

食品饮料行业

推荐 维持评级

分析师

周颖

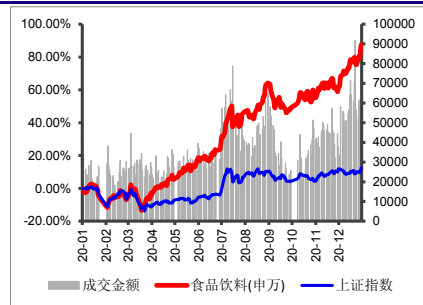
☎: 010-86359281

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

行业数据

2020-12-27



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心观点

● 最新观点

1) 11 月份社零增速连续增长, 市场销售持续回升; 11 月份 PMI 为 52.1%, 制造业总体持续回暖, 服务业恢复态势良好。

2) 上游原材料方面, 生鲜乳价格 11 月同比增速继续上升, 12 月上旬略有加速。猪肉价格小幅上涨后有望趋稳, 预计元旦春节期间猪肉供应量比上年同期明显增加, 猪肉价格在春节前受需求拉动可能小幅震荡上升, 春节后企稳回落。

3) 2020Q3, 饮料和烟酒需求爆发式反弹, 下游餐饮持续回暖。三季度经济持续向好转变, 带动饮料、烟酒类和粮油、食品类增速恢复。11 月饮料类社零增速为 21.60%, 维持在较高水平, 明显高于往年增速。粮油、食品类、烟酒类增速为 7.70、11.40%。2020 年 10 月份餐饮收入年内首次同比正增长, 11 月餐饮收入的同比微降 0.6%, 但整体依然保持稳定的复苏态势。

4) 2020Q3 行业整体财务指标已接近 19Q3 水平, 前三季度肉制品、调味品子行业收入、利润同比增速领先。

5) 食品饮料板块 11 月市场排名十九。截至 2020 年 11 月 30 日, 食品饮料板块当月上涨 (2.30%), 在 28 个一级行业中排名第 19。

● 投资建议

旺季将临, 虽然疫情对今年消费需求整体而言可能产生一定不利影响, 但我们认为, 高端酒的品牌、品质优势及大众白酒对价格带的有效定位, 利好品牌白酒消费需求持续恢复、增长。看好白酒赛道一线白酒价值, 改善明显的成长性个股。同时, 建议投资者还可关注乳品优质企业成长价值, 并关注食品综合细分品类、调味品的赛道价值。

● 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(%)
000568.SZ	泸州老窖	6.28	000858.SZ	五粮液	3.95
600519.SH	贵州茅台	2.63	600809.SH	山西汾酒	6.91

注: 11 月涨跌幅

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

● 风险提示

食品安全的风险、下游需求走弱的风险、行业政策的风险等。

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，疫情后消费品市场持续好转.....	2
(三) 食品工业 PPI 环比降低，行业利润累计同比持续恢复.....	9
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续	17
(一) 行业整体处于成熟发展期，个别细分仍维持高增速.....	17
(二) 品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续.....	21
三、行业面临的问题及建议	30
(一) 现存问题.....	30
(二) 建议及对策.....	31
四、食品饮料行业在资本市场中的发展情况	31
(一) 上市公司收入、利润总和分别占食品工业 9、29%.....	31
(二) 11 月食品饮料相对 A 股溢价小幅反弹后回落.....	32
(三) 国际估值比较：A 股食品饮料 PE、PB 均高于美股.....	33
(四) 食品饮料板块 2020 年 11 月排名十九.....	34
五、投资建议：把握价值驱动核心进行配置	36
六、风险提示	37

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 2020 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强中，茅台、伊利、蒙牛、五粮液、蒙牛、双汇、洋河、国窖 1573、泸州老窖、雪花啤酒、青岛啤酒、古井贡酒、哈尔滨啤酒、杏花村等食品饮料公司榜上有名。阿里巴巴继续保持了最具价值品牌的地位，总价值达到 1532 亿美元，年同比增长 9%。紧随其后的依然是腾讯，排名第三位的是茅台，较 2019 年前进了两位。

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。

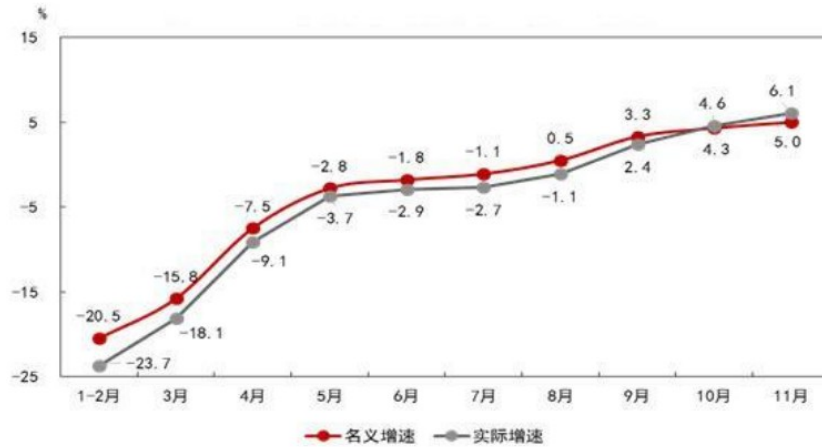
(二) 消费对经济形成支撑，疫情后消费品市场持续好转

1. 11 月份社零增速连续增长，市场销售持续回升

2019 年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。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%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。

11 月市场销售持续回升。11 月份，社会消费品零售总额（名义增速）39514 亿元，同比增长 5.0%，增速比上月加快 0.7 个百分点，市场销售已连续四个月同比正增长。扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长 6.1%，增速比 10 月份加快 1.5 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35497 亿元，增长 4.2%。1-11 月份，社会消费品零售总额 351415 亿元，同比下降 4.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 316884 亿元，下降 5.0%。

图 1: 2020 年各月商品零售和餐饮收入增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

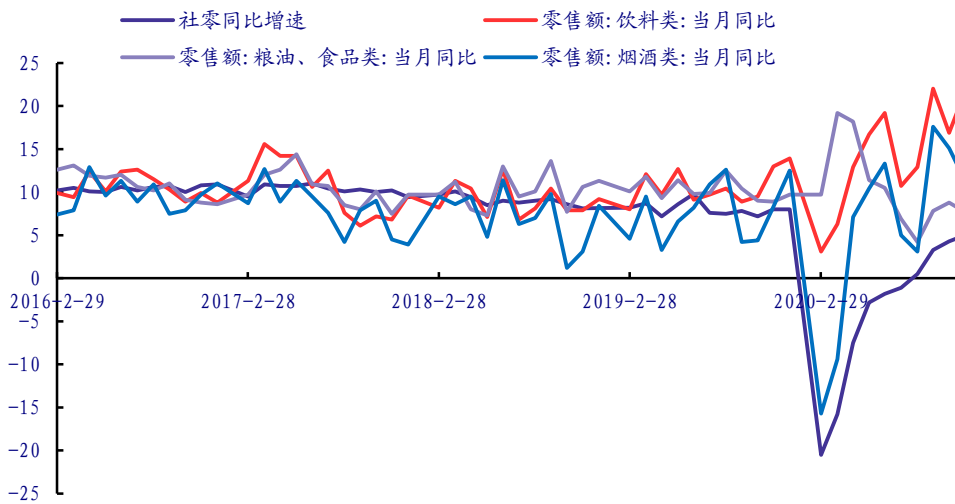
城乡市场稳定复苏。11 月份, 城镇和乡村消费品零售额同比分别增长 4.9% 和 5.6%, 增速分别比 10 月份加快 0.7 和 0.5 个百分点, 城乡市场销售均连续四个月同比正增长。11 月份, 乡村消费品零售额增速高于城镇 0.7 个百分点, 乡村市场恢复好于城镇。

商品零售继续改善。11 月份, 商品零售额同比增长 5.8%, 增速比 10 月份加快 1.0 个百分点, 连续五个月同比正增长。其中, 限额以上单位商品零售额同比增长 8.7%, 增速比 10 月份加快 1.5 个百分点, 连续七个月正增长。

网络商品销售保持快速增长。1-11 月份, 全国网上零售额同比增长 11.5%, 增速比 1—10 月份加快 0.6 个百分点。其中, 实物商品网上零售额同比增长 15.7%, 增速明显高于同期社会消费品零售总额。在实物商品网上零售额中, 吃类和用类商品零售额同比分别增长 32.9% 和 17.1%, 继续保持快速增长。在“双十一”购物节等线上活动和新品上市等因素带动下, 与网购有关的商品零售增速明显加快。11 月份, 限额以上单位化妆品类和通讯器材类商品零售额同比分别增长 32.3% 和 43.6%, 增速分别比 10 月份加快 14.0 和 35.5 个百分点。

实体店铺零售持续恢复。1-11 月份, 限额以上超市商品零售额同比增长 3.0%, 与 1—10 月份基本持平; 百货店、专业店和专卖店商品零售额降幅继续收窄, 分别比 1—10 月份收窄 2.1、1.3 和 2.1 个百分点。

图 2: 社零同比增速 (%)

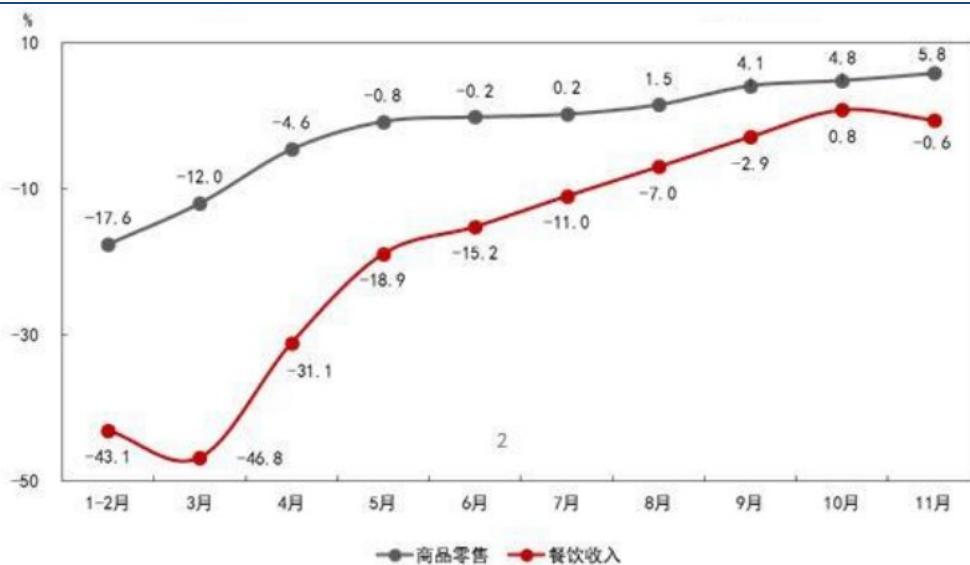


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

11 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。11 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 7.70、21.60、11.40%, 环比 10 月变动-1.10、4.70、-3.70PCT。

餐饮消费规模接近同期。11 月份, 餐饮收入同比下降 0.6%, 规模与上年同期基本持平。在国庆中秋双节假日因素带动下, 10 月份餐饮收入年内首次同比正增长, 本月餐饮收入虽然出现小幅下降, 但餐饮消费整体依然保持稳定的复苏态势。从累计增速看, 1-11 月份, 餐饮收入同比下降 18.6%, 降幅比 1-10 月份收窄 2.4 个百分点。

图 3: 2020 年各月商品零售和餐饮收入增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

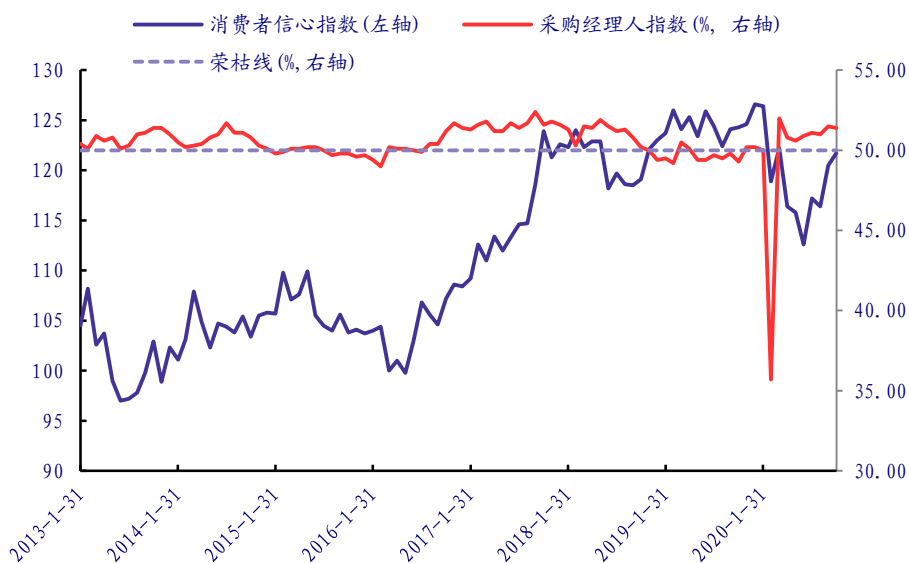
总体来看，11月份消费市场持续稳定复苏，线上消费保持快速增长，升级类商品增速加快，商品销售结构继续优化。但要看到，新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，国内零星散发病例和局部暴发疫情的风险仍然存在，聚集型和接触式消费仍有待进一步恢复。

我国下一阶段的消费持续稳定增长有很多有利条件。随着经济的恢复，就业扩大，有利于增加居民收入。同时我们也看到，企业的效益改善，前10个月规模以上工业企业利润同比已经转正，当月的增速达到两位数。加上近期已经出台了一些促进消费增长的政策，比如说推进新一轮的汽车下乡和促进家电更新换代，还有积极推动餐饮消费的创新。从这些因素来看，消费持续回升还是有基础、有条件的。

2.11月份PMI为52.1%，制造业总体持续回暖；服务业恢复态势良好

2020年10月消费者信心121.70，环比10月出现上升。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。10月份消费者信心指数为121.70，同比下降2.6，降幅相较前六个月（4至8月份）明显收窄；环比9月份增加1.2。

图 4: 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

11月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为52.1%，比上月上升0.7个百分点，连续9个月位于临界点以上，表明制造业恢复性增长有所加快。

本月主要特点:

一是产需两端协同发力。生产指数和新订单指数为54.7%和53.9%，分别高于上月0.8和1.1个百分点，均上升至年内高点，且两者差值自6月份以来逐月缩小，从2.5个百分点降至0.8个百分点，表明制造业内生动力不断增强，供需循环持续改善。从行业情况看，与高技术制造相关的医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于56.0%，位于较高景气区间，产需加快释放，对制造业

总体引领带动作用进一步增强。

二是进出口景气度稳步回升。本月新出口订单指数和进口指数为 51.5%和 50.9%，分别高于上月 0.5 和 0.1 个百分点，均为年内高点，且连续 3 个月位于扩张区间，保持逐月回升走势，我国进出口持续恢复向好。

三是价格指数升幅较大。随着近期大宗商品价格普遍上涨，以及企业生产、采购活动加快，本月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 62.6%和 56.5%，分别高于上月 3.8 和 3.3 个百分点，均为年内高点。从行业情况看，受下游行业需求拉动，上游产品价格上涨幅度更为明显。本月石油加工煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均位于 60.0%以上高位景气区间。

四是大中小企业景气度均有所回升。大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0%、52.0% 和 50.1%，高于上月 0.4、1.4 和 0.7 个百分点，均位于临界点以上，不同规模企业景气度均有所回升。调查结果显示，本月小型企业生产经营状况有所改善，反映资金紧张的小型企业占比为 42.3%，低于上月 2.6 个百分点，是今年以来的低点，表明前期出台的助企纾困以及针对小微企业的金融扶持等政策措施效果显现。

11 月份，非制造业商务活动指数为 56.4%，高于上月 0.2 个百分点，连续 4 个月位于 55.0%以上的较高景气区间，非制造业延续稳中向好恢复态势。

服务业复苏态势继续向好。服务业商务活动指数为 55.7%，高于上月 0.2 个百分点，9 月份以来持续位于较高景气区间。总体来看，在坚持常态化精准防控和局部应急处置的有机结合下，消费市场逐步有序恢复，服务业复苏步伐稳健。从行业情况看，铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、金融等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间，业务总量明显增长；同时，房地产、生态保护及环境治理等行业商务活动指数降至临界点以下，景气度有所回落。从价格看，销售价格指数为 50.9%，高于上月 2.0 个百分点，疫情以来首次升至临界点以上，表明服务业市场需求继续回暖。从市场预期看，业务活动预期指数为 61.1%，连续 5 个月高于 61.0%，表明近期多数服务业企业对行业发展持乐观态度。

建筑业景气度高位回升。建筑业商务活动指数为 60.5%，高于上月 0.7 个百分点，重回高位景气区间，建筑业生产活动总体有所加快。从劳动力需求看，从业人员指数为 54.4%，高于上月 1.2 个百分点，反映出建筑业企业为满足生产需要、保证施工进度，用工需求有所增加。

无论是制造业 PMI 还是非制造业商务活动指数，11 月都创了年内新高，表明经济运行稳步恢复的态势得到巩固和提升。11 月份，综合 PMI 产出指数为 55.7%，高于上月 0.4 个百分点，显示我国企业生产经营活动持续加快，稳定向好复苏态势进一步巩固。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.7%和 56.4%。

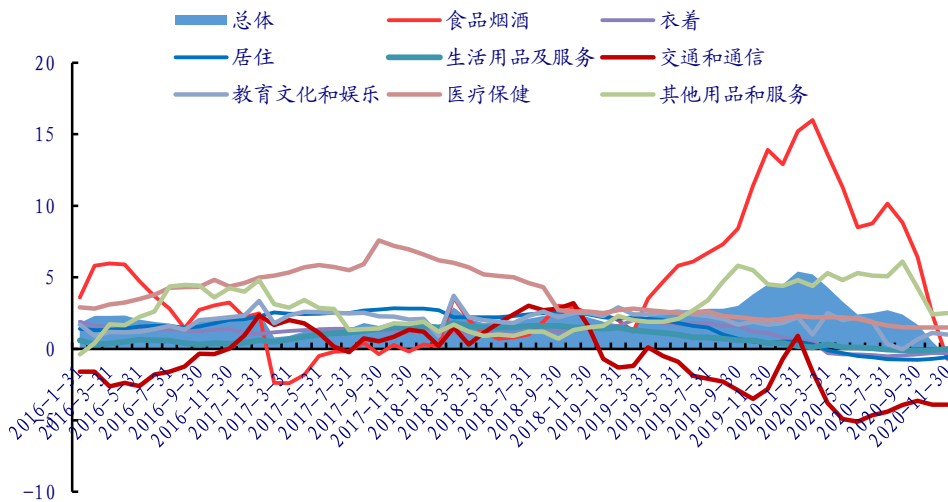
3. 11 月份，食品烟酒价格同比下降 0.7%，影响 CPI0.24 个百分点

2020 年 11 月份，全国居民消费价格同比下降 0.5%。其中，城市下降 0.4%，农村下降 0.8%；食品价格下降 2.0%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格下降 1.0%，服务价格

上涨 0.3%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%。1-11 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.7%。

在 11 月份 0.5% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为 -0.5 个百分点。

图 5: CPI 当月同比 (%)

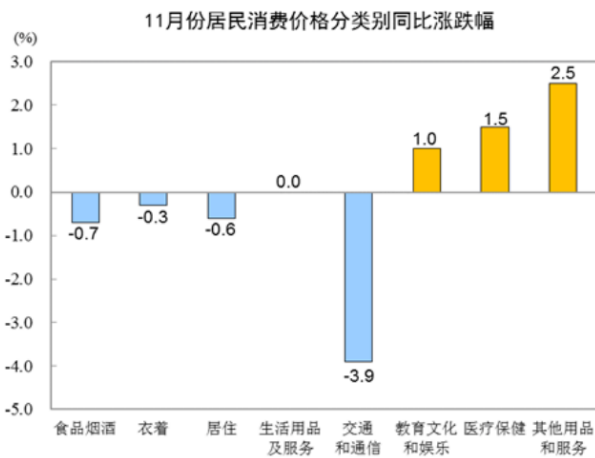


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

11 月份，食品烟酒类价格同比下降 0.7%，影响 CPI（居民消费价格指数）下降约 0.24 个百分点。食品中，蛋类价格下降 17.1%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，其中猪肉价格下降 12.5%，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鲜菜价格上涨 8.6%，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；水产品价格上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。

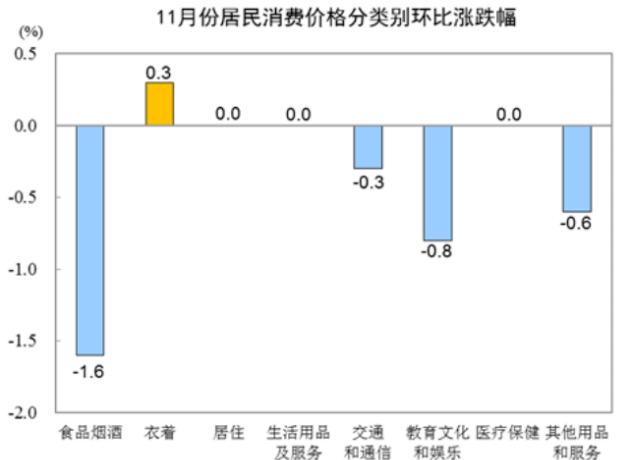
其他七大类价格三涨一平三降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.5%、1.5% 和 1.0%；生活用品及服务价格持平；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 3.9%、0.6% 和 0.3%。

图 6: 11 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

图 7: 11 月份居民消费价格分类别环比涨跌幅



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

11 月份, 全国居民消费价格环比下降 0.6%。其中, 城市下降 0.6%, 农村下降 0.6%; 食品价格下降 2.4%, 非食品价格下降 0.1%; 消费品价格下降 0.8%, 服务价格下降 0.4%。

11 月份, 食品烟酒类价格环比下降 1.6%, 影响 CPI 下降约 0.52 个百分点。食品中, 鲜菜价格下降 5.7%, 影响 CPI 下降约 0.15 个百分点; 畜肉类价格下降 4.7%, 影响 CPI 下降约 0.33 个百分点, 其中猪肉价格下降 6.5%, 影响 CPI 下降约 0.29 个百分点; 水产品价格下降 1.9%, 影响 CPI 下降约 0.03 个百分点; 蛋类价格下降 1.4%, 影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。

其他七大类价格环比一涨三平三降。其中, 衣着价格上涨 0.3%; 居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平; 教育文化和娱乐、其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 0.8%、0.6%和 0.3%。

今年以来, 居民消费价格的涨幅整体上是前高后低, 11 月份居民消费价格同比下降 0.5%, 这也是 2009 年 10 月份以来第一次出现同比下降。

11 月份居民消费价格同比下降主要是由于食品价格下降所导致。11 月份食品价格同比由上个月的上漲 2.2% 转为下降 2%, 影响当月的 CPI 下降约 0.44 个百分点。其中猪肉价格又是最主要的因素, 猪肉价格同比下降了 12.5%, 影响当月 CPI 下降约 0.6 个百分点。猪肉价格的下降, 既有今年以来生猪生产恢复, 产能增加, 供给得到提升的因素, 也有去年同期基数较高的影响。

从扣除食品和能源的核心 CPI 来看, 11 月份同比上涨 0.5%, 连续 5 个月稳定在这样的水平, 说明除能源和食品价格以外, 居民消费领域的价格形势保持基本稳定。从服务价格来看, 11 月份服务价格同比上涨 0.3%, 也是连续两个月稳定在这样的水平。以上数据反映出消费领域价格形势没有发生大的变化。

从未来发展来看,居民消费价格稳定有多种有利条件。随着经济运行逐步恢复常态,居民消费价格涨幅也会回归到合理的水平。

(三) 食品工业 PPI 环比降低, 行业利润累计同比持续恢复

1. 上游价格: 我国 PPI 降幅收窄, 11 月食品相关工业 PPI 同比有涨有跌

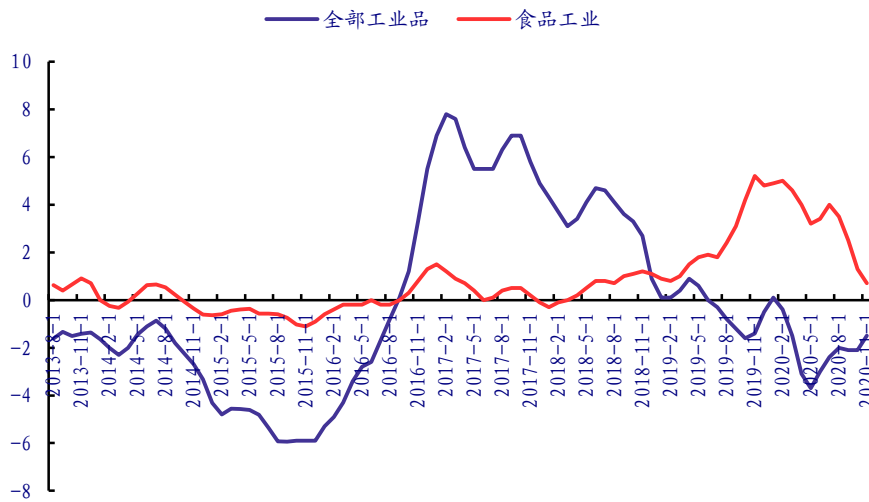
2019 全年 PPI 小幅度下降。2019 年, PPI 由上年上涨 3.5% 转为下降 0.3%。其中, 生产资料价格下降 0.8%, 影响 PPI 下降约 0.57 个百分点, 是 PPI 下降的主要原因; 生活资料价格上涨 0.9%, 影响 PPI 上涨约 0.24 个百分点。从分月环比看, 除 1 月份 PPI 下降 0.6% 外, 其余各月涨跌幅均在正负 0.3% 以内窄幅波动。从分月同比看, 1-5 月份, PPI 小幅上涨, 其中 4 月份的 0.9% 为全年最高涨幅; 6 月份由涨转平, 7 月份转降且降幅逐月扩大, 10 月份下降 1.6%, 为全年最大降幅; 年末 12 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

11 月份, 工业生产稳定恢复, 市场需求持续回暖, 工业品价格继续回升。从环比看, PPI 由上月持平转为上涨 0.5%。其中, 生产资料价格上涨 0.7%, 涨幅比上月扩大 0.6 个百分点; 生活资料价格由上月下降 0.1% 转为上涨 0.1%。调查的 40 个工业行业大类中, 价格上涨的有 24 个, 比上月增加 12 个, 上涨面达六成。受国际原油价格上涨等因素影响, 化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.2%, 化学纤维制造业价格上涨 1.9%, 石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.7%, 石油和天然气开采业价格上涨 0.9%。供暖需求季节性增加, 燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格分别上涨 2.8% 和 2.2%。金属相关行业价格由降转涨, 黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.5%, 有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.1%。此外, 非金属矿物制品业、造纸和纸制品业、纺织业价格分别上涨 0.7%、0.5% 和 0.5%, 涨幅均有所扩大。

从同比看, PPI 下降 1.5%, 降幅比上月收窄 0.6 个百分点。其中, 生产资料价格下降 1.8%, 降幅收窄 0.9 个百分点; 生活资料价格下降 0.8%, 降幅扩大 0.3 个百分点。主要行业中, 价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业, 上涨 4.1%, 扩大 1.2 个百分点; 黑色金属冶炼和压延加工业, 上涨 2.0%, 扩大 1.7 个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业, 下降 29.8%, 收窄 0.6 个百分点; 石油、煤炭及其他燃料加工业, 下降 16.3%, 收窄 2.2 个百分点; 化学原料和化学制品制造业, 下降 3.0%, 收窄 3.0 个百分点; 煤炭开采和洗选业, 下降 2.9%, 收窄 2.6 个百分点。**据测算, 在 11 月份 1.5% 的同比降幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为 0, 新涨价影响约为 -1.5 个百分点。**

11 月份, 食品工业 PPI 同比增速 0.70%, 环比减少 0.60PCT。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 0.80、0.60、0.70%, 环比上月变动幅度为 -1.10、0.40、0.40PCT。

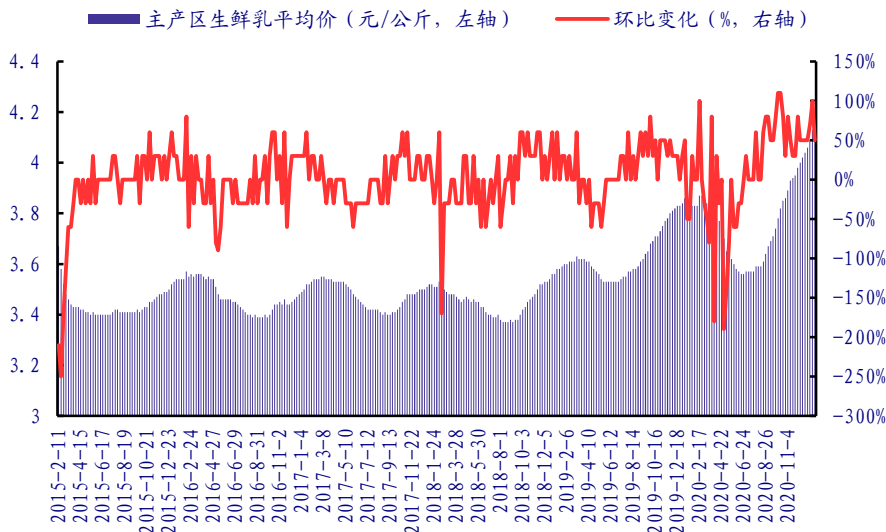
图 8: PPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

生鲜乳价格 11 月同比增速继续上升, 12 月上旬略有加速。2020 年 11 月主产区生鲜乳平均价同比增速为 5.23%左右, 比上月平均同比增速增加 1.03 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 (为年内低点 3.56 元/公斤) 后小幅回升; 目前 12 月 16 日当周奶价 (4.15 元/公斤) 高于 2012 年以来的平均水平。

图 9: 主产区生鲜乳平均价周同比 (%)



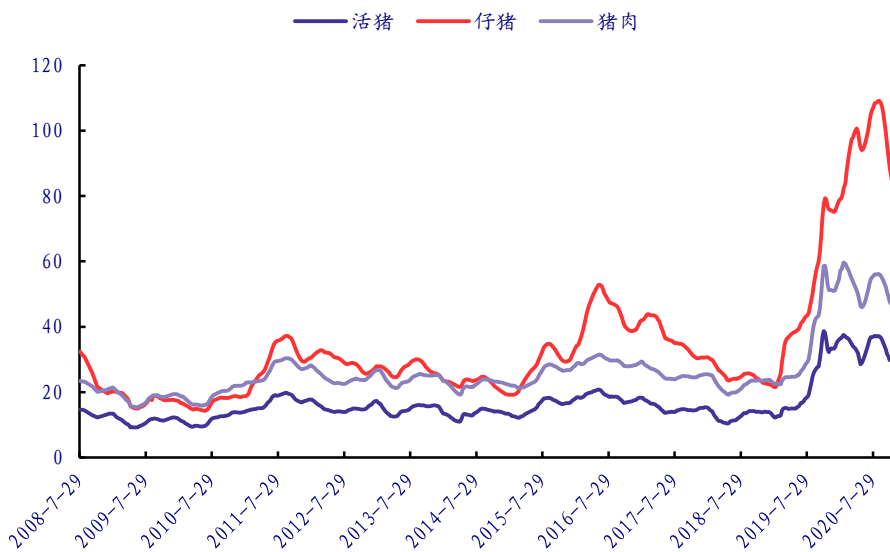
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020 年 12 月 25 日, 全国标准体重生猪价格平均值为 34.02 元/公斤, 较前一个交易日的猪价上涨 0.16 元/公斤, 涨幅为 0.47%, 与去年同期的 33.69 元/公斤相比较则上涨了 0.33 元/公斤, 涨幅为 0.98%。

11 月份能繁母猪存栏环比增长 3.8%，同比增长 31.2%，已连续 6 个月正增长；生猪存栏环比增长 4.3%，同比增长 29.8%，已连续 5 个月正增长。

猪肉供应明显增加，价格连续 3 个月回落，11 月底猪肉集贸市场价降至每公斤 45.8 元的年度最低点。12 月份进入肉类消费旺季，猪肉价格略涨，第 3 周均价上涨至 49.82 元，但同比仍下降 2.3%。

图 10: 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

分品种来看，猪肉价格小幅上涨后有望趋稳。11 月份，从能繁母猪存栏同比已连续 6 个月增长、生猪存栏同比已连续 5 个月增长来看，预计元旦春节期间猪肉供应量比上年同期明显增加，猪肉价格在春节前受需求拉动可能小幅震荡上升，春节后企稳回落。

家禽存栏产能处于历年较高的水平，禽肉、禽蛋市场供给有保障，价格不会出现明显上涨，仍然低于去年同期水平。

肉牛、肉羊三季度末存栏环比均有所增加，年末出栏也将持续增加，但进口受疫情影响不确定性较大，受元旦、春节消费旺季影响，牛羊肉价格呈稳中有涨走势。

2. 酒饮料和精制茶制造业利润累计增速持续恢复

11 月份，各地区各部门继续扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，有效激发市场活力，供需两端稳步向好，企业生产经营状况不断改善，呈现持续稳定恢复的良好态势。工业企业累计利润增速继 10 月份实现由负转正后稳步回升，1-11 月份规模以上工业企业实现利润 57445.0 亿元，同比增长 2.4%，增速比 1-10 月份加快 1.7 个百分点。

总体看，工业利润增长呈现以下几方面特点：

一、生产销售保持较快增长。1-11 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.3%，增速比 1—10 月份加快 0.5 个百分点；其中 11 月份增长 7.0%，为今年以来各月高点。1-11

月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 0.1%，增速年内首次实现由负转正，1-10 月份为下降 0.6%。市场形势改善拉动企业利润持续上升。

二、装备和高技术制造业利润增长加快。1-11 月份，装备制造业实现利润同比增长 11.2%，增速比 1-10 月份加快 1.6 个百分点，拉动规模以上工业利润同比增长 3.8 个百分点。其中，电子行业和电气机械行业在需求持续回暖带动下市场销量增加，利润分别增长 15.7% 和 6.6%，增速均比 1-10 月份加快 3.1 个百分点。1-11 月份，高技术制造业实现利润同比增长 15.0%，增速比 1-10 月份加快 3.1 个百分点。其中，医药制造业累计利润增长 11.9%，增速加快 3.2 个百分点；11 月份当月利润增长 43.5%，增速比上月加快 31.0 个百分点。

三、部分传统行业盈利状况有所改善。随着采暖季到来，动力煤需求增加、价格上涨，带动煤炭行业利润加速修复，11 月份当月利润同比增长 9.1%，增速年内首次实现正增长；1-11 月份，煤炭行业利润同比下降 24.5%，降幅较 1-10 月份收窄 3.2 个百分点。在出口替代效应叠加节假日等因素共同作用下，1-11 月份纺织服装、皮革毛皮、家具制造、文娱用品、化学纤维等行业利润降幅较 1-10 月份收窄 0.5 至 3.7 个百分点。受原油及金属相关行业价格上涨等因素影响，1-11 月份，石油加工业利润降幅较 1-10 月份收窄 8.8 个百分点，化工、有色等行业利润增速分别加快 7.7 和 5.1 个百分点。

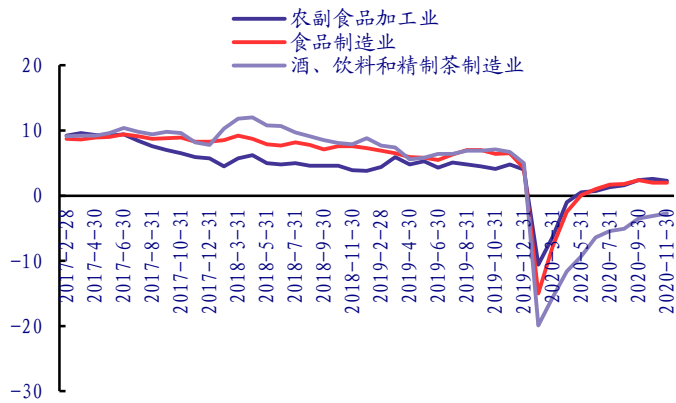
四、单位成本首现下降，盈利水平持续上升。1-11 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.08 元，同比下降 0.01 元，累计单位成本为今年以来首次下降。1-11 月份，工业企业营业收入利润率为 6.10%，同比提高 0.14 个百分点；11 月份当月营业收入利润率为 7.06%，同比提高 0.63 个百分点。

五、企业亏损面缩小，亏损额大幅下降。11 月末，规模以上工业企业亏损面比 10 月末下降 1.4 个百分点，比 2 月末下降 17.2 个百分点，今年以来呈逐月下降趋势。11 月份，亏损企业亏损额同比下降 46.4%，连续 2 个月降幅在 45% 以上。

11 月份，规模以上工业企业利润同比增长 15.5%，增速比 10 月份有所回落，但仍保持两位数较快增长。当月利润增速回落主要是由于 10 月份同期基数较低，11 月份低基数效应减弱所致。

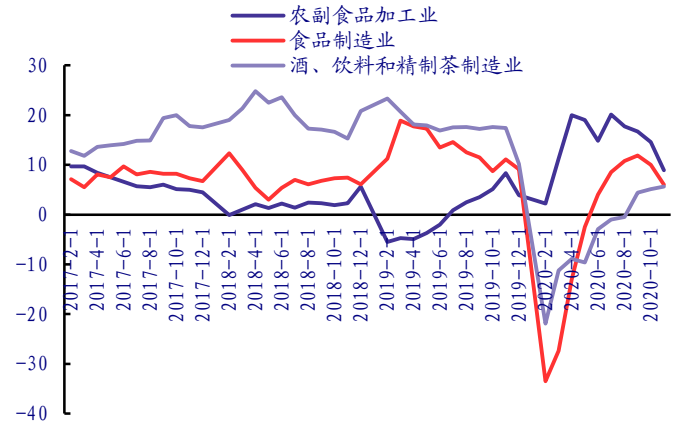
值得注意的是，企业应收账款和产成品存货仍在增加。11 月末，规模以上工业企业应收账款同比增长 16.5%，增速较 10 月末提高 0.6 个百分点，自 5 月份以来持续两位数增长并波动上行；产成品存货同比增长 7.3%，增速比 10 月末提高 0.4 个百分点。下一步，仍需紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，持续激发市场活力，充分挖掘市场潜力，形成需求牵引供给、供给创造需求的动态平衡，不断提升实体经济质量效益。

图 11: 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 12: 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, 1-11 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 2.30、2.00、-2.70%, 除农副食品加工业, 环比均有所改善; 利润总额累计同比增速分别为 16.70、11.90、4.40%, 其中农副食品加工业、食品制造业利润累计增速环比略有下降, 酒饮料和茶制造业环比继续恢复。

3. 11 月份，相关食品工业增加值环比均有所下降

11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较 10 月份加快 0.1 个百分点。从环比看，11 月份，规模以上工业增加值比上月增长 1.03%。1-11 月份，规模以上工业增加值同比增长 2.3%。

分三大门类看，11 月份，采矿业增加值同比增长 2.0%，增速较 10 月份放缓 1.5 个百分点；制造业增长 7.7%，加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.4%，加快 1.4 个百分点。

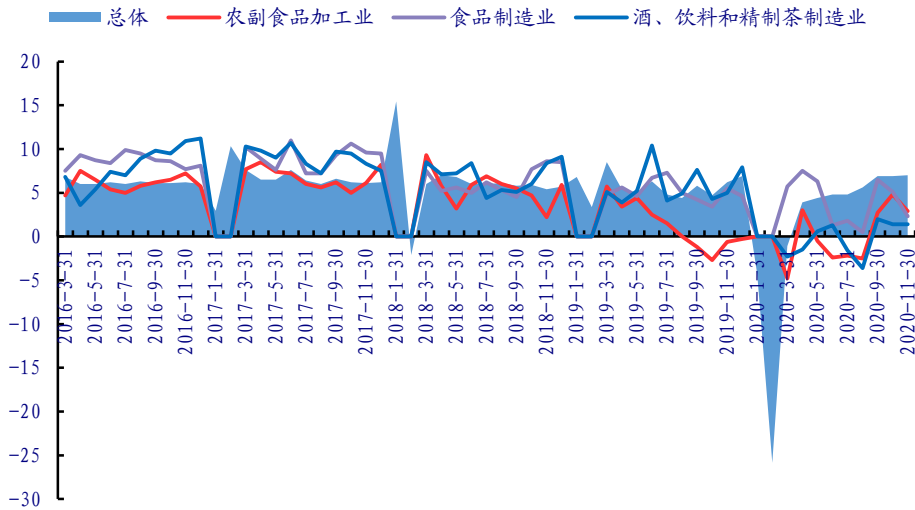
分经济类型看，11 月份，国有控股企业增加值同比增长 5.9%；股份制企业增长 6.8%，外商及港澳台商投资企业增长 8.3%；私营企业增长 6.8%。

分行业看，11 月份，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 2.9%，纺织业增长 6.5%，化学原料和化学制品制造业增长 9.2%，非金属矿物制品业增长 7.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 9.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 4.0%，通用设备制造业增长 10.2%，专用设备制造业增长 10.5%，汽车制造业增长 11.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 2.6%，电气机械和器材制造业增长 18.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.3%，电力、热力生产和供应业增长 5.1%。

分地区看，11 月份，东部地区增加值同比增长 8.8%，中部地区增长 6.7%，西部地区增长 5.2%，东北地区增长 6.4%。分三大门类看，10 月份，采矿业增加值同比增长 3.5%，增速较 9 月份加快 1.3 个百分点；制造业增长 7.5%，回落 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.0%，回落 0.5 个百分点。

11 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 2.90、2.30、1.40%，环比 9-10 月均有所下降。

图 13: 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

1-11 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 499560 亿元, 同比增长 2.6%, 增速比 1-10 月份提高 0.8 个百分点。其中, 民间固定资产投资 278088 亿元, 增长 0.2%, 1-10 月份为下降 0.7%。从环比速度看, 11 月份固定资产投资 (不含农户) 增长 2.80%。

分产业看, 第一产业投资 12259 亿元, 同比增长 18.2%, 增速比 1-10 月份提高 0.9 个百分点; 第二产业投资 144081 亿元, 下降 0.7%, 降幅收窄 1.4 个百分点; 第三产业投资 343220 亿元, 增长 3.5%, 增速提高 0.5 个百分点。

1-11 月份固定资产投资呈现以下特点:

一、三大领域投资继续改善, 基础设施投资增长加快

基础设施投资增长加快。1-11 月份, 基础设施投资同比增长 1.0%, 增速比 1-10 月份加快 0.3 个百分点。其中, 信息传输业投资增长 19.0%, 生态保护和环境治理业投资增长 8.5%, 水利管理业投资增长 3.1%, 铁路运输业投资和道路运输业投资分别增长 2.0% 和 2.2%, 公共设施管理业投资降幅收窄 0.7 个百分点。

制造业投资降幅进一步收窄。1-11 月份, 制造业投资同比下降 3.5%, 降幅比 1-10 月份收窄 1.8 个百分点。原材料制造业投资增长 0.1%, 而 1-10 月份为下降 1.8%, 其中, 黑色金属冶炼和压延加工业投资增长 25.4%, 石油加工、炼焦及其他燃料加工业投资增长 6.1%。装备制造业投资降幅收窄 1.6 个百分点, 消费品制造业投资降幅收窄 2.0 个百分点。

房地产开发投资平稳增长。1-11 月份, 房地产开发投资同比增长 6.8%, 增速比 1-10 月份加快 0.5 个百分点, 其中, 住宅投资增长 7.4%, 增速加快 0.4 个百分点。房地产

开发企业到位资金增长 6.6%，增速加快 1.1 个百分点。房地产开发企业房屋新开工面积下降 2.0%，降幅收窄 0.6 个百分点。

二、民间投资实现增长，高技术产业投资保持快速增长

民间投资增速由负转正。1-11 月份，民间投资同比增长 0.2%，1—10 月份为下降 0.7%。其中，农林牧渔业民间投资增长 12.4%，增速加快 0.6 个百分点；房地产开发民间投资增长 6.8%，增速加快 0.4 个百分点；教育民间投资增长 8.0%，增速加快 0.9 个百分点；制造业民间投资降幅收窄 1.9 个百分点。

高技术产业投资持续加快。1-11 月份，高技术产业投资同比增长 11.8%，增速比 1—10 月份加快 2.1 个百分点，增速自 1—5 月份转正后持续回升。高技术制造业投资增长 12.8%，增速比 1—10 月份加快 2.8 个百分点，其中，医药制造业投资增长 27.3%，计算机及办公设备制造业投资增长 20.4%，电子及通信设备制造业投资增长 9.9%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 7.6%。高技术服务业投资增长 10.0%，增速比 1—10 月份加快 0.6 个百分点，其中，电子商务服务业投资增长 32.2%，科技成果转化服务业投资增长 17.5%，信息服务业投资增长 16.1%。

三、民生领域投资快速增长，畜牧业投资高速增长

1-11 月份，社会领域投资同比增长 11.2%，增速比 1—10 月份加快 0.6 个百分点。其中，教育投资增长 13.9%，增速加快 0.8 个百分点；卫生投资增长 26.1%，增速加快 2.0 个百分点。

电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资同比增长 17.5%，增速比 1—10 月份回落 0.7 个百分点，但比去年同期加快 13.9 个百分点。其中，电力、热力生产和供应业投资增长 16.8%，燃气生产和供应业投资增长 10.8%，水的生产和供应业投资增长 21.7%。

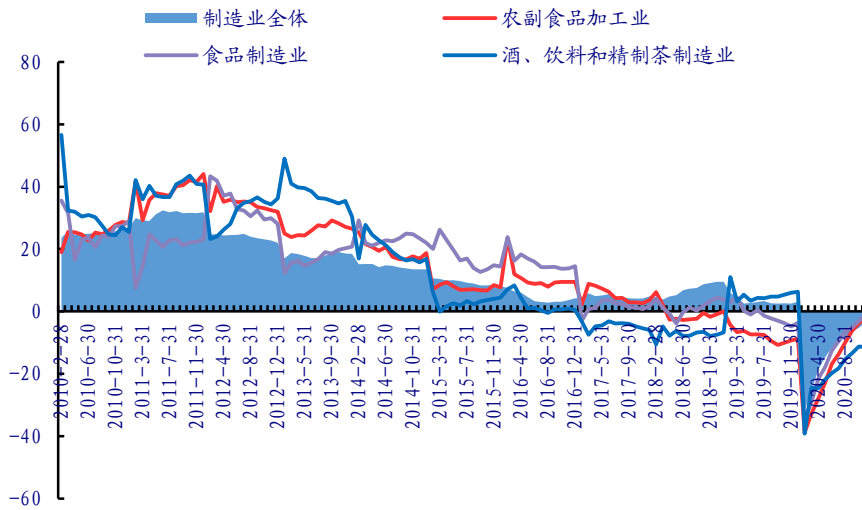
畜牧业投资同比增长 89.8%，增速比 1—10 月份加快 3.5 个百分点。其中，猪的饲养业投资增长 156.7%，家禽饲养业投资增长 41.2%。

四、投资到位资金增长加快，新开工项目计划总投资保持快速增长

1-11 月份，投资到位资金同比增长 6.9%，增速比 1—10 月份加快 0.9 个百分点，比去年同期加快 2.8 个百分点，其中国家预算资金增速高达 31.4%。新开工项目计划总投资增长 12.5%，持续处于快速增长区间。投资到位资金与新开工项目保持较快增长将对全年投资增速的进一步回升起到支撑作用。

2020 年 1-11 月，农副食品加工业、食品制造业、酒饮料和精制茶制造业固定资产完成额累计同比分别为 -1.80%、-1.00%、-11.40%，前两者相比 1-10 月降幅继续缩窄，后者与 1-10 月相比变化不大。

图 14: 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

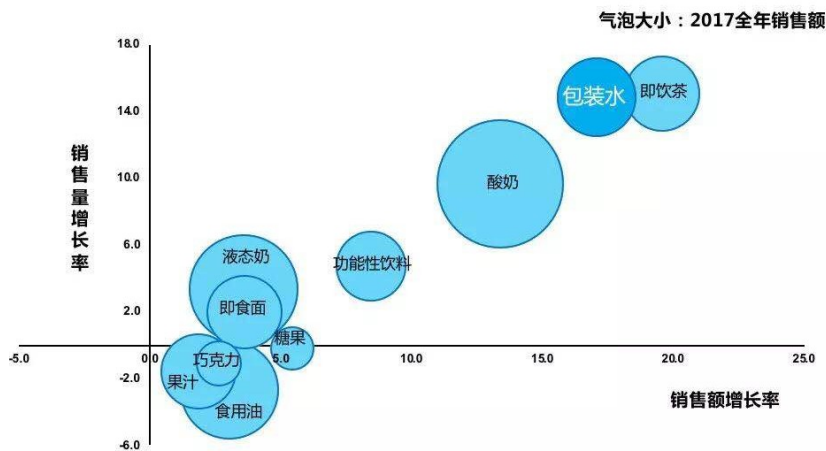
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续

(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 15: 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。

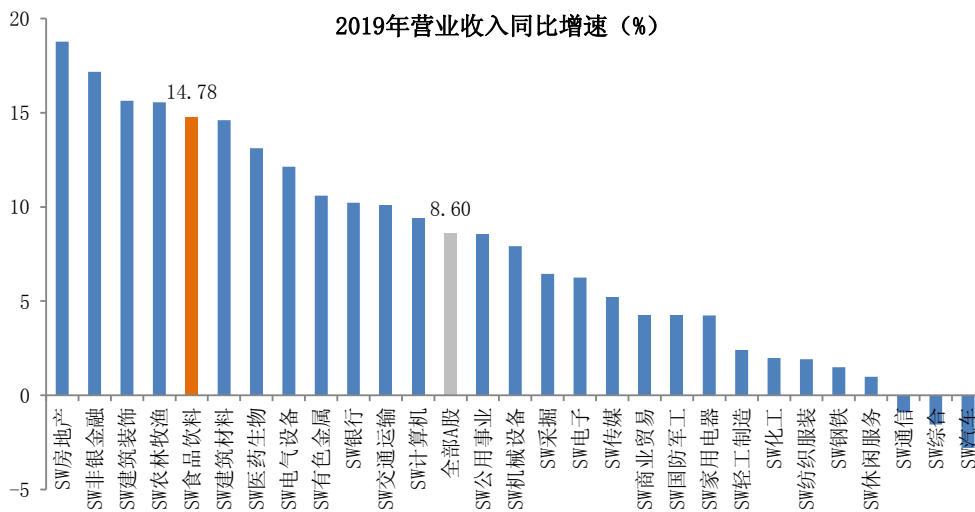
表 1: 中国市场消费者首选十大品牌

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

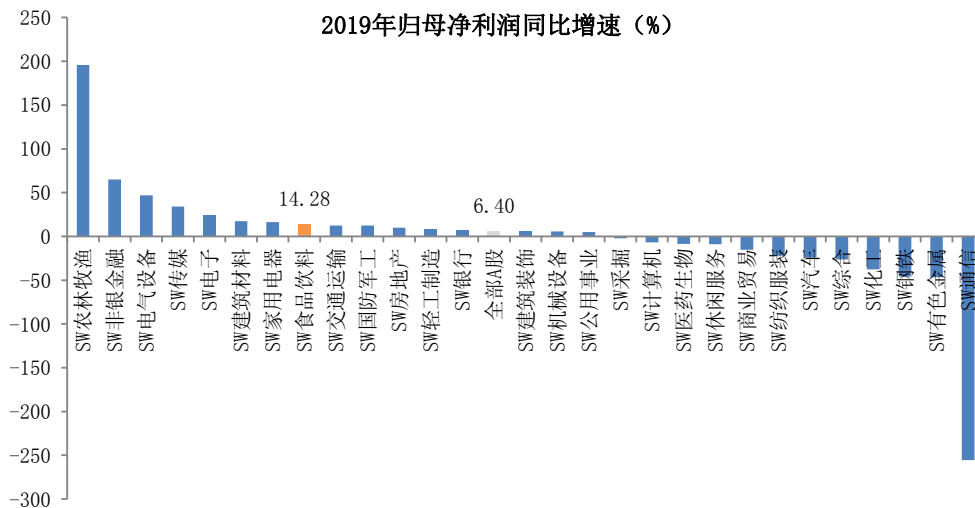
2019 全年食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体。2019 年全部 A 股营业收入同比增长 8.60%, 归母净利润同比增长 6.40%; 食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体, 2019 年营业收入同比增长 14.78%, 归母净利润同比增长 14.28%。

图 16: 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 17: 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

2020 前三季度, 食品饮料板块营业收入达到 5715.54 亿元, 同比增速 7.71%, 归母净利润为 1071.98 亿元, 同比增速 12.30%; 营业收入及归母净利润同比增加, 环比看增速放缓。2020Q3, 营业收入 1958.49 亿元, 同比增加 11.17%, 归母净利润 348.04 亿元, 同比增加 17.91%; 疫情后的第三季度, 食品饮料板块营收和归母净利润均实现两位数增长, 但同比增速环比 Q2 下降。

图 1: 2016-2020 年前三季度食品饮料营业收入及增速

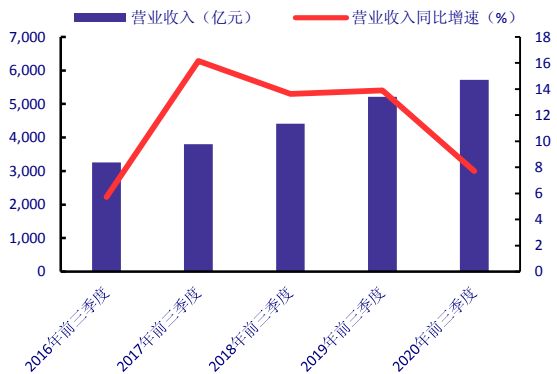
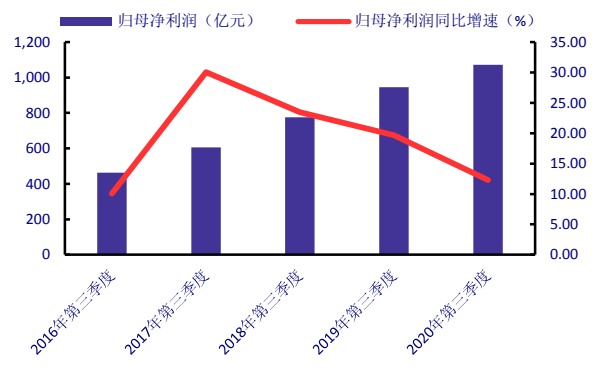


图 2: 2016-2020 年前三季度食品饮料归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2019Q1-2020Q3 食品饮料营业收入及其增速

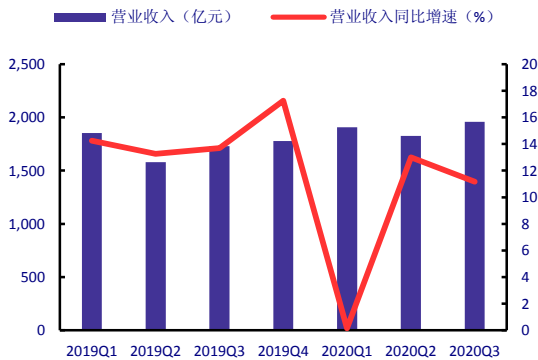
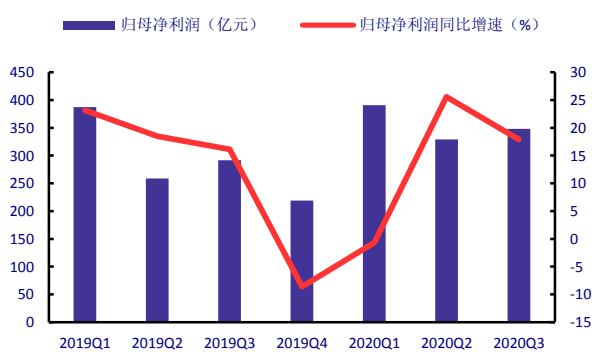


图 4: 2019Q1-2020Q3 食品饮料净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从食品饮料行业的细分子板块来看, 2020 前三季度, 行业板块总营业收入为 5715.54 亿元, 其中, 营业收入最高的白酒为 1904.48 亿元, 其次为乳品 1116.04 亿元、肉制品 1029.39 亿元、食品综合 762.13 亿元、啤酒 419.87 亿元、调味品 293.04 亿元、软饮料 117.38 亿元、葡萄酒 30.12 亿元、其他酒类 23.58 亿元和黄酒 19.51 亿元。从营业收入增长率来看, 2020 前三季度, 增长幅度最大的是肉制品 (29.54%), 其次调味品 (12.44%) 和乳品 (6.72%), 其中营业收入占比最大的白酒增幅为 5.27%。

在利润方面, 行业板块归母净利润为 1071.98 亿元, 白酒的规模净利润总额最高, 为 691.52 亿元, 占到行业总归母净利润 65%, 其次为食品综合 (112.05 亿元), 其余板块的归母净利润均低于 100 亿元, 如乳品 (69.49 亿元)、调味品 (64.10 亿元)、肉制品 (63.81 亿元)、啤酒 (43.85 亿元)、软饮料 (21.03 亿元)、其他酒类 (2.84 亿元)、葡萄酒 (1.77 亿元) 和黄酒 (1.51 亿元)。从归母净利润增长率来看, 2020 前三季度, 增长幅度最大的是其他酒类 (125.26%)、食品综合 (49.83%), 其次是肉制品 (33.36%) 和调味品 (18.60%), 其中归母净利润占比最大的白酒增幅为 9.72%。

图 10: 2020Q1-3 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅

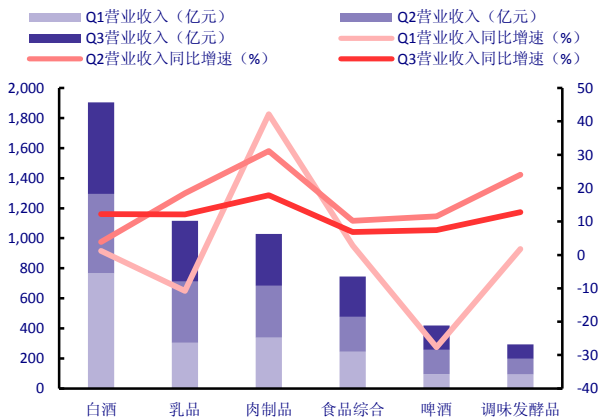
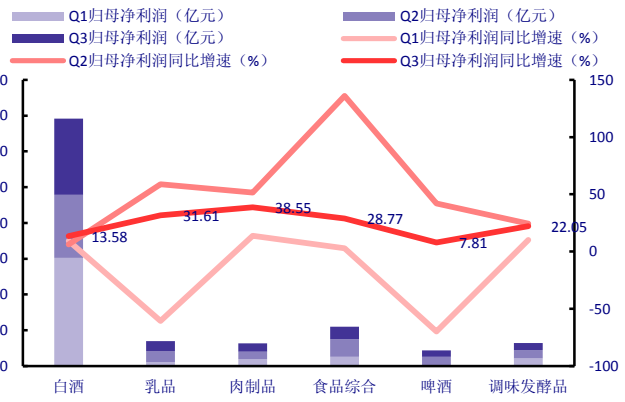


图 11: 2020Q1-3 食品饮料行业子板块净利润及其增幅



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 18: 中国白酒产量及增速

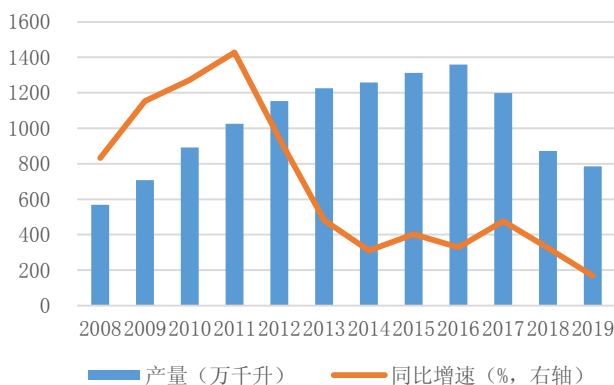
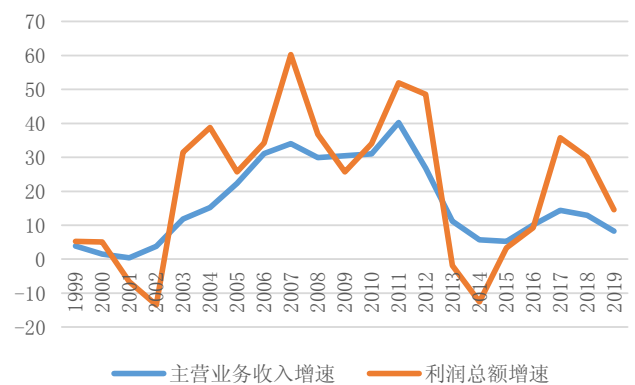


图 19: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

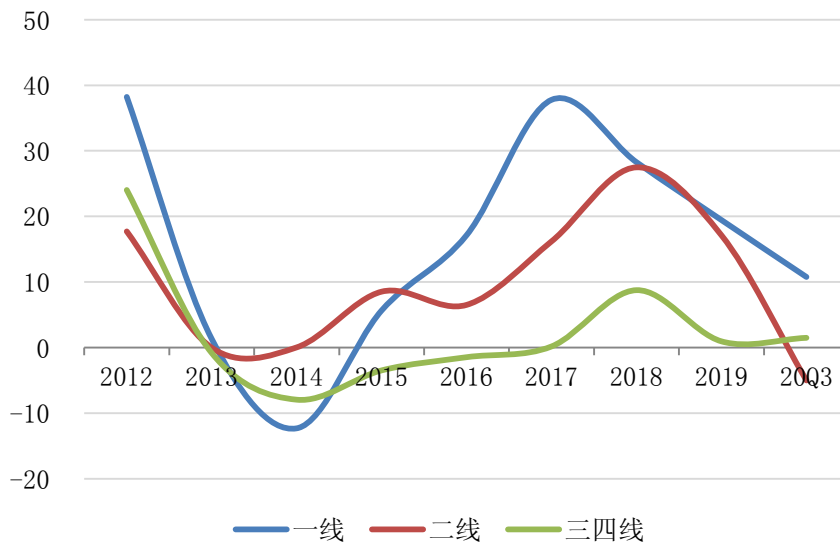
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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 20：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

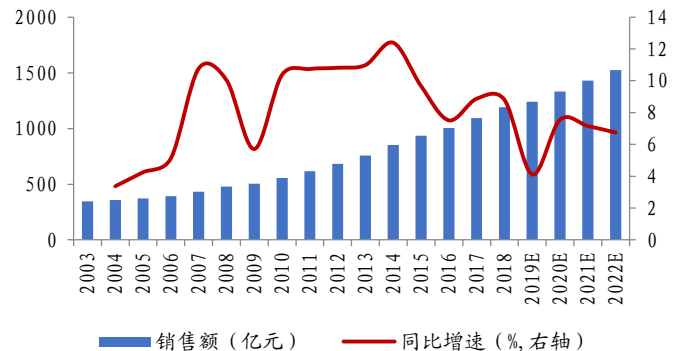
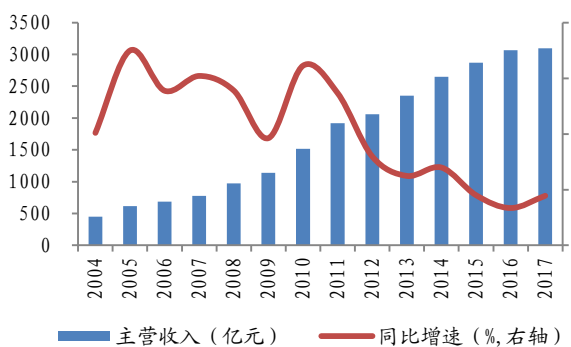
2. 调味品：外出用餐和消费升级打开行业天花板

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 21：调味品市场规模和增速

图 22：调味品零售市场规模和增速



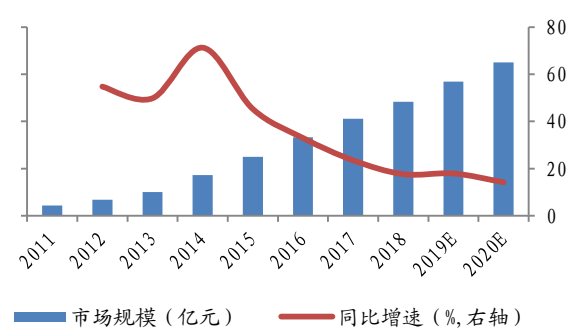
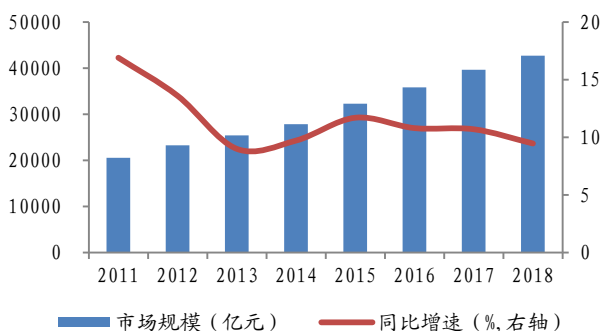
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

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 23：餐饮市场规模及增速

图 24：在线餐饮外卖市场规模及增速

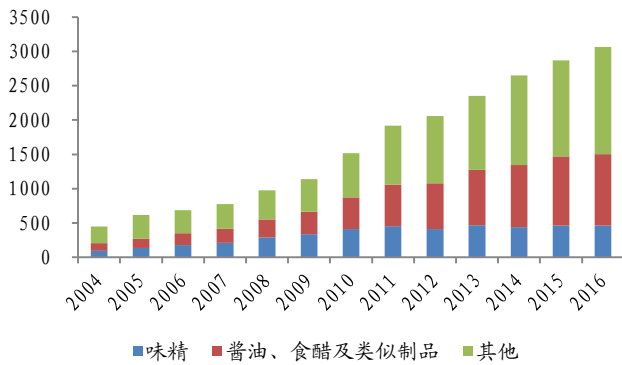


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院整理

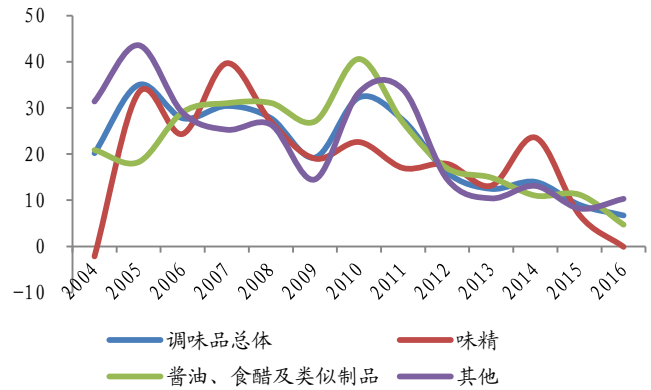
根据国家统计局数据，2016年中国调味品市场规模为3064.1亿元，其中酱油、食醋及类似制品1041.4亿元，味精462.6亿元，其他1560.1亿元；2016年调味品总体增速为6.7%，酱油、食醋及类似制品4.7%，味精-0.1%，其他10.3%。味精进入负增长，其他调味品增速较高、超过调味品整体增速水平。

图 25: 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 26: 2004-2016 年中国调味品市场增速

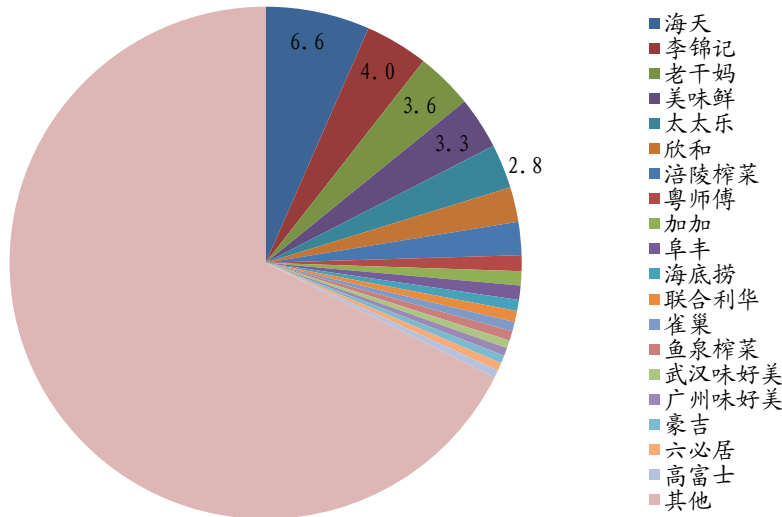


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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 27：2018 年调味品零售市场公司占有率（%）

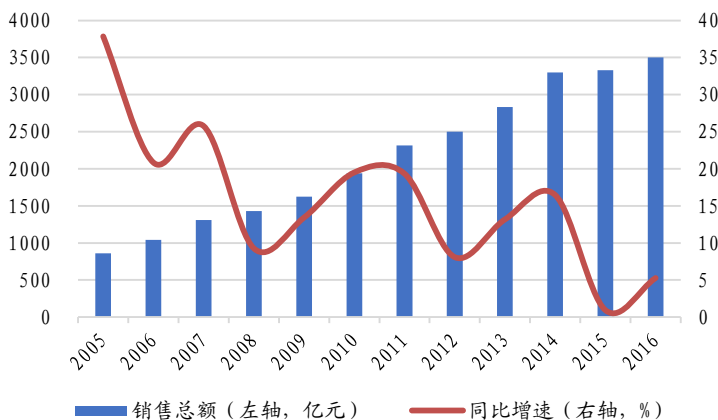


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

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 28：我国乳品业销售呈现周期性，长期看整体增速放缓



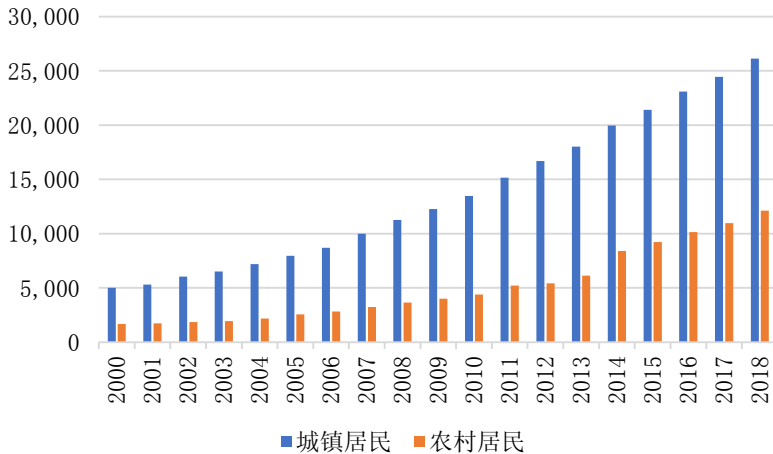
资料来源：Wind，中国奶业年鉴，中国银河证券研究院整理

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。

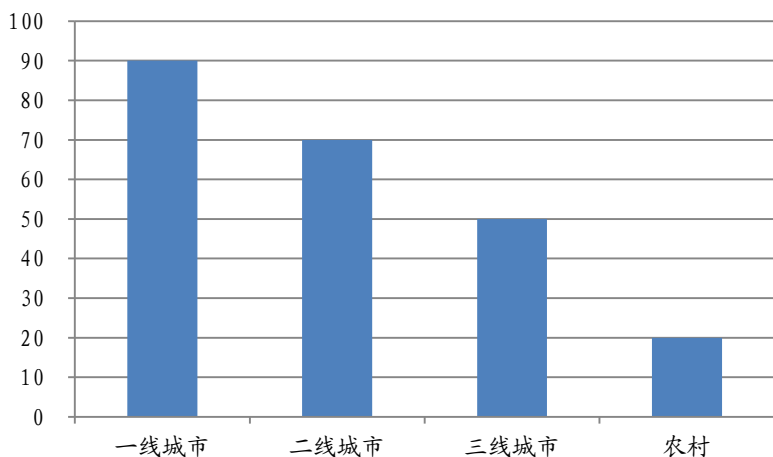
图 29: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)



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 30: 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

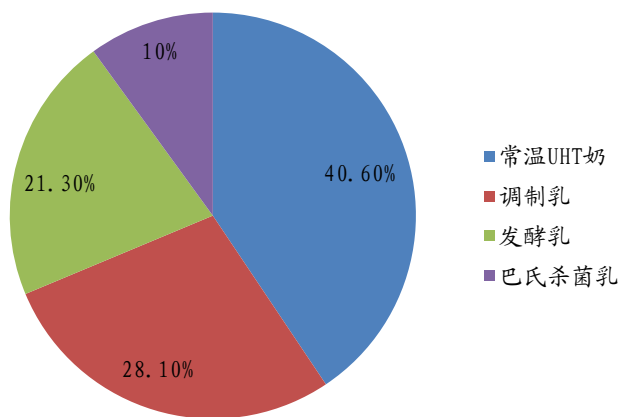
尼尔森联合百度指数的统计同样表明，下线城市（县乡镇）对于乳制品增长的助推作用明显。百度指数显示，乳制品的日均搜索指数达到180万以上，搜索指数增幅达29.5%，而2017年下线城市的搜索指数高达38%，销售额增幅贡献达到52%。

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 31：中国液态奶消费结构

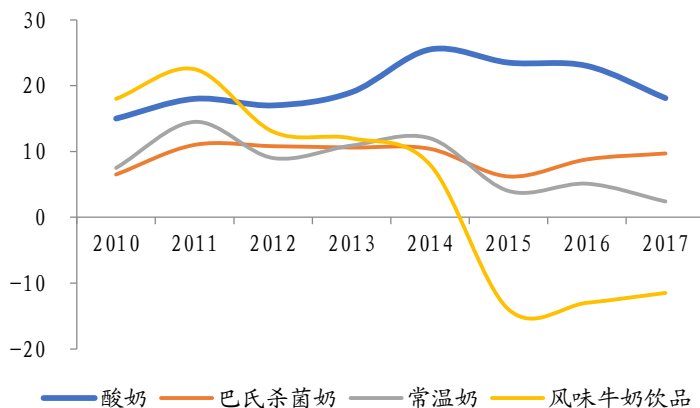


资料来源：中国奶业协会《中国奶业质量报告2017》，中国银河证券研究院整理

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 32：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 33：我国啤酒行业年产量（万千升）

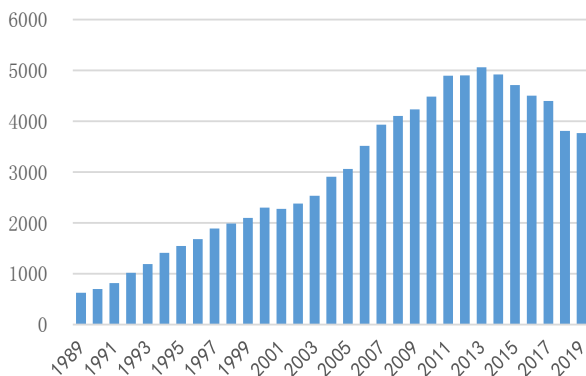
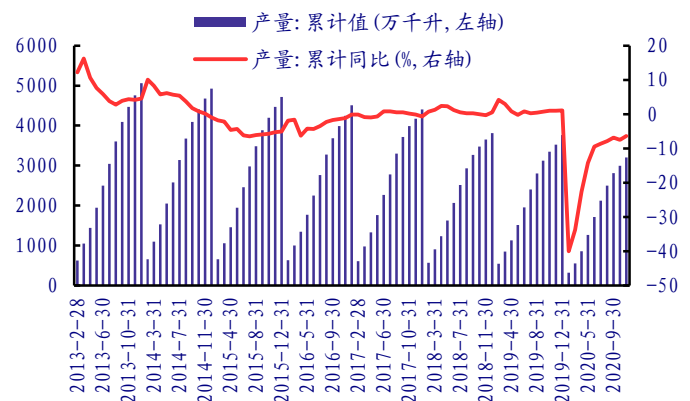


图 34：我国啤酒月产量

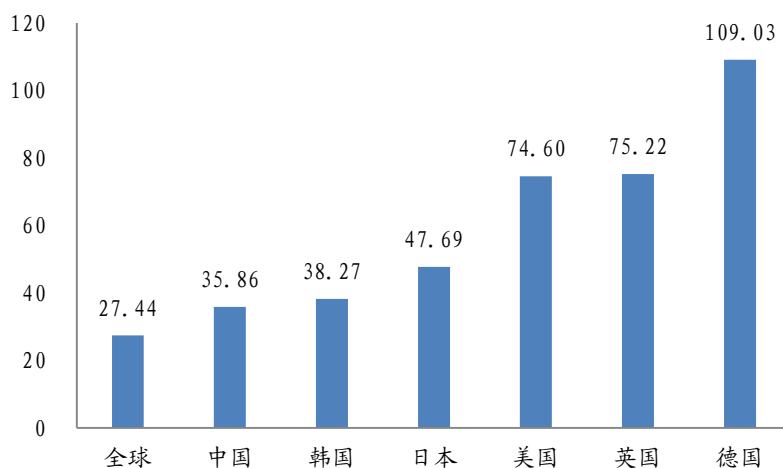


资料来源：Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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 35：2011 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 市场占有率继续提升，

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。

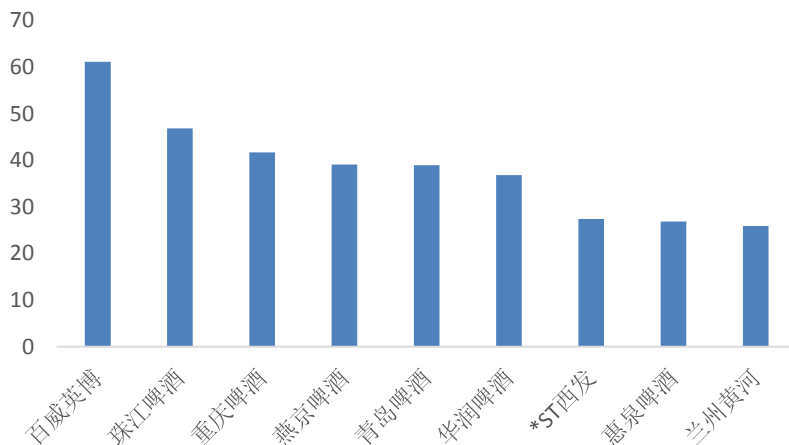
表 2: 2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化

	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 36: 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%。

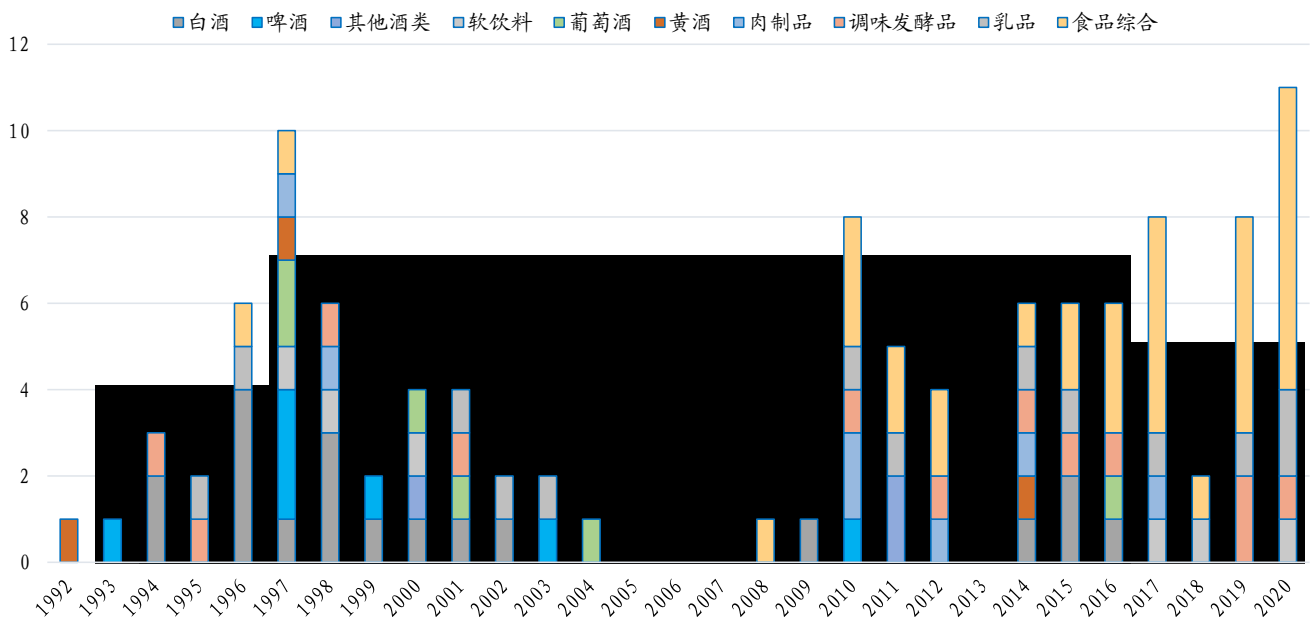
从营收上来看，2019年A股食品饮料上市公司总营收为7228亿元，合计利润总额为1647亿元。根据国家统计局数据，2019年农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业合计营收为81,187亿元，合计利润总额为5,775亿元。按此计算，A股食

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，10-11 月新上市 3 家，食品综合、乳品、调味发酵品各 1 家，12 月新上市两家，乳品综合、乳品各一家；全年来看，食品综合新上市公司最多，达到 7 家，乳品 2 家，软饮料、调味发酵品各 1 家。

图 37：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

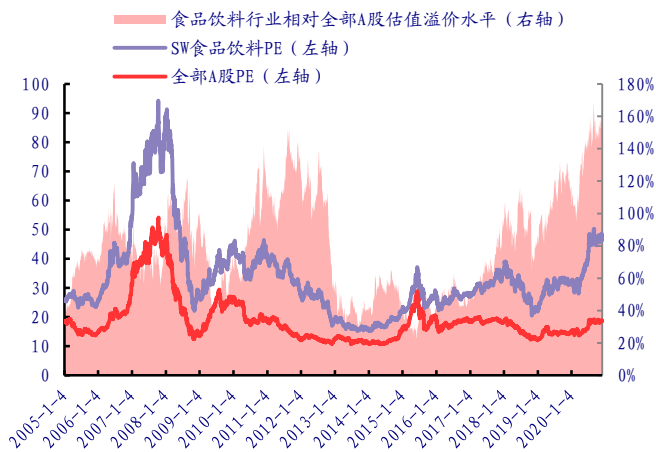
（二）11 月食品饮料相对 A 股溢价小幅反弹后回落

食品饮料板块绝对估值处于历史中等偏高位置。截至 2020 年 11 月 30 日收盘，SW 食品饮料行业市盈率为 46.41 倍（TTM 整体法，剔除负值），处于 2005 年以来的 89 分位水平；全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 18.76 倍和 24.55 倍，分别处于 2005 年以来的 63.7 分位和 57.6 分位水平。

食品饮料板块相对整体 A 股溢价继 8 月底达到年内高点，9 月中下旬略降，11 月中

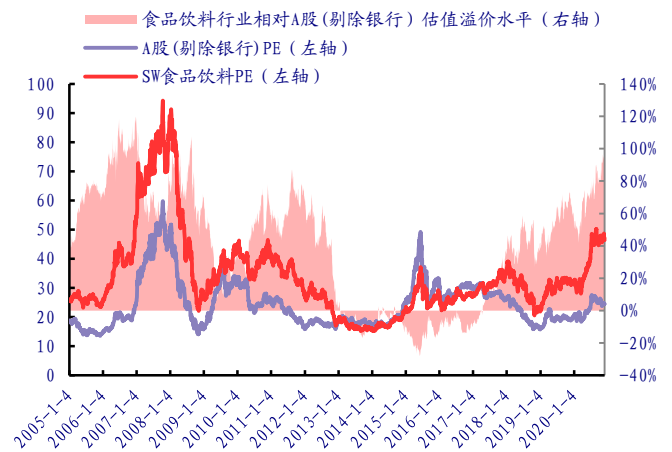
上旬有所回升。11月底SW食品饮料股相对全部A股溢价率为147.41%，与上月底相比下降6.81个百分点；相对非银行A股溢价率为89.06%，与上月底相比下降1.58个百分点。目前SW食品饮料相对全部A股的溢价率和相对非银行A股的溢价率仍然高于2005年以来的平均水平。

图 38: 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 39: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价

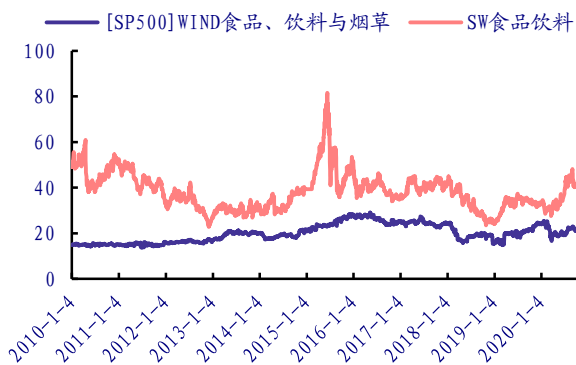


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 国际估值比较: A 股食品饮料 PE、PB 均高于美股

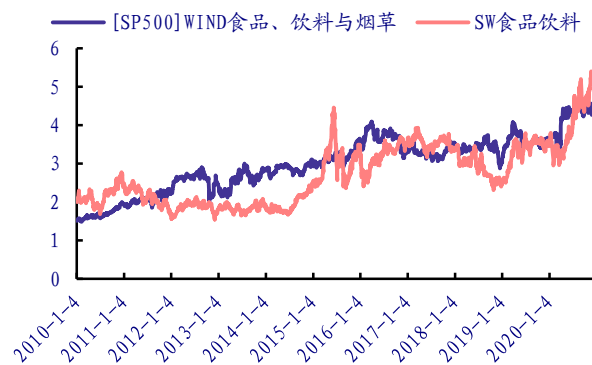
国内食品饮料板块的市盈率\市净率均高于美国市场低。以2020年11月30日收盘价计算，国内食品饮料板块的市盈率为41.27倍(TTM, 中值)，同期美国市场食品饮料板块的市盈率为26.19倍，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。2020年11月30日国内食品饮料板块的市净率为5.19倍(19年报, 中值)，同期美国市场食品饮料板块的市净率为4.31倍，我国食品饮料板块的市净率略高于美国市场。

图 40: 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 41: 食品饮料板块国际 PB 估值比较



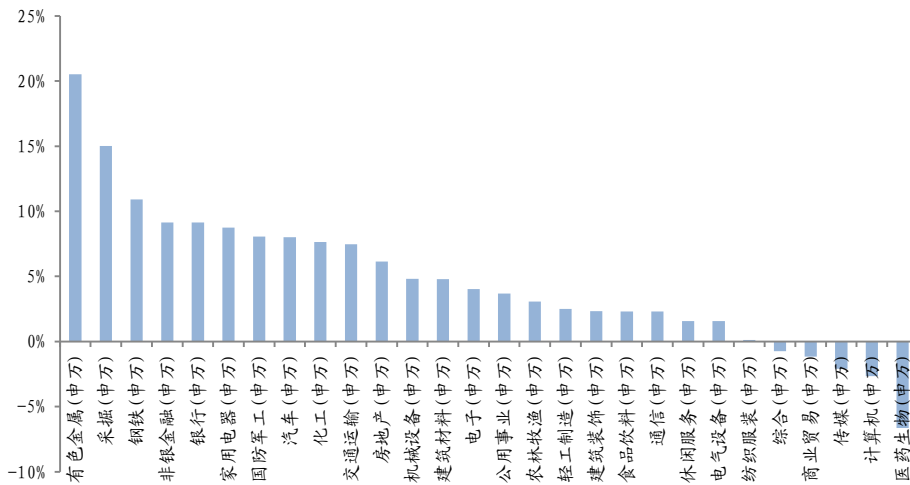
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 食品饮料板块 2020 年 11 月排名十九

食品饮料板块 11 月市场排名第 19 位。截至 2020 年 11 月 30 日，食品饮料板块当月上涨 (2.30%)，在 28 个一级行业中排名第 19。

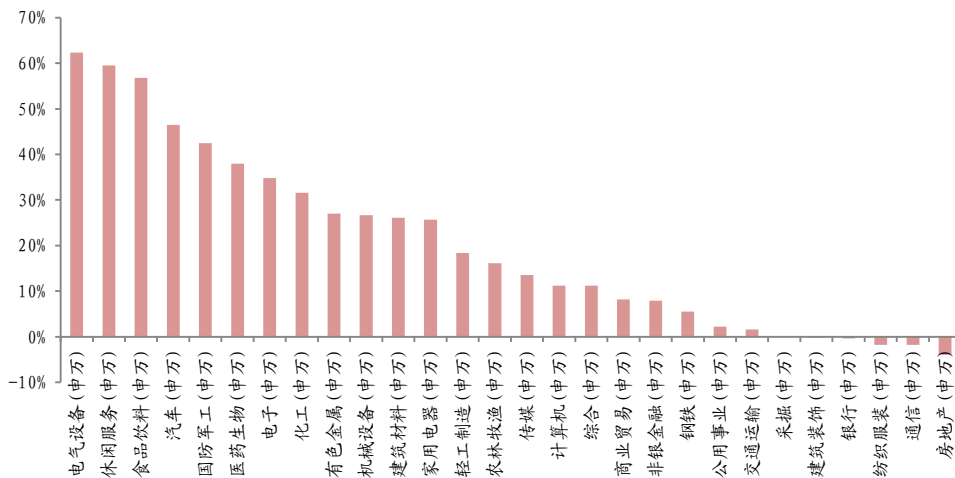
2020 年 1-11 月份食品饮料行业涨幅为 56.77%，在申万 28 个一级行业中排名第 3 位。主要 1 月份下跌较多，跌幅 5.87%，排在第 23 位；2 月涨幅有所恢复，全月上涨 1.27%，排名第 17 位；3-5 月份涨幅居前，分别上涨 4.26、8.66、9.07%，分别排名第 3、4、1 位；6、7 月份分别上涨 8.59、17.29%，分别排名 8、7 位，仍在前 25% 水准；8 月份重回涨幅第一；9 月食品饮料行业相对出现较大调整，当月排名第 23；10 月行业板块上涨 4.16%，排名第 5。

图 42：一级行业月涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 43：一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，

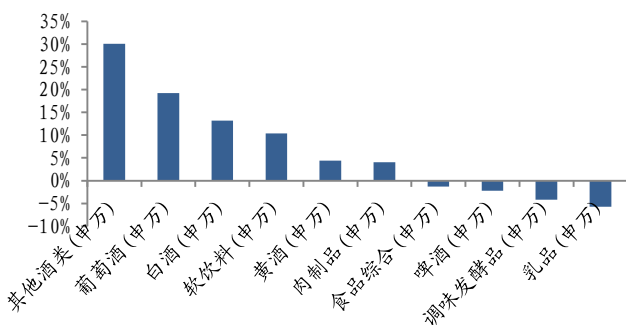
第一季度涨幅前三子行业为肉制品、食品综合、调味发酵品，分别上涨20.80%、19.22%、17.80%，跌幅前三的子行业为葡萄酒、黄酒、白酒，跌幅分别达到13.82%、12.90%、9.75%。

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%。

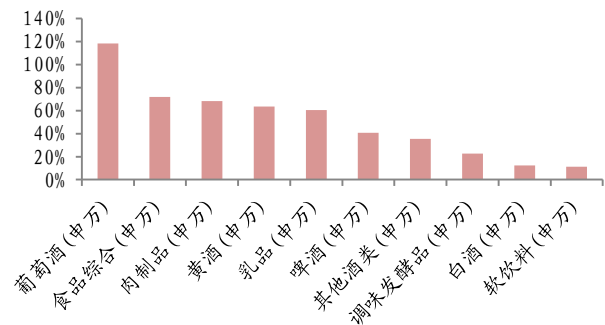
8月份，涨幅居前子行业为调味发酵品、食品综合、肉制品，涨幅为21.53%、15.13%、15.02%，本月无下子行业；由于8月份是中报密集披露期，上半年业绩较好子行业表现相对突出。9月份，涨幅居前/跌幅较少子行业为，其他酒类、啤酒，涨幅分别为1.61%、-1.02%，其他子行业调整幅度超过7%，调整最大的子行业为调味发酵品、肉制品、葡萄酒，跌幅为13.75%、18.47%、20.05%。10月份，涨幅居前子行业为，白酒、其他酒类、葡萄酒，涨幅分别为6.79%、4.33%、4.26%，调整较大的子行业为肉制品、软饮料、调味发酵品，跌幅为5.84%、5.63%、2.06%。11月份，涨幅居前子行业为，其他酒类、葡萄酒、白酒，涨幅分别为30.02%、19.21%、13.170%，调整较大的子行业为乳品、调味发酵品、啤酒，跌幅为5.76%、4.18%、2.20%。

图 44: 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 45: 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：

三季度高端酒表现出快速恢复的态势，而相对于高端和大众品牌，次高端酒在第三季度的营收和归母净利润恢复进程更快，表现突出。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。

白酒方面我们重点关注两类品种：具有一线白酒品牌价值及优质基因的个股品种（山西汾酒），其品质品牌所带来的长期价值驱动价值；大众白酒品牌中有效锁定价格带，享受大众消费中枢上移的弹性品种。

落实到投资建议方面：

从优选品牌价值所构成的长期竞争优势与业绩动力的角度，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。另外，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，为包括白酒在内的具有社交属性的酒类品种提供较好支撑。

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
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

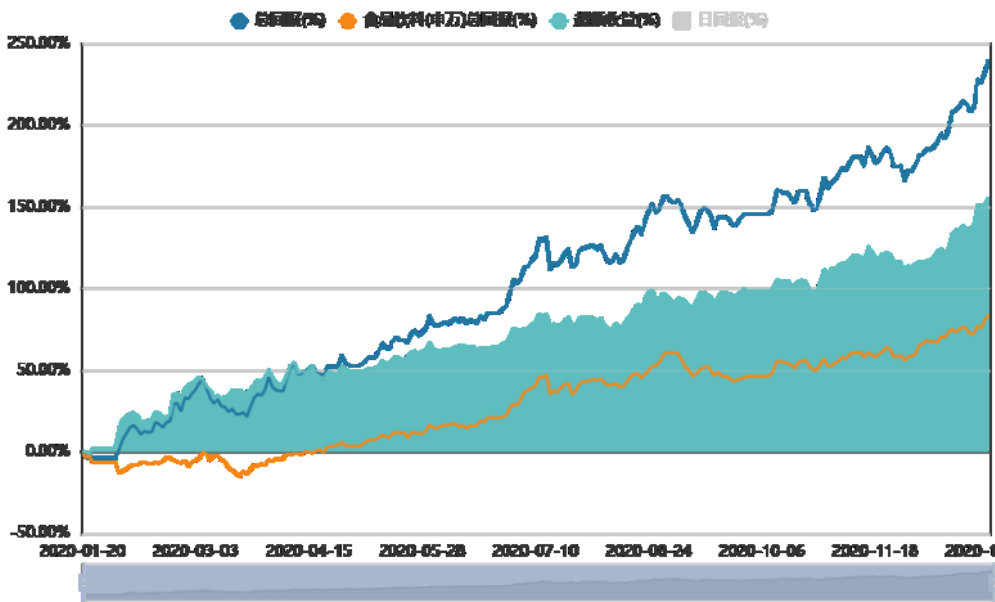
注：

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；12月14日调出三全食品，并等权重配置加仓组合品种

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 (12/25 收盘) 为 210.84%



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: 2020 年各月商品零售和餐饮收入增速	3
图 2: 社零同比增速 (%)	4
图 3: 2020 年各月商品零售和餐饮收入增速	4
图 4: 消费者信心指数 vs. 采购经理人指数	5
图 5: CPI 当月同比 (%)	7
图 6: 11 月份居民消费价格分类别同比涨跌幅	8
图 7: 11 月份居民消费价格分类别环比涨跌幅	8
图 8: PPI 当月同比 (%)	10
图 9: 主产区生鲜乳均价周同比 (%)	10
图 10: 全国猪价周变化 (元/公斤)	11
图 11: 主营业务收入累计同比 (%)	13
图 12: 利润总额累计同比 (%)	13
图 13: 规模以上工业增加值当月同比 (%)	15
图 14: 制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)	17
图 15: 食品饮料子行业增速分化 (%)	18
图 16: 28 个行业 2019 年营业收入同比增速	19
图 17: 28 个行业 2019 年归母净利润同比增速	19
图 20: 中国白酒产量及增速	21
图 21: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)	21
图 22: 不同档次白酒上市公司收入增速 (%)	22
图 23: 调味品市场规模和增速	23
图 24: 调味品零售市场规模和增速	23
图 25: 餐饮市场规模及增速	23
图 26: 在线餐饮外卖市场规模及增速	23
图 27: 2004-2016 年中国调味品市场规模	24
图 28: 2004-2016 年中国调味品市场增速	24
图 29: 2018 年调味品零售市场公司占有率 (%)	25
图 30: 我国乳品业销售呈现周期性, 长期看整体增速放缓	25
图 31: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)	26
图 32: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)	26
图 33: 中国液态奶消费结构	27
图 34: 我国液态奶各细分品类增速 (%)	27
图 35: 我国啤酒行业年产量 (万千升)	28
图 36: 我国啤酒月产量	28
图 37: 2011 年全球及各主要国家啤酒人均消费量 (升)	28
图 38: 2019 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)	29
图 39: 食品饮料行业上市公司数量 (按年)	32
图 40: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价	33
图 41: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	33

图 42: 食品饮料板块国际 PE 估值比较.....	33
图 43: 食品饮料板块国际 PB 估值比较.....	33
图 44: 一级行业月涨幅.....	34
图 45: 一级行业年初以来涨幅.....	34
图 46: 食品饮料子行业月涨幅.....	35
图 47: 食品饮料子行业年初以来涨幅.....	35

表格目录

表 1: 中国市场消费者首选十大品牌.....	18
表 2: 2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化.....	29
表 3: 核心推荐组合及推荐理由.....	36

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确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。

分析师：周颖，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

行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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。

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。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。

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。

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：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn