，城镇消费品零售额206643亿元，同比下降8.7%；乡村消费品零售额31386亿元，下降8.3%。

按消费类型分，8月份，商品零售29951亿元，同比增长1.5%，增速比7月份提高1.3个百分点；餐饮收入3619亿元，下降7.0%，降幅比7月份收窄4个百分点。1-8月份，商品零售216519亿元，同比下降6.3%；餐饮收入21510亿元，下降26.6%。

**超七成商品零售实现正增长，消费升级类商品增速加快。**8月份，商品零售额同比

增长 1.5%，增速比 7 月份加快 1.3 个百分点。其中，汽车市场销售明显回暖，汽车类商品零售保持快速增长；消费升级类商品零售加快增长，8 月份限额以上单位金银珠宝类、化妆品类和通讯器材类商品零售额均实现两位数增长，同比分别增长 15.3%、19.0%和 25.1%，增速分别比 7 月份提高 7.8、9.8 和 13.8 个百分点；体育娱乐用品类和文化办公用品类商品零售额分别增长 8.9%和 9.4%，分别比 7 月份提高 1.3 和 8.9 个百分点。

图 1：2020 年 7-8 月部分商品类别商品零售额增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

**新型消费保持快速发展，线上购物持续快速增长。**1-8 月份，全国网上零售额 70326 亿元，同比增长 9.5%，比 1-7 月份提高 0.5 个百分点。其中，8 月份，“818 购物节”“七夕节”促销等线上活动相继推出，网络商品销售继续保持较快增长。1-8 月份实物商品网上零售额 58651 亿元，增长 15.8%，增速比 1-7 月份加快 0.1 个百分点；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.6%，比上年同期提高 5.2 个百分点。**前 8 月，在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.4%、1.1%和 18.3%。**

**传统零售业态继续改善。**在实体店零售中，1-8 月份，限额以上超市商品零售额增速比 1-7 月份加快 0.9 个百分点；百货店、专业店和专卖店商品零售额降幅分别比 1-7 月份

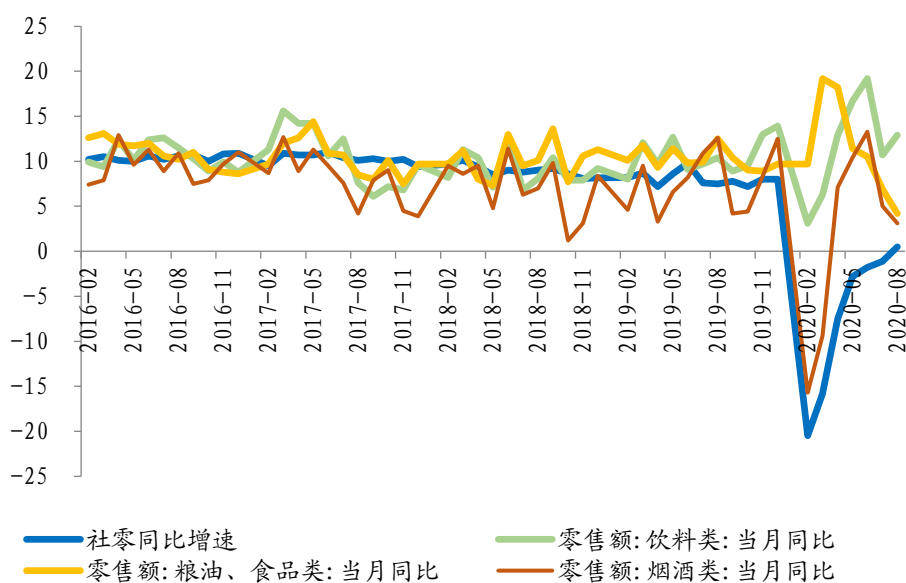
收窄 2.7、1.6 和 2.9 个百分点。

8 月份，食品类相关社零增速中，饮料类零售同比增速有所增长，其他两类出现下降。8 月份，我国限额以上单位粮油、食品类，饮料类，烟酒类商品零售额分别同比增长 4.20、12.90、3.10%，环比下降为-2.7、2.2、-1.9PCT。

下游餐饮业等服务消费活力增强。随着居民外出旅行和就餐活动增多，住宿和餐饮业经营持续恢复。8 月份，餐饮收入同比下降 7.0%，降幅比 7 月份收窄 4 个百分点。

国家统计局快速调查结果显示，截至 8 月下旬，达到正常经营水平 50%及以上的住宿和餐饮业企业比例比 7 月下旬提高 7.6 个百分点。限额以上企业增长面不断扩大。8 月份，在限额以上批发业、零售业和餐饮业企业中，批发和零售业商品销售额、餐饮业营业额实现同比增长的比例均超过 50%。与前期相比，批发和零售业、住宿业和餐饮业企业增长面均有较大提升。

图 2: 社零同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



## 2. 8 月份 PMI 为 51.0，制造业整体平稳运行

2020 年 7 月消费者信心 117.20，环比 6 月有所提升。统计局公布的 2020 年 6 月消费者信心指数为 112.60，受疫情影响，同比下降 13.3，环比 5 月份下降 3.2，成为 2020 年迄今为止低点。7 月份，消费者信心指数同比下降 7.2，降幅相较前三个月（4 至 6 月份）有所收窄；环比 6 月份上升 4.6，出现较明显回升。

8 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.0%，比上月略降 0.1 个百分点，表明制造业总体平稳运行。在调查的 21 个行业中，有 15 个行业 PMI 位于景气区间，较上月减少 2 个。本月主要特点：

一、需求继续恢复，供需循环逐步改善。新订单指数为 52.0%，高于上月 0.3 个百分点，连续 4 个月回升。本月生产指数为 53.5%，与新订单指数的差值收窄至 1.5 个百分点，为 3 月份以来的最小值。

二、稳外贸政策发力，出口总体向好。一系列稳外贸稳外资政策效应持续释放，制造业出口进一步改善，本月新出口订单指数为 49.1%，高于上月 0.7 个百分点。

三、新动能发展加快，转型升级持续推进。从重点行业看，高技术制造业和装备制造业 PMI 为 52.8%和 52.7%，分别高于上月 1.5 和 0.9 个百分点，高于制造业 PMI 1.8 和 1.7 个百分点，新动能为制造业复苏注入了活力。

四、市场逐步好转，价格指数上升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.3%和 53.2%，分别高于上月 0.2 和 1.0 个百分点。部分上游行业价格上涨较快。

五、经营预期改善，企业信心增强。本月企业生产经营活动预期指数为 58.6%，高



于上月 0.8 个百分点。从行业情况看，**农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等制造业生产经营活动预期指数均高于 60.0%。**

从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.0%，与上月持平；中型企业 PMI 为 51.6%，比上月上升 0.4 个百分点；小型企业 PMI 为 47.7%，比上月下降 0.9 个百分点。

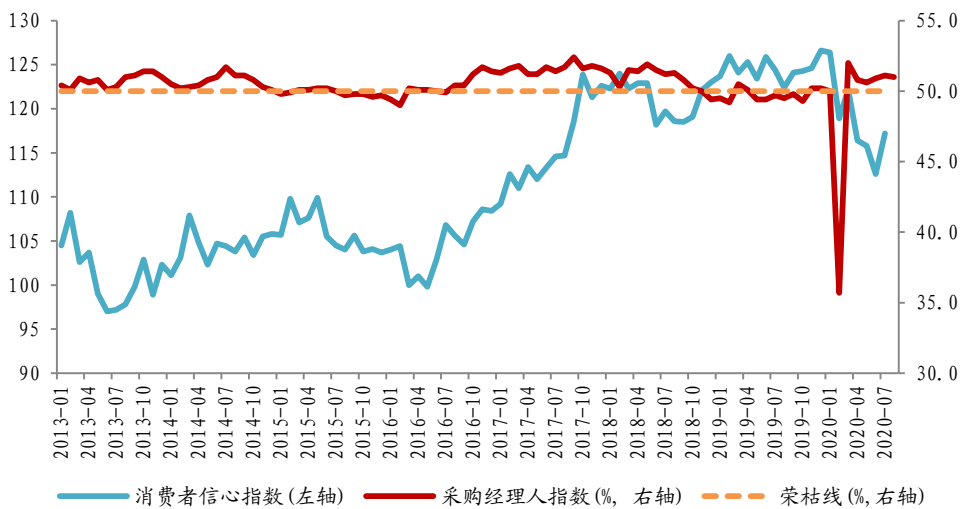
本月小型企业反映市场需求不足和资金紧张的企业占比分别超过五成和四成，生产经营依然面临不少困难。此外，重庆、四川等地部分企业反映受暴雨洪涝灾害影响，原材料采购周期拉长，市场订单减少，企业生产有所回落。

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。

**8 月份，非制造业商务活动指数为 55.2%，比上月上升 1.0 个百分点，非制造业复苏势头继续向好。**

服务业复苏有所加快。服务业商务活动指数为 54.3%，比上月上升 1.2 个百分点。从行业情况看，交通运输、电信等行业商务活动指数连续 4 个月位于 60.0%以上，业务总量持续快速恢复；随着国内疫情防控形势趋于稳定，居民消费需求加快释放，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业有序恢复经营，市场活跃度有所提高，商务活动指数继续回升，均高于 57.0%；在经济整体回暖的带动下，租赁及商务服务业商务活动指数自疫情以来首次升至临界点以上。从市场预期看，业务活动预期指数为 61.3%，与上月基本持平，其中铁路运输、航空运输、住宿、互联网软件等行业高于 65.0%，企业发展信心稳定。

图 3: 消费者信心指数 vs. 采购经理人指数



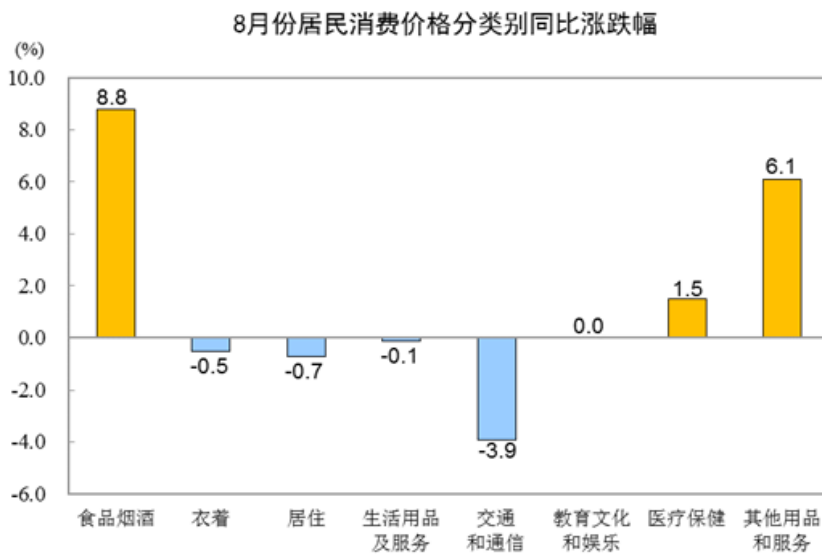
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3.8 月份，食品烟酒价格同比上涨 8.8%，影响 CPI2.71 个百分点

2020 年 8 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.4%。其中，城市上涨 2.1%，农村上涨 3.2%；食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 3.9%，服务价格下降 0.1%。1-8 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.5%。

据测算，在 8 月份 2.4% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.1 个百分点，新涨价影响约为 0.3 个百分点。

图 4: 8 月份居民消费价格分类别同比涨跌幅

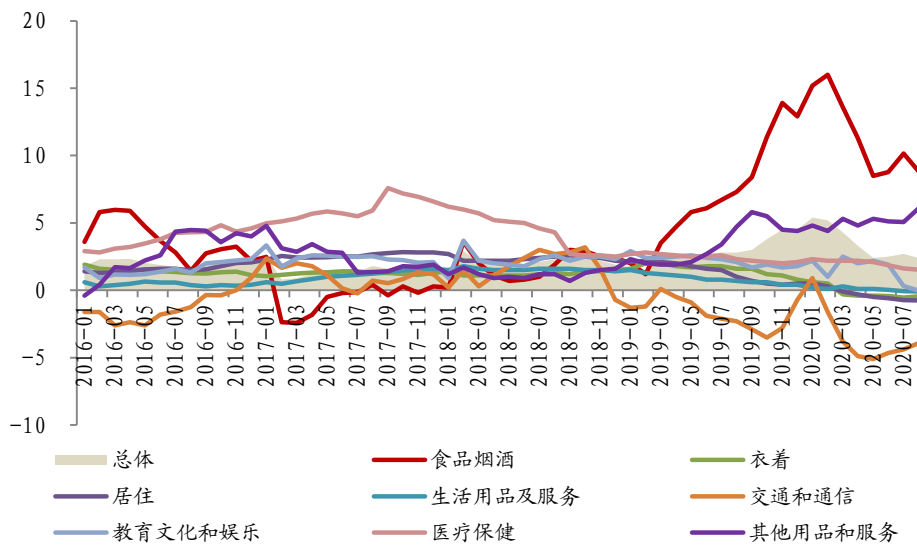


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

**8 月份, 食品烟酒类价格同比上涨 8.8%, 影响 CPI(居民消费价格指数) 上涨约 2.71 个百分点。**食品中, 畜肉类价格上涨 42.0%, 影响 CPI 上涨约 2.28 个百分点, 其中猪肉价格上涨 52.6%, 影响 CPI 上涨约 1.74 个百分点; 鲜菜价格上涨 11.7%, 影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点; 水产品价格上涨 3.4%, 影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点; 鲜果价格下降 19.8%, 影响 CPI 下降约 0.38 个百分点; 蛋类价格下降 11.0%, 影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。

**其他七大类价格两涨一平四降。**其中, 其他用品和服务、医疗保健价格分别上涨 6.1% 和 1.5%; 教育文化和娱乐价格持平; 交通和通信、居住价格分别下降 3.9% 和 0.7%, 衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.5% 和 0.1%。

图 5: CPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**从环比看，8 月份 CPI 上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。**

其中，食品价格上涨 1.4%，涨幅比上月回落 1.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。食品中，由于蛋鸡存栏量仍处低位，夏季产蛋率不高，加之临近开学和中秋，需求增加较多，鸡蛋价格上涨 11.3%，涨幅比上月扩大 7.3 个百分点；受高温及降雨天气影响，鲜菜价格上涨 6.4%，涨幅扩大 0.1 个百分点；猪肉供给有所改善，但需求持续增加，价格仍上涨 1.2%，涨幅回落 9.1 个百分点；受饲料成本上涨、需求恢复及猪肉价格上涨带动等因素影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格均有不同程度上涨，涨幅在 0.5%—1.4% 之间；鲜果供应充足，价格继续下降 0.4%，降幅收窄 4.0 个百分点。

非食品价格由上月持平转为上涨 0.1%，为今年 2 月份以来首次上涨，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点。非食品中，暑期出行增多，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 7.3% 和 2.1%；受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别上涨 0.9% 和 1.0%。

### (三) 食品工业 PPI 环比微降，行业利润累计同比持续恢复

#### 1. 上游价格：我国 PPI 降幅收窄，8 月食品相关工业 PPI 出现下降

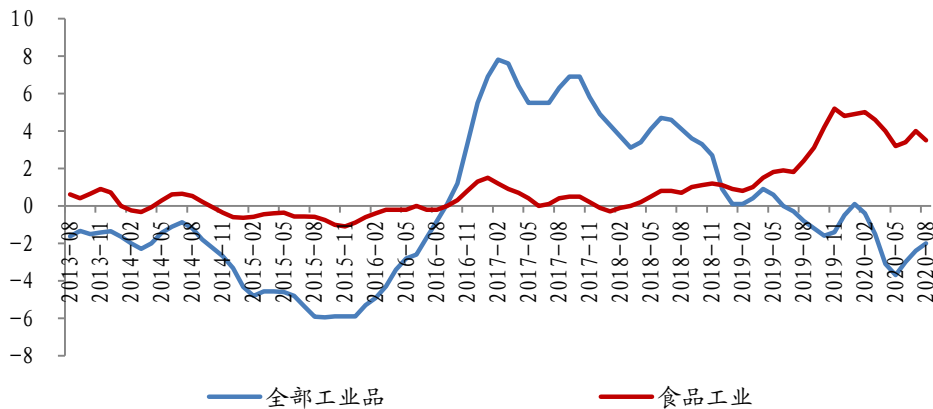
**2019 全年 PPI 小幅度下降。**2019 年，PPI 由上年上涨 3.5% 转为下降 0.3%。其中，生产资料价格下降 0.8%，影响 PPI 下降约 0.57 个百分点，是 PPI 下降的主要原因；生活资料价格上涨 0.9%，影响 PPI 上涨约 0.24 个百分点。从分月环比看，除 1 月份 PPI 下降 0.6% 外，其余各月涨跌幅均在正负 0.3% 以内窄幅波动。从分月同比看，1-5 月份，PPI 小幅上涨，其中 4 月份的 0.9% 为全年最高涨幅；6 月份由涨转平，7 月份转降且降幅逐月扩大，10 月份下降 1.6%，为全年最大降幅；年末 12 月降幅收窄至 0.5%。

**8 月份，工业生产持续向好，市场需求继续恢复，原油、铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动国内工业品价格继续回升。**从环比看，PPI 上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，生产资料价格上涨 0.4%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 17 个，比上月减少 4 个；下降的 18 个，增加 3 个；持平的 5 个，增加 1 个。

**从同比看，PPI 下降 2.0%，降幅比上月收窄 0.4 个百分点。**其中，生产资料价格下降 3.0%，降幅收窄 0.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅回落 0.1 个百分点。据测算，在 8 月份 2.0% 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 -2.1 个百分点。

8 月份，食品工业 PPI 同比增速 3.5%，环比减少 0.5%。其中，农副食品加工、食品制造、酒饮料和精制茶制造业同比增速分别为 5.50、0.40、0.30%，环比上月均有所下降，降幅为 0.90、0.10、0.10%。

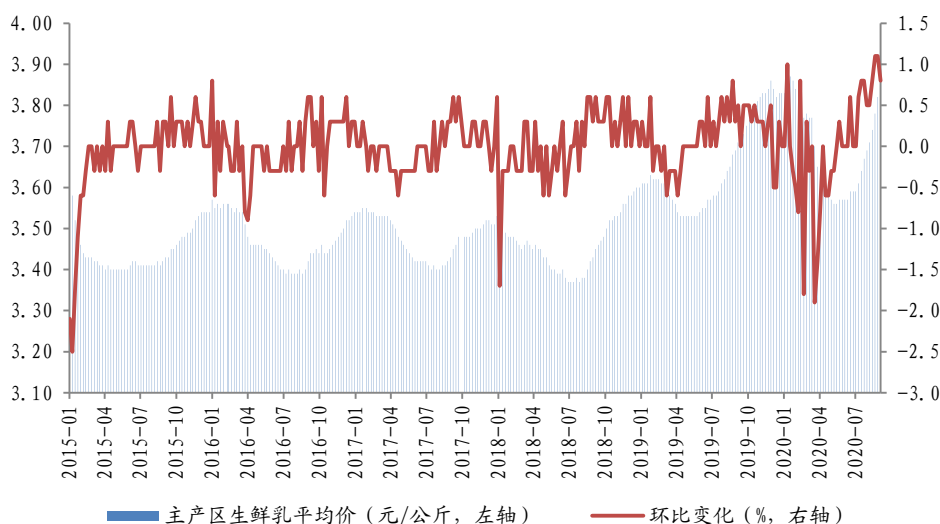
图 6: PPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**生鲜乳价格 8 月同比增速回升略有加速，当前价格为 3.85 元/公斤。2020 年 8 月主产区生鲜乳平均价同比增速为 2.25%左右，比上月平均同比增速增加 1.3 个百分点，就绝对价格而言，从 1 月底以来呈现小幅下降，5 月基本企稳后小幅回升；目前奶价（3.85 元/公斤）略高于 2012 年以来的平均水平（3.57 元/公斤）。**

图 7: 主产区生鲜乳平均价周同比 (%)

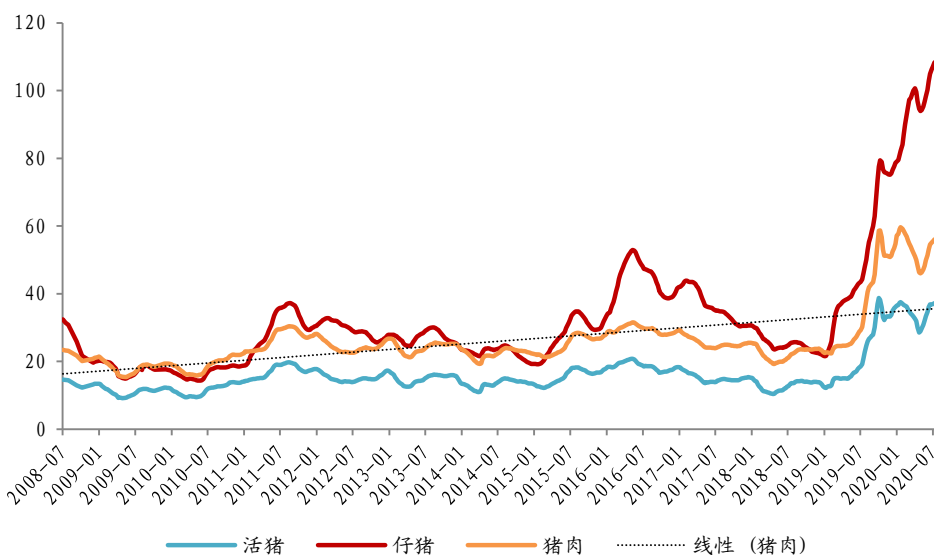


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**2020 年 8 月活猪、猪肉价格上涨后盘整，仔猪价格年内新高。根据农业部统计数据，**

2020 年至今为止，活猪和猪肉价格的最高点出现在 2 月 17 日至 2 月 26 日当周，分别达到 37.51 和 59.64 元/公斤，仔猪价格前一个高点出现在 4 月 29 日当周，达到 100.69 元/公斤。其后，在 5 月第四周猪肉、活猪、仔猪价格达到阶段性低点后反弹。目前 9 月 9 日当周的活猪、猪肉、仔猪价格分别为 36.75、55.65、108.55 元/公斤，8 月内上涨后小幅回落；仔猪价 9 月 2 日当周再超年内高点达到 109.07 元/公斤，创出近年新高。

图 8: 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

今年以来，生猪生产持续加快恢复，新建猪场多，补栏增养快，非洲猪瘟疫情得到有效控制，生产恢复进度好于预期。从生产方面看，生猪出栏上市量正在逐步增加，市场供应偏紧的情况会随之缓解，不大可能再次出现价格持续大幅上涨的局面。

从农业农村部监测的情况看，6 月份生猪生产恢复延续了之前的好势头，而且出现了一些重大的积极变化。主要体现在以下三个方面：

**一、基础产能上得快。**从去年 10 月份以来，能繁母猪存栏已经连续 9 个月环比增长，



与去年 9 月份相比增长了 28.6%。其中，最突出的一个标志，就是 6 月份能繁母猪存栏量同比开始增长。6 月份能繁母猪存栏实现同比增长 3.6%，这是自 2018 年 4 月份以来首次实现同比增长，是一个重要拐点。

**二、养殖场户生产积极性普遍较高。**据农业农村部对全国规模猪场全口径监测，上半年有 6177 个新建规模猪场投产，去年空栏的规模猪场有 10788 个复养。散养户补栏积极性也在恢复，4000 个定点监测村小散养殖户生猪存栏和能繁母猪存栏连续 5 个月增长。

**三、补栏增养势头好。**新冠肺炎疫情稳定控制后，种猪和仔猪调运量逐月增加。据生猪检疫出证数据，6 月份跨省调运仔猪 120.5 万头、种猪 20.5 万头，分别比上月增长 41.6%和 14.5%。总的看，产能恢复的速度好于预期。**按农业农村部监测数据估算，6 月末全国生猪存栏大约在 3.4 亿头左右，比去年年底增加近 3000 万头。**

6 月份以来猪肉市场价格上涨属于消费拉动型上涨，供需两方面都在增加，但消费增加更快。

**从供应方面看，**3 月份以来，生猪出栏量连续 4 个月环比增长，其中 6 月份出栏量比 5 月增长 6.5%，比 2 月增长 36.7%。今年前 5 个月进口猪肉 172.4 万吨，同比增长 146.2%。

**从消费方面看，**随着新冠肺炎疫情得到有效控制，餐饮业恢复经营，工厂复工，学校复课，猪肉消费潜力得到充分释放。据国家统计局数据，3 月份全国餐饮收入同比下降 46.8%，5 月份降幅已收窄至 18.9%。预计后期餐饮业猪肉消费仍将保持增长势头。一般来说，每年 6-9 月份猪肉价格都会出现季节性上涨，今年叠加新冠肺炎疫情得到有效控制后的消费增长，上涨压力可能会更大。另外，南方部分地区强降雨对生猪生产及产品

调运产生了一定的影响，也推高了局部地区猪肉价格。

上半年中国生猪生产持续加快恢复，新建猪场多，补栏增养快；从各地情况看，15 个省份能繁母猪存栏已恢复到 2017 年年末的 85%以上，13 个省份生猪存栏恢复到 2017 年年末的 80%以上。目前，生猪存栏和仔猪供给量已连续 5 个月恢复性增长，预示 7 月份以后可出栏的商品肥猪将会逐步增加，猪肉市场供应将持续改善。同时，今年猪肉进口预计比去年增加 100 万吨以上，禽肉产量增加 120 万吨以上。农业农村部畜牧兽医局有关负责人认为，综合分析，三季度之后猪肉供应紧张的局面将逐步缓解，下半年猪肉市场供应总体是有保障的。

## 2. 农副食品、食品加工、酒饮料和精制茶制造业利润累计增速达年内高点

随着统筹推进疫情防控和经济社会发展一系列政策措施落实落细，工业经济运行状况持续向好，企业利润延续快速恢复性增长态势，7 月份工业企业利润增速继续加快。从 1-7 月看，工业企业利润累计同比下降 8.1%，降幅比 1-6 月份进一步收窄 4.7 个百分点。

**7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 5895.1 亿元，同比增长 19.6%，增速比 6 月份加快 8.1 个百分点，已连续 3 个月同比增长，增速逐月加快。**

**利润向好的行业数量增多。**7 月份，41 个工业大类行业中，有 32 个行业利润实现增长，数量比上月增加 9 个；有 24 个行业利润增速比 6 月份加快（或降幅收窄、由负转正），数量比上月增加 9 个，反映出利润改善的节奏较 6 月份加快。

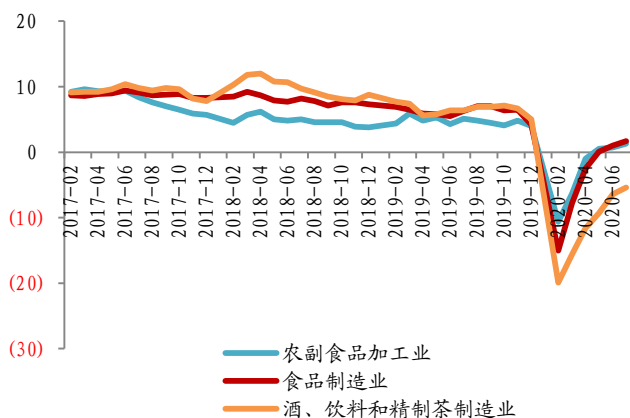
**装备制造业利润增长加快，汽车、电子等重点行业拉动作用尤为突出。**高技术制造业利润大幅增长。7 月份，高技术制造业利润同比增长 36.5%，增速比 6 月份加快 27.5

个百分点，拉动全部规模以上工业利润增长 5.2 个百分点。

投资收益大幅增加对 7 月份利润增速加快也起到了一定助推作用。

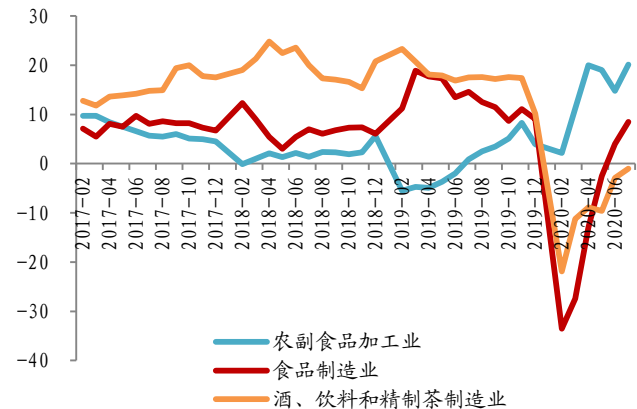
1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 31022.9 亿元，同比下降 8.1%（按可比口径计算），降幅比 1-6 月份收窄 4.7 个百分点。

图 9: 主营业务收入累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 利润总额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

食品相关工业中，1-7 月份，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 1.30、1.70、-5.40%，环比均有所改善；利润总额累计同比增速分别为 20.10、8.50、-1.00%，其中农副食品加工业环比 1-5 月份增速下降 4.2 个百分点，均达到年内高点。

### 3. 8 月份，食品相关制造业工业增加值同比均下降

8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较 7 月份加快 0.8 个百分点。从环比看，8 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.02%。1-8 月份，规模以上工业增加值同比增长 0.4%，而 1—7 月份为下降 0.4%，累计增速实现由负转正。。

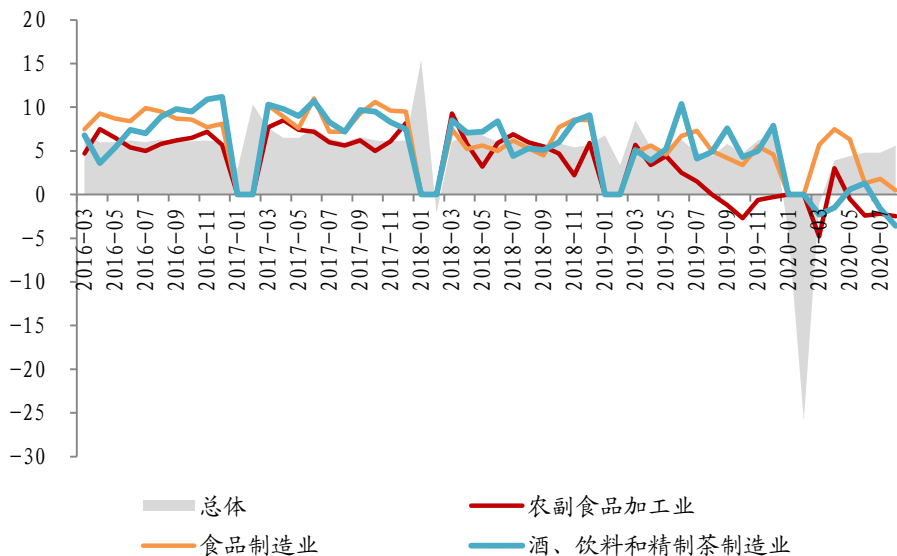
分三大门类看，8 月份，采矿业增加值同比增长 1.6%，7 月份为下降 2.6%；制造业增长 6.0%，与 7 月份持平；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.8%，加快 4.1 个百分点。

分经济类型看，8 月份，国有控股企业增加值同比增长 5.2%；股份制企业增长 5.8%，外商及港澳台商投资企业增长 5.3%；私营企业增长 5.7%。

**多数产品和行业实现增长，增长面持续扩大。**分行业看，8 月份，41 个大类行业中有 29 个行业增加值保持同比增长（环比增加 4 个）。分地区看，8 月份，东部地区增加值同比增长 6.8%，中部地区增长 5.4%，西部地区增长 4.5%，东北地区增长 6.6%。分产品看，8 月份，612 种产品中有 394 种产品同比增长（环比增加 25 种）。

8 月份，农副食品加工业、食品制造业、酒饮料和精制茶制造业工业增加值同比分别增加-2.5、0.5、-3.6%，环比 7 月均有所下降。

图 11: 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目前 1、2 月数据未更新, 图表显示略有异常

**1-8 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 378834 亿元, 同比下降 0.3%, 降幅比 1-7 月份收窄 1.3 个百分点。**其中, 民间固定资产投资 214506 亿元, 下降 2.8%, 降幅收窄 2.9 个百分点。从环比速度看, 8 月份固定资产投资 (不含农户) 增长 4.18%。

分产业看, 第一产业投资 11063 亿元, 同比增长 11.5%, 增速比 1-7 月份提高 3.8 个百分点; 第二产业投资 112122 亿元, 下降 4.8%, 降幅收窄 2.6 个百分点; 第三产业投资 255649 亿元, 增长 1.4%, 增速提高 0.6 个百分点。

**随着国内疫情防控取得重大战略成果, 稳投资政策不断发力显效, 投资延续了逐月回升态势。**1—7 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 同比下降 1.6%, 降幅比上半年和一季度分别收窄 1.5 和 14.5 个百分点。

**基础设施投资持续改善。**1-7 月份, 基础设施投资同比下降 1.0%, 降幅比上半年收

窄 1.7 个百分点。

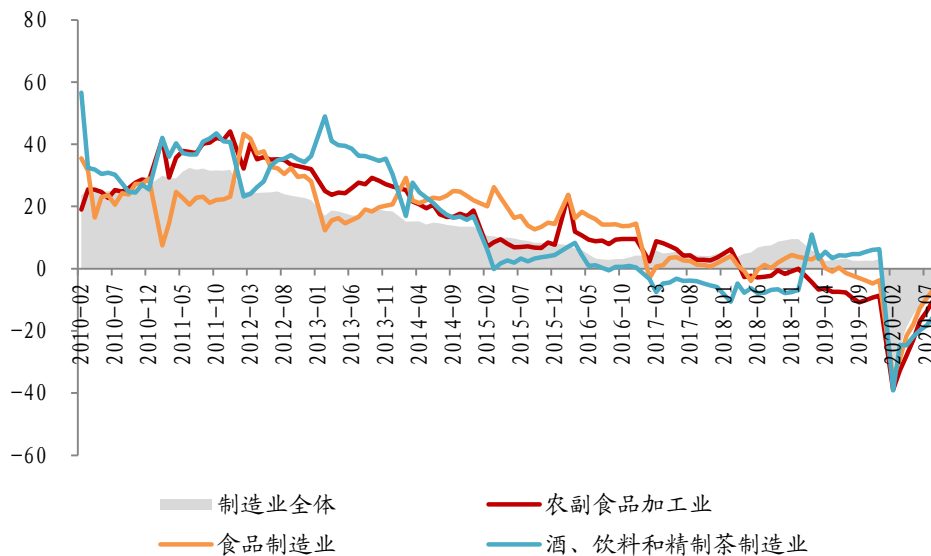
**民生领域投资继续加快。**1-7 月份，社会领域投资同比增长 8.7%，增速比上半年加快 3.4 个百分点。其中，教育投资增长 13.5%，增速加快 2.7 个百分点；卫生投资增长 18.2%，增速加快 3.0 个百分点。

农林牧渔业投资同比增长 9.2%，增速比上半年加快 3.7 个百分点。畜牧业投资发挥了较强的带动效应，同比增长 59.2%，增速比上半年加快 11.1 个百分点；其中，牲畜饲养业投资增长 69.1%，家禽饲养业投资增长 41.5%，增速分别加快 14.8 和 0.7 个百分点。

**反映投资增长后劲的指标继续显好。**1-7 月份，新开工项目计划总投资增速继续加快，同比增长 15.8%，增速比上半年加快 2.3 个百分点；投资到位资金实现正增长，增长 2.1%，增速比上半年加快 2.1 个百分点。从先行指标看，投资有望继续延续回升态势。

2020 年 1-8 月，农副食品加工业、食品制造业固定资产完成额累计同比分别为 -9.90%、-6.60%、-15.30%，相比 1-7 月降幅继续缩窄。

图 12: 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

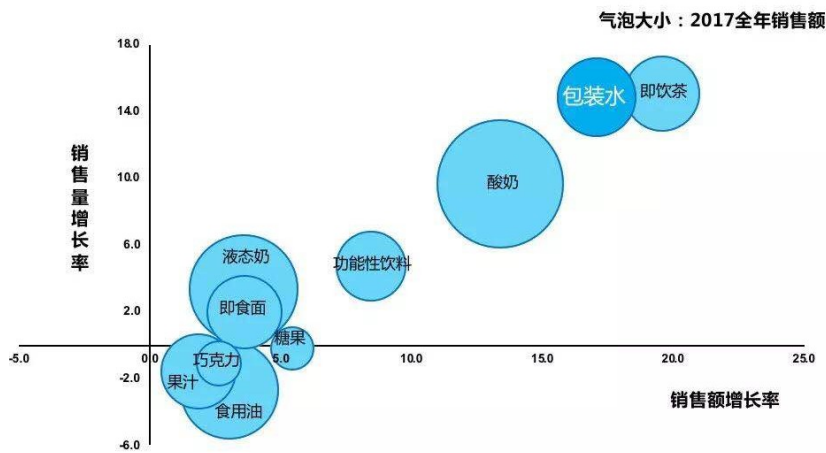
### (一) 行业整体处于成熟发展期，个别细分仍维持高增速

**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 13: 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

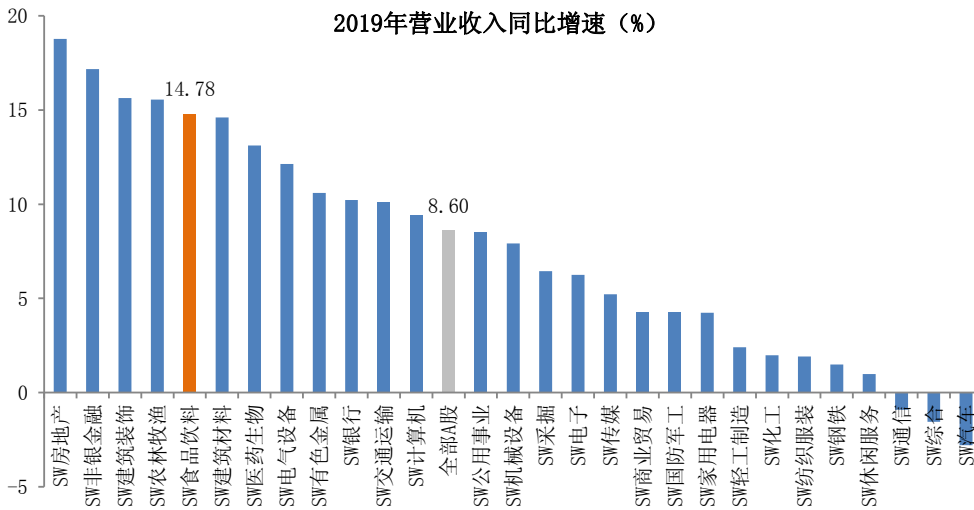
排名	排名变动	品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	购买频次	消费者触及数增长 (%)
1	0	伊利	1,218	89.6	7.9	6
2	0	蒙牛	1,043	87.2	6.9	0
3	0	康师傅	916	82.6	6.4	0
4	1	海天	499	71.4	4.1	6
5	-1	旺旺	475	65.8	4.2	-9
6	2	双汇	429	59.1	4.2	-4
7	-1	光明	428	40.9	6.1	-9
8	-1	统一	394	59.6	3.8	-12
9	0	立白	380	66.5	3.3	2
10	10	农夫山泉	335	55.3	3.5	34

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

**2019 全年食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体。**2019 年全部 A 股营业收入同比增

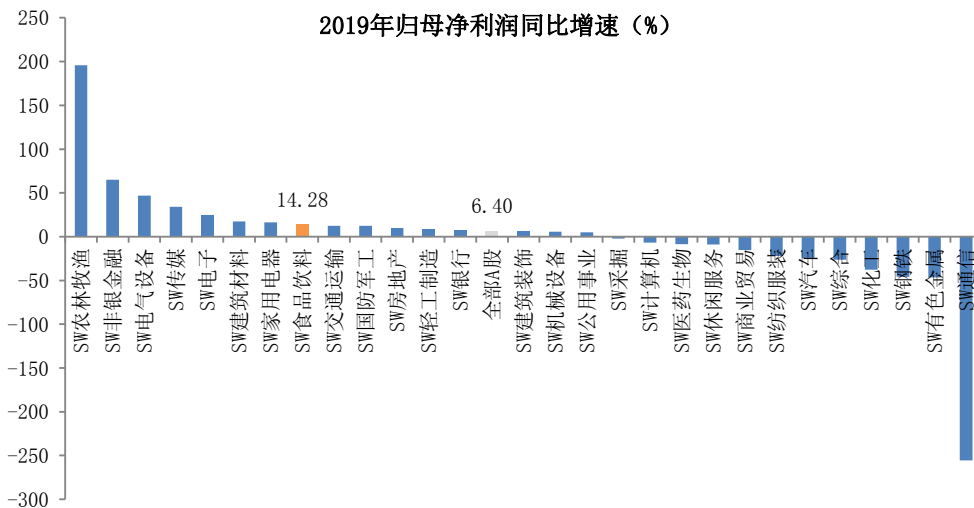
长 8.60%，归母净利润同比增长 6.40%；食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体，2019 年营业收入同比增长 14.78%，归母净利润同比增长 14.28%。

图 14：28 个行业 2019 年营业收入同比增速



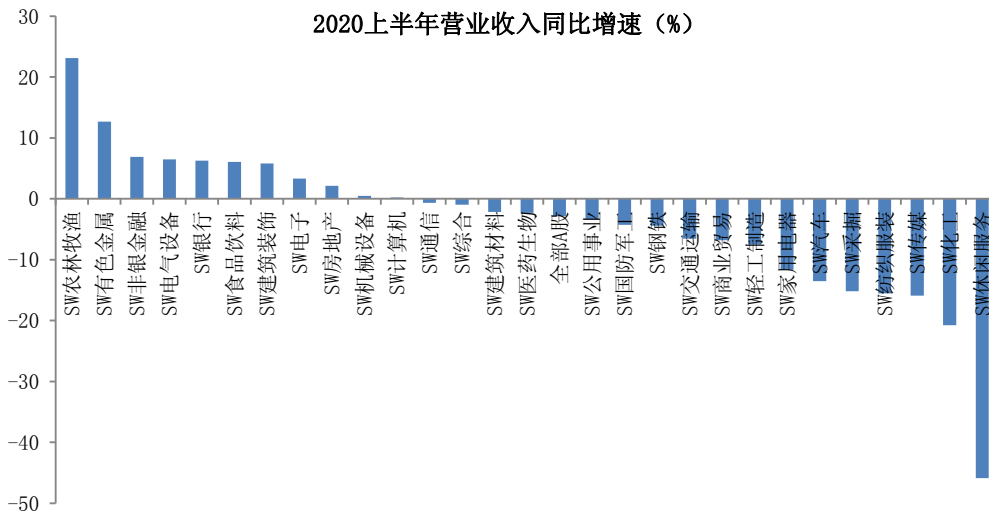
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 15：28 个行业 2019 年归母净利润同比增速



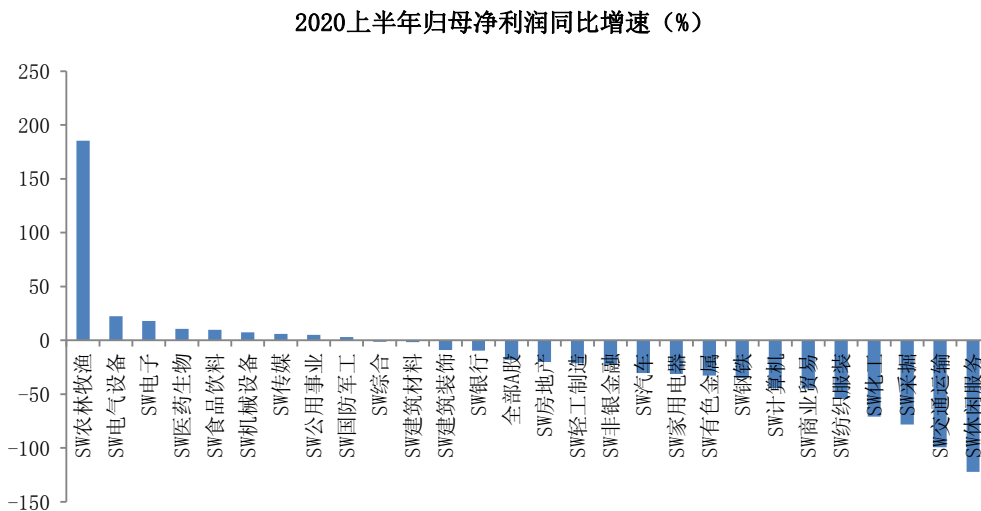
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 16: SW 一级行业及全部 A 股 2020 上半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: SW 一级行业及全部 A 股 2020 上半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

2019 年肉制品、白酒和调味发酵品子板块景气度较高，2020 一季度由于疫情影响肉制品收入、利润增速明显向好，食品综合利润改善较多，调味发酵品、白酒表现尚可。

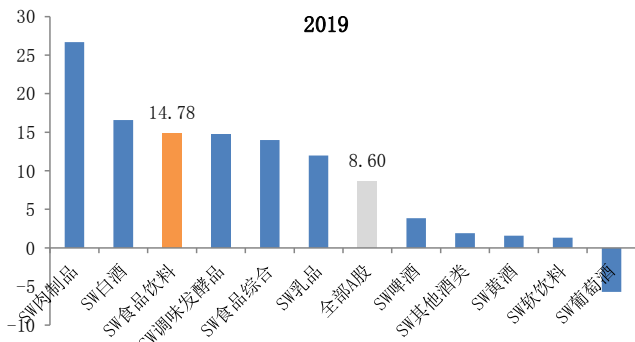
2019 年食品饮料子板块中肉制品、白酒、调味发酵品景气度较高：2019 年肉制品营业收入同比增长 26.70%，归母净利润同比增长 12.64%；2019 年白酒营业收入同比增长 16.58%，归母净利润同比增长 17.80%；调味发酵品营业收入同比增长 14.78%，归母净利润同比增长

长 29.06%。

2020 一季度,由于疫情的影响,我国全部 A 股上市公司收入、归母净利润呈现下降,同比降幅分别为 8.82、23.98%,食品饮料行业收入同比微增 0.15%,归母净利润微降 0.66%。其中肉制品行业受益于成本和疫情期间对方便食品的需求,收入、归母净利润分别同比增长 42.11、13.63%;调味品行业收入、归母净利润同比增长 1.74、10.26%;食品综合收入增长 1.74%,归母净利润同比增长 2.95%,相比 2019 全年改善明显;白酒收入、归母净利润同比增速分别为 1.19、9.26%,相对仍有不俗表现。

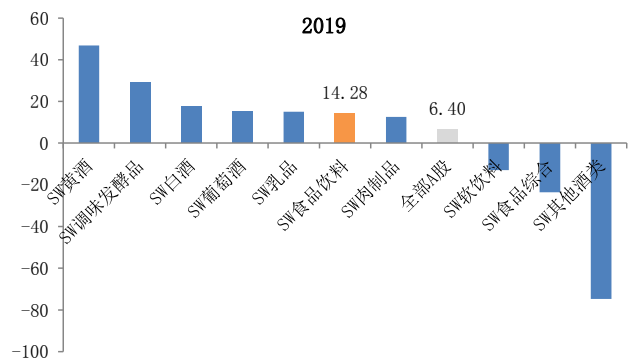
2020 二季度,随着疫情形势的逐渐缓解,我国全部 A 股上市公司收入、归母净利润同比变动分别为 2.67、-12.21%,收入增速恢复较快,实现正增长,净利润仍然同比下降,但降幅明显收窄。食品饮料行业收入同比实现 13.00%增长,归母净利润增幅达到 25.57%,在申万各一级行业中分别排名 7、10 位。其中肉制品行业受益于疫情阶段对便利食品的需求、阶段性猪价成本回落和较高的肉制品吨价,收入维持较高增长,利润增厚明显,收入、归母净利润分别同比增长 31.14、51.43%;调味品行业收入、归母净利润同比增长 24.00、24.39%;食品综合收入增长 10.25%,归母净利润同比增长 135.98%,受益于疫情期间大众对于速冻食品、零食品类的需求和销售费用率的下降,收入增速环比向好,利润增厚明显;白酒收入、归母净利润同比增速分别为 3.93、6.15%,收入环比增速有所增长,显示出疫情后阶段需求的一定恢复。

图 18: 食品饮料子板块 2019 年营业收入同比增速 (%)



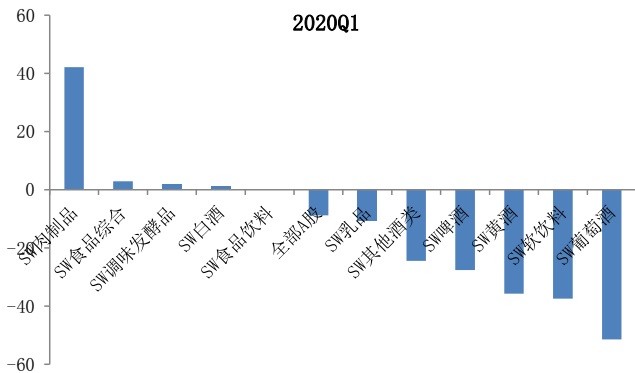
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 食品饮料子板块 2019 年归母净利润同比增速 (%)



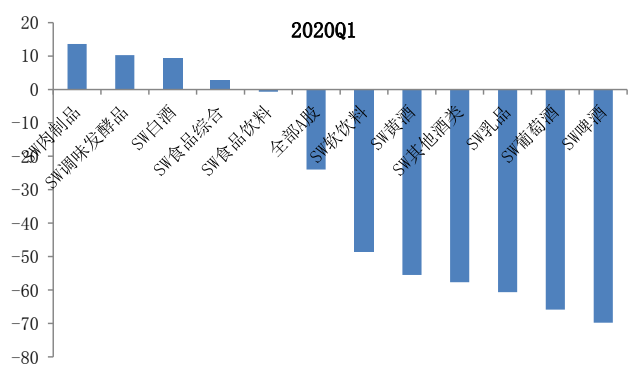
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 食品饮料子板块 2020 一季度营业收入同比增速 (%)



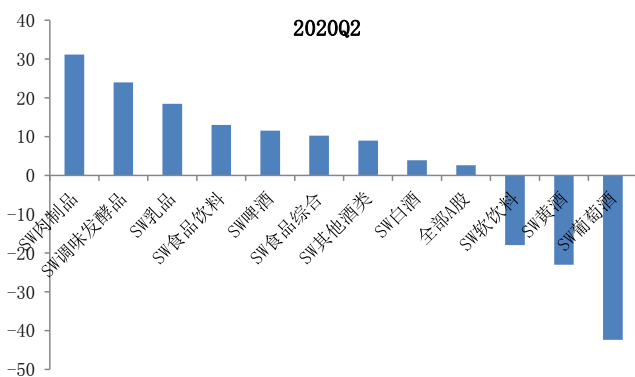
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: 食品饮料子板块 2020 一季度归母净利润同比增速 (%)



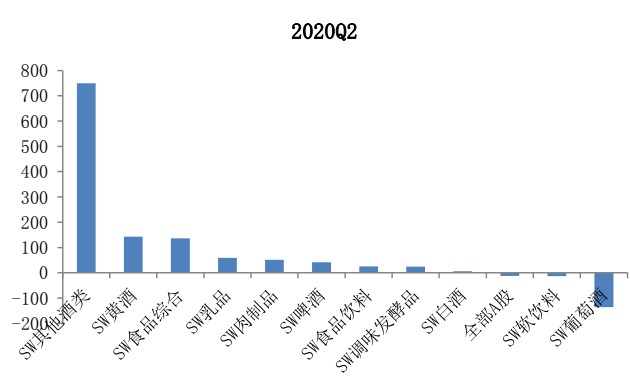
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 食品饮料子板块 2020 二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 23: 食品饮料子板块 2020 二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。**根据国家统计局数据，2019 全年规模以上白酒企业 1176 家，比上年减少 269 家；全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 785.95 万千升，同比下降 0.76%；累计实现销售收入、利润总额分别为 5617.82、1404.09 亿元，同比增长 8.24、14.54%。

图 24：中国白酒产量及增速

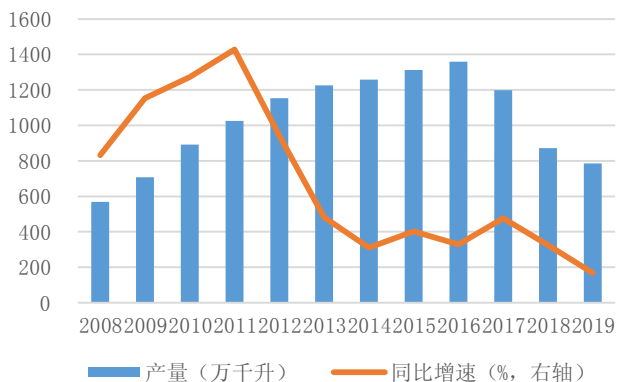
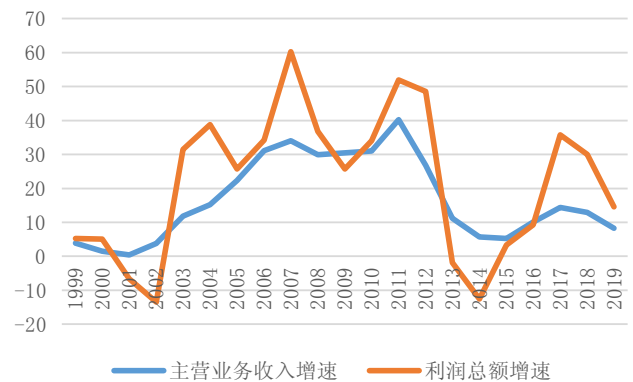


图 25：白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

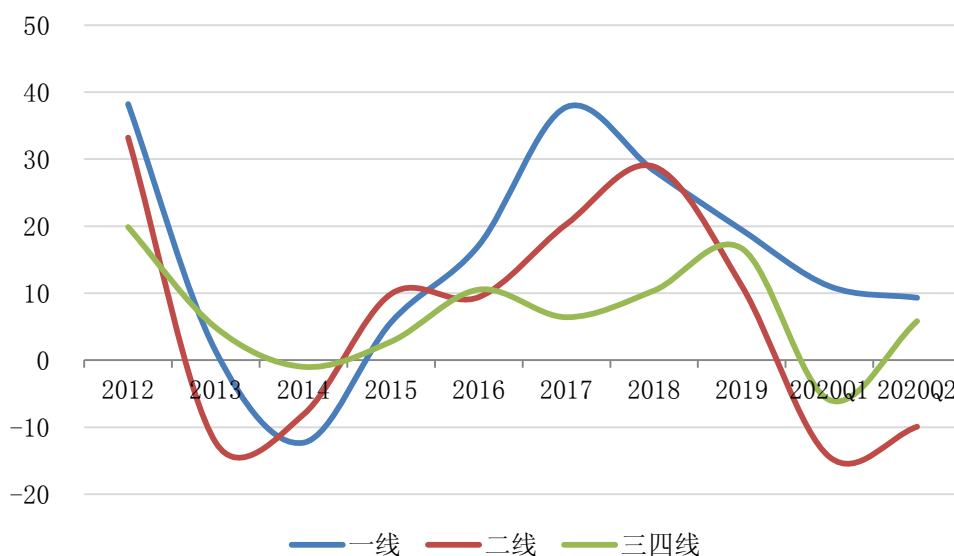
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

**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 26: 不同档次白酒上市公司收入增速 (%)



资料来源: Wind, 白酒上市公司定期报告, 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 27：调味品市场规模和增速

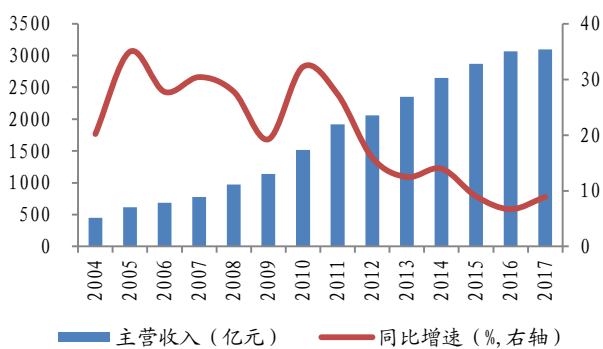
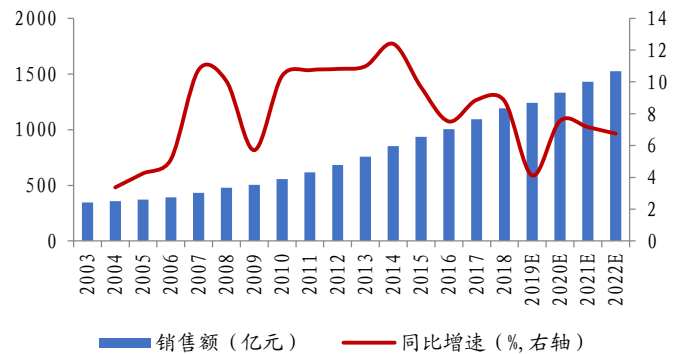


图 28：调味品零售市场规模和增速

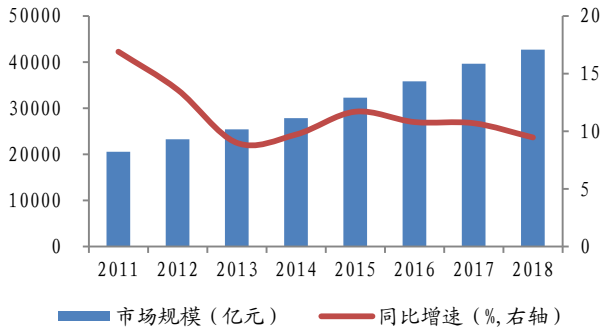


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

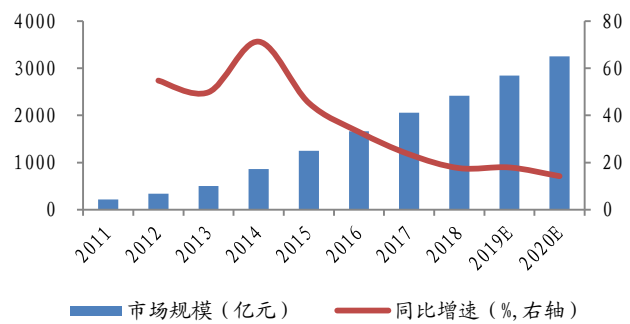
调味品行业将持续受益于餐饮市场的扩容扩量和消费升级。根据统计局数据，2018 年中国餐饮市场规模为 4.27 万亿，同比增长 9.5%，近 5 年来一直维持在 10%左右的增速。外卖餐饮市场发展迅速，根据艾媒咨询的数据，2018 年中国在线餐饮外卖市场规模达到 2413.8 亿元，同比增长 17.6%，远高于餐饮市场整体增速，预计 2020 年有望达到 3250 亿元的市场规模。

图 29: 餐饮市场规模及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

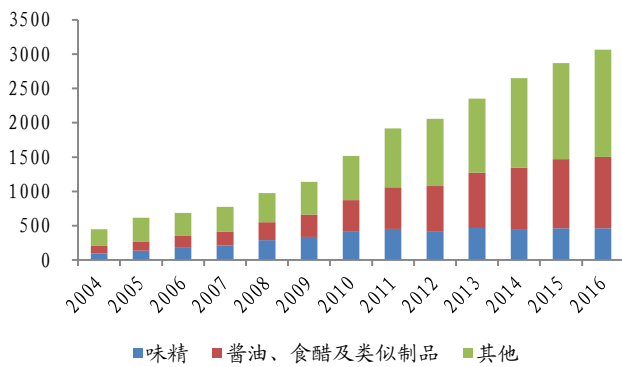
图 30: 在线餐饮外卖市场规模及增速



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院整理

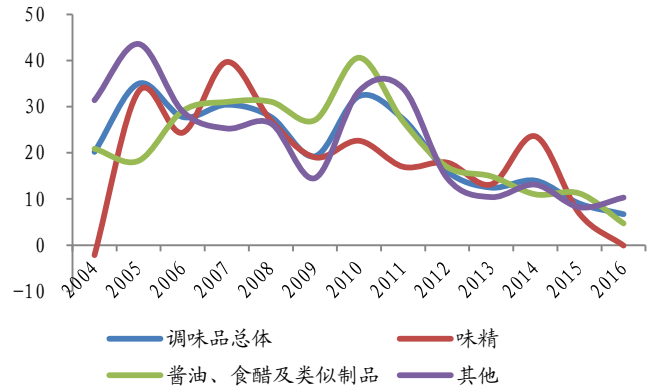
根据国家统计局数据, 2016 年中国调味品市场规模为 3064.1 亿元, 其中酱油、食醋及类似制品 1041.4 亿元, 味精 462.6 亿元, 其他 1560.1 亿元; 2016 年调味品总体增速为 6.7%, 酱油、食醋及类似制品 4.7%, 味精-0.1%, 其他 10.3%。味精进入负增长, 其他调味品增速较高、超过调味品整体增速水平。

图 31: 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 32: 2004-2016 年中国调味品市场增速



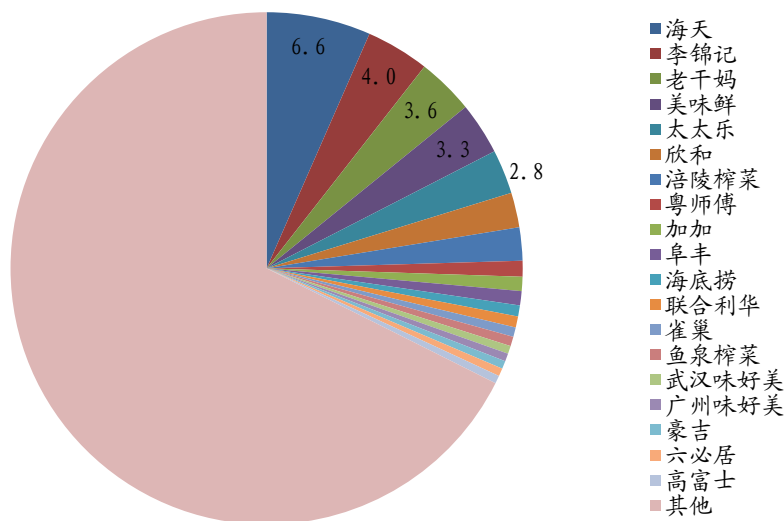
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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 33：2018 年调味品零售市场公司占有率（%）

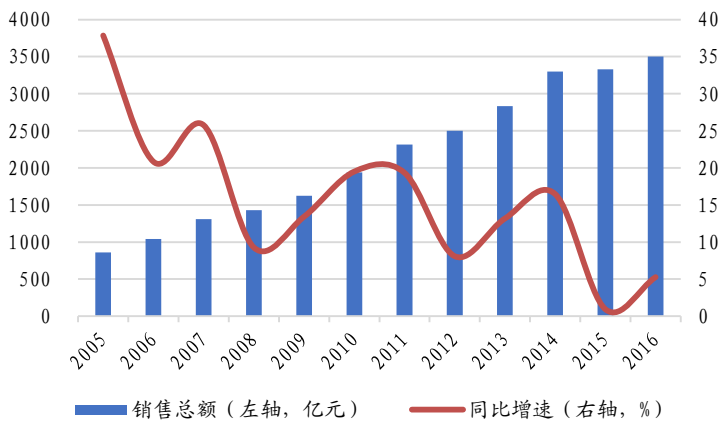


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

### 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 34: 我国乳品业销售呈现周期性, 长期看整体增速放缓



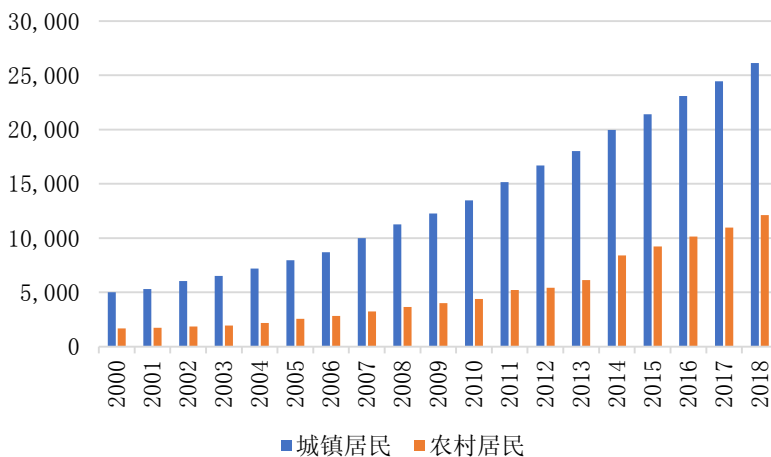
资料来源: Wind, 中国奶业年鉴, 中国银河证券研究院整理

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。

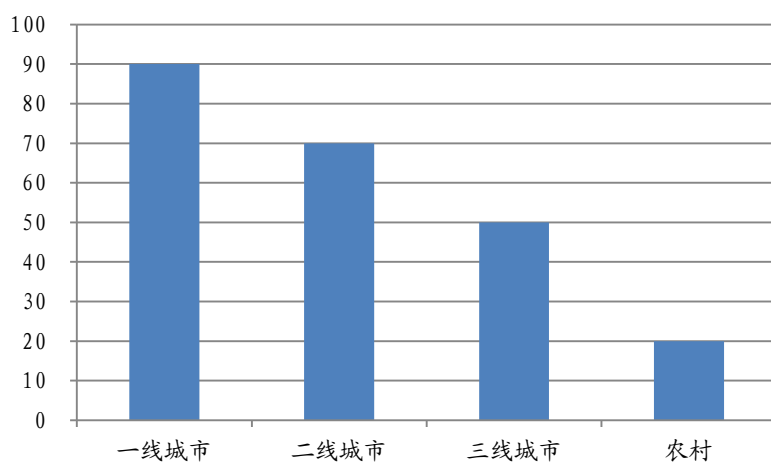
图 35: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)



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 36: 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%。

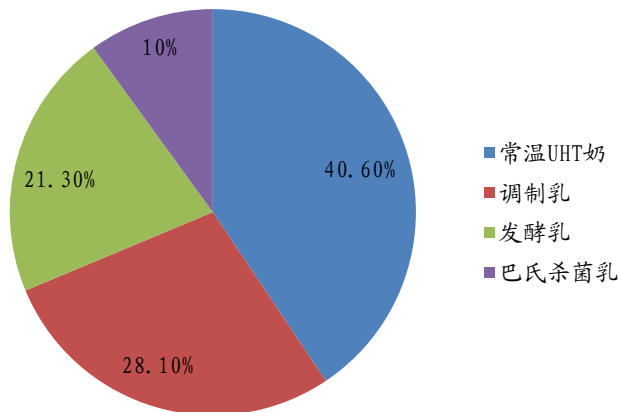
另一项尼尔森调查数据显示，2017 年液态奶零售总额同比增长 7.5%，其中县城市场增速为 9.5%，乡镇增速为 8.3%，低线城市拉动液态奶销售显著。

## 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 37: 中国液态奶消费结构

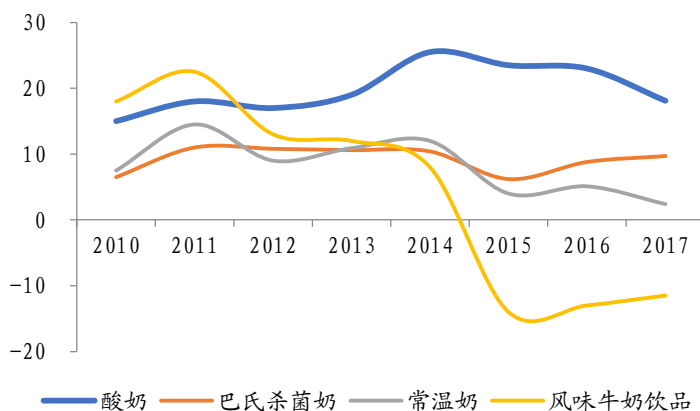


资料来源：中国奶业协会《中国奶业质量报告 2017》，中国银河证券研究院整理

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 38: 我国液态奶各细分品类增速 (%)

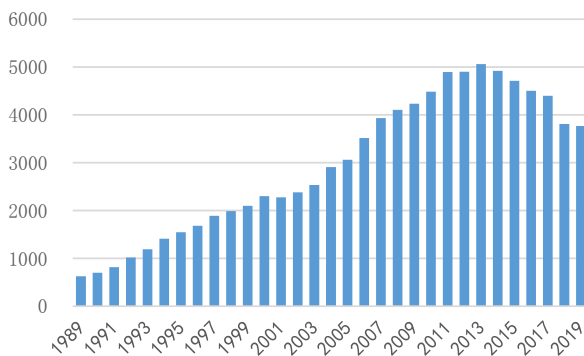


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

#### 4. 啤酒：行业供需稳定，龙头有望迎来盈利提升

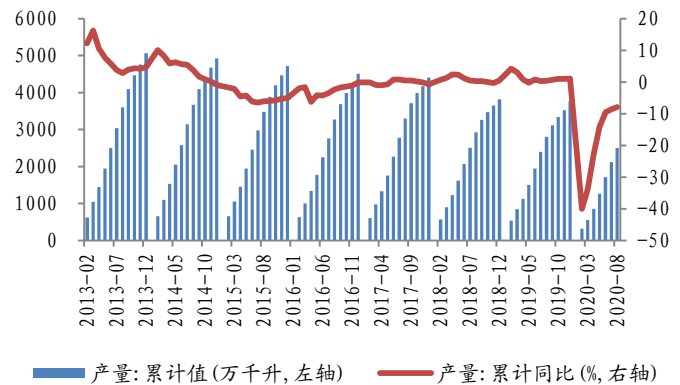
啤酒行业产量近年来小幅微增，但总量高点已过。我国啤酒行业产量从2014年7月起连续25个月同比下降，直到2016年8月增速才转正，之后呈现正负波动态势。2019年全年行业产量为3765万千升，同比增速1.1%。从行业年产量的变化趋势来看，在2013年达到5,062万千升的高点之后产量持续下行。

图 39: 我国啤酒行业年产量 (万千升)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

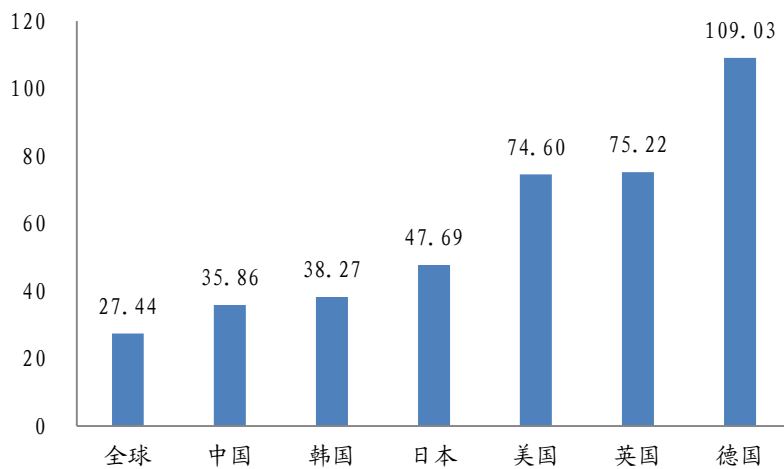
图 40: 我国啤酒月产量



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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 41: 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

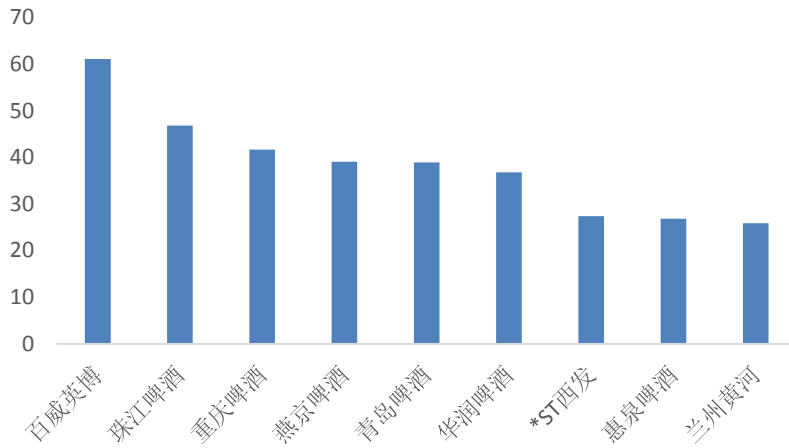
资料来源: 喜啤士, 中国酒业协会, 中国银河证券研究院整理

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 42: 2019 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, 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 2008 年奶粉三聚氰胺事件到 2012 年白酒塑化剂风波到 2018、2019 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，国内奶粉品牌遭遇巨创，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) 上市公司收入、利润总和分别占食品工业 9、29%

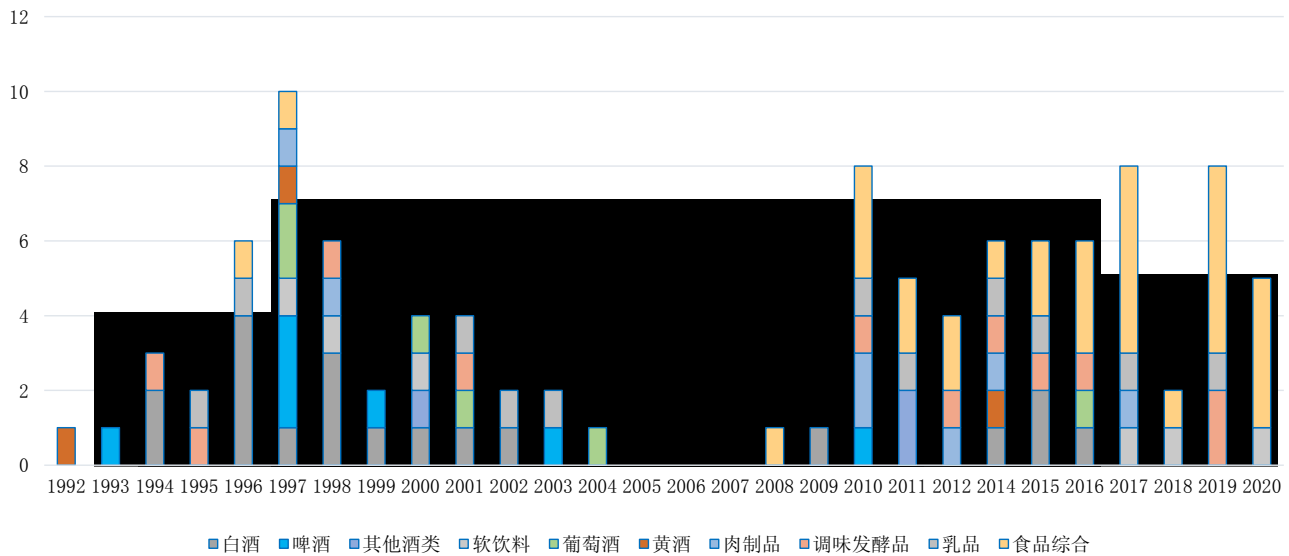
食品饮料行业共有上市公司 102 家，占 A 股 4019 家上市公司 2.5%，食品饮料行业上市公司总市值约占 A 股总市值的 7.7%。其中白酒是市值占比最高的子行业，比例约为 66%。

从营收上来看，2019 年 A 股食品饮料上市公司总营收为 7228 亿元，合计利润总额为 1647 亿元。根据国家统计局数据，2019 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 81,187 亿元，合计利润总额为 5,775 亿元。按此计算，A 股食品饮料上市公司 2019 年营收占全部食品行业之比为 8.9%，利润总额占比为 28.5%。

白酒子行业资本化程度较高。2019 年白酒上市公司总营收为 2521 亿元，合计利润总额为 1176 亿元。根据国家统计局数据，2019 年全年规模以上白酒企业 1176 家，比上年减少 269 家；全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 785.95 万千升，同比下降 0.76%；累计实现销售收入、利润总额分别为 5617.82、1404.09 亿元，同比增长 8.24、14.54%。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 44.87%，利润总额占全行业 83.76%。

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。2020 年 2 月食品综合类有 1 家企业上市，7-9 月新上市 5 家，其中食品综合、软饮料各 3、1 家。

图 43: 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) 8 月份食品饮料板块估值相对 A 股溢价达到历史高位

**食品饮料板块绝对估值处于历史中等偏高位置。**截至 2020 年 8 月 31 日收盘, SW 食品饮料行业市盈率为 50.23 倍 (TTM 整体法, 剔除负值), 处于 2005 年以来的 90.6 分位水平; 全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 19.12 倍和 26.44 倍, 分别处于 2005 年以来的 68.5 分位和 66.1 分位水平。

**食品饮料板块相对整体 A 股溢价明显提升。**SW 食品饮料股相对全部 A 股溢价率为 162.67%, 与上月底相比提升 7.88 个百分点; 相对非银行 A 股溢价率为 89.94%, 与上月底相比提升 11.95 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 44: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价

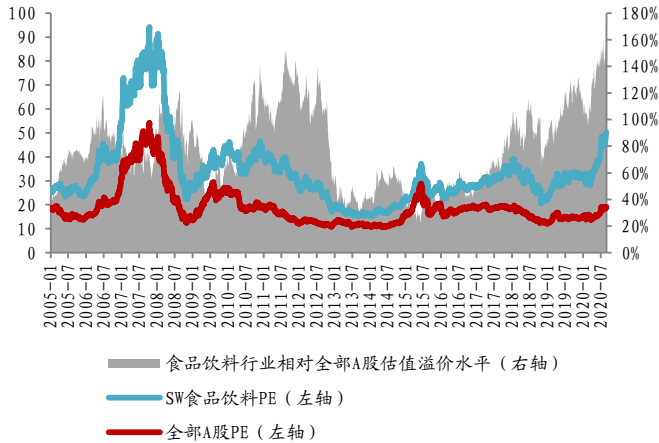
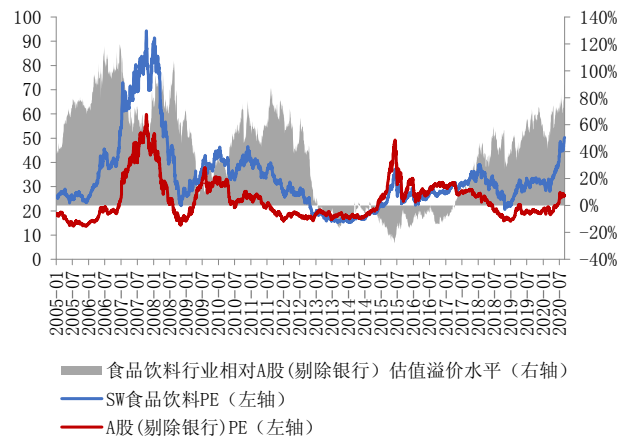


图 45: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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、PB 均高于美股

国内食品饮料板块的市盈率高于美国市场，市净率略低。以 2020 年 8 月 31 日收盘价计算，国内食品饮料板块的市盈率为 48.27 倍 (TTM, 中值)，同期美国市场食品饮料板块的市盈率为 22.73 倍，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。2020 年 8 月 31 日国内食品饮料板块的市净率为 5.14 倍 (19 年报, 中值)，同期美国市场食品饮料板块的市净率为 4.59 倍，我国食品饮料板块的市净率略高于美国市场。

图 46: 食品饮料板块国际 PE 估值比较

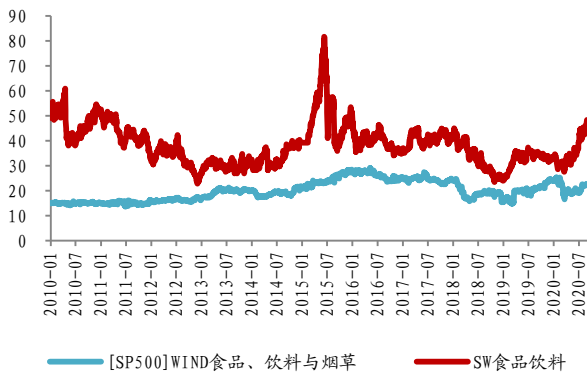
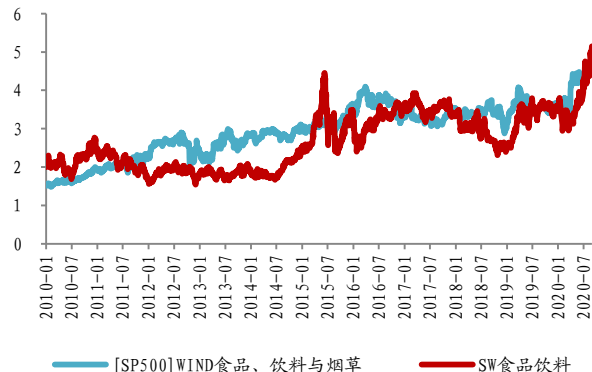


图 47: 食品饮料板块国际 PB 估值比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

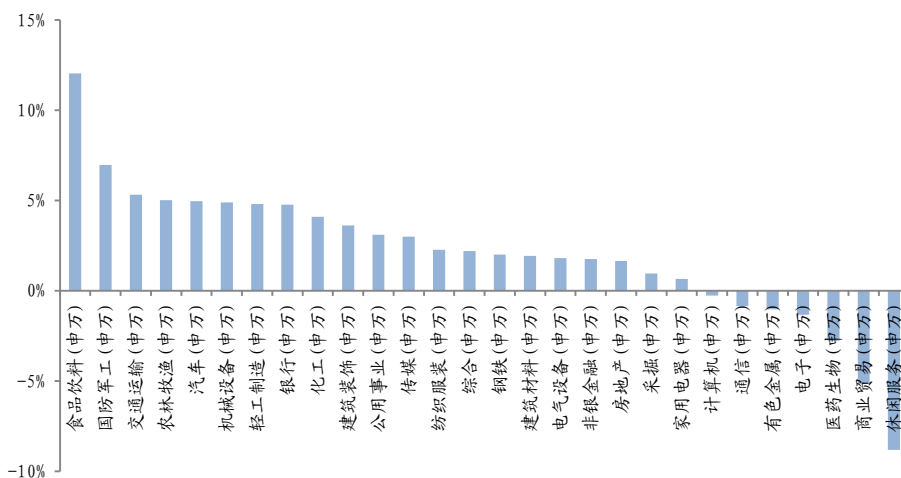
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (四) 食品饮料板块 2020 年 8 月市场表现居前

食品饮料板块 8 月市场排名第 1 位。截至 2020 年 8 月 31 日，食品饮料板块当月上涨 (12.04%)，在 28 个一级行业中排名第 1。

2020 年 1-8 月份食品饮料行业涨幅为 62.00%，在申万 28 个一级行业中排名第 2 位。主要 1 月份下跌较多，跌幅 5.87%，排在第 23 位；2 月涨幅有所恢复，全月上涨 1.27%，排名第 17 位；3-5 月份涨幅居前，分别上涨 4.26%、8.66%、9.07%，分别排名第 3、4、1 位；6、7 月份分别上涨 8.59%、17.29%，分别排名 8、7 位，仍在 25% 水准；8 月份重回涨幅第一。

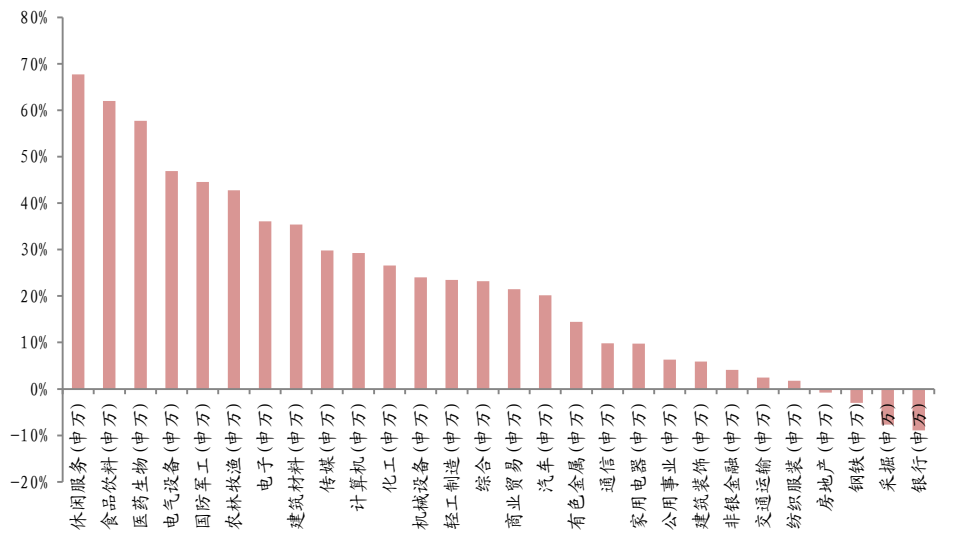
图 48：一级行业月涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



图 49：一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%。

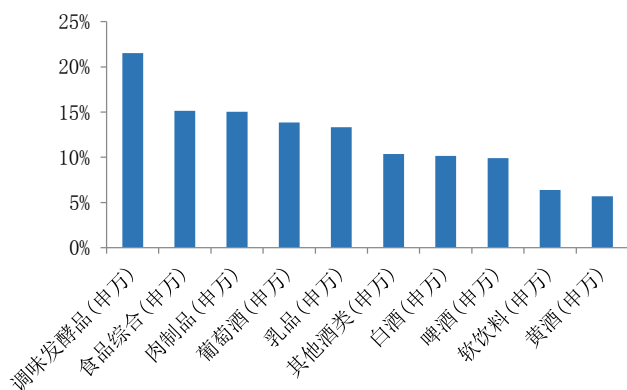
1月份，食品饮料各子行业全部下跌，跌幅最小前三子行业为调味发酵品、乳品、其他酒类，跌幅为0.53%、0.88%、1.27%，跌幅最大子行业为白酒、食品综合、啤酒，跌幅分别达到7.57%、6.27%、5.17%；2月份，涨幅前三子行业为食品综合、肉制品、其他酒类（同时白酒成为涨幅第四），跌幅前三为葡萄酒、啤酒、黄酒；3月份，涨幅前三为调味发酵品、肉制品、食品综合，唯一下跌为黄酒。

4月份，随着疫情缓解与整体经济活力逐渐恢复，涨幅前三子行业分别为白酒、其他酒类、啤酒，全月实现涨幅13.38%、11.37%、10.78%，葡萄酒、软饮料、调味发酵品、

乳品本月微跌，跌幅分别为 0.07、0.26、1.20、1.63%；5 月份涨幅居前子行业为黄酒、其他酒类、食品综合、啤酒，涨幅 19.33、17.33、17.30、15.24%；6 月份，涨幅居前子行业为啤酒、葡萄酒、肉制品，涨幅分别为 16.04、13.99、11.90%；7 月份，子行业几乎全面上涨，涨幅居前子行业调味发佳品、白酒、肉制品、乳品、软饮料，涨幅分别为 18.17、18.14、17.83、17.51、17.00%。

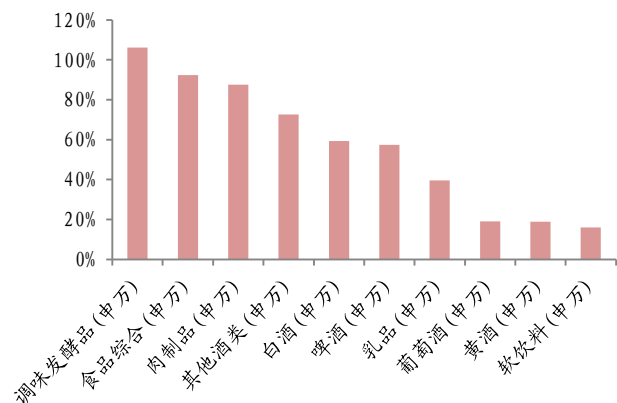
8 月份，涨幅居前子行业为调味发酵品、食品综合、肉制品，涨幅为 21.53、15.13、15.02%，本月无下跌子行业；由于 8 月份是中报密集披露期，上半年业绩较好子行业表现相对突出。

图 50: 食品饮料子行业月涨幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 51: 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

## 五、投资建议：把握价值驱动核心进行配置

整体经济秩序稳步有序恢复与战略性投资的加强，对食品饮料行业包括大众消费品与具有社交属性的消费品种，都构成一定利好。

在具有社交属性消费品种方面，我们重点关注白酒：

2019 年全年的话，应该说白酒公司整体还是表现不错的，全年经营计划顺利完成，第四季度的业绩表现，无论是收入、利润，预收账款等方面都不乏亮点。2020 第一季度，由于疫情影响，18 家白酒上市公司中，收入增速在两位数以上的只有 4 家，分别是 ST 皇台、顺鑫农业、五粮液、贵州茅台，净利润增速两位数以上的只有 5 家，分别是山西汾酒、酒鬼酒、五粮液、贵州茅台、泸州老窖；有 11 家收入下滑超过 10%，收入下滑超过 30% 的有 7 家。我们可以看到，疫情并没有改变行业内结构性增长，甚至有些业内人士称为结构性挤压的格局，反而在特殊时期，这样的分化被放大，白酒龙头强大的品牌力表现出的价值更为突出。反过来，我们认为，这也构成对品牌力的一种再强化。

白酒方面我们看好龙头品牌价值所构成的长期竞争优势与业绩动力，建议投资者可关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等品种，我们认为随着整体经济秩序稳步恢复和新基建推进、各地落实进程亦可能构成一定外部环境利好。

大众品方面，我们认为，还是应当重视，稳健良好增长及相对确定性所带来的价值，我们仍然看好前期推荐的三全食品等一定价值体现。

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
600519.SH	贵州茅台	拥有强品牌力，新基建或提供良好外部环境
000858.SZ	五粮液	聚焦品牌稳增长，新基建或提供良好外部环境
000568.SZ	泸州老窖	价值回归进行中，新基建或提供良好外部环境
600809.SH	山西汾酒	经营拓展成效显著，新基建或提供良好外部环境

注：

4 月 20 日组合调入贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒，总组合 6 只品种进行等权重调仓

9 月 1 日调出克明面业后，等权重进行调仓

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 48: 核心组合年初建立至今收益率 (9.14) 为 149.30%



## 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: 2020 年 7-8 月部分商品类别商品零售额增速 .....	5
图 2: 社零同比增速 (%) .....	6
图 3: 消费者信心指数 vs. 采购经理人指数 .....	9
图 4: 8 月份居民消费价格分类别同比涨跌幅 .....	10
图 5: CPI 当月同比 (%) .....	11
图 6: PPI 当月同比 (%) .....	13
图 7: 主产区生鲜乳均价周同比 (%) .....	13
图 8: 全国猪价周变化 (元/公斤) .....	14
图 9: 主营业务收入累计同比 (%) .....	17
图 10: 利润总额累计同比 (%) .....	17
图 11: 规模以上工业增加值当月同比 (%) .....	19
图 12: 制造业固定资产投资完成额累计同比 (%) .....	21
图 13: 食品饮料子行业增速分化 (%) .....	22
图 14: 28 个行业 2019 年营业收入同比增速 .....	23
图 15: 28 个行业 2019 年归母净利润同比增速 .....	23
图 16: SW 一级行业及全部 A 股 2020 上半年营业收入同比增速 .....	24
图 17: SW 一级行业及全部 A 股 2020 上半年归母净利润同比增速 .....	24
图 18: 食品饮料子板块 2019 年营业收入同比增速 (%) .....	26
图 19: 食品饮料子板块 2019 年归母净利润同比增速 (%) .....	26
图 20: 食品饮料子板块 2020 一季度营业收入同比增速 (%) .....	26
图 21: 食品饮料子板块 2020 一季度归母净利润同比增速 (%) .....	26
图 22: 食品饮料子板块 2020 二季度营业收入同比增速 (%) .....	26
图 23: 食品饮料子板块 2020 二季度归母净利润同比增速 (%) .....	26
图 24: 中国白酒产量及增速 .....	27
图 25: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%) .....	27
图 26: 不同档次白酒上市公司收入增速 (%) .....	28
图 27: 调味品市场规模和增速 .....	29
图 28: 调味品零售市场规模和增速 .....	29
图 29: 餐饮市场规模及增速 .....	30
图 30: 在线餐饮外卖市场规模及增速 .....	30
图 31: 2004-2016 年中国调味品市场规模 .....	30
图 32: 2004-2016 年中国调味品市场增速 .....	30
图 33: 2018 年调味品零售市场公司占有率 (%) .....	31
图 34: 我国乳品业销售呈现周期性, 长期看整体增速放缓 .....	32
图 35: 城镇和农村居民人均消费支出 (元) .....	32
图 36: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%) .....	33
图 37: 中国液态奶消费结构 .....	34
图 38: 我国液态奶各细分品类增速 (%) .....	34
图 39: 我国啤酒行业年产量 (万千升) .....	35

图 40: 我国啤酒月产量.....	35
图 41: 2011 年全球及各主要国家啤酒人均消费量 (升) .....	36
图 42: 2019 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%) .....	37
图 43: 食品饮料行业上市公司数量 (按年) .....	42
图 44: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价 .....	43
图 45: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价 .....	43
图 46: 食品饮料板块国际 PE 估值比较 .....	43
图 47: 食品饮料板块国际 PB 估值比较 .....	43
图 48: 一级行业月涨幅 .....	44
图 49: 一级行业年初以来涨幅 .....	45
图 50: 食品饮料子行业月涨幅 .....	46
图 51: 食品饮料子行业年初以来涨幅 .....	46

## 表 格 目 录

表 1: 中国市场消费者首选十大品牌 .....	22
表 2: 2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化 .....	36
表 3: 核心推荐组合及推荐理由 .....	47

## 分析师简介

**周颖，食品饮料行业分析师。**

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

## 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。**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**

**机构请致电：**

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

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

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

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

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)