

一季度居民消费支出大幅反弹, 下游餐饮逐步恢复

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) 3 月份社会消费品零售总额同比增长 34.2%, 比 1 至 2 月份提升 0.4PCT。一季度, 最终消费支出对经济增长贡献率为 63.4%, 拉动 GDP 增长 11.6 个百分点, 两年平均拉动 GDP 增长 2.5PCT, 是拉动经济增长的主引擎。一季度, 全国居民人均消费支出同比实际增长 17.6%, 两年平均实际增长 1.4%, 其中, 人均食品烟酒支出两年平均增长 9.0%。2021 年 1-3 月份, 下游餐饮收入 10596 亿元, 增长 75.8%, 两年平均下降 1.0%, 环比 1-2 月两年平均降幅缩窄。

2) 4 月份 PMI 为 51.1%, 生产经营活动总体进中有缓。

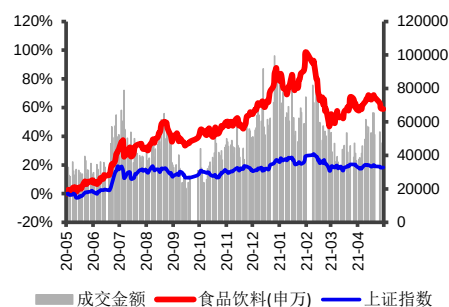
3) 上游原材料方面, 4 月生鲜乳价格稳中略降, 同比增速继续走高。4 月奶价维持较高位 (4.26 元/公斤), 仍接近 2014 年 2 月上一次高点 (4.27 元/公斤)。2020 年 4 月内活猪、猪肉、仔猪价格均小幅下行。2020 年末我国生猪存栏量已恢复到 2017 年末的 92.1%, 生猪产能持续回升; 据农业部预计 6 月份前后, 生猪存栏可以恢复到 2017 年正常年景的水平。

4) 2021 年 1-3 月, 农副食品加工、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 26.00、23.20、30.30%, 利润总额累计同比增速分别为 28.90、52.10、44.10%。若对标 2019 年同期, 农副食品加工、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业主营业务收入两年平均增速为 4.36、4.65、2.38%, 利润总额两年平均增速为 10.04、-0.56、10.95%。

5) 食品饮料板块 4 月市场排名第六。截至 2021 年 4 月 30 日, 食品饮料板块当月上涨 (5.98%), 在 28 个一级行业中排名第 6; 2021 年初以来, 食品饮料板块累计下跌 2.37%, 排名 19。

行业数据

2021-5-7



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

投资建议

2021 年 4 月 SW 食品饮料相对 A 股溢价率 187.26%, 相比 3 月低点已回升 31.06PCT, 同时相较 2 月高点有 13.54%回撤。消费有序稳步恢复支持板块中长期价值。从基本面角度, 我们看好白酒赛道一线白酒价值, 改善明显的成长性个股。

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	13.01	000858.SZ	五粮液	-2.35
600519.SH	贵州茅台	0.44	600809.SH	山西汾酒	9.32

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	10
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	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) 4 月食品饮料相对 A 股溢价仍高于 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 4 月排名第六	35
五、投资建议：中长期择优配置	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 年前进了一位。

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. 1-3 月食品类同比增速基数效应仍然明显，烟酒类表现突出

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%。

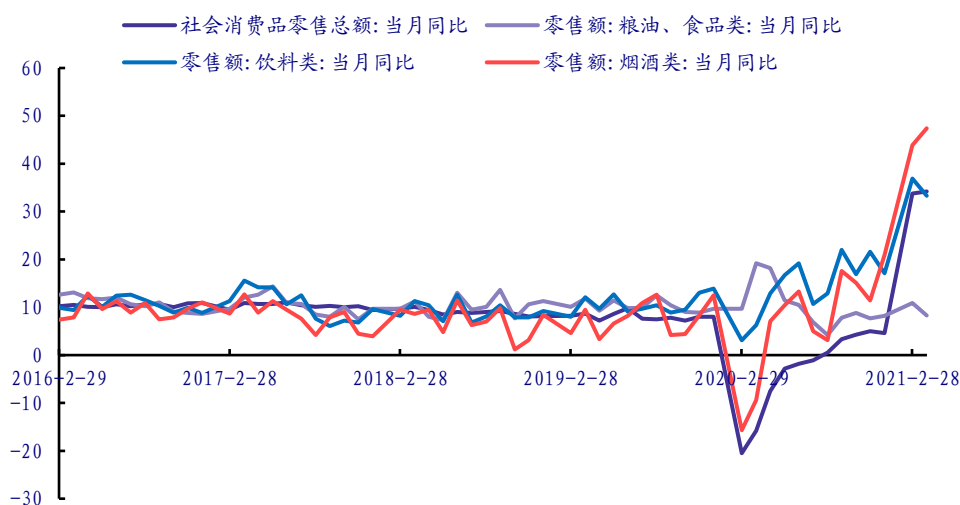
从总量看，2020 年最终消费率接近 55%。2011-2019 年，我国的消费率平均为 53.4%，2020 年尽管受到新冠肺炎疫情的冲击，但最终消费支出占 GDP 的比重仍然达到 54.3%，高于资本形成总额 11.2 个百分点，为近年来的较高水平，消费仍然是经济稳定运行的压舱石。

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。

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。

图 1: 社零同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3 月份, 社会消费品零售总额 35484 亿元, 同比增长 34.2%; 比 2019 年 3 月份增长 12.9%, 两年平均增速为 6.3%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 31554 亿元, 增长 32.5%。扣除价格因素, 2021 年 3 月份社会消费品零售总额实际增长 33%, 两年平均增长 4.4%。从环比看, 3 月份社会消费品零售总额增长 1.75%。

1-3 月份, 社会消费品零售总额 105221 亿元, 同比增长 33.9%, 两年平均增速为 4.2%; 经季节调整, 与去年 10-12 月份环比增长 1.86%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 94612 亿元, 增长 31.2%。

按经营单位所在地分, 3 月份, 城镇消费品零售额 30794 亿元, 同比增长 34.0%, 两年平均增长 6.2%; 乡村消费品零售额 4690 亿元, 增长 34.9%, 两年平均增长 7.1%。1-3 月份, 城镇消费品零售额 91345 亿元, 同比增长 34.6%, 两年平均增长 4.3%; 乡村消费品零售额 13875 亿元, 增长 29.4%, 两年平均增长 3.2%。

按消费类型分, 3 月份, 商品零售 31974 亿元, 同比增长 29.9%, 两年平均增长 6.9%; 餐饮收入 3511 亿元, 增长 91.6%, 两年平均增长 0.9%。1-3 月份, 商品零售 94625 亿元, 同比增长 30.4%, 两年平均增长 4.8%; 餐饮收入 10596 亿元, 增长 75.8%, 两年平均下降 1.0%。

按零售业态分, 1-3 月份限额以上零售业单位中的超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长 7.2%、26.8%、47%、40%和 62.7%。

从数据来看, 今年以来, 消费市场延续了上一年逐季恢复的态势, 呈现恢复性较快增长。具体有三个方面的特点:

第一, 商品零售继续保持较快增长。一季度商品零售额同比增长 30.4%, 两年平均增长 4.8%。其中, 限额以上单位全部 18 个类别商品零售额增速均超过 10%, 其中体育娱乐用品类、通信器材类等 8 类商品零售额两年平均增速都超过 10%。

第二，网上销售增势良好。一季度全国实物商品网上零售额两年平均增长 15.4%，占社会消费品零售总额的比重达到 21.9%。

1-3 月份，全国网上零售额 28093 亿元，同比增长 29.9%，两年平均增长 13.5%。其中，实物商品网上零售额 23067 亿元，增长 25.8%，两年平均增长 15.4%，占社会消费品零售总额的比重为 21.9%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 30.5%、39.6%和 21.4%，两年平均分别增长 31.6%、8.9%和 15.6%。

第三，餐饮、线下消费等前期受到制约的一些消费领域快速恢复。3 月份，餐饮收入两年平均增长达到 0.9%，也就是说，月度规模从 2020 年以来首次高于 2019 年同期。从线下消费看，一季度限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 42.2%，两年平均增长 4.5%，比 1-2 月份加快 0.4 个百分点，说明线下消费也在快速恢复中。

在刚刚过去的清明假期，旅游、观影居民消费需求比较旺盛。从出行看，有关部门统计表明，清明假期全国国内旅游出游人数达到 1.02 亿人次，恢复到疫情前同期的 94.5%。4 月 2 日-5 日，全国铁路发送旅客人次比 2020 年同期增长 225.8%，恢复至 2019 年的 92.4%。从电影市场看，清明假期三天电影总票房突破 8 亿，刷新了历史同期票房最高纪录。

不管是从商品零售额、线上销售情况，还是从前期大家都比较关注的恢复比较慢的餐饮、旅游出行，都呈现快速恢复的态势。消费环境持续改善带来居民信心的增强；居民收入的回升带来消费能力稳步提升；扩内需促消费政策效应释放，带来重要商品的销售保持增长，这都是推动一季度消费市场呈现快速恢复的原因。

21 年一季度，消费需求持续恢复。随着扩内需促消费政策成效显著，消费需求不断释放，消费市场持续回暖，推动经济供需循环日益畅通

一季度，社会消费品零售总额同比增长 33.9%，两年平均增长 4.2%的同比较高增速主要受去年低基数影响，如果消除基数影响，一季度社会消费品零售总额两年平均增速只有 4.2%，低于过去几年常态化的平均增速，大概有两个点以上的差距。这说明，当前服务业和消费受疫情的影响还比较大，恢复至常态还需要继续努力。

不过，从 3 月份数据来看，消费正在边际好转。3 月份社会消费品零售总额同比增长 34.2%，比 1 月份至 2 月份提升 0.4 个百分点，这是一个积极变化。此外，3 月份社会消费品零售总额环比增速为 1.75%，显示出消费继续改善，也反映出我国消费市场比较广阔，潜力比较大，弹性比较足。随着疫情好转和消费环境改善，消费潜力将进一步释放。

一季度，最终消费支出对经济增长贡献率为 63.4%，拉动 GDP 增长 11.6 个百分点，两年平均拉动 GDP 增长 2.5 个百分点，是拉动经济增长的主引擎。一季度，全国居民人均消费支出同比实际增长 17.6%，两年平均实际增长 1.4%。

总体上来看，从去年以来，消费市场经受住了疫情冲击的严峻考验，超大规模市场的优势明显，消费升级的态势没有改变。从未来看，随着经济的稳步恢复，居民就业收入将继续改善，有利于进一步增强消费能力。我国应对疫情的能力提升，精准防控做得更加到位，有利于消费环境的改善。扩内需促消费的政策效应也在不断显现，以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局加快构建，都有利于促进消费市场

的稳定复苏。

同时我们也要看到，现在外防输入、内防反弹的疫情防控压力仍然是比较大的，对居民消费信心仍有一定影响，需要继续统筹疫情防控和经济社会发展，健全城乡流通体系，为消费创造更加有利的条件，同时稳就业、增收入，落实落细相关政策，促进消费持续稳定复苏。

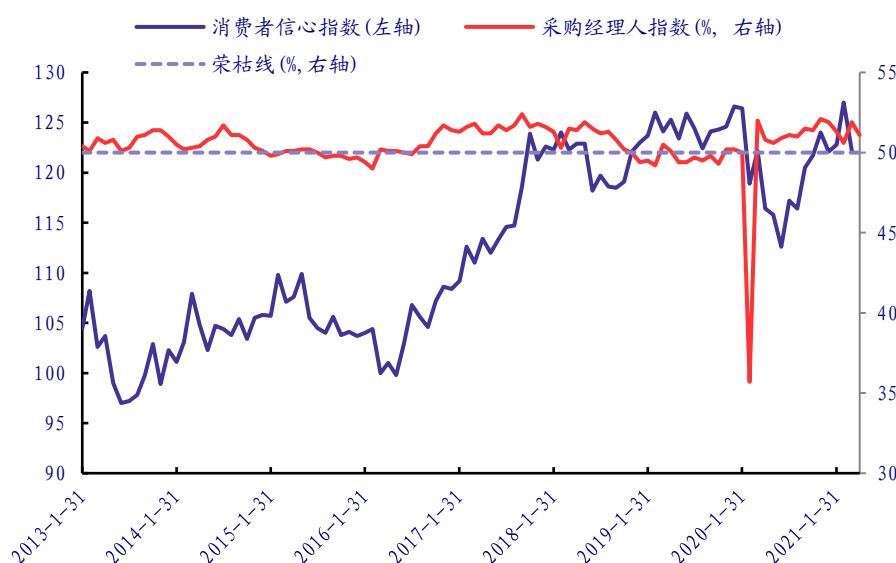
2021 年 1-3 月份，食品类相关社零同比增速基数效应仍较明显。1-3 月份，我国限额以上单位粮油、食品类，饮料类，烟酒类商品零售额分别同比增长 8.30、33.30、47.40%，粮油食品类、饮料类环比略降，烟酒类环比继续明显提升。

2021 年 1-3 月份，下游餐饮收入 10596 亿元，增长 75.8%，两年平均下降 1.0%，环比 1-2 月两年平均降幅缩窄。

2.4 月份 PMI 为 51.1%，生产经营活动总体进中有缓

2021 年 3 月消费者信心 122.20，环比下降。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 年最低点。2021 年 3 月份消费者信心指数为 122.20，同比不变，相比 2 月疫情以来最高点环比回落。

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

4 月份，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 51.1%、54.9%和 53.8%，比上月回落 0.8、1.4 和 1.5 个百分点，仍均保持在扩张区间，我国经济运行持续稳定恢复。

制造业采购经理指数持续扩张

4 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.1%，低于上月 0.8 个百分点，仍高于临界点，在上月明显回升的基础上继续扩张，力度有所减弱，仍高于 2019 年和 2020

年同期水平，制造业保持平稳增长。

从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 51.7%和 50.3%，低于上月 1.0 和 1.3 个百分点，小型企业 PMI 为 50.8%，高于上月 0.4 个百分点。

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

本月主要特点：

一、产需两端扩张有所放缓。生产指数和新订单指数分别为 52.2%和 52.0%，低于上月 1.7 和 1.6 个百分点，表明产需继续增长，但增速低于上月。从行业情况看，农副食品加工、木材加工及家具、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上月，且位于相对较高景气区间，表明上述行业市场需求持续释放，企业生产经营活动进一步加快。

二、进出口指数保持在扩张区间。新出口订单指数和进口指数分别为 50.4%和 50.6%，低于上月 0.8 和 0.5 个百分点，连续两个月位于扩张区间，反映出制造业外贸业务继续增长。

三、价格指数高位运行。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 66.9%和 57.3%，均低于上月 2.5 个百分点，仍为近年较高水平。从行业情况看，黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等原材料行业两个价格指数均高于 70.0%，其中黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格指数连续两个月高于 85.0%，表明相关行业成本压力持续向下游传导。

四、小型企业景气度有所回升。本月不同规模企业 PMI 均保持在景气区间。大、中型企业 PMI 分别为 51.7%和 50.3%，低于上月 1.0 和 1.3 个百分点；小型企业 PMI 为 50.8%，高于上月 0.4 个百分点，其中生产指数和新订单指数均连续两个月回升，表明近期小型企业生产经营状况有所改善。

五、企业信心总体稳定。生产经营活动预期指数为 58.3%，低于上月 0.2 个百分点，但继续位于较高景气区间，且明显高于近两年同期水平，企业生产经营预期总体向好。从行业情况看，农副食品加工、木材加工及家具、专用设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数均高于 60.0%，相关行业企业对近期市场发展保持乐观。

与此同时，有调查企业反映，芯片短缺、国际物流不畅、集装箱紧缺、运价上涨等问题依然严峻。高技术制造业供应商配送时间指数连续三个月低于 44.0%，企业原材料采购周期持续延长，正常生产活动受到一定影响。

非制造业商务活动指数回落

4 月份，非制造业商务活动指数为 54.9%，低于上月 1.4 个百分点，非制造业仍保持较快扩张，但步伐有所放缓。

本月主要特点为：

服务业保持平稳恢复。受清明假期和疫情防控形势继续向好等因素带动，近期服务

业消费市场进一步回暖。本月服务业商务活动指数为 54.4%，低于上月 0.8 个百分点，但高于一季度均值 2.0 个百分点，反映出服务业恢复性增长势头稳定向好。在调查的 21 个行业中，有 19 个行业商务活动指数位于景气区间，其中铁路运输、航空运输、住宿等行业高于 65.0%，业务总量保持快速增长。同时，部分前期受疫情制约较大的行业恢复明显加快，住宿、餐饮、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均至少高于上月 1.8 个百分点，表明居民消费意愿明显增强，市场活跃度有所上升。

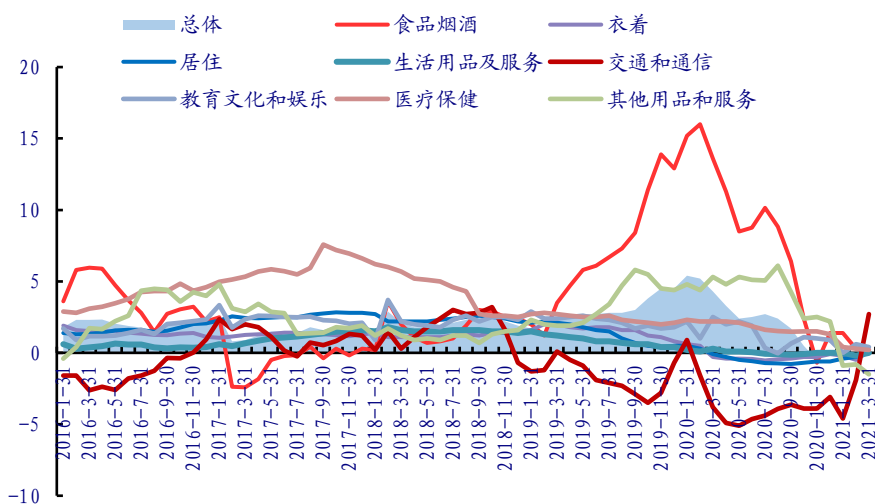
建筑业景气度有所回调。建筑业商务活动指数为 57.4%，低于上月 4.9 个百分点，仍位于较高景气区间，建筑业继续保持较快增长。从市场预期看，业务活动预期指数为 64.8%，连续三个月位于高位景气区间，建筑业企业信心稳定。

4 月份，综合 PMI 产出指数为 53.8%，低于上月 1.5 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体进中有缓。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 52.2% 和 54.9%。

3. 2021 年 3 月食品价格同比下降 0.7%，非食品价格上涨 0.7%

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%。

图 3: CPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

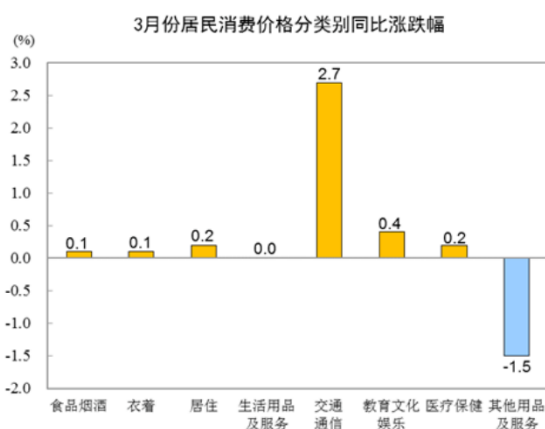
2021 年 3 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.5%，农村上涨 0.4%；食品价格下降 0.7%，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格上涨 0.6%，服务价格上涨 0.2%。一季度，全国居民消费价格与去年同期持平。

3 月份，食品烟酒类价格同比上涨 0.1%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.03 个百分点。食品中，水产品价格上涨 8.1%，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点；鲜果价格上涨 4.0%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；蛋类价格上涨 3.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 9.1%，影响 CPI 下降约 0.40 个百分点，其中猪肉价格下降 18.4%，影响 CPI 下降约 0.45 个百分点。

其他七大类价格同比五涨一平一降。其中，交通通信、教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.7%、0.4% 和 0.2%；居住、衣着价格分别上涨 0.2% 和 0.1%；生活用品及服务价格持平；其他用品及服务价格下降 1.5%。

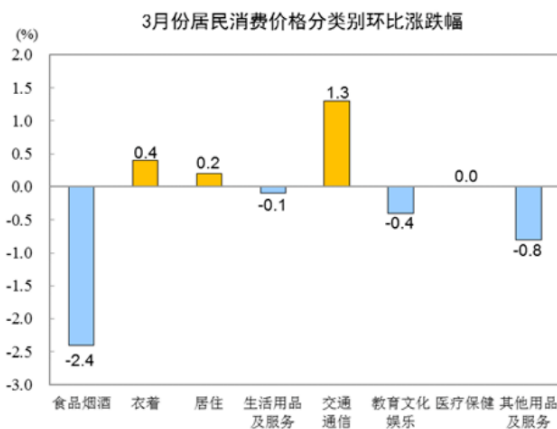
从同比看，由于翘尾负向影响大幅减弱，CPI 由上月下降 0.2% 转为上涨 0.4%。其中，食品价格下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。食品中，猪肉价格下降 18.4%，降幅扩大 3.5 个百分点；鸡肉和鸭肉价格分别继续下降 8.6% 和 2.6%，牛肉、羊肉、鸡蛋和鲜果价格均继续上涨，涨幅在 3.3%-8.2% 之间；水产品和食用植物油价格分别上涨 8.1% 和 7.5%，涨幅分别扩大 2.2 和 1.0 个百分点。非食品价格由上月下降 0.2% 转为上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.56 个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨 1.0%，为近一年来同比首次上涨，主要是汽油和柴油价格分别上涨 11.9% 和 12.8% 带动；服务价格由上月下降 0.1% 转为上涨 0.2%。

图 4：2021 年 3 月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 5：2021 年 3 月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

3 月份，全国居民消费价格环比下降 0.5%。其中，城市下降 0.5%，农村下降 0.6%；食品价格下降 3.6%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格下降 0.8%，服务价格下降 0.1%。

3 月份，食品烟酒类价格环比下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.71 个百分点。食品中，鲜菜价格下降 14.5%，影响 CPI 下降约 0.37 个百分点；畜肉类价格下降 6.5%，影响 CPI 下降约 0.28 个百分点，其中猪肉价格下降 10.9%，影响 CPI 下降约 0.24 个百分点；蛋类价格下降 3.8%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；水产品价格下降 1.4%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点。

其他七大类价格环比三涨一平三降。其中，交通通信、衣着、居住价格分别上涨 1.3%、0.4%和 0.2%；医疗保健价格持平；其他用品及服务、教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别下降 0.8%、0.4%和 0.1%。

从环比看，受春节后需求季节性回落影响，CPI 由上月上涨 0.6%转为下降 0.5%。其中，食品价格由上月上涨 1.6%转为下降 3.6%，影响 CPI 下降约 0.71 个百分点。食品中，由于天气转暖，鲜菜大量上市，价格由上月上涨 1.8%转为下降 14.5%；生猪生产持续恢复，猪肉价格下降 10.9%，降幅比上月扩大 7.8 个百分点；春节后消费需求有所回落，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉、水产品 and 鲜果价格均由涨转降，降幅在 0.2%-1.7%之间。非食品价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.22 个百分点。其中，受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨 6.6%和 7.3%；春装新品上市，服装价格上涨 0.4%。服务价格下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.03 个百分点。其中，家政服务、洗车和美发等服务价格在春节后季节性回落，下降 3.0%-5.3%；疫情好转后，出行需求有所增加，飞机票价格上涨 6.4%。

（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，3 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

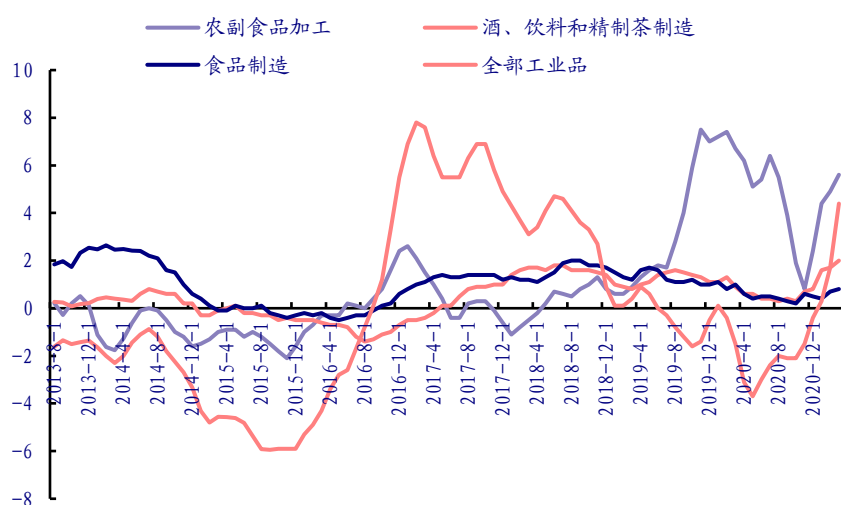
看，年初受疫情等因素影响，工业品需求低迷，2月份起PPI环比和同比进入下降区间；随着国内疫情防控形势持续向好，工业生产稳定恢复，基建和房地产投资持续发力，加之部分国际大宗商品价格波动上行，6月份起PPI环比止降转涨，同比降幅稳步收窄。12月份，PPI环比上涨1.1%，为2017年1月份以来最大涨幅；同比下降0.4%，降幅比5月份的最低点收窄了3.3个百分点；从绝对价格看，已大体接近疫情冲击前的水平。

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%。

2021年3月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨4.4%，环比上涨1.6%；工业生产者购进价格同比上涨5.2%，环比上涨1.8%。1-3月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨2.1%，工业生产者购进价格上涨2.8%。

2021年3月份，农副食品加工、食品制造、酒饮料和精制茶制造业PPI同比增速分别为5.60、0.80、2.00%，环比上月变动幅度为0.70、0.10、0.30PCT。

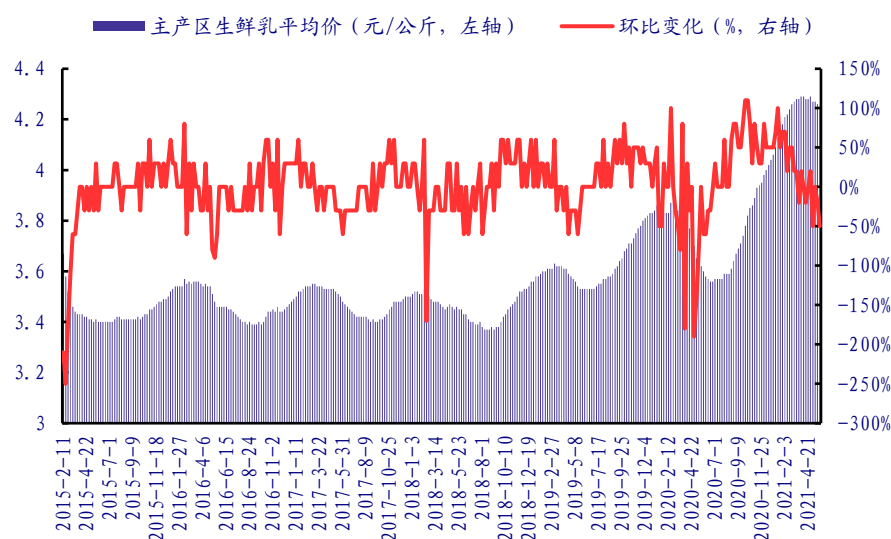
图 6: PPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4月生鲜乳价格稳中略降。2020年4月主产区生鲜乳平均价同比增速为17.27%左右，比上月平均同比增速（13.94%）增加3.3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4月21日当周奶价（4.24元/公斤），环比稳中略降。4月均价维持较高位（4.26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

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。

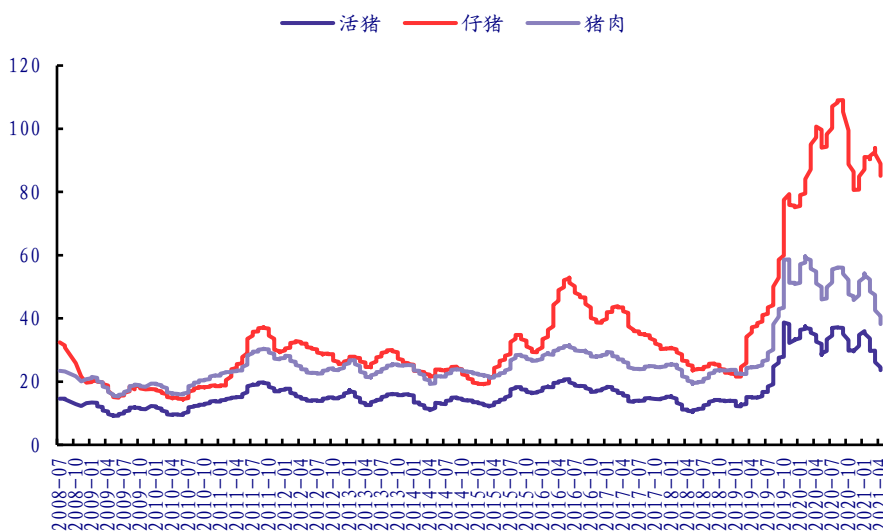
生猪存栏持续较快恢复，出栏降幅明显收窄；2020 年末，生猪存栏、能繁殖母猪存栏比上年末分别增长 31.0%、35.1%。2020 年，各地积极落实生猪稳产保供各项政策措施，新建、扩建养殖场陆续建成投产，有力促进生猪产能持续回升。2020 年末全国生猪存栏 40650 万头，比上年末增加 9610 万头，同比增长 31.0%，恢复到 2017 年末的 92.1%；比三季度末增加 3612 万头，环比增长 9.8%，生猪存栏连续 5 个季度环比增长。2020 年，全国生猪出栏 52704 万头，比上年减少 1715 万头，下降 3.2%，降幅比前三季度收窄 8.5 个百分点。其中，三季度出栏同比增速转正后，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 4 月内活猪、猪肉、仔猪价格均小幅下行。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 4 月 21 日当周的活猪、猪肉、仔猪价格分别为 23.61、38.21、85.06 元/公斤，活猪、猪肉价格回落至 2019 年 8 月水平，仔猪价格仍处相对高位。

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

2 月 22 日的全面推进乡村振兴加快农业农村现代化发布会上，农业农村部部长唐仁健表示：下一步，随着新增的生猪产能陆续兑现为猪肉产量，猪肉市场供应最紧张的时期已经过去，后期供需关系将会越来越宽松。预计今年一季度，也就是 3 月份前后，将比上年同期增长四成左右。到二季度也就是 6 月份前后，生猪存栏可以恢复到 2017 年正常年景的水平。下半年，生猪出栏和猪肉供应将逐步恢复到正常年景水平。

唐仁健表示，今年中央一号文件很重视基础猪肉供应问题，要求保护生猪基础产能，健全生猪产业平稳有序发展长效机制。目前正在研究除了综合施策以外，下一步怎么储备好生猪的产能，抓住关键把产能储备好，以应对未来的猪周期。农业部将密切监测生猪产业生产发展的动态，抓紧研究稳住和储备产能具体办法，以确保平稳发展。

2. 农副食品加工、酒饮料工业收入、利润对标 2019 同期实现复合正增长

2021 年一季度，宏观政策科学精准实施，统筹疫情防控和经济社会发展成果进一步巩固和拓展，工业经济持续恢复，企业生产经营稳中向好，利润延续较快恢复态势，运营效率不断提升，实现良好开局。

工业企业利润保持较快增长

一季度，全国规模以上工业企业实现利润总额 18253.8 亿元，同比增长 1.37 倍，比 2019 年同期增长 50.2%，两年平均增长 22.6%（以 2019 年同期为基数，采用几何平均方法计算）。3 月份，规模以上工业企业实现利润 7111.8 亿元，同比增长 92.3%。

生产销售较快增长为企业效益改善奠定良好基础。一季度，规模以上工业增加值同比增长 24.5%，营业收入增长 38.7%，生产销售均实现高速增长，有力推动企业利润扩张，是企业盈利增加的主要原因之一。

各行业利润普遍增长，近四成行业利润翻番。一季度，在 41 个工业大类行业中，有 39 个行业利润实现同比增长，增速均达到两位数及以上，1 个行业由上年同期亏损转为盈利，1 个行业减亏。在利润增长的行业中，有 16 个行业增速超过 100%，占 39.0%。与 2019 年一季度相比，有 30 个行业实现利润增长，行业增长面达 73.2%。

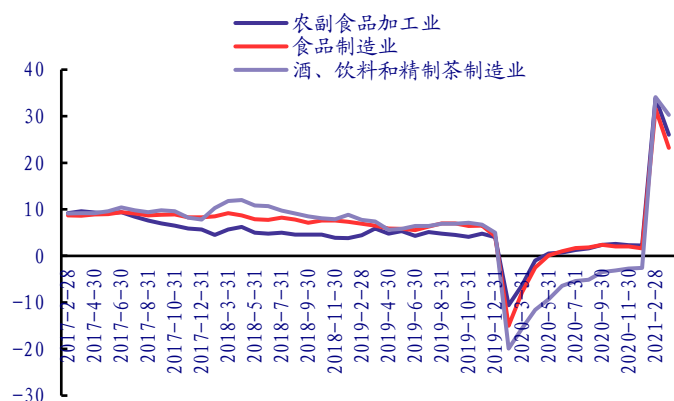
企业运营效率明显提升

企业亏损面缩小，减亏明显。3 月末，规模以上工业企业亏损面为 27.1%，同比缩小 7.3 个百分点。一季度，亏损企业同比减亏 32.7%。

产成品存货增速回落，库存周转加快。在市场需求回暖、销售较快增长带动下，企业产成品增速有所回落。3 月末，规模以上工业企业产成品存货同比增长 8.5%，比 2 月末回落 0.1 个百分点；产成品存货周转天数为 18.3 天，同比减少 4.7 天，比 2 月末减少 1.4 天。

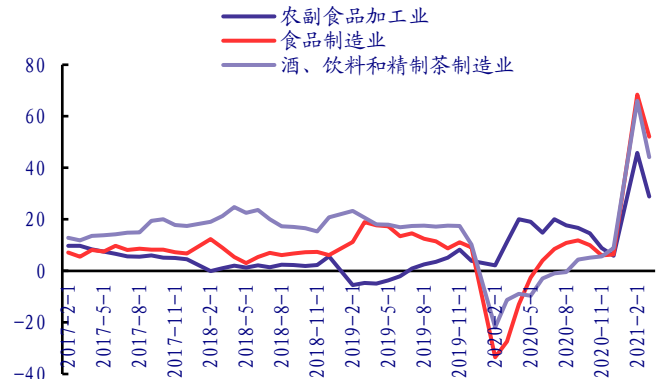
总体来看，一季度工业企业效益状况延续较快恢复态势，但也要看到，全球疫情走势和国际环境还存在较大不确定性，行业间恢复仍不均衡，特别是原材料价格明显上涨不断加大企业成本压力，工业企业效益恢复基础仍需进一步巩固。下阶段，要继续保持宏观政策的连续性稳定性，着力补短板、挖潜力、增优势，扩大有效需求，提升发展质效，不断巩固实体经济恢复基础，推动工业经济持续稳定健康发展。

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。

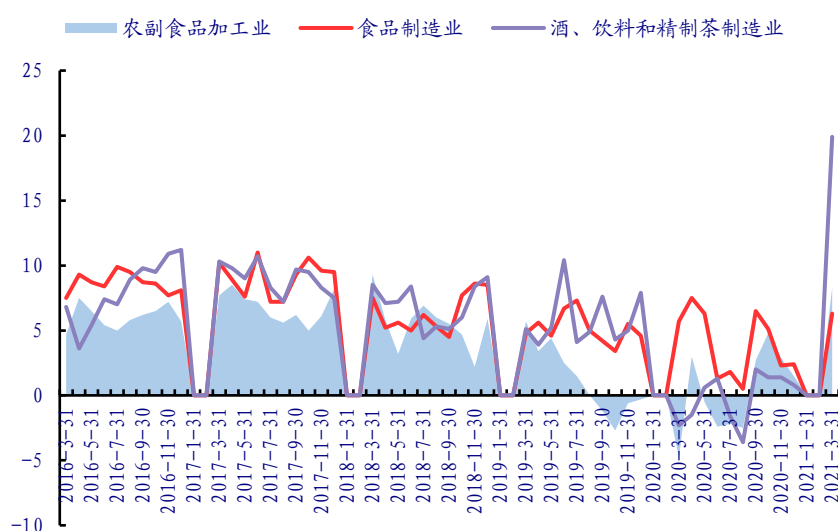
2021 年 1-3 月，农副食品加工、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业主营业务收入累计同比增速分别为 26.00、23.20、30.30%，利润总额累计同比增速分别为 28.90、52.10、44.10%。若对标 2019 年同期，农副食品加工、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业主营业务收入两年平均增速为 4.36、4.65、2.38%，利润总额两年平均增速为 10.04、-0.56、10.95%。

3. 2020 年 1-2 月，我国投资增速恢复性反弹，结构持续性优化

3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 14.1 %（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.60%。一季度，规模以上工业增加值同比增长 24.5%；比 2019 年同期增长 14.0%，两年平均增长 6.8%。

分行业看，3 月份，41 个大类行业中有 37 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 8.3%，纺织业增长 7.5%，化学原料和化学制品制造业增长 11.9%，非金属矿物制品业增长 24.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 12.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 5.9%，通用设备制造业增长 20.2%，专用设备制造业增长 17.9%，汽车制造业增长 40.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 9.8%，电气机械和器材制造业增长 24.1%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 12.2%，电力、热力生产和供应业增长 13.6%。

图 11：规模以上工业增加值当月同比（%）



年 1-3 月份增长 6.0%，两年平均增长 2.9%；经季节调整后与去年 10-12 月份环比增长 2.06%。其中，民间固定资产投资 55022 亿元，同比增长 26.0%。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）增长 1.51%。

分产业看，第一产业投资 2362 亿元，同比增长 45.9%；第二产业投资 27929 亿元，增长 27.8%；第三产业投资 65703 亿元，增长 24.1%。

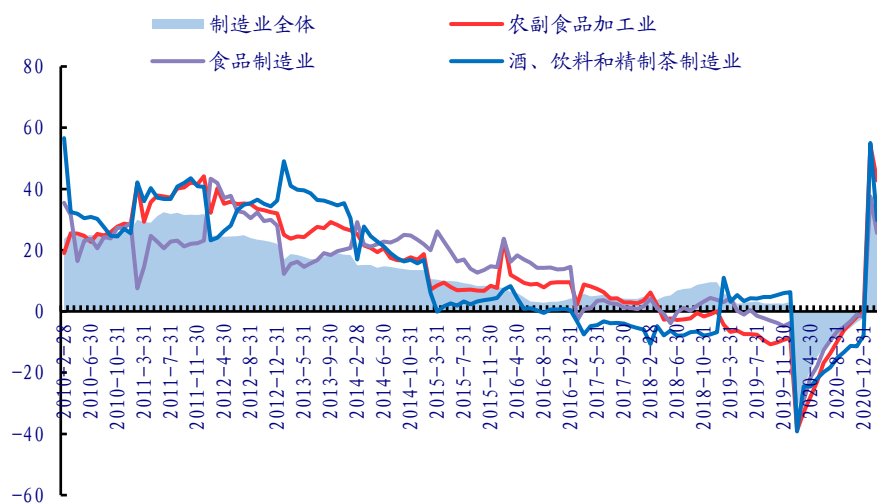
第二产业中，工业投资同比增长 27.8%。其中，采矿业投资增长 20.8%；制造业投资增长 29.8%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长 20.0%。

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）同比增长 29.7%。其中，水利管理业投资增长 42.5%；公共设施管理业投资增长 23.5%；道路运输业投资增长 25.7%；铁路运输业投资增长 66.6%。

分地区看，东部地区投资同比增长 23.5%；中部地区投资增长 39.9%；西部地区投资增长 23.3%；东北地区投资增长 19.7%。

2021 年 1-3 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投资完成额累计同比分别为 42.80、25.60、29.80%。

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

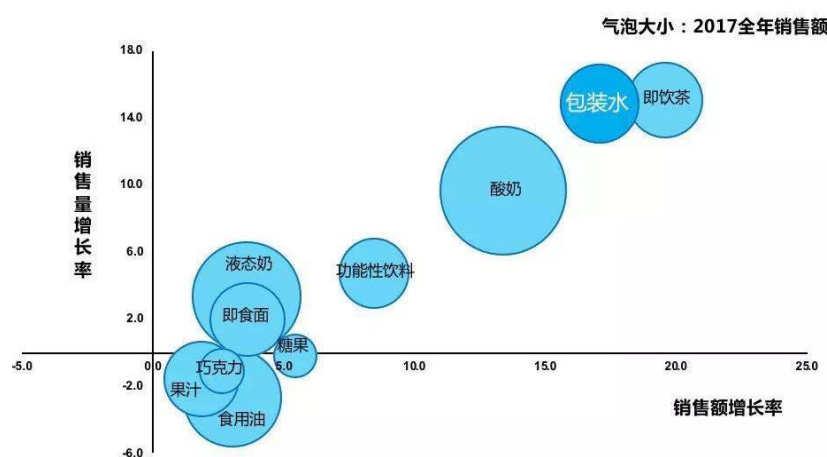
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续

（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

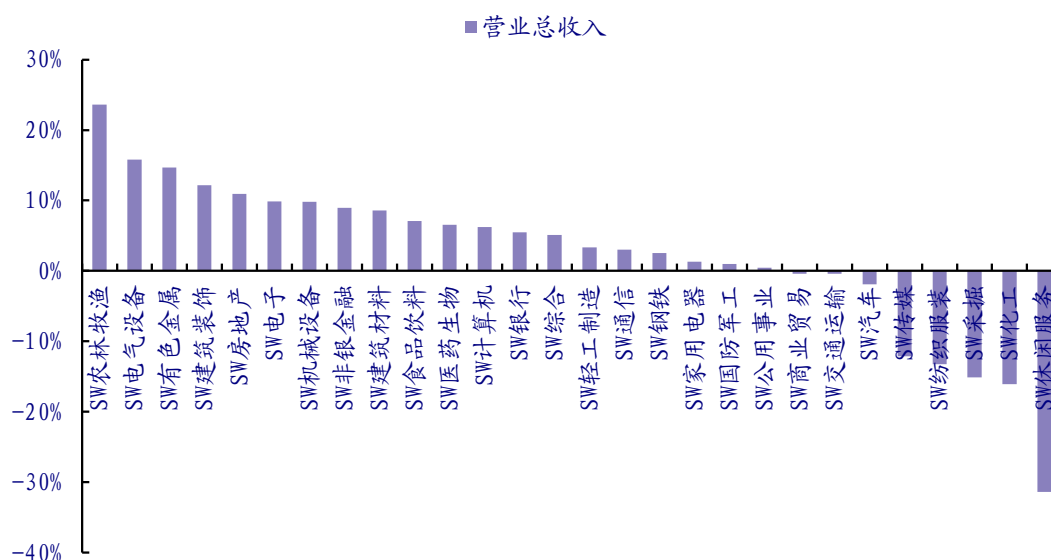
排名	排名变动	品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	购买频次	消费者触及数增长 (%)
1	0	伊利	1,218	89.6	7.9	6
2	0	蒙牛	1,043	87.2	6.9	0
3	0	康师傅	916	82.6	6.4	0
4	1	海天	499	71.4	4.1	6
5	-1	旺旺	475	65.8	4.2	-9

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

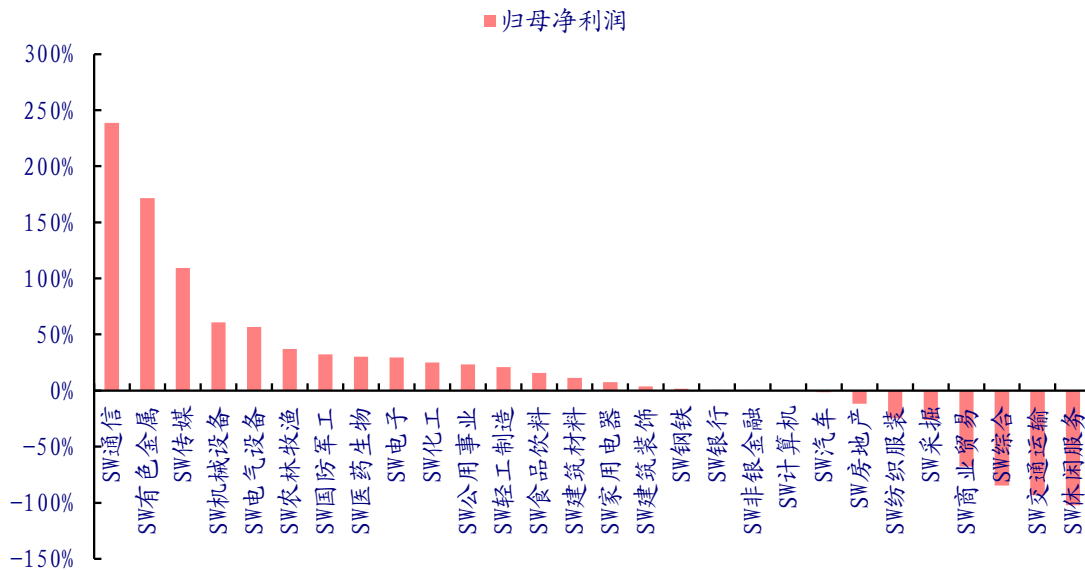
2020 全年食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体。2020 年全部 A 股营业收入同比增长 2.51%，归母净利润同比增长 2.32%；食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体，2019 年营业收入同比增长 7.07%，归母净利润同比增长 15.85%。

图 14：申万一级行业 2020 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: 申万一级行业 2020 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 全年, 食品饮料板块营业总收入 7832.05 亿元, 同比增速 7.07%, 归母净利润为 1382.82 亿元, 同比增速 15.85%, 在一级行业处于中等靠前, 疫情下仍交出较好答卷。

2021 第一季度, 营业总收入 2413.64 亿元, 同比增加 22.72%, 归母净利润 501.48 亿元, 同比增加 26.41%; 若对标 2019 年一季度, 营业总收入、归母净利润两年 CAGR 分别为 13.82、13.78%。

图 16: 2015-2020 年食品饮料板块营业总收入及增速

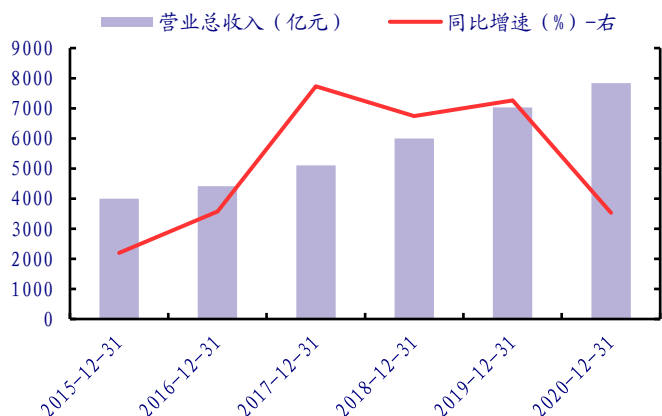
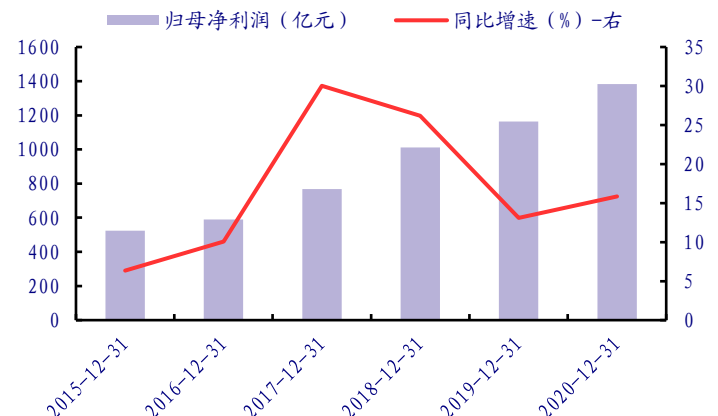


图 17: 2015-2020 年食品饮料板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块营业收入及增速

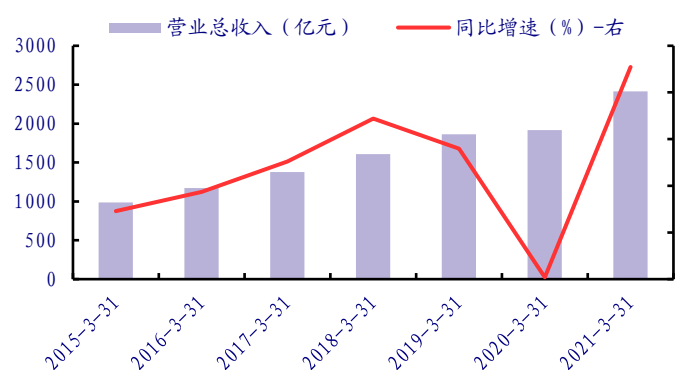
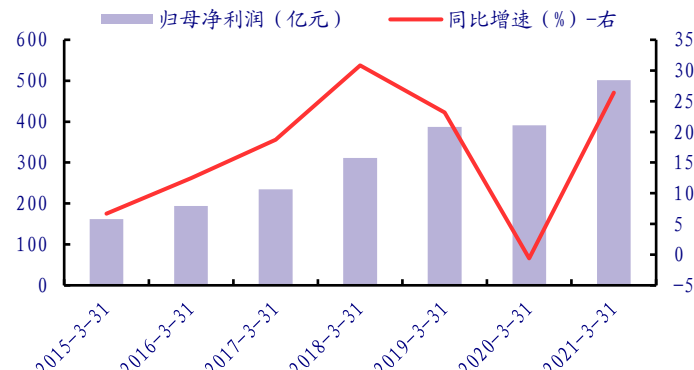


图 19: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块归母净利润及增速

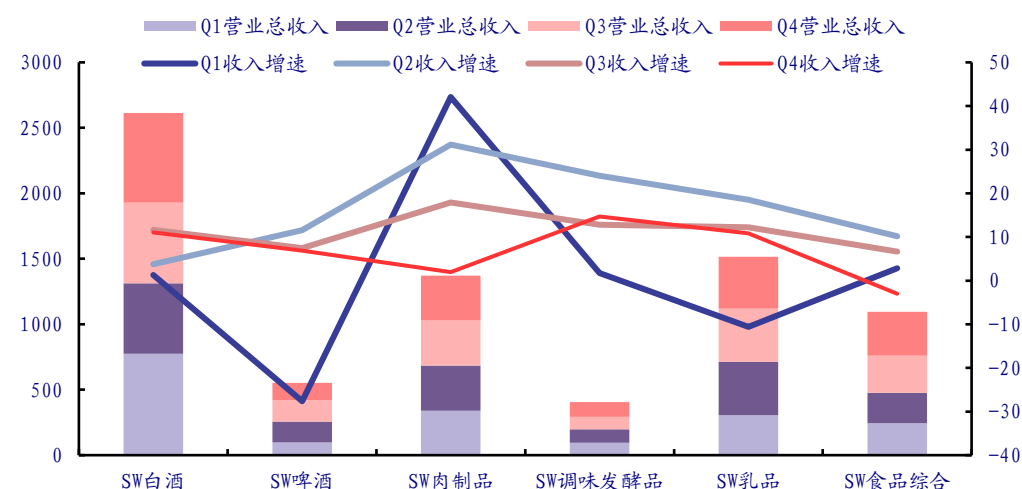


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从食品饮料行业的细分子板块来看, 2020 年度, 行业板块总营业收入为 7832.05 亿元, 其中, 营业收入最高的白酒为 2612.52 亿元, 其次为乳品 1514.64 亿元、肉制品 1371.67 亿元、食品综合 1094.21 亿元、啤酒 552.05 亿元、调味品 404.85 亿元、软饮料 170.71 亿元、葡萄酒 46.24 亿元、其他酒类 34.98 亿元和黄酒 30.17 亿元。从营业收入增长率来看, 2020 年度, 增长幅度最大的是肉制品 (21.36%), 其次调味品 (13.05%) 和乳品 (7.83%), 其中营业收入占比最大的白酒增幅为 6.58%。

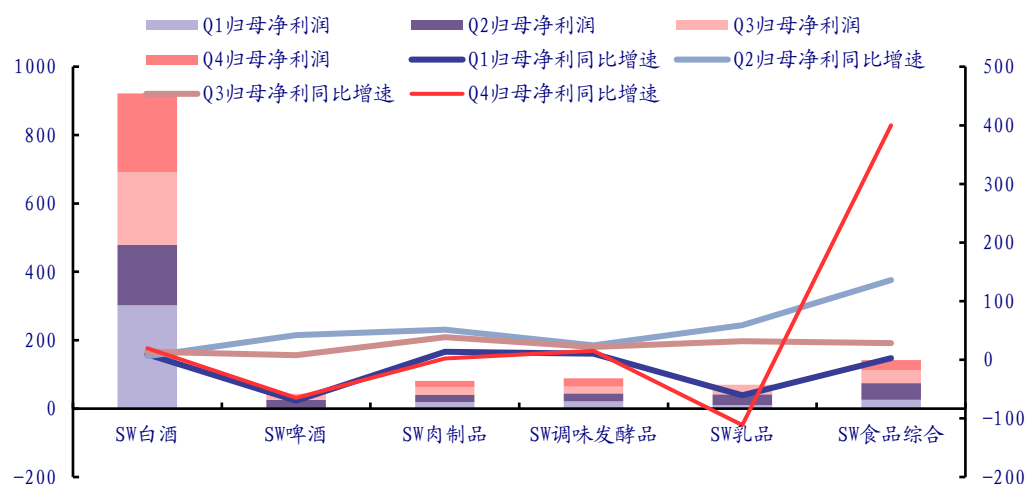
在利润方面, 行业板块归母净利润为 1382.82 亿元, 白酒的规模净利润总额最高, 为 921.83 亿元, 占到行业总归母净利润 67%, 其次为食品综合 (142.14 亿元), 其余板块的归母净利润均低于 100 亿元, 如乳品 (67.81 亿元)、调味品 (88.49 亿元)、肉制品 (80.72 亿元)、啤酒 (40.57 亿元)、软饮料 (31.00 亿元)、其他酒类 (4.45 亿元)、葡萄酒 (1.29 亿元) 和黄酒 (4.52 亿元)。从归母净利润增长率来看, 2020 年度, 增长幅度最大的是其他酒类 (546.53%)、食品综合 (84.67%), 其次是肉制品 (25.37%) 和啤酒 (22.05%), 其中归母净利润占比最大的白酒增幅为 12.09%。

图 20: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21：2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅



注：食品综合 Q4 当季归母净利润增速 1274.92%，为图表显示效果以 400% 表示

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续

1. 白酒：高端品牌表现亮眼，价增空间大于量增

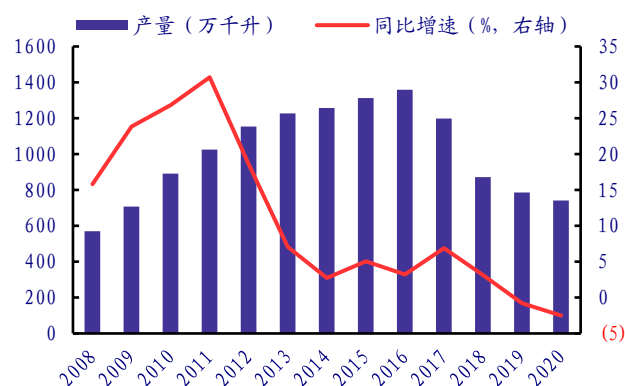
2016 年至今，中高端白酒产品价格量齐升，中低档白酒产销稳增。长远看，白酒行业进入新一轮上升期，生产集中度更加提升，提价增利趋势更加明显，品牌营销更加风行，酒企业探索新零售更加快速。

根据中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见（征求意见稿）》提到，预计在“十四五”末的 2025 年，中国酒类产业将实现酿酒总产量 7010 万千升，同比“十三五”末增长 20.7%，年均递增 3.8%；实现销售收入达到 12130 亿元，同比“十三五”末增长 41.2%，年均递增 7.1%；实现利润 2600 亿元，同比“十三五”末增长 51.5%，年均递增 8.7%。

其中，白酒行业产量将稳定控制在 800 万千升，比“十三五”末增长 6.7%，年均递增 1.3%；十四五末，白酒行业销售收入将达到 8000 亿元，比“十三五”末增长 35.6%，年均递增 6.3%；十四五末，白酒行业实现利润 2000 亿元，比“十三五”末增长 37.0%，年均递增 6.5%。

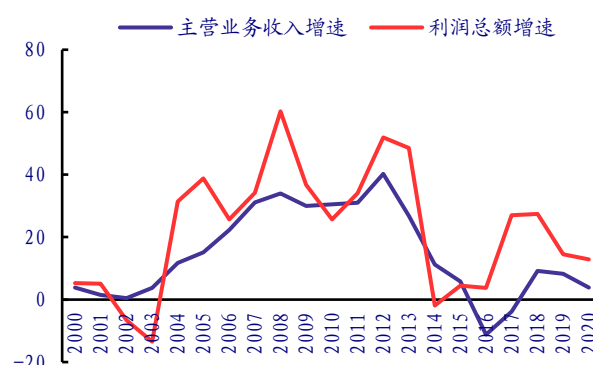
2019 年白酒行业利润增速高于收入增速。根据国家统计局数据，2019 全年规模以上白酒企业 1176 家，比上年减少 269 家；全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 785.95 万千升，同比下降 0.76%；累计实现销售收入、利润总额分别为 5617.82、1404.09 亿元，同比增长 8.24、14.54%。

图 22：中国白酒产量及增速



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 23：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

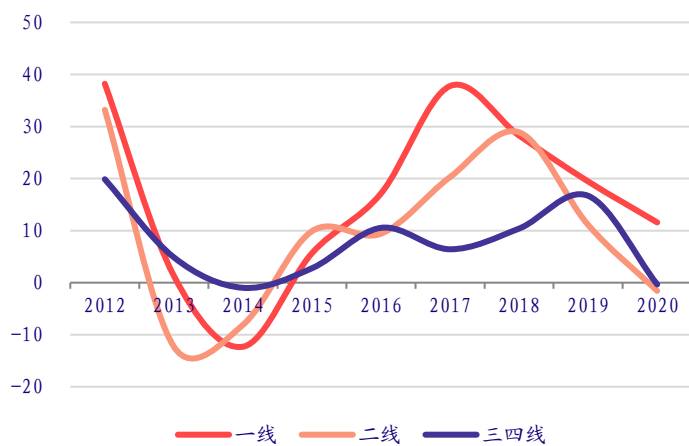
2020年1-11月，全国规模以上白酒企业1040家，数量持续减少，亏损企业170家，亏损面达到16.35%。规模以上企业数量减少，证明白酒行业集中度进一步加大，效益进一步向优势产区和企业集中。

2020全年，规模以上白酒企业累计完成销售收入5836.39亿元，同比增长3.89%，累积实现利润总额1585.4亿元，同比增长12.91%。2020年，仅在19家白酒上市公司中，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒4家企业营收占比达68.12%，相比2018（63.03%）、2019（64.75%）明显提升。

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 24: 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 25：调味品市场规模和增速

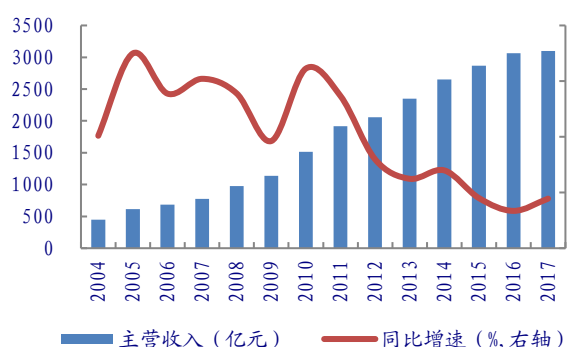
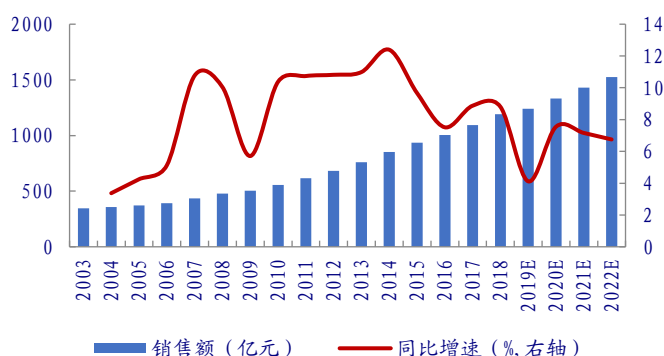


图 26：调味品零售市场规模和增速



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 27：餐饮市场规模及增速

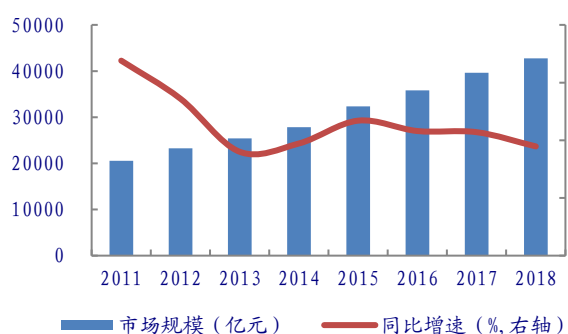
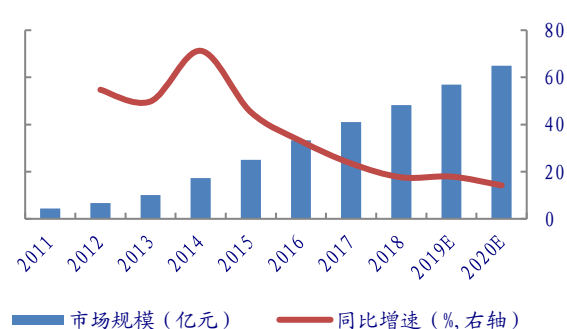


图 28：在线餐饮外卖市场规模及增速

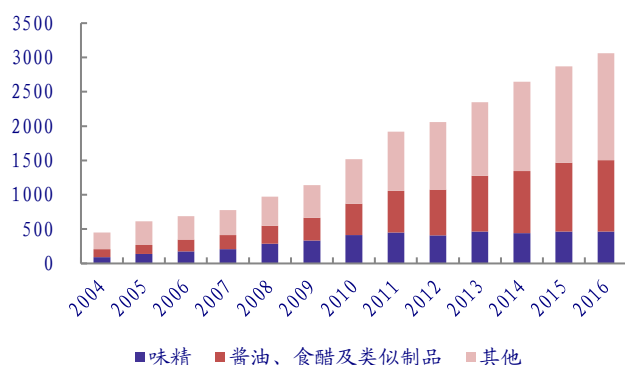


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院整理

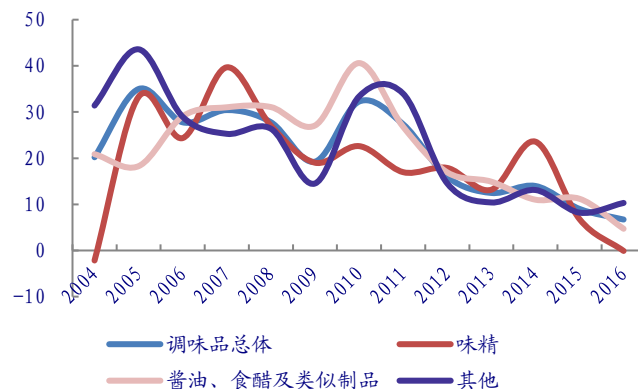
根据国家统计局数据，2016 年中国调味品市场规模为 3064.1 亿元，其中酱油、食醋及类似制品 1041.4 亿元，味精 462.6 亿元，其他 1560.1 亿元；2016 年调味品总体增速为 6.7%，酱油、食醋及类似制品 4.7%，味精 -0.1%，其他 10.3%。味精进入负增长，其他调味品增速较高、超过调味品整体增速水平。

图 29：2004-2016 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 30：2004-2016 年中国调味品市场增速

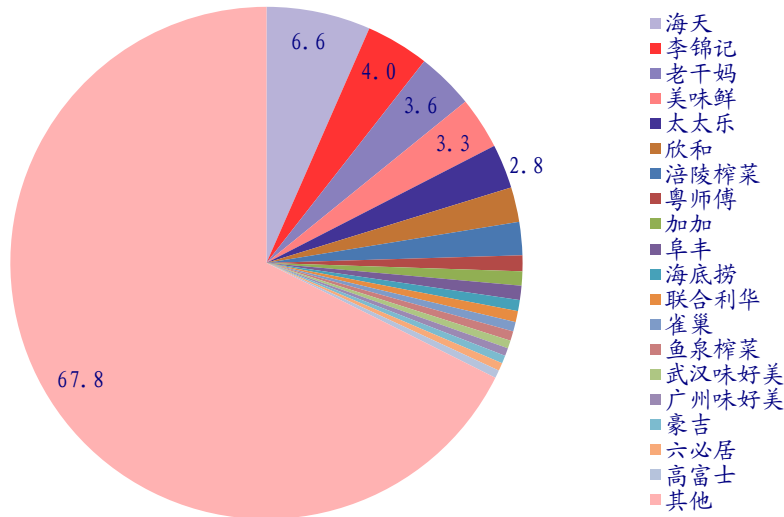


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

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 31：2018 年调味品零售市场公司占有率（%）

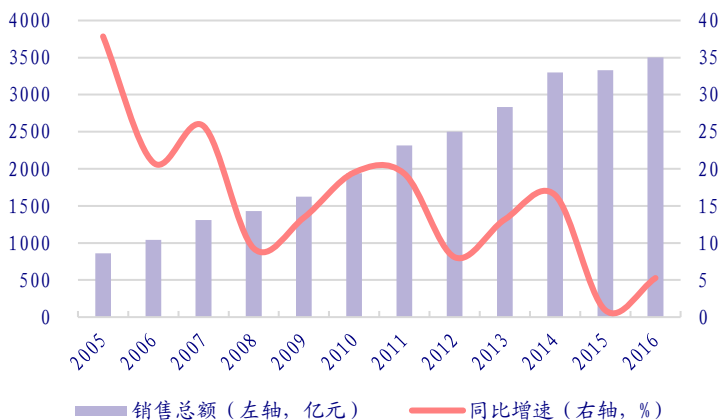


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

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 32：我国乳品业销售呈现周期性，长期看整体增速放缓



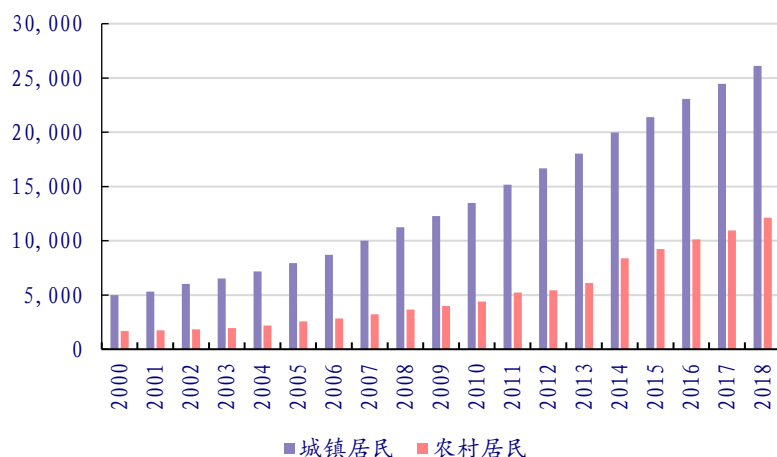
资料来源：Wind，中国奶业年鉴，中国银河证券研究院整理

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。

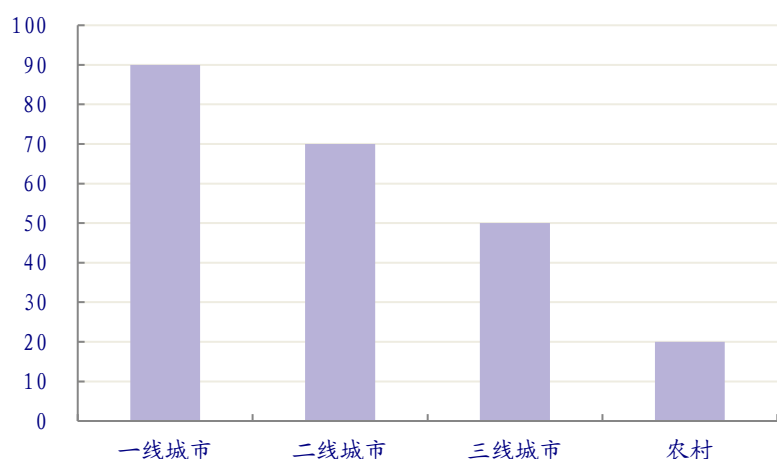
图 33：城镇和农村居民人均消费支出（元）



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 34：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

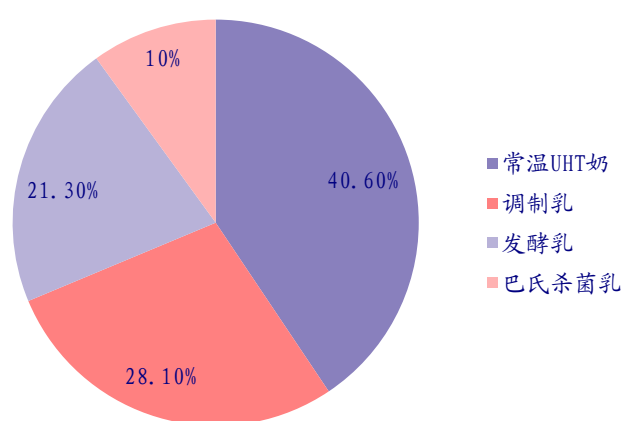
尼尔森联合百度指数的统计同样表明，下线城市（县乡镇）对于乳制品增长的助推作用明显。百度指数显示，乳制品的日均搜索指数达到 180 万以上，搜索指数增幅达 29.5%，而 2017 年下线城市的搜索指数高达 38%，销售额增幅贡献达到 52%。

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 35: 中国液态奶消费结构

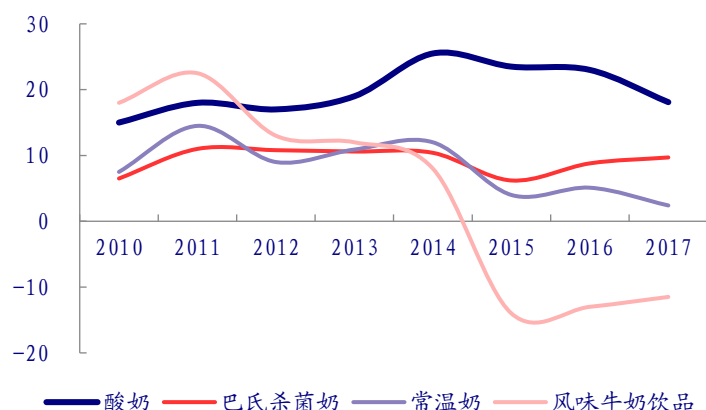


资料来源: 中国奶业协会《中国奶业质量报告 2017》, 中国银河证券研究院整理

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 36: 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 37：我国啤酒行业年产量（万千升）

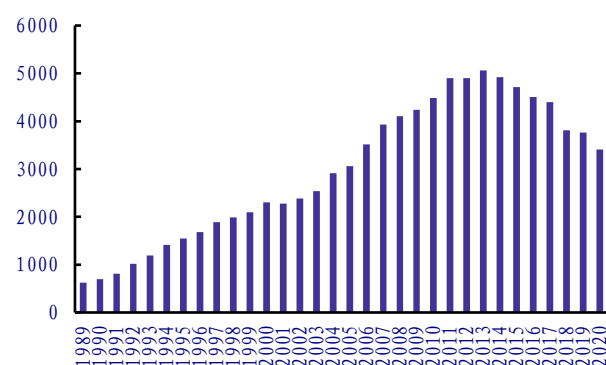
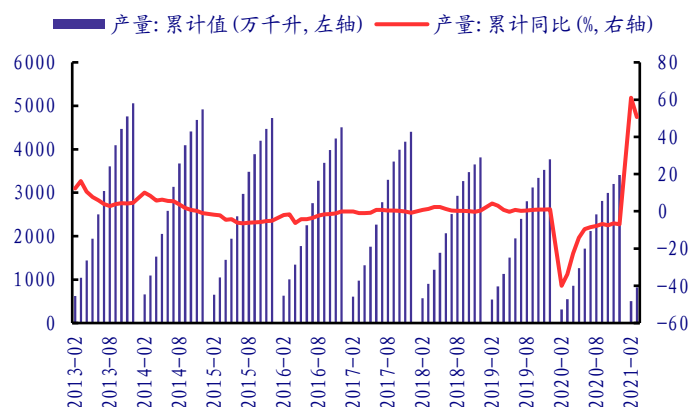


图 38：我国啤酒月产量

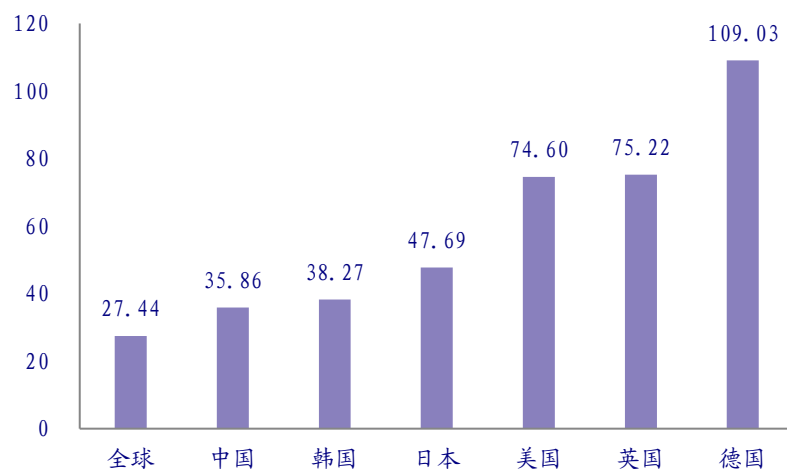


资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院整理

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 39：2011 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。

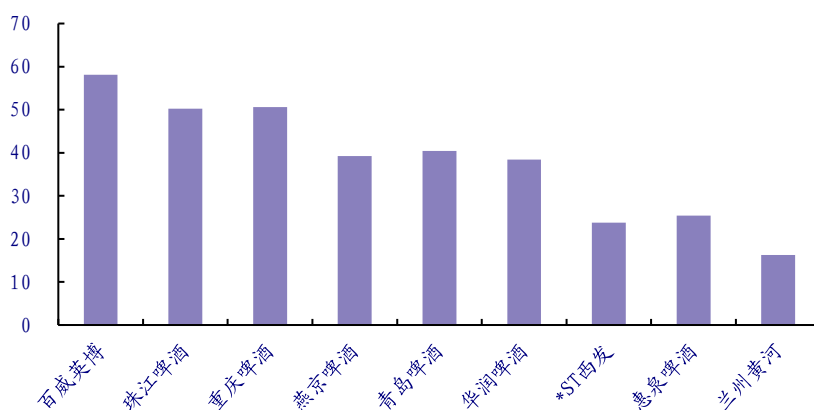
表 2：2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化

	2010	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 40：2019 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%

截止2021年4月份，食品饮料行业共有A股上市公司114家，占整个A股上市公司约3%，食品饮料行业上市公司总市值约占A股总市值的8.4%。其中白酒是市值占比最高的子行业，比例接近7成。

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%。

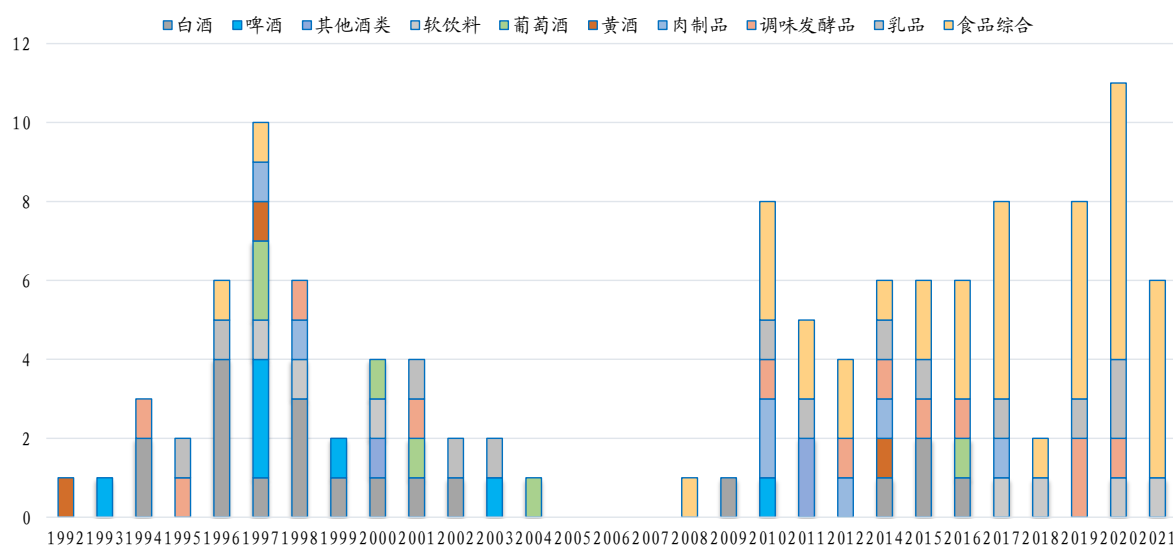
白酒子行业资本化程度较高。2019 年白酒上市公司总营收为 2521 亿元，合计利润总额为 1176 亿元。根据国家统计局数据，2019 年全年规模以上白酒企业 1176 家，比上年减少 269 家；全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 785.95 万千升，同比下降 0.76%；累计实现销售收入、利润总额分别为 5617.82、1404.09 亿元，同比增长 8.24、14.54%。按此计算，19 家白酒上市公司（占全国白酒企业数 1.2%）实现收入占全行业 44.87%，利润总额占全行业 83.76%。

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、2 月新上软饮料、食品加工各 1 家，4 月上市食品加工企业 3 家。

图 41：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

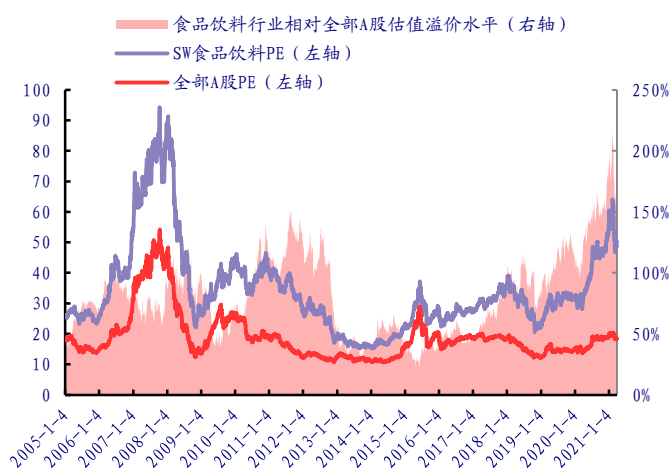
（二）4 月食品饮料相对 A 股溢价仍高于 2020 全年水准

食品饮料板块绝对估值处于历史偏高位置。截至 2021 年 4 月 30 日收盘，SW 食品饮料行业市盈率为 48.30 倍（TTM 整体法，剔除负值），处于 2005 年以来的 88 分位水平；全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 16.81 倍和 21.13 倍，分别处于 2005 年以来的 46.5 分位和 45.5 分位水平。

2021 年 4 月 SW 食品饮料相对 A 股溢价率 187.26%，相比 3 月低点已回升 31.06PCT，

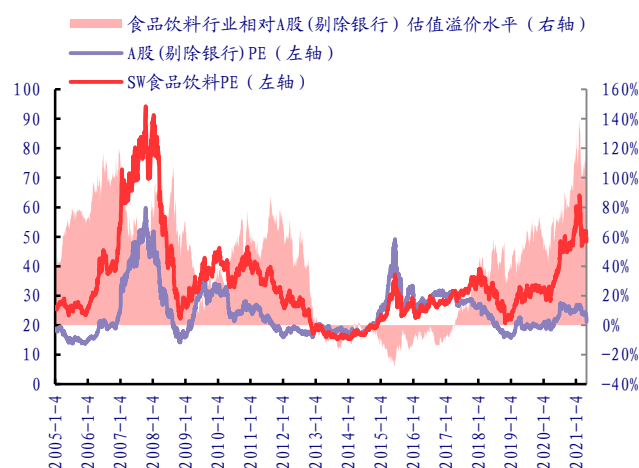
同时相较 2 月高点有 13.54% 回撤。2020 年度，食品饮料板块相对整体 A 股溢价继 8 月底达到年内高点（168.24%），9 月中下旬略降，11 月中上旬有所回升，至 12 月底超越前期高点，达到 186.42%。2021 年 3 月底 SW 食品饮料股相对全部 A 股溢价率为 168.51%，继 2 月 10 日创新高（216.58%）后回撤幅度 13.54%，但仍然显著高于 2020 全年水平（139.13%）。目前 SW 食品饮料相对全部 A 股的溢价率和相对非银行 A 股的溢价率仍然高于 2005 年以来的平均水平。

图 42：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 43：食品饮料板块估值及相对 A 股（剔除银行）溢价

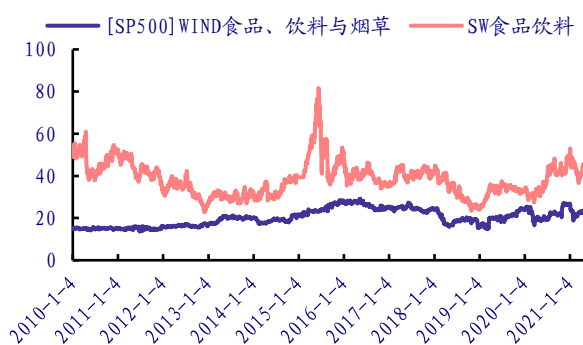


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）国际估值比较：A 股食品饮料 PE、PB 均高于美股

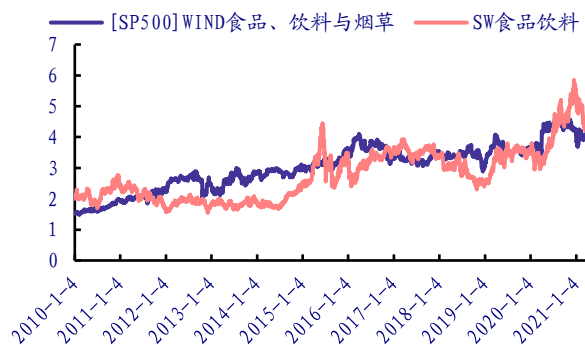
国内食品饮料板块的市盈率\市净率均高于美国市场。以 2021 年 4 月 30 日收盘价计算，国内食品饮料板块的市盈率为 41.20 倍（TTM，中值），同期美国市场食品饮料板块的市盈率为 22.93 倍，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。2021 年 4 月 30 日国内食品饮料板块的市净率为 4.51 倍（20 年报，中值），同期美国市场食品饮料板块的市净率为 3.88 倍，我国食品饮料板块的市净率略高于美国市场。

图 44：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 45：食品饮料板块国际 PB 估值比较



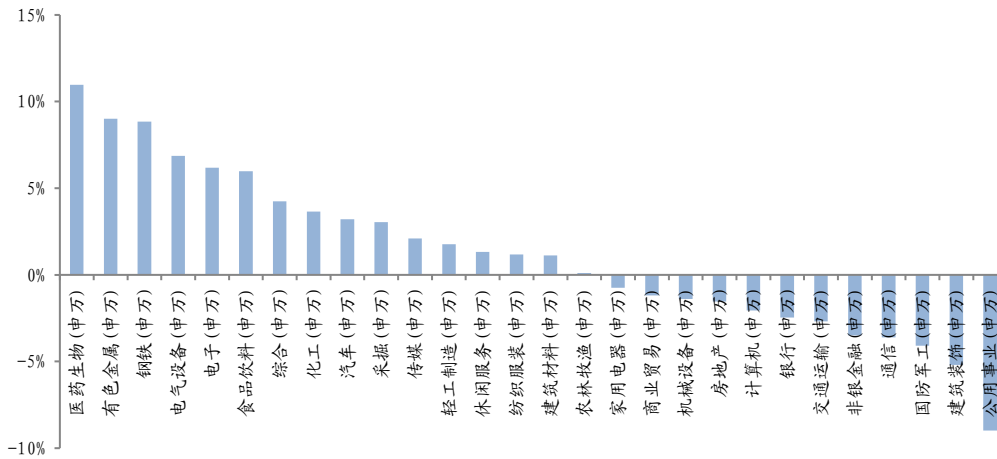
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(四) 食品饮料板块 2021 年 4 月排名第六

食品饮料板块 4 月市场排名靠前。截至 2021 年 4 月 30 日，食品饮料板块当月上涨 (5.98%)，在 28 个一级行业中排名第 6。2021 年初以来，食品饮料板块累计下跌 2.37%，排名 19。

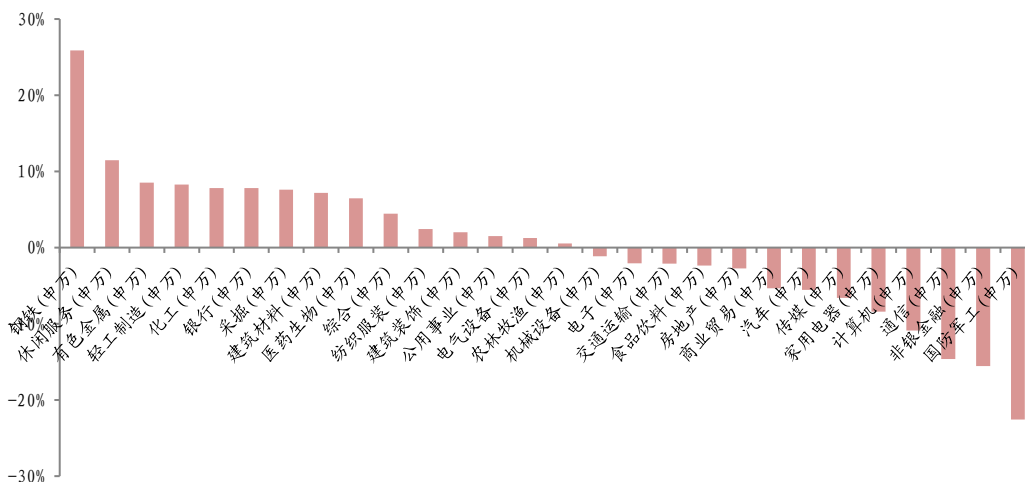
2020 全年食品饮料行业涨幅为 84.97%，在申万 28 个一级行业中排名第 3 位。主要 1 月份下跌较多，跌幅 5.87%，排在第 23 位；2 月涨幅有所恢复，全月上涨 1.27%，排名第 17 位；3-5 月份涨幅居前，分别上涨 4.26%、8.66%、9.07%，分别排名第 3、4、1 位；6、7 月份分别上涨 8.59%、17.29%，分别排名第 8、7 位，仍在前 25% 水准；8 月份重回涨幅第一；9 月食品饮料行业相对出现较大调整，当月排名第 23；10-12 月排名波动较大，分别为 5、19、3 位。

图 46：一级行业月涨幅



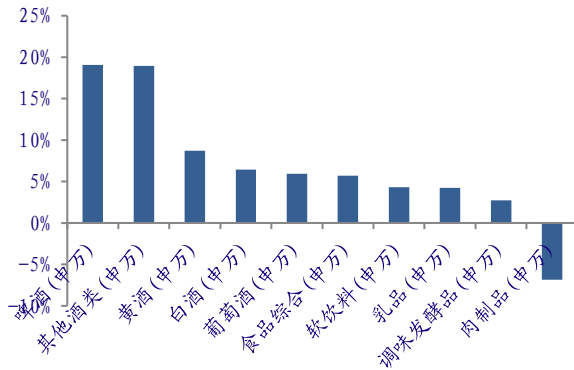
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 47：一级行业 2021 至今涨幅



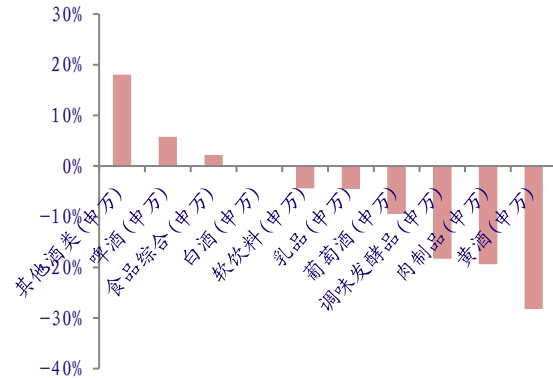
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 48: 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 49: 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：中长期择优配置

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。

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：

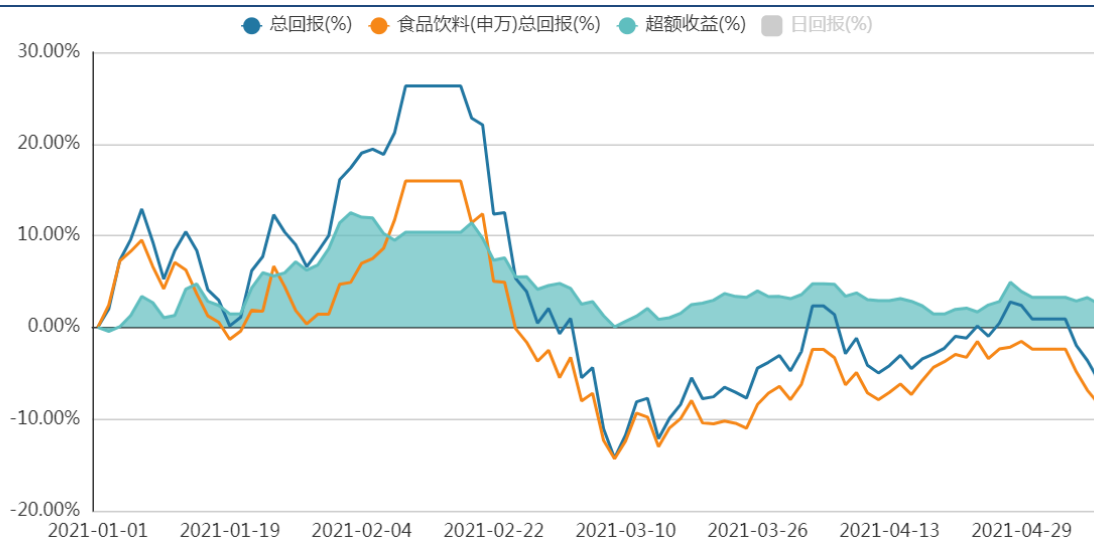
从优选品牌价值所构成的长期竞争优势与业绩动力的角度，建议投资者可关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等品种。

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

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 50: 核心组合年初建立至今收益率 (5.6) 为-1.97%



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 (%)	4
图 2: 消费者信心指数 vs. 采购经理人指数	6
图 3: CPI 当月同比 (%)	8
图 4: 2021 年 3 月居民消费价格分类别同比涨跌幅	10
图 5: 2021 年 3 月居民消费价格分类别环比涨跌幅	10
图 6: PPI 当月同比 (%)	11
图 7: 主产区生鲜乳平均价周同比 (%)	12
图 8: 全国猪价周变化 (元/公斤)	13
图 9: 主营业务收入累计同比 (%)	14
图 10: 利润总额累计同比 (%)	14
图 11: 规模以上工业增加值当月同比 (%)	15
图 12: 制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)	16
图 13: 食品饮料子行业增速分化 (%)	17
图 14: 申万一级行业 2020 年营业收入同比增速	18
图 15: 申万一级行业 2020 年归母净利润同比增速	19
图 16: 2015-2020 年食品饮料板块营业总收入及增速	19
图 17: 2015-2020 年食品饮料板块归母净利润及增速	19
图 18: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块营业收入及增速	20
图 19: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块归母净利润及增速	20
图 20: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅	20
图 21: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅	21
图 22: 中国白酒产量及增速	22
图 23: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)	22
图 24: 不同档次白酒上市公司收入增速 (%)	23
图 25: 调味品市场规模和增速	24
图 26: 调味品零售市场规模和增速	24
图 27: 餐饮市场规模及增速	24
图 28: 在线餐饮外卖市场规模及增速	24
图 29: 2004-2016 年中国调味品市场规模	25
图 30: 2004-2016 年中国调味品市场增速	25
图 31: 2018 年调味品零售市场公司占有率 (%)	26
图 32: 我国乳品业销售呈现周期性, 长期看整体增速放缓	26
图 33: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)	27
图 34: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)	27
图 35: 中国液态奶消费结构	28
图 36: 我国液态奶各细分品类增速 (%)	28
图 37: 我国啤酒行业年产量 (万千升)	29
图 38: 我国啤酒月产量	29
图 39: 2011 年全球及各主要国家啤酒人均消费量 (升)	29

图 40: 2019 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)	30
图 41: 食品饮料行业上市公司数量 (按年)	33
图 42: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价	34
图 43: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	34
图 44: 食品饮料板块国际 PE 估值比较	34
图 45: 食品饮料板块国际 PB 估值比较	34
图 46: 一级行业月涨幅	35
图 47: 一级行业 2021 至今涨幅	35
图 48: 食品饮料子行业月涨幅	36
图 49: 食品饮料子行业年初以来涨幅	36
图 50: 核心组合年初建立至今收益率 (5.6) 为-1.97%	37

表 格 目 录

表 1: 中国市场消费者首选十大品牌	17
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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn