

相对溢价历史高位，“就地过年”利好保障性品种

食品饮料行业

推荐 维持评级

核心观点

分析师

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

最新观点

1) 2020 全年社零总额同比下降 3.9%，最终消费率接近 55%，消费仍然是经济稳定运行的压舱石；增量看，消费对经济增长的拉动作用逐季增强。制造业总体稳步恢复，服务业景气处较高水平。

2) 上游原材料方面，生鲜乳价格持续走高，1 月同比加速。1 月 20 日当周奶价（4.26 元/公斤），达 2015 年以来的阶段性高点。2020 年 1 月活猪、猪肉、仔猪价格继续小幅上行。商务部还将进一步加大储备肉投放力度，增加肉类供应，做好常态化疫情防控下春节市场保障工作。2020 年末，生猪存栏、能繁殖母猪存栏比上年末分别增长 31.0%、35.1%，生猪存栏量已恢复到 2017 年末的 92.1%，生猪产能持续回升。

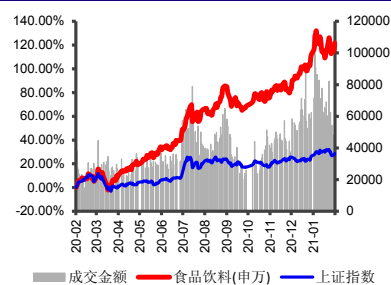
3) 2020 年度，农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业主营业务收入累计同比增速分别为 2.20、1.60、-2.60%。近三月，农副食品加工、食品制造业收入、利润总额略有下降，酒、饮料和茶制造业收入、利润总额趋势较为一致，全年看处于较为明显、持续的环比恢复进程。住宿和餐饮业经营改善。餐饮收入季度增速转正。2020 年，餐饮收入比上年下降 16.6%，降幅比前三季度收窄 7.3 个百分点。其中，四季度餐饮收入同比增长 0.2%，季度餐饮市场规模恢复至上年同期水平。

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 1 月市场排名第七。截至 2021 年 1 月 29 日，食品饮料板块当月上漲（1.43%），在 28 个一级行业中排名第 7。

行业数据

2021-1-29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

投资建议

看好白酒赛道一线白酒价值，改善明显的成长性个股。随着 2021 年初疫情局部略有反复，以及就地过年、减少出行的普遍倡议，关注大众品类利好。

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	10.98	000858.SZ	五粮液	-0.24
000568.SZ	泸州老窖	13.95	600809.SH	山西汾酒	-0.23
600519.SH	贵州茅台	5.91			

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 环比微降，行业利润累计同比持续恢复	8
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续	19
(一) 行业整体处于成熟发展期，个别细分仍维持高增速	19
(二) 品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续	22
三、行业面临的问题及建议	31
(一) 现存问题	31
(二) 建议及对策	32
四、食品饮料行业在资本市场中的发展情况	32
(一) 上市公司收入、利润总和分别占食品工业 9、29%	32
(二) 1 月食品饮料相对 A 股溢价高于 2020 全年水准	33
(三) 国际估值比较：A 股食品饮料 PE、PB 均高于美股	34
(四) 食品饮料板块 2021 年 1 月排名第七	35
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. 2020 全年社零总额同比下降 3.9%

2019 年消费作为经济增长主力作用进一步巩固。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%。

2020 年 12 月份，社会消费品零售总额 40566 亿元，同比增长 4.6%，增速比上月回落 0.4 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35695 亿元，增长 4.4%。

2020 全年，社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年下降 3.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 352566 亿元，下降 4.1%。

按经营单位所在地分，12 月份，城镇消费品零售额 34706 亿元，同比增长 4.4%；乡村消费品零售额 5860 亿元，增长 5.9%。2020 年，城镇消费品零售额 339119 亿元，比上年下降 4.0%；乡村消费品零售额 52862 亿元，下降 3.2%。

按消费类型分，12 月份，商品零售 35616 亿元，同比增长 5.2%；餐饮收入 4950 亿元，增长 0.4%，11 月份为下降 0.6%。2020 年，商品零售 352453 亿元，比上年下降 2.3%；餐饮收入 39527 亿元，下降 16.6%。

按零售业态分，2020年限额以上零售业单位中的超市零售额比上年增长3.1%，百货店、专业店和专卖店分别下降9.8%、5.4%和1.4%。

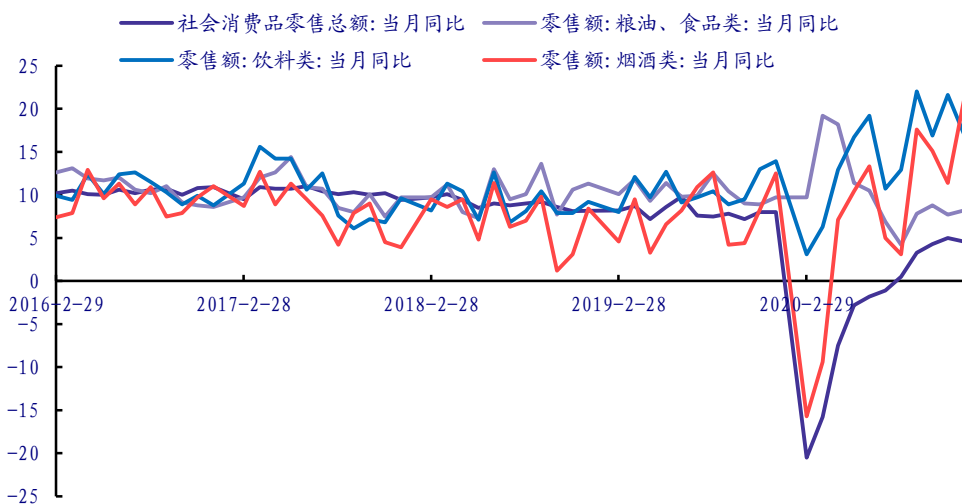
2020年，全国网上零售额117601亿元，比上年增长10.9%，增速比1-11月回落0.6个百分点。其中，实物商品网上零售额97590亿元，增长14.8%，占社会消费品零售总额的比重为24.9%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长30.6%、5.8%和16.2%。

从总量看，2020年最终消费率接近55%。2011-2019年，我国的消费率平均为53.4%，2020年尽管受到新冠肺炎疫情的冲击，但最终消费支出占GDP的比重仍然达到54.3%，高于资本形成总额11.2个百分点，为近年来的较高水平，消费仍然是经济稳定运行的压舱石。

从增量看，消费对经济增长的拉动作用逐季增强。随着我国经济运行稳步恢复，消费对经济增长的拉动力度逐季回升。四季度，社会消费品零售总额同比增长4.6%，增速比三季度加快了3.7个百分点；最终消费增长拉动经济增长2.6个百分点，比三季度上升了1.2个百分点。随着疫情进一步得到有效控制，消费需求的动力也将进一步恢复。

经济增长要依靠内需，符合经济发展规律，构建双循环的新发展格局需要在开放中更好发挥国内超大规模市场的优势。从我国的情况看，发挥消费基础性作用仍然有较大的提升空间。最终消费支出对经济增长的平均贡献率，2013-2019年为60%左右，如果和发达经济体70%、80%的水平相比，还是有较大的提升空间，发展阶段不一样。所以必须提高居民消费能力，完善消费政策，改进消费环境，开拓更多的消费增长点。

图 1：社零同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

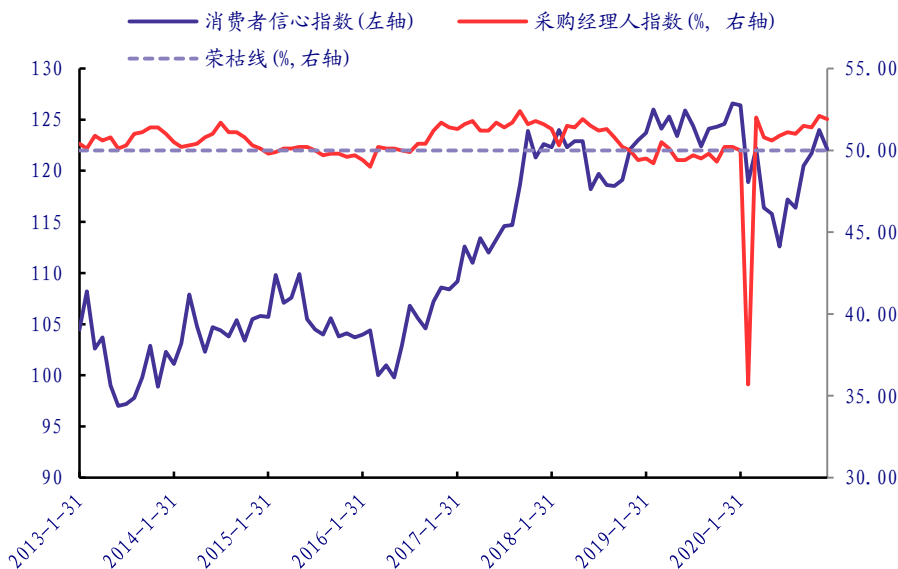
12月份，食品类相关社零增速中，饮料类零售同比增速有所增长，其他两类出现下降。11月份，我国限额以上单位粮油、食品类，饮料类，烟酒类商品零售额分别同比增长7.70%、21.60%、11.40%，环比10月变动-1.10%、4.70%、-3.70PCT。

住宿和餐饮业经营改善。餐饮收入季度增速转正。2020年，餐饮收入比上年下降16.6%，降幅比前三季度收窄7.3个百分点。其中，四季度餐饮收入同比增长0.2%，季度餐饮市场规模恢复至上年同期水平；三季度为同比下降6.9%。住宿业经营情况明显恢复。2020年限额以上住宿业企业客房收入降幅比前三季度收窄8个百分点，比一季度大幅收窄超过25个百分点。

2. 12月份PMI为51.9%，制造业总体稳步恢复；服务业景气处较高水平

2020年12月消费者信心122.10，环比11月略有下降。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；12月份消费者信心指数为122.10，同比下降4.5，降幅相较11月明显收窄；环比11月下降1.9。

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

12月份，我国经济恢复向好势头继续巩固，中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为51.9%、55.7%和55.1%，虽低于上月0.2、0.7和0.6个百分点，但均继续位于年内较高运行水平，连续10个月保持在荣枯线以上。

制造业采购经理指数稳中略落。

进入四季度，制造业复苏步伐有所加快，12月份制造业PMI为51.9%，虽略有回落，但仅比上月的年内高点低0.2个百分点，制造业总体保持稳步恢复的良好势头，景气度处于年内较高水平。

本月主要特点为：

一、产需两端继续改善。生产指数和新订单指数分别为54.2%和53.6%，虽较上月回落0.5和0.3个百分点，但均为年内次高点，且两者差值继续缩小，制造业保持较好增

势，供需关系更趋平衡。在调查的 21 个行业中，分别有 18 个和 17 个行业的生产指数和新订单指数位于扩张区间，其中黑色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业两个指数均高于 56.0%，相比上月有不同程度上升，行业增长动能增强，生产活动加快。

二、进出口指数连续四个月保持扩张。新出口订单指数和进口指数分别为 51.3%和 50.4%，低于上月 0.2 和 0.5 个百分点，继续位于景气区间。调查结果还显示，出口企业生产经营活动预期指数连续 8 个月回升，达到全年高点，制造业出口企业对市场发展信心不断增强。

三、高技术制造业引领作用持续显现。今年以来，高技术制造业 PMI 始终高于制造业总体，本月为 55.8%，虽较上月回落 0.4 个百分点，但仍为年内次高点。其中，生产指数、新订单指数和从业人员指数分别为 59.3%、58.2%和 52.6%，高于制造业总体 5.1、4.6、3.0 个百分点，表明高技术制造业供需两旺，用工需求持续增长，对制造业总体复苏的带动较为显著。

四、价格指数升至全年高点。近期部分大宗商品价格持续攀升，加之市场需求继续回暖，推动制造业原材料采购价格和产品销售价格加速上涨，本月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 68.0%和 58.9%，高于上月 5.4 和 2.4 个百分点，均为全年高点。从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业的两个价格指数均高于 70.0%，比上月显著上升。原材料价格快速上涨加大了企业成本压力，本月反映原材料成本高的企业占比为 49.4%，为近两年高点。

五、大、中型企业 PMI 继续保持在临界点以上。大、中型企业 PMI 均为 52.7%，继续运行在 52.0%及以上的景气区间；小型企业 PMI 为 48.8%，低于上月 1.3 个百分点，降至荣枯线以下。本月小型企业中反映原材料成本、物流成本和劳动力成本高的比例分别较上月上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点，小型企业运营成本有所增加，盈利空间受到一定程度挤压。

非制造业商务活动指数扩张放缓。

12 月份，非制造业商务活动指数为 55.7%，低于上月 0.7 个百分点，仍保持在 55.0% 以上的较高景气区间，非制造业延续稳步复苏势头。

本月主要特点为：

服务业景气度保持较高水平。服务业商务活动指数为 54.8%，虽低于上月 0.9 个百分点，但仍位于全年较高运行水平。从行业情况看，航空运输、电信广播电视卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数持续位于 60.0%以上高位景气区间，业务总量较快增长。此外，餐饮、房地产、生态保护及环境治理等行业商务活动指数位于临界点以下，企业经营活动有所放缓。从价格看，投入品价格指数和销售价格指数分别为 53.1%和 52.0%，比上月上升 1.2 和 1.1 个百分点，其中受大宗商品价格明显上涨的影响，与制造业密切相关的生产性服务业的两个价格指数明显高于生活性服务业。从市场预期看，业务活动预期指数为 60.1%，连续 6 个月位于高位景气区间，表明多数

服务业企业对市场稳定恢复持续看好。

建筑业继续保持较快增长。建筑业商务活动指数为 60.7%，高于上月 0.2 个百分点。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 63.2%，较上月上升 6.6 个百分点，生产活动明显加快。从市场需求看，新订单指数为 55.8%，高于上月 1.8 个百分点，连续两个月回升，表明建筑业企业新签订的工程合同量继续增长，市场需求稳步扩张。

12 月份，综合 PMI 产出指数为 55.1%，低于上月 0.6 个百分点，连续 4 个月保持在 55.0% 以上的较高景气区间，表明近期我国企业生产经营活动持续恢复向好。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 54.2% 和 55.7%。

3. 2020 全年食品价格上涨 10.6%，是推动 CPI 上涨的主要因素

2020 年 12 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 1.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 0.3%。

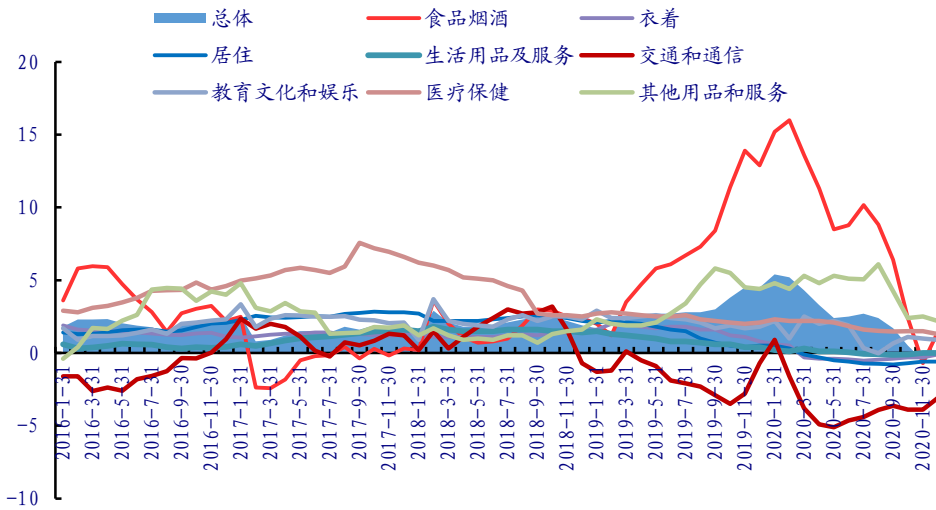
2020 全年 CPI 月度同比前高后低。2020 年，CPI 上涨 2.5%，涨幅比上年回落 0.4 个百分点。分月看，同比总体呈前高后低走势。前两个月，受新冠疫情、“猪周期”和春节等因素叠加影响，猪肉等食品价格上涨较快，带动 CPI 上涨较多，同比分别上涨 5.4% 和 5.2%；随着疫情防控形势持续向好，生猪产能不断恢复，各项保供稳价措施持续发力，CPI 涨幅从 3 月份开始回落；6、7 月份，由于高温和降雨等极端天气影响，涨幅略有扩大；8 月份 CPI 继续回落，至 11 月份转为下降 0.5%；12 月份，受低温天气、需求增加及成本上升等因素影响，CPI 上涨 0.2%。

其中，

食品价格涨幅较大。2020 年，食品价格上涨 10.6%，涨幅比上年扩大 1.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.20 个百分点，是推动 CPI 上涨的主要因素。食品中，在非洲猪瘟疫情、周期性因素等共同作用下，猪肉价格上涨 49.7%，涨幅比上年扩大 7.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.60 个百分点，占 CPI 总涨幅的六成多。在猪肉价格上涨带动下，牛肉和羊肉价格也分别上涨 14.4% 和 8.5%，合计影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点。2020 年夏季多地发生洪涝灾害，加之冬季持续低温影响，全年鲜菜价格上涨 7.1%，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点。受上年同期对比基数较高影响，鲜果和鸡蛋价格分别下降 11.1% 和 10.8%，合计影响 CPI 下降约 0.27 个百分点。其他食品中，水产品价格上涨 3.0%，禽肉类价格上涨 2.2%，粮食和食用植物油等价格基本稳定。

非食品价格总体变动较小。2020 年，非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上年回落 1.0 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.28 个百分点。非食品中，受需求偏弱以及国际原油价格走低影响，工业消费品价格由上年上涨 0.6% 转为下降 0.8%。其中，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 14.1%、15.4% 和 4.8%；家用器具、鞋类和服装价格分别下降 1.8%、0.8% 和 0.1%。由于疫情影响，服务消费受到一定抑制，服务价格上涨 0.6%，涨幅比上年回落 1.1 个百分点。其中，飞机票、景点门票和宾馆住宿等出行类服务价格分别下降 18.2%、5.5% 和 4.2%。全年扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 0.8%，涨幅比上年回落 0.8 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

12 月份, 食品烟酒类价格同比上涨 1.4%, 影响 CPI (居民消费价格指数) 上涨约 0.44 个百分点。食品中, 鲜菜价格上涨 6.5%, 影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点; 鲜果价格上涨 6.5%, 影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点; 水产品价格上涨 1.7%, 影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点; 畜肉类价格上涨 0.6%, 影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点, 其中猪肉价格下降 1.3%, 影响 CPI 下降约 0.06 个百分点; 蛋类价格下降 10.8%, 影响 CPI 下降约 0.07 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 2.2%、1.3%和 0.9%; 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 3.1%、0.6%和 0.1%。

图 4: 12 月份居民消费价格分类别同比涨跌幅

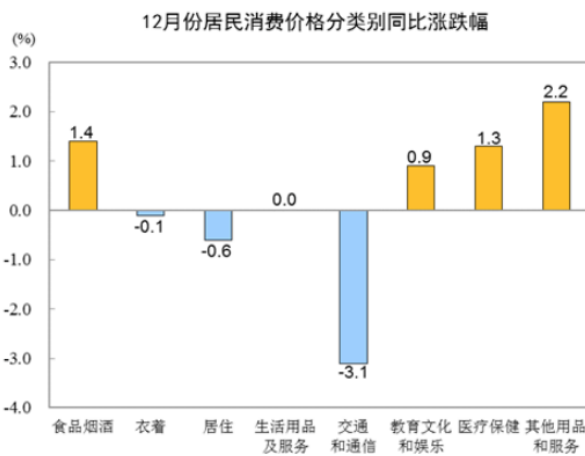
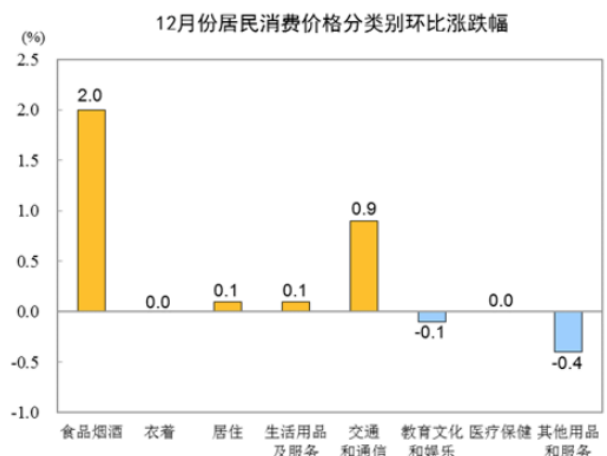


图 5: 12 月份居民消费价格分类别环比涨跌幅



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

12月份，全国居民消费价格环比上涨0.7%。其中，城市上涨0.7%，农村上涨0.9%；食品价格上涨2.8%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格上涨1.2%，服务价格持平。

12月份，食品烟酒类价格环比上涨2.0%，影响CPI上涨约0.63个百分点。食品中，鲜菜价格上涨8.5%，影响CPI上涨约0.22个百分点；畜肉类价格上涨4.3%，影响CPI上涨约0.29个百分点，其中猪肉价格上涨6.5%，影响CPI上涨约0.28个百分点；鲜果价格上涨3.5%，影响CPI上涨约0.06个百分点；蛋类价格上涨2.4%，影响CPI上涨约0.01个百分点；水产品价格上涨0.8%，影响CPI上涨约0.01个百分点。

其他七大类价格环比三涨两平两降。其中，交通和通信、居住、生活用品及服务价格分别上涨0.9%、0.1%和0.1%；衣着、医疗保健价格均持平；其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别下降0.4%和0.1%。

（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2020全年PPI先降后升，12月农副食品加工PPI走高

PPI整体先降后升。2020年，PPI下降1.8%，降幅比上年扩大1.5个百分点。分月看，年初受疫情等因素影响，工业品需求低迷，2月份起PPI环比和同比进入下降区间；随着国内疫情防控形势持续向好，工业生产稳定恢复，基建和房地产投资持续发力，加之部分国际大宗商品价格波动上行，6月份起PPI环比止降转涨，同比降幅稳步收窄。12月份，PPI环比上涨1.1%，为2017年1月份以来最大涨幅；同比下降0.4%，降幅比5月份的最低点收窄了3.3个百分点；从绝对价格看，已大体接近疫情冲击前的水平。

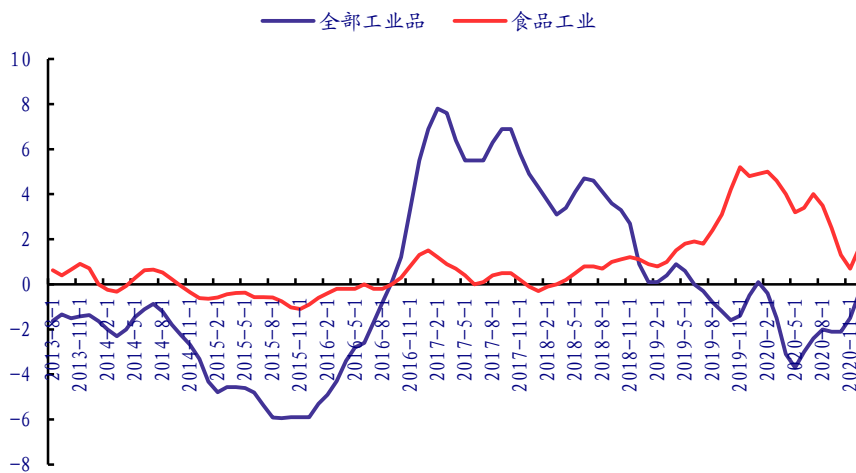
2020年，受牲畜屠宰、植物油加工和饲料加工等价格上涨影响，农副食品加工业价格上涨4.8%；文教工美体育和娱乐用品制造业、酒饮料及精制茶制造业、医药制造业、食品制造业价格涨幅在0.6%-3.3%之间。上述五个行业合计影响PPI上涨约0.36个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.8%。装备制造业价格总体平稳，其中铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业价格上涨0.4%，仪器仪表制造业价格上涨0.2%；计算机、通信和其他电子设备制造业价格下降1.5%，汽车制造业价格下降0.4%。

12月份，国内需求稳定恢复，加之部分国际大宗商品价格持续攀升，带动工业品价格继续上行。从环比看，PPI上涨1.1%，涨幅比上月扩大0.6个百分点。其中，生产资料价格上涨1.4%，涨幅扩大0.7个百分点；生活资料价格上涨0.1%，涨幅与上月相同。主要行业中，受国际原油价格上涨等因素影响，石油和天然气开采业价格上涨7.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨5.3%，化学原料和化学制品制造业价格上涨2.3%，涨幅均有所扩大，合计影响PPI上涨约0.37个百分点。随着国内市场需求持续回暖，加之铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格上涨较多，金属相关行业价格继续上涨，其中有色金属冶炼和压延加工业价格上涨3.9%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨3.3%，涨幅分别扩大2.8和1.8个百分点，合计影响PPI上涨约0.37个百分点。由于年底气温较常年同期偏低，供暖需求快速增加，带动燃气生产和供应业价格上涨4.1%，煤炭开采和洗选业价格上涨3.5%，涨幅均扩大1.3个百分点。农副食品加工业价格上涨1.0%，涨幅扩大0.2个百分点。

同比看，PPI下降0.4%，降幅比上月收窄1.1个百分点。其中，生产资料价格下降0.5%，降幅收窄1.3个百分点；生活资料价格下降0.4%，降幅收窄0.4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8.3%，扩大4.2个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨5.0%，扩大3.0个百分点。价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降27.0%，收窄2.8个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降12.5%，收窄3.8个百分点。此外，化学原料和化学制品制造业价格由下降3.0%转为持平，煤炭开采和洗选业价格由下降2.9%转为上涨1.3%。

12月份，食品工业PPI同比增速1.60%，环比增加0.90PCT。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2.40、0.50、0.80%，环比上月变动幅度为1.60、-0.10、0.10PCT。

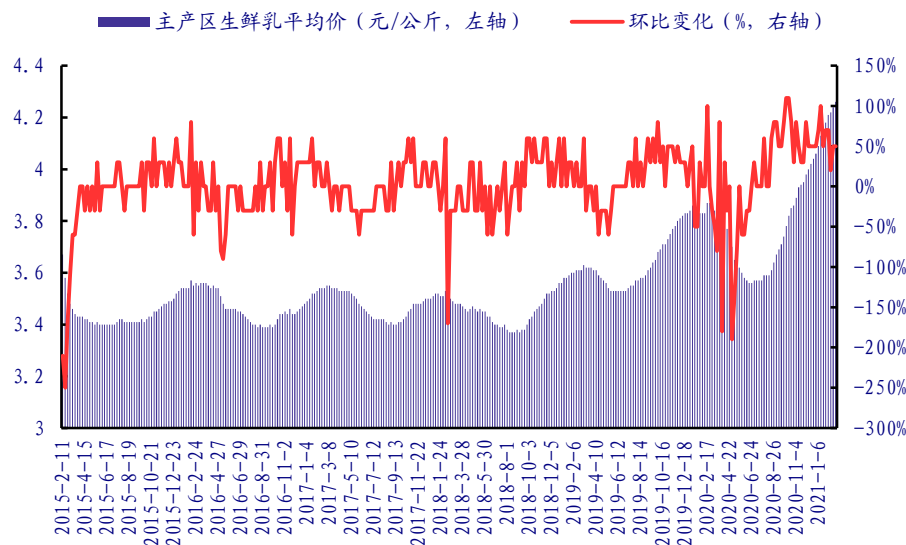
图 6: PPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

生鲜乳价格持续走高，1月同比加速。2020年1月主产区生鲜乳平均价同比增速为10.33%左右，比上月平均同比增速(8.24%)增加2.09个百分点，从2020年下半年以来，同比增速呈现逐月加速的态势。就绝对价格而言，生鲜乳价格1月20日当周奶价(4.26元/公斤)，达2015年以来的阶段性高点，接近2014年2月上一次高点(4.27元/公斤)，高于2012年以来的平均水平。

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

生猪生产较快恢复, 牛羊禽生产稳定增长

2020 年全国猪牛羊禽肉产量 7639 万吨, 比上年略减 10 万吨, 下降 0.1%。猪肉产量略有下降, 牛羊肉、禽肉、禽蛋和牛奶产量不同程度增长。

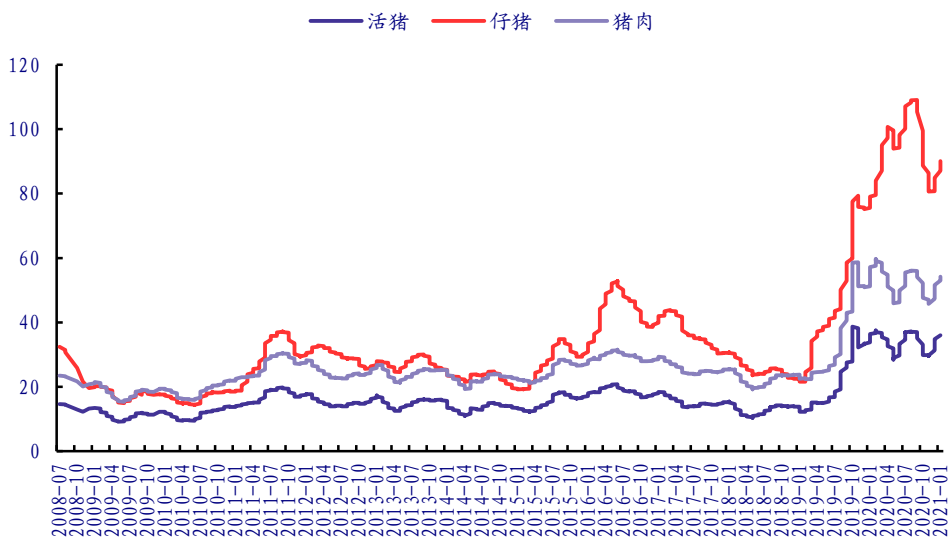
生猪存栏持续较快恢复, 出栏降幅明显收窄; 2020 年末, 生猪存栏、能繁殖母猪存栏比上年末分别增长 31.0%、35.1%。2020 年, 各地积极落实生猪稳产保供各项政策措施, 新建、扩建养殖场陆续建成投产, 有力促进生猪产能持续回升。2020 年末全国生猪存栏 40650 万头, 比上年末增加 9610 万头, 同比增长 31.0%, 恢复到 2017 年末的 92.1%; 比三季度末增加 3612 万头, 环比增长 9.8%, 生猪存栏连续 5 个季度环比增长。2020 年, 全国生猪出栏 52704 万头, 比上年减少 1715 万头, 下降 3.2%, 降幅比前三季度收窄 8.5 个百分点。其中, 三季度出栏同比增速转正后, 四季度进一步加快, 四季度生猪出栏比上年同期增长 22.9%。2020 年, 全国猪肉产量 4113 万吨, 比上年减少 142 万吨, 下降 3.3%, 降幅比前三季度收窄 7.4 个百分点。

牛羊生产稳中略增, 牛奶产量增加。2020 年末全国牛存栏 9562 万头, 比上年末增加 424 万头, 增长 4.6%。2020 年, 全国肉牛出栏 4565 万头, 比上年增加 32 万头, 增长 0.7%; 牛肉产量 672 万吨, 增加 5 万吨, 增长 0.8%; 牛奶产量 3440 万吨, 增加 239 万吨, 增长 7.5%。2020 年末全国羊存栏 30655 万只, 比上年末增加 583 万只, 增长 1.9%。2020 年, 全国羊出栏 31941 万只, 比上年增加 242 万只, 增长 0.8%; 羊肉产量 492 万吨, 增加 5 万吨, 增长 1.0%。

家禽生产稳定增长, 禽肉、禽蛋产量增加。2020 年末全国家禽存栏 67.8 亿只, 比上年末增加 2.6 亿只, 增长 4.0%。2020 年, 全国家禽出栏 155.7 亿只, 比上年增加 9.3 亿只, 增长 6.3%; 禽肉产量 2361 万吨, 增加 122 万吨, 增长 5.5%; 禽蛋产量 3468 万吨, 增加 159 万吨, 增长 4.8%。

2020年1月活猪、猪肉、仔猪价格继续小幅上行。根据农业部统计数据，2020年度，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。活猪、猪肉价格分别在8月5日当周、8月26日当周达到第二高点（37.24、56.09元/公斤），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。进入2021年，目前1月20日当周的活猪、猪肉、仔猪价格分别为36.01、54.22、90.09元/公斤，自2020年11月中以来持续上行。

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

1月21日的商务部新闻发布会上，商务部新闻发言人高峰回应记者提问时指出，商务部将增加货源供应，动员连锁超市、农副产品批发市场增加库存，指导商贸流通企业根据不同消费群体的多样化需求，组织适销商品供应市场，同时商务部还将进一步加大储备肉投放力度，增加肉类供应；指导各地商务主管部门适时投放蔬菜、肉类等储备。据悉，去年12月以来，已投放中央储备猪肉6.5万余吨，牛羊肉2200余吨。

日前，国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制、中央农村工作领导小组综合组办公室联合印发《冬春季农村地区新冠肺炎疫情防控工作方案》，对农村地区及返乡人员相关防疫工作进行部署。文件指出，返乡人员需持7天内有效新冠病毒核酸检测阴性结果返乡，返乡后实行14天居家健康监测，其间不聚集、不流动，每7天开展一次核酸检测。

而近期北京、上海、安徽、河南、山东等多地发出建议，春节非必要不返乡，鼓励就地过年，这对春节期间的商品供应提出了不小的挑战。

发布会上，高峰指出，为在常态化疫情防控下做好春节期间市场供应保障工作，商务部将会同各地商务主管部门积极采取措施，增加节日供应。

一是增加货源供应。加强蔬菜运销大户与蔬菜基地产销衔接，确保蔬菜市场平稳运行；指导商贸流通企业根据不同消费群体的多样化需求，组织适销商品供应市场，提高服务水平和商品质量；动员连锁超市、农副产品批发市场增加库存，畅通供货渠道，提高水产品、牛羊肉、鸡肉等产品的上市量，丰富老百姓的节日餐桌。

二是投放储备商品。12月以来，为保障“两节”市场供应，商务部会同有关部门已投放中央储备猪肉6.5万余吨，牛羊肉2200余吨，增加肉类市场供应，稳定市场预期。我们将根据市场情况，进一步加大投放力度，指导各地商务主管部门适时投放蔬菜、肉类等储备，有效稳定节日市场供应。

三是加强便民服务。举办“2021网上年货节”，推动采办年货、赶大集等活动“上云”、“在线”，引导电商企业开启春节“不打烊”模式，推出更多定制化、智能化、绿色化、品质化商品和服务；引导餐饮等生活服务企业提供年夜饭、寿喜宴等餐饮配送服务，满足人民群众节日消费需求。

四是强化市场监测。密切关注市场运行动态，及时掌握重点地区市场运行情况，适时启动日报监测制度；指导各地商务主管部门深入批发市场、超市、农贸市场等，加强重要生活必需品市场监测预警。

华商储备商品管理中心有限公司发布通知，将在1月28日开展3万吨中央储备冻猪肉投放竞价交易。包含上述投放在内，2021年以来，国家已投放中央储备冻猪肉11万吨。

根据国家有关部门安排，华商储备商品管理中心有限公司将在1月28日开展中央储备冻猪肉投放竞价交易，投放量为3万吨。据统计，这已经是2021年以来国家第4次投放中央储备冻猪肉，加上华商储备商品管理中心有限公司1月7日、15日、21日分别投放的2万吨、3万吨、3万吨中央储备冻猪肉，2021年以来，国家已投放中央储备冻猪肉11万吨。

商务部消费促进司司长朱小良表示，春节期间会同相关部门根据形势变化，每周按照组织投放2万到3万吨中央储备肉节奏，向市场增加供应。部署各地科学预判就地过年的需求规模，因势因时投放地方储备；指导督促大型流通企业把握今年春节消费市场的新变化，加强供需衔接、产销对接、货源调度。针对近期重点防疫保供地区，组织重点保供企业落实货源、随时做好应急调运的准备；指导协调相关地区建立健全就近跨区域的联保联控机制。

2月2日，华商储备商品管理中心发布公告，宣布将于2月4日、2月9日两次挂牌投放各3万吨中央储备冻猪肉，这是近期国家组织的第8、9批投放。2月2日，大中城市精瘦肉价格平均为29.96元/斤，比10天前下降1.3%，同比下降了12%。预计随着更多地方启动储备肉投放，猪肉价格可能继续缓慢回落。展望后期，2021年上半年生猪出栏量可能明显增加，猪肉价格有望继续下降，广大群众猪肉消费将有更坚实的供应保障。

2. 酒饮料和精制茶制造业持续恢复态势较为明确

2020年，面对严峻复杂的国际形势、艰巨繁重的国内改革发展稳定任务特别是新冠肺炎疫情的严重冲击，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，统筹疫情防控和经济社会发展取得重大成果。

产业循环逐步畅通，市场需求持续改善，工业企业利润稳步提升。

2020年12月份，规模以上工业企业实现利润总额7071.1亿元，同比增长20.1%，增速比11月份加快4.6个百分点。

2020全年来看，我国工业企业利润数据呈现以下特征：

一、工业企业效益持续改善

企业利润逐季回升，单月连续7个月较快增长。2020年，全国规模以上工业增加值比上年增长2.8%，规模以上工业企业营业收入增长0.8%。生产和销售稳定恢复，为利润增长提供了有力支撑。2020年，规模以上工业企业实现利润64516.1亿元，比上年增长4.1%。分季度看，今年利润呈现“由负转正、逐季加快”的走势。受疫情严重冲击影响，一季度利润同比大幅下降36.7%，随着“六稳”“六保”任务不断落实落细，企业复工复产水平稳步提升，二季度利润增长4.8%，增速实现由负转正，三季度增速回升至15.9%，四季度进一步加速至20.8%。12月份，规模以上工业企业利润同比增长20.1%，增速比11月加快4.6个百分点，继5月份实现月度增速由负转正后，连续7个月保持两位数增长。

利润增长面超过六成，制造业拉动作用明显。分行业看，2020年，在41个工业大类行业中，有26个行业利润比上年增长，比前三季度增加5个，其中15个行业利润增速达到两位数，利润增长的行业面为63.4%。分门类看，2020年，制造业利润比上年增长7.6%，增速比前三季度加快6.5个百分点，比规模以上工业增速高3.5个百分点，拉动全年规模以上工业企业利润增长6.4个百分点；采矿业利润下降31.5%，降幅比前三季度收窄5.7个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长4.9%，增速加快2.3个百分点。

单位成本连续下降，盈利能力有所增强。一系列助企纾困政策持续发力，营商环境不断优化，全年新增减税降费预计超2.5万亿元，有效缓解了企业经营压力。2020年，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为83.89元，比上年下降0.11元，比前三季度下降0.35元。其中，四季度每百元营业收入中的成本同比下降0.52元，比三季度下降0.65元，连续两个季度同比、环比均下降。企业盈利能力明显提升。2020年，规模以上工业企业营业收入利润率为6.08%，比上年提高0.2个百分点；月度营业收入利润率自5月份以来连续8个月同比提高。

企业亏损面逐季缩小，亏损程度不断减轻。2020年末，规模以上工业企业亏损面为17.3%，比3月末的34.8%大幅下降17.5个百分点，比6月末、9月末分别下降8.7和4.7个百分点。亏损企业亏损额虽比上年增长2.8%，但增亏幅度比前三季度减少15.3个百分点。分季度看，亏损额呈现“由升转降、降幅扩大”的走势。一、二季度亏损企业亏损额分别增长42.9%和13.1%，三季度转为下降21.4%，四季度亏损额进一步下降33.0%。

二、主要工业板块利润均实现正增长

装备制造业利润率先恢复且增长稳健。受益于环保标准切换、基建项目推进和宅经济带动，装备制造业盈利率先恢复，二季度利润增长实现由负转正，三、四季度保持两位数增长。2020年，装备制造业利润比上年增长10.8%，拉动规模以上工业企业利润增

长 3.7 个百分点，对制造业整体带动作用明显。其中，通用设备、专用设备、电子等行业增长较快，全年利润分别增长 13.0%、24.4%和 17.2%；汽车和电气机械行业利润延续稳定增长，与前三季度相比向好态势进一步增强。

高技术制造业利润保持较快增长。2020 年，高技术制造业利润比上年增长 16.4%，增速比前三季度加快 3.5 个百分点，是利润增长最快的工业行业板块，自二季度增速转正以来持续保持两位数增长。全年高技术制造业实现利润占规模以上工业企业的比重为 17.8%，比 2019 年提高 1.9 个百分点，有力推动了工业利润结构的不断优化。

原材料制造业累计利润增长实现由负转正。随着上下游产业链逐步畅通，在国内市场需求回暖以及石油化工、有色金属等国际大宗商品价格回升等因素共同作用下，原材料制造业利润在年初大幅下滑后快速修复、逐季改善。特别是下半年以来，原材料制造业利润连续两个季度较快增长，对全年利润增速转正发挥了重要作用。2020 年，原材料制造业利润比上年增长 4.5%，1-11 月份为下降 1.7%，全年利润增长实现由负转正。其中，石油加工和钢铁行业累计利润降幅明显收窄，全年分别下降 26.5%和 7.5%，降幅较前三季度收窄 39.7 和 11.2 个百分点；化工行业累计利润增长 20.9%，前三季度为下降 17.7%；有色行业利润增长 20.3%，增速进一步加快。

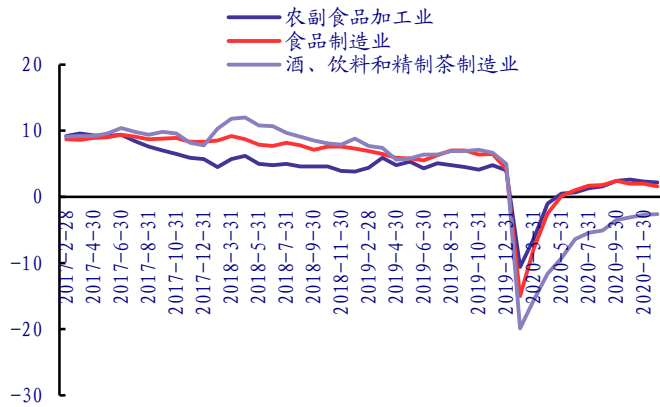
消费品制造业利润恢复不断巩固。2020 年，消费品制造业利润比上年增长 5.1%，增速比前三季度加快 0.7 个百分点。其中，造纸和医药等疫情相关行业利润分别增长 21.2%和 12.8%，增速比前三季度分别加快 7.9 和 4.6 个百分点；农副食品加工、食品制造、酒饮料茶、纺织等必需消费品行业利润延续稳定增长，增速在 5%-10%之间；服装、皮革、化纤、文娱用品、家具制造等非必需消费品行业利润降幅较前三季度进一步收窄。

三、各类市场主体利润改善

随着大规模减税降费、减租降息等一系列助企纾困政策措施持续显效，各类市场主体活力增强，各种所有制工业企业利润全面提升。国有控股企业利润降幅明显收窄。2020 年，规模以上国有控股工业企业利润比上年下降 2.9%，但降幅较前三季度大幅收窄 11.4 个百分点，其中三、四两个季度均保持两位数增长。私营企业利润增长由降转升。私营企业全年利润比上年增长 3.1%，前三季度为下降 0.5%。外资企业利润增长加快。外商及港澳台商投资企业利润增长 7.0%，增速比前三季度加快 4.4 个百分点，自二季度增速转正以来连续三个季度保持两位数增长。

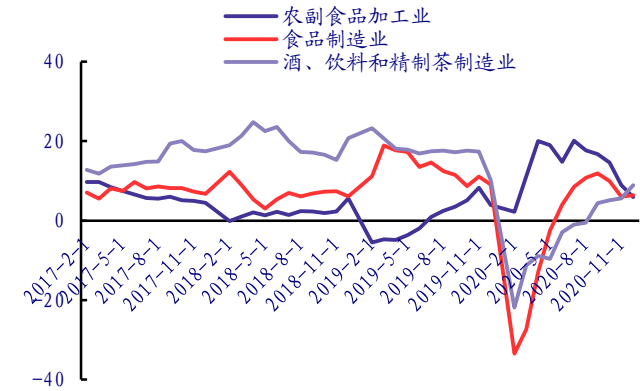
2020 年，工业企业生产经营持续稳定恢复，企业盈利实现了快速企稳、持续向好。同时也要看到，工业企业仍面临着应收账款较快增长、库存增加和现金流压力较大等问题。2021 年，要加快构建新发展格局，着力畅通经济循环，保持宏观政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，不断巩固工业经济稳定恢复态势，实现“十四五”发展良好开局。

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, 2020 年度, 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 2.20%、1.60%、-2.60%, 除酒、饮料和精制茶制造业仍处于环比持续恢复态势, 农副食品加工、食品制造业近三月环比微有下降; 利润总额累计同比增速分别为 5.90%、6.40%、8.90%, 其中农副食品加工业利润累计增速自 7 月以来环比持续下降, 食品制造业近月有所波动, 但仍低于 7-9 月水平, 酒饮料和茶制造业利润总额与收入趋势一致, 全年看处于较为明显、持续的环比恢复进程。

3. 2020年12月，食品相关工业固定资产投资降幅持续缩窄

12月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.3%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较11月份加快0.3个百分点。从环比看，12月份，规模以上工业增加值比上月增长1.10%。2020年，规模以上工业增加值比上年增长2.8%。

分三大门类看，12月份，采矿业增加值同比增长4.9%，增速较11月份加快2.9个百分点；制造业增长7.7%，增速与上月持平；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.1%，加快0.7个百分点。

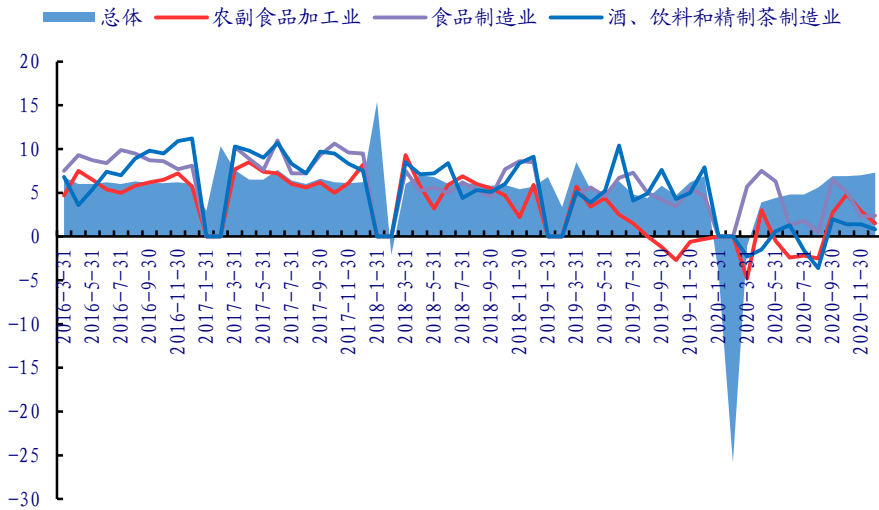
分经济类型看，12月份，国有控股企业增加值同比增长6.4%；股份制企业增长7.0%，外商及港澳台商投资企业增长8.5%；私营企业增长7.6%。

分行业看，12月份，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长1.5%，纺织业增长5.2%，化学原料和化学制品制造业增长7.5%，非金属矿物制品业增长7.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长10.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长3.8%，通用设备制造业增长11.1%，专用设备制造业增长8.7%，汽车制造业增长9.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长8.7%，电气机械和器材制造业增长15.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.4%，电力、热力生产和供应业增长5.4%。

2020全年看，工业特别是制造业总体呈现稳步恢复、逐季回升的态势。2020年，我国规模以上工业增加值比上年增长2.8%，其中制造业增长3.4%，制造业快于整个工业。分季度看，规模以上工业增加值一、二、三、四季度同比增速分别为-8.4%、4.4%、5.8%、7.1%，从季度看，回到了正常的增长水平。特别是支柱产业的支撑作用在增强，装备制造业加快恢复，2020年，装备制造业增加值比上年增长6.6%，高于全部规上工业平均水平3.8个百分点，对全部规上工业增长的贡献率达到了70.6%。三四季度均实现了两位数的增长。新产业新产品蓬勃发展。2020年，规模以上高技术制造业增加值比上年增长7.1%，快于全部规上工业4.3个百分点。很多产品大幅增产，比如3D打印设备、智能手表、民用无人机、集成电路圆片，这些新兴产品增速都达到1倍以上，市场需求很大。

12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1.50%、2.40%、0.80%，三个行业环比9-11月整体水平略下降。

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

2020年1-12月份, 全国固定资产投资(不含农户)518907亿元, 比上年增长2.9%, 增速比1-11月份提高0.3个百分点。其中, 民间固定资产投资289264亿元, 增长1.0%, 增速提高0.8个百分点。从环比速度看, 12月份固定资产投资(不含农户)增长2.32%。

分产业看, 第一产业投资13302亿元, 比上年增长19.5%, 增速比1-11月份提高1.3个百分点; 第二产业投资149154亿元, 增长0.1%, 1-11月份为下降0.7%; 第三产业投资356451亿元, 增长3.6%, 增速提高0.1个百分点。

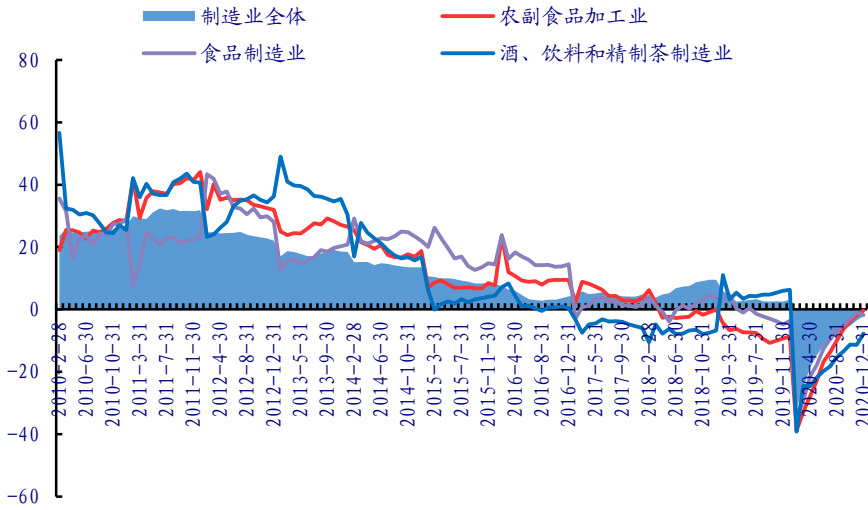
第二产业中, 工业投资比上年增长0.1%, 1-11月份为下降0.8%。其中, 采矿业投资下降14.1%, 降幅扩大4.9个百分点; 制造业投资下降2.2%, 降幅收窄1.3个百分点; 电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长17.6%, 增速提高0.1个百分点。

第三产业中, 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)比上年增长0.9%, 增速比1-11月份回落0.1个百分点。其中, 铁路运输业投资下降2.2%, 1-11月份为增长2.0%; 道路运输业投资增长1.8%, 增速回落0.4个百分点; 水利管理业投资增长4.5%, 增速提高1.4个百分点; 公共设施管理业投资下降1.4%, 降幅收窄0.4个百分点。

分地区看, 东部地区投资比上年增长3.8%, 增速比1-11月份提高0.3个百分点; 中部地区投资增长0.7%, 1-11月份为下降0.7%; 西部地区、东北地区投资分别增长4.4%和4.3%, 增速均提高0.2个百分点。

2020年1-12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-0.40%、-1.80%、-7.80%, 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

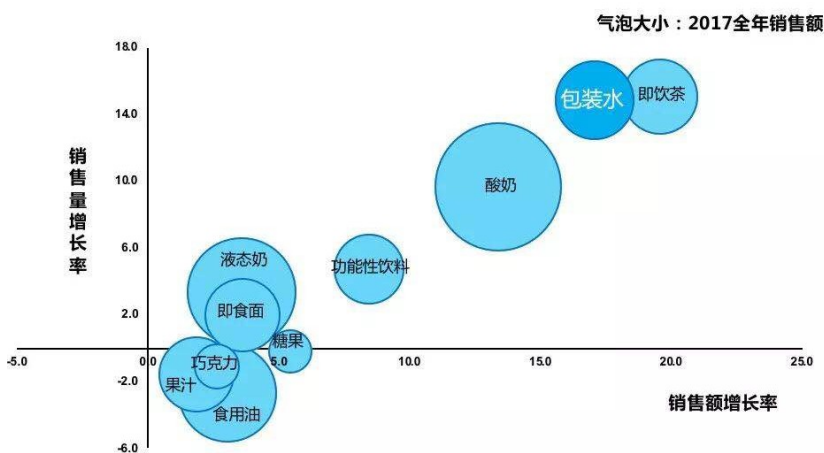
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续

(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

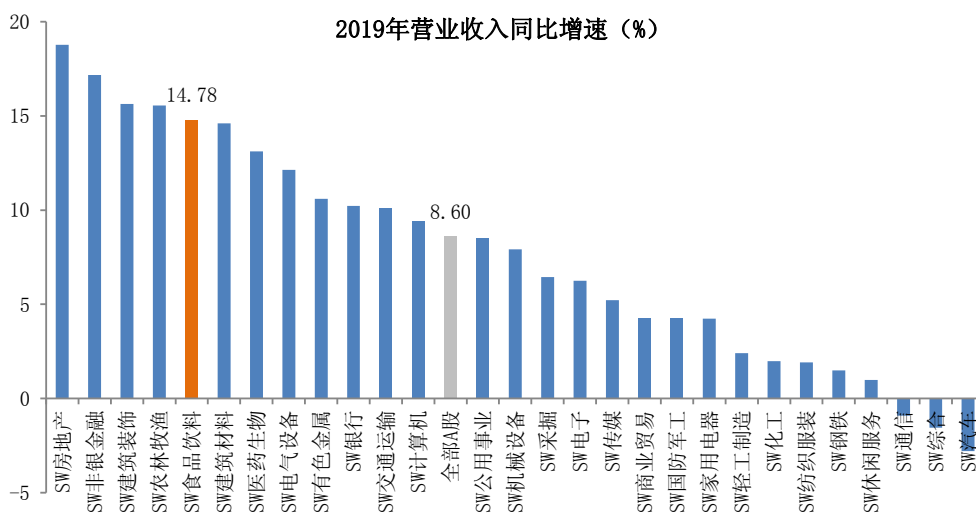
排名	排名变动	品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	购买频次	消费者触及数增长 (%)
1	0	伊利	1,218	89.6	7.9	6
2	0	蒙牛	1,043	87.2	6.9	0
3	0	康师傅	916	82.6	6.4	0
4	1	海天	499	71.4	4.1	6
5	-1	旺旺	475	65.8	4.2	-9

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

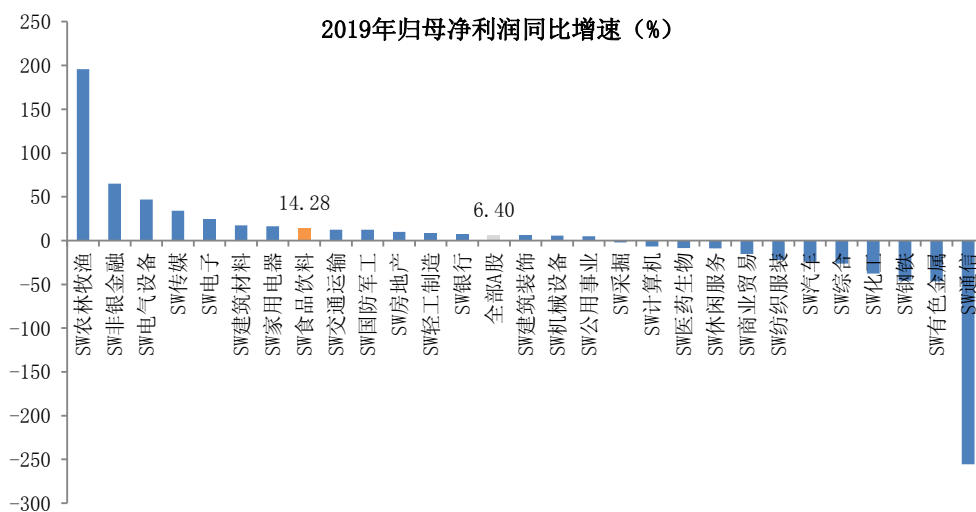
2019 全年食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体。2019 年全部 A 股营业收入同比增长 8.60%，归母净利润同比增长 6.40%；食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体，2019 年营业收入同比增长 14.78%，归母净利润同比增长 14.28%。

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



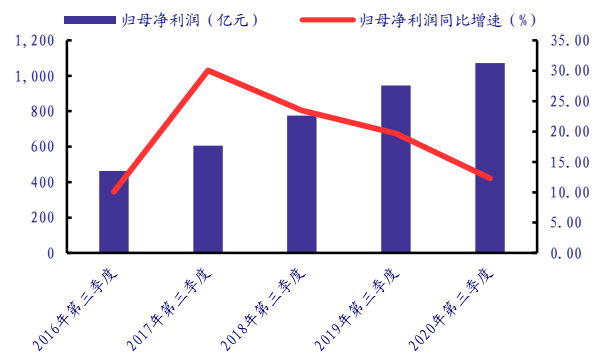
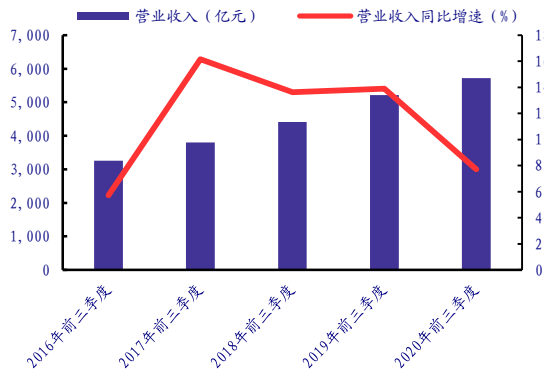
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

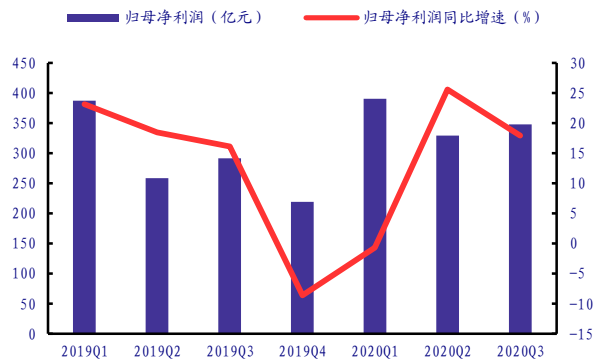
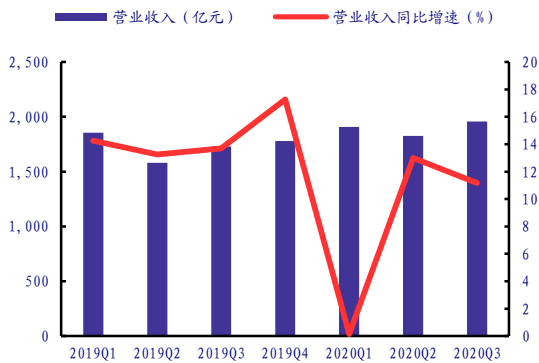
图 2: 2016-2020 年前三季度食品饮料归母净利润及增速



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 年前三季度，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

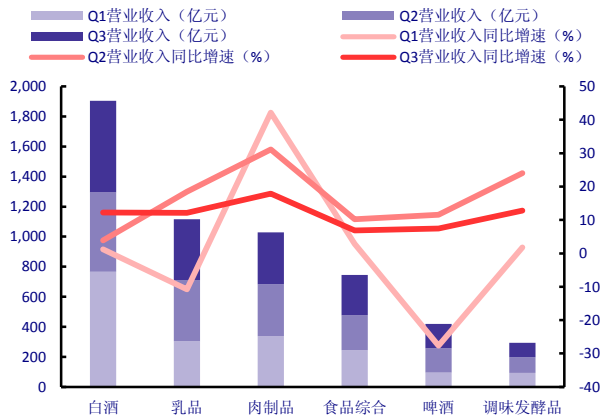
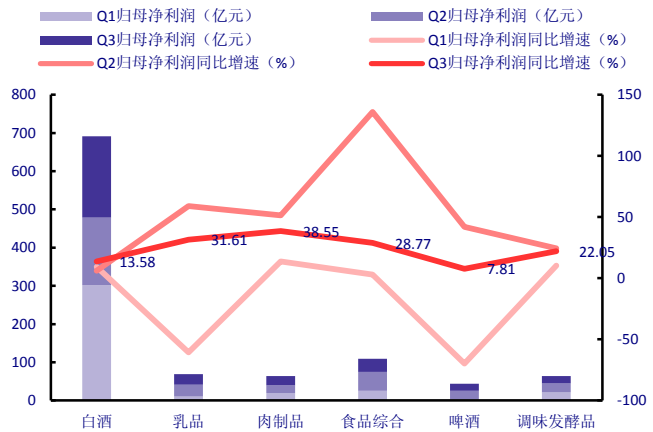


图 11: 2020Q1-3 食品饮料行业子板块净利润及其增幅



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 16: 中国白酒产量及增速

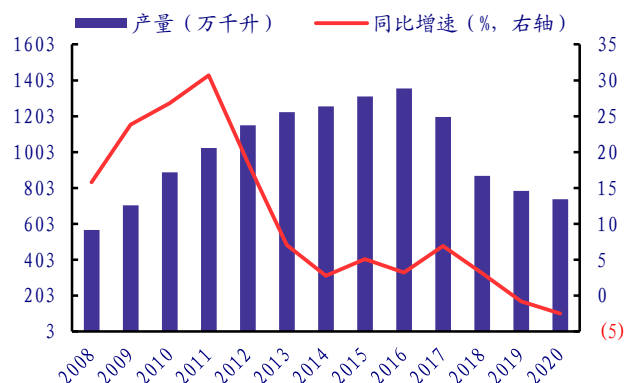
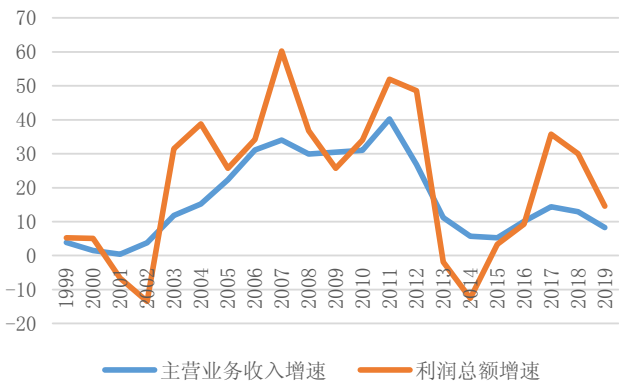


图 17: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)



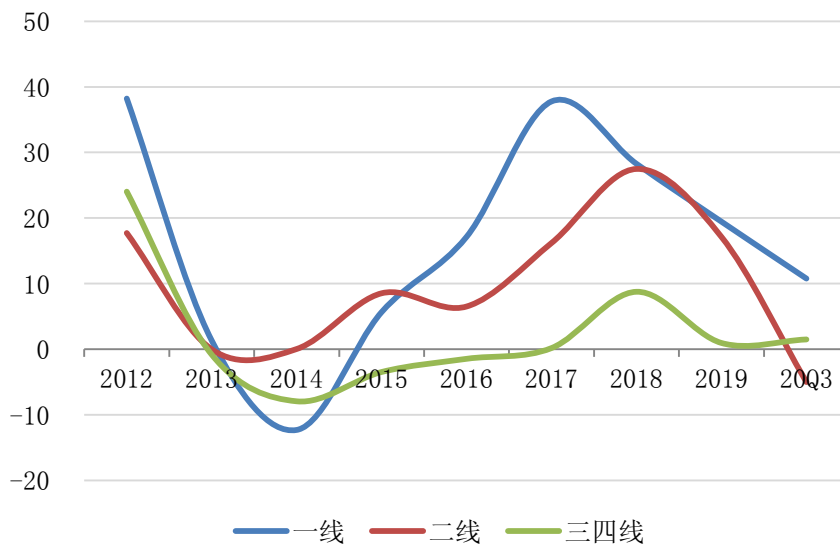
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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 18：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

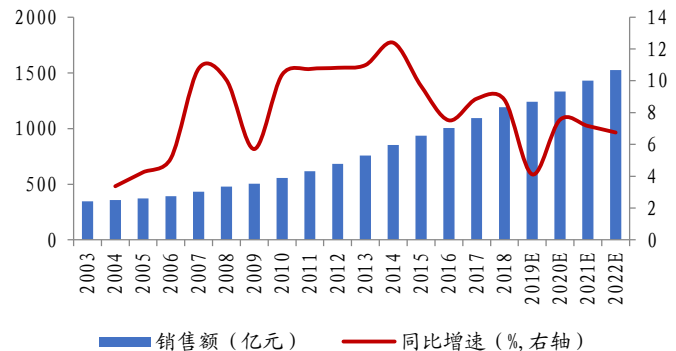
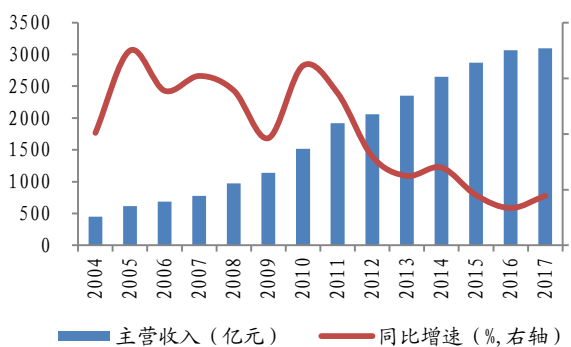
2. 调味品：外出用餐和消费升级打开行业天花板

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 19：调味品市场规模和增速

图 20：调味品零售市场规模和增速



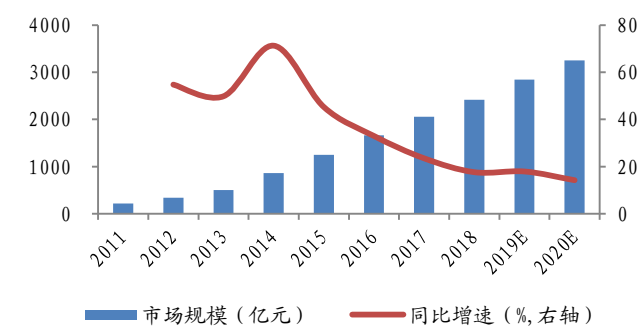
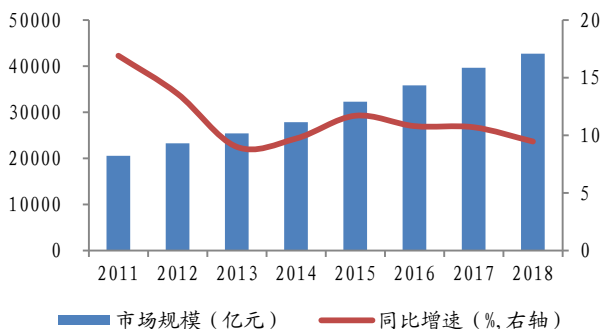
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

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 21：餐饮市场规模及增速

图 22：在线餐饮外卖市场规模及增速

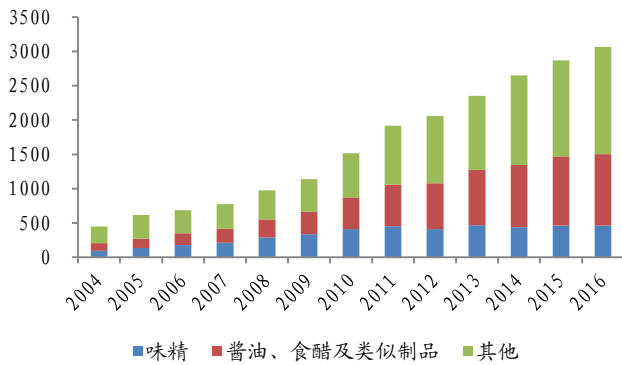


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院整理

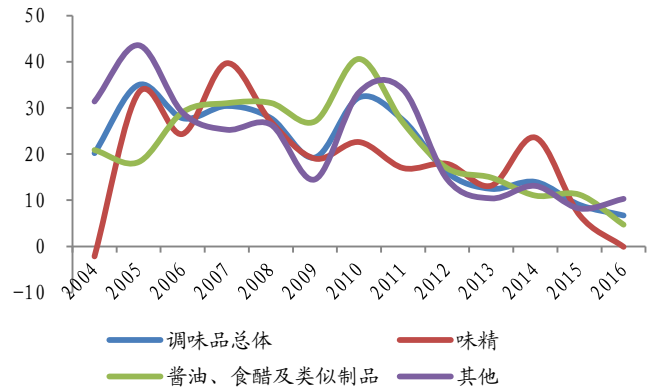
根据国家统计局数据，2016年中国调味品市场规模为3064.1亿元，其中酱油、食醋及类似制品1041.4亿元，味精462.6亿元，其他1560.1亿元；2016年调味品总体增速为6.7%，酱油、食醋及类似制品4.7%，味精-0.1%，其他10.3%。味精进入负增长，其他调味品增速较高、超过调味品整体增速水平。

图 23: 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 24: 2004-2016 年中国调味品市场增速

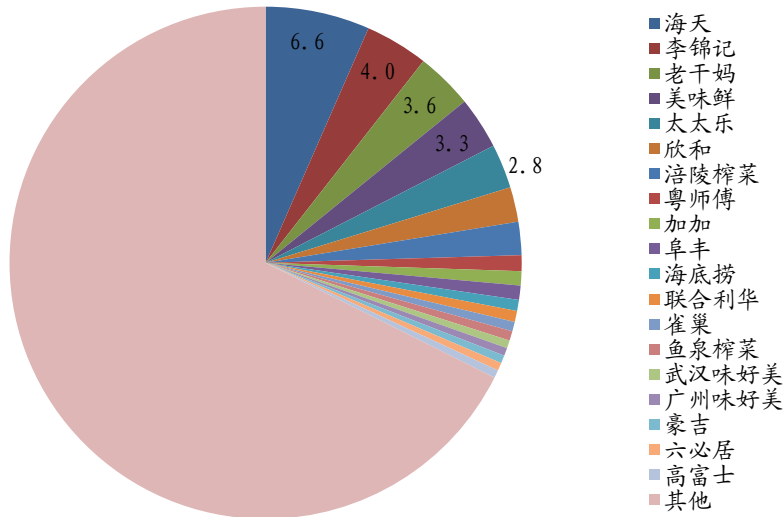


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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 25: 2018 年调味品零售市场公司占有率 (%)

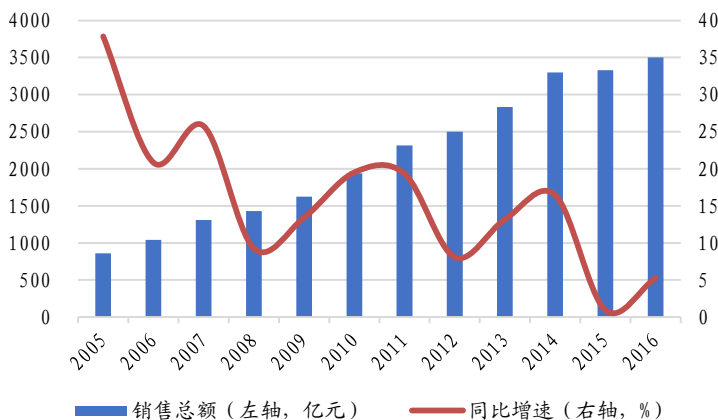


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

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 26: 我国乳品业销售呈现周期性, 长期看整体增速放缓



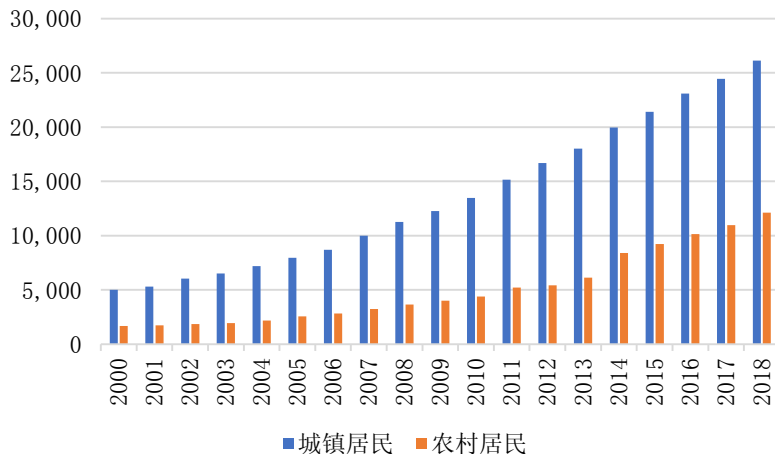
资料来源: Wind, 中国奶业年鉴, 中国银河证券研究院整理

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。

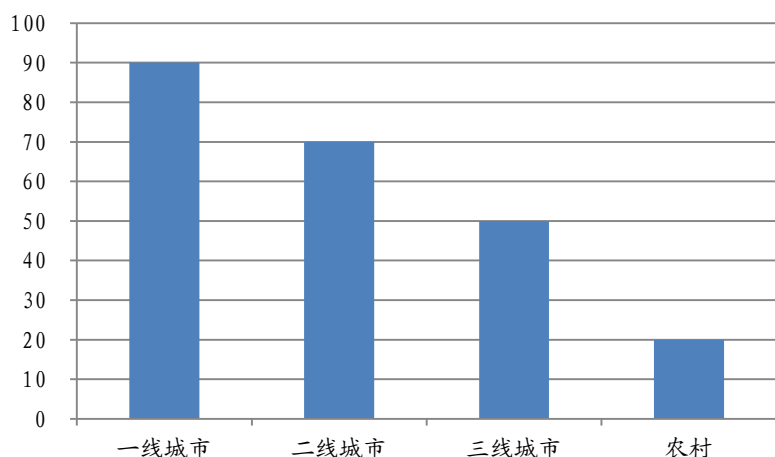
图 27: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)



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 28: 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

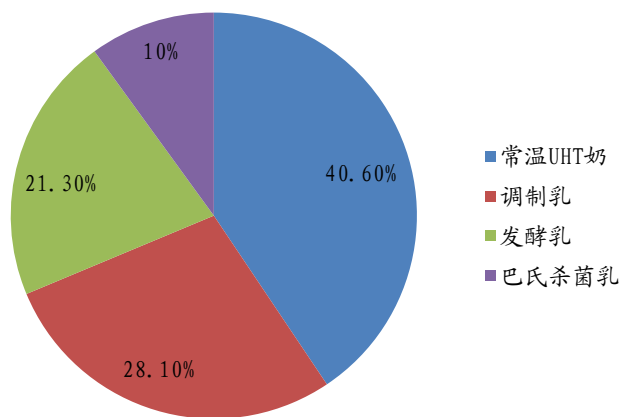
尼尔森联合百度指数的统计同样表明，下线城市（县乡镇）对于乳制品增长的助推作用明显。百度指数显示，乳制品的日均搜索指数达到180万以上，搜索指数增幅达29.5%，而2017年下线城市的搜索指数高达38%，销售额增幅贡献达到52%。

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 29：中国液态奶消费结构

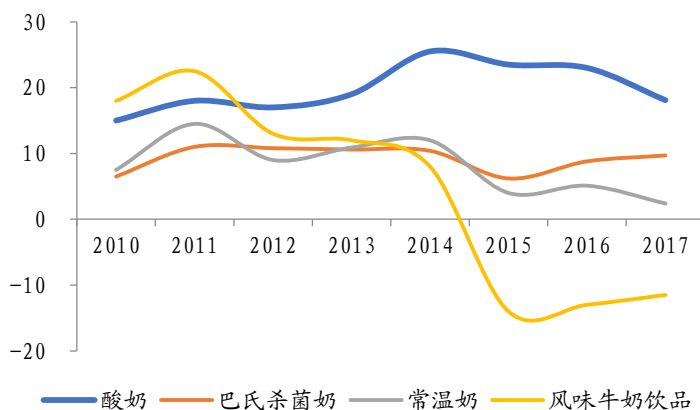


资料来源：中国奶业协会《中国奶业质量报告2017》，中国银河证券研究院整理

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 30：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 2019 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%；受疫情影响，2020 年全年行业产量 3411 万千升，同比增速-7%。若去掉疫情的短期影响，从行业年产量的中长期变化趋势来看，在 2013 年达到 5,062 万千升的高点之后产量持续下行。

图 31：我国啤酒行业年产量（万千升）

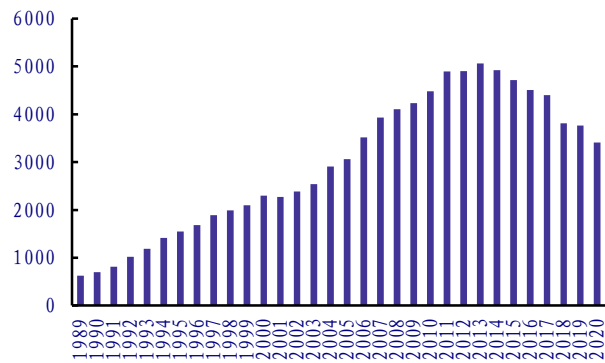
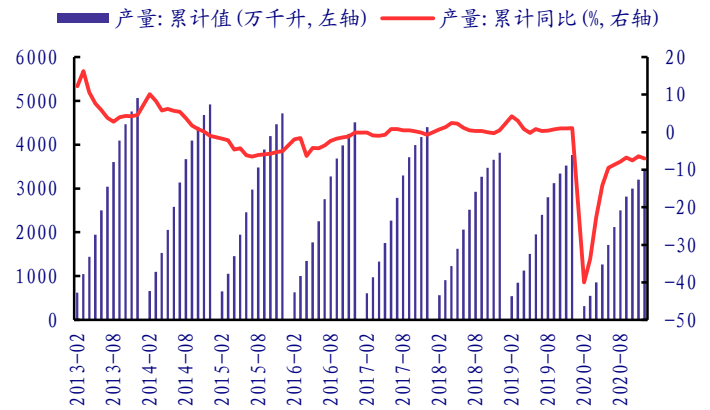


图 32：我国啤酒月产量

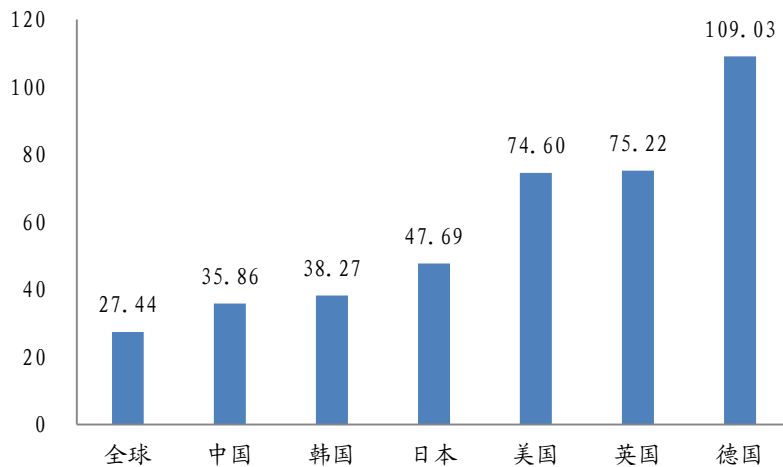


资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

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 33：2011 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。

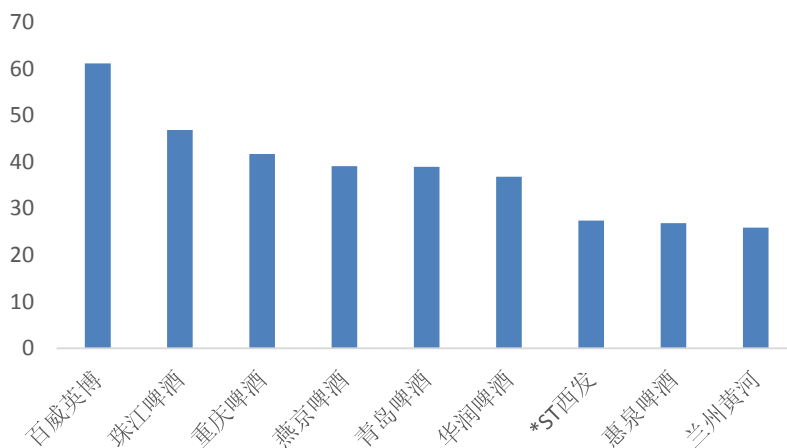
表 2: 2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化

	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 34: 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%

截止2021年1月份，食品饮料行业共有A股上市公司109家，占整个A股4175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7.7%。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%。

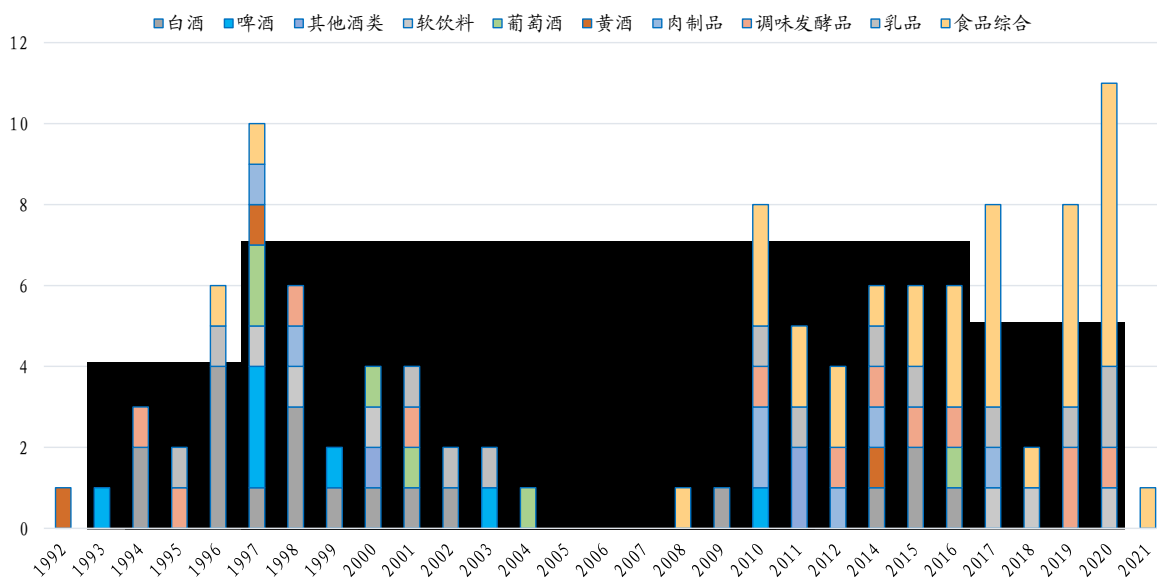
白酒子行业资本化程度较高。2019 年白酒上市公司总营收为 2521 亿元，合计利润总额为 1176 亿元。根据国家统计局数据，2019 年全年规模以上白酒企业 1176 家，比上年减少 269 家；全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 785.95 万千升，同比下降 0.76%；累计实现销售收入、利润总额分别为 5617.82、1404.09 亿元，同比增长 8.24、14.54%。按此计算，19 家白酒上市公司（占全国白酒企业数 1.2%）实现收入占全行业 44.87%，利润总额占全行业 83.76%。

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，10-12 月新上市 5 家，食品综合、乳品各 2 家，调味发酵品 1 家；全年上市达 11 家。

2021 年 1 月食品综合新上市 1 家。

图 35: 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

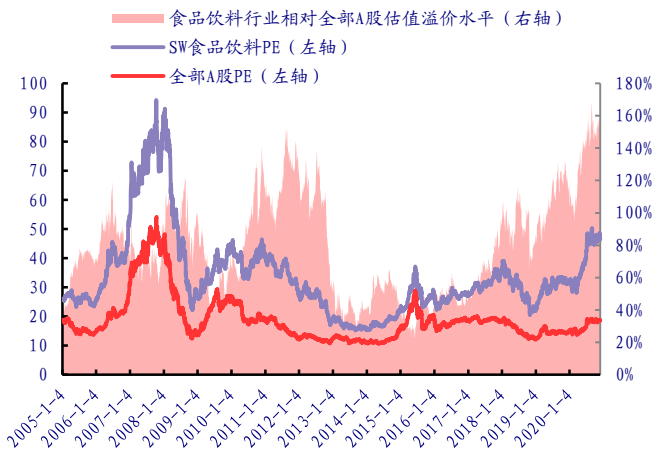
（二）1 月食品饮料相对 A 股溢价高于 2020 全年水准

食品饮料板块绝对估值处于历史中等偏高位置。截至 2021 年 1 月 29 日收盘，SW 食品饮料行业市盈率为 57.92 倍（TTM 整体法，剔除负值），处于 2005 年以来的 92 分位水平；全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 19.37 倍和 26.15 倍，分别处于 2005 年以来的 71.7 分位和 61.3 分位水平。

2020 年度，食品饮料板块相对整体 A 股溢价继 8 月底达到年内高点（168.24%），9 月中下旬略降，11 月中上旬有所回升，至 12 月底超越前期高点，达到 186.42%。2021

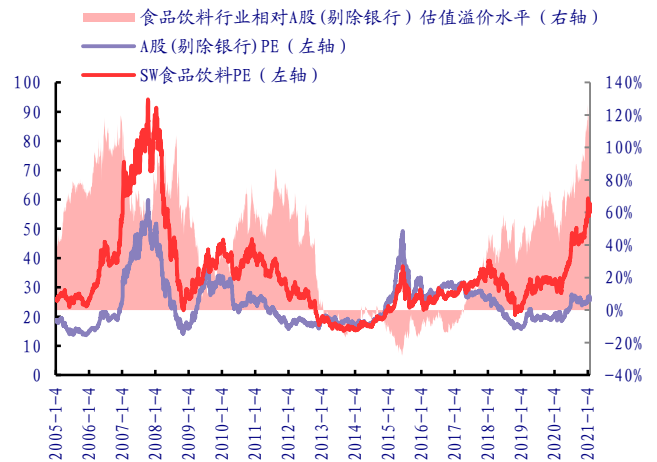
年1月底SW食品饮料股相对全部A股溢价率为189.72%，继1月内继续创新高(200.95%)后小幅回落，但仍然显著高于2020全年水平。目前SW食品饮料相对全部A股的溢价率和相对非银行A股的溢价率仍然高于2005年以来的平均水平。

图 36: 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 37: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价

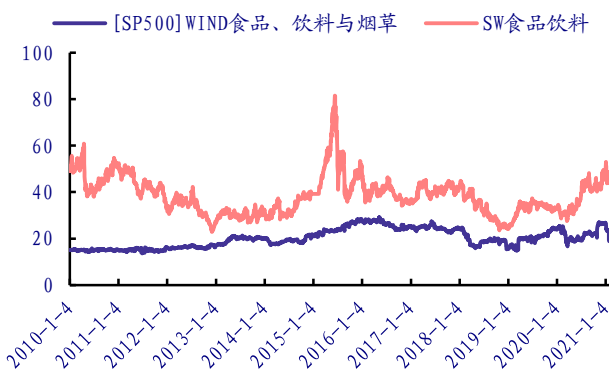


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（三）国际估值比较：A 股食品饮料 PE、PB 均高于美股

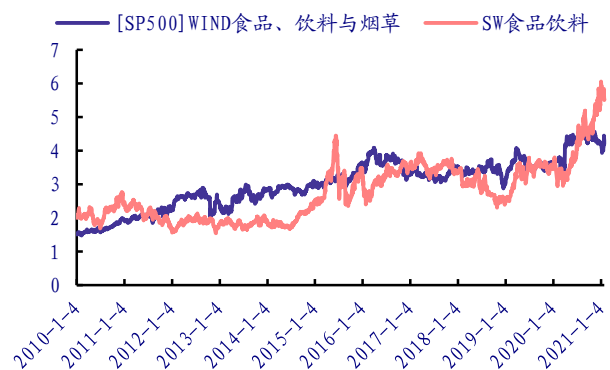
国内食品饮料板块的市盈率\市净率均高于美国市场低。以2021年1月29日收盘价计算，国内食品饮料板块的市盈率为43.90倍（TTM，中值），同期美国市场食品饮料板块的市盈率为18.83倍，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。2021年1月29日国内食品饮料板块的市净率为5.54倍（19年报，中值），同期美国市场食品饮料板块的市净率为4.20倍，我国食品饮料板块的市净率略高于美国市场。

图 38: 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 39: 食品饮料板块国际 PB 估值比较



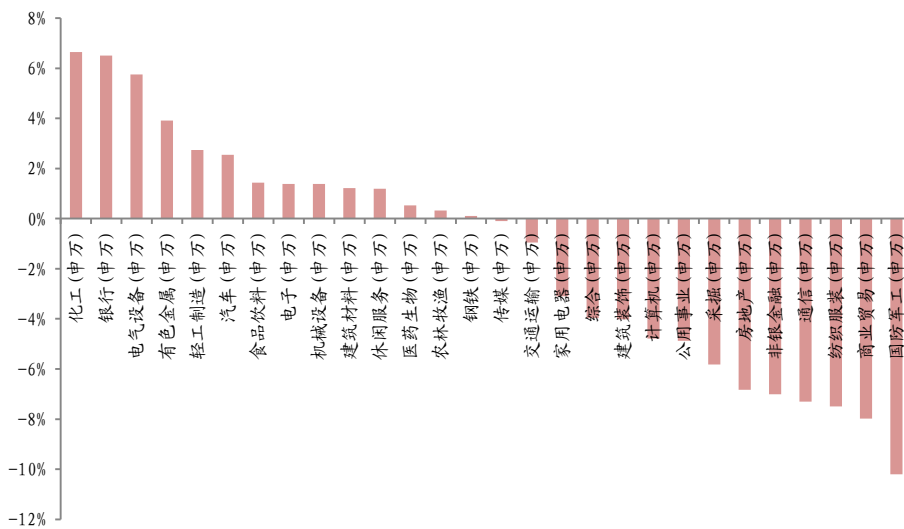
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 食品饮料板块 2021 年 1 月排名第七

食品饮料板块 1 月市场排名第 7 位。截至 2021 年 1 月 29 日，食品饮料板块当月上涨 (1.43%)，在 28 个一级行业中排名第 7。

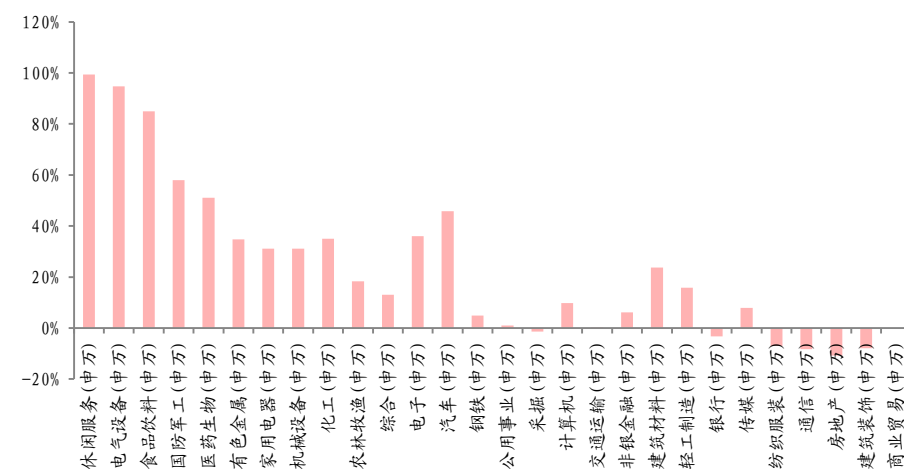
2020 全年食品饮料行业涨幅为 84.97%，在申万 28 个一级行业中排名第 3 位。主要 1 月份下跌较多，跌幅 5.87%，排在第 23 位；2 月涨幅有所恢复，全月上涨 1.27%，排名第 17 位；3-5 月份涨幅居前，分别上涨 4.26%、8.66%、9.07%，分别排名第 3、4、1 位；6、7 月份分别上涨 8.59%、17.29%，分别排名第 8、7 位，仍在前 25% 水准；8 月份重回涨幅第一；9 月食品饮料行业相对出现较大调整，当月排名第 23；10-12 月排名波动较大，分别为 5、19、3 位。

图 40：一级行业月涨幅



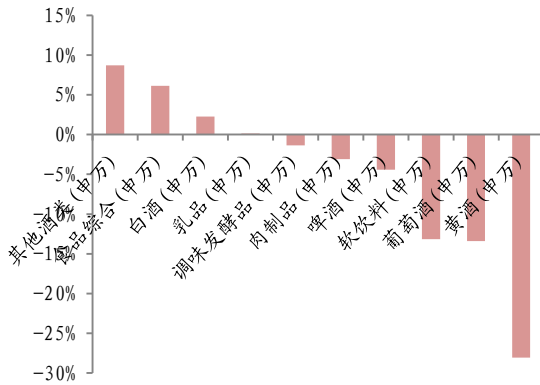
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 41：一级行业 2020 全年涨幅



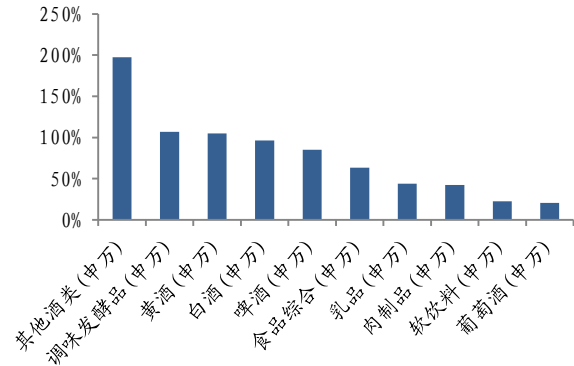
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 42: 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 43: 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: 关注中长期优势价值

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。

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。随着 2021 年初疫情局部略有反复, 以及就地过年、减少出行的普遍倡议, 我们重新将三全食品调入股票池。

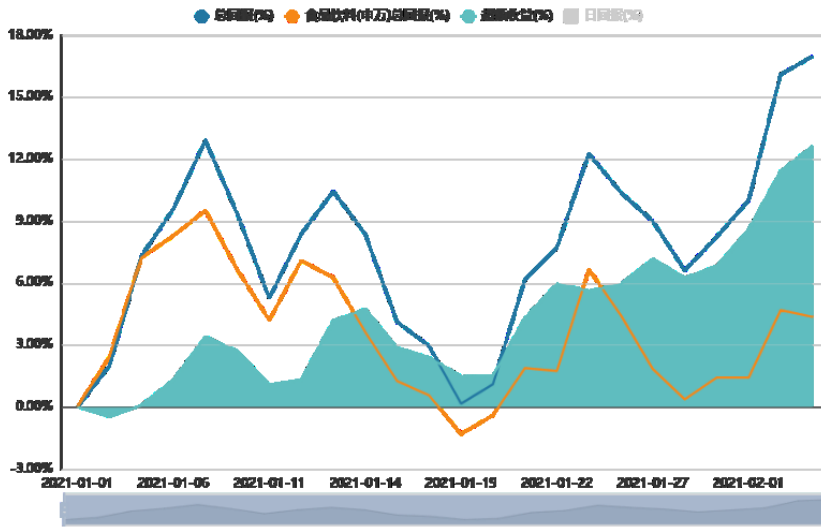
表 3: 核心推荐组合及推荐理由

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: 1 月 11 日调入三全食品, 等权重调仓

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 (1.29) 为 8.24%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、风险提示

食品安全的风险、下游需求走弱的风险、行业政策的风险等。

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

图 40: 一级行业月涨幅	35
图 41: 一级行业 2020 全年涨幅	35
图 42: 食品饮料子行业月涨幅	36
图 43: 食品饮料子行业年初以来涨幅	36

表格目录

表 1: 中国市场消费者首选十大品牌	19
表 2: 2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化	30
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

北京市丰台区西营街8号院1号青海金融大厦15层

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 010-80928023 gengyouyou@ChinaStock.com.cn