

7月消费市场延续恢复，食品饮料板块下跌

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

马燕

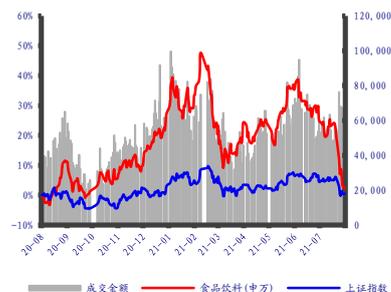
☎: 010-80927637

✉: mayan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521050003

行业数据

2021-8-2



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

最新观点

1) 6月份, 社会消费品零售总额 37586 亿元, 同比增长 12.1%; 比 2019 年 6 月份增长 10%, 两年平均增速为 4.9%, 扣除价格因素, 2021 年 6 月份社会消费品零售总额实际增长 9.8%, 两年平均增长 3.2%。1—6 月份, 社会消费品零售总额 211904 亿元, 同比增长 23%; 两年平均增长 4.4%。

2) 2021 年上半年, 上半年, 全国居民人均服务性消费支出 5023 元, 同比增长 29.7%, 与 2019 年相比, 两年平均增长 4.8%, 两年平均增速低于居民人均消费支出 0.6 个百分点。

3) 上游原材料方面, 7 月生鲜乳平均价持续走高至 4.32 元/升, 超过 2014 年的高点 (4.27 元/公斤), 牛奶零售价稳中略增至 12.48 元/升。2020 年 4 月内活猪、猪肉、仔猪价格均大幅下行, 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。2021 年 7 月, 肉类价格持续下降, 22 个省市的平均价下降为 23.57 元/斤。

4) 食品饮料板块 7 月市场排名第 24 位。截至 2021 年 7 月 31 日, 食品饮料板块当月下跌 (18.80%), 在 28 个一级行业中排名第 27 位; 2021 年初以来, 食品饮料板块累计下跌 18.48%, 排名 24。

投资建议

2021 年 7 月 SW 食品饮料相对 A 股溢价率 107.55%, 为年内最低点, 同时相较 2 月高点有 67.68% 回撤。

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, 当前时点优选次高端品种, 其次长期看好高端品牌。

7 月板块波动较大, 市场偏好及疫情担忧影响短期表现, 建议投资者可择机关注。

核心组合

证券代码	证券简称	月涨跌(%)
600519.SH	贵州茅台	-18.36
000858.SZ	五粮液	-25.18
000568.SZ	泸州老窖	-27.48
600809.SH	山西汾酒	-10.58

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

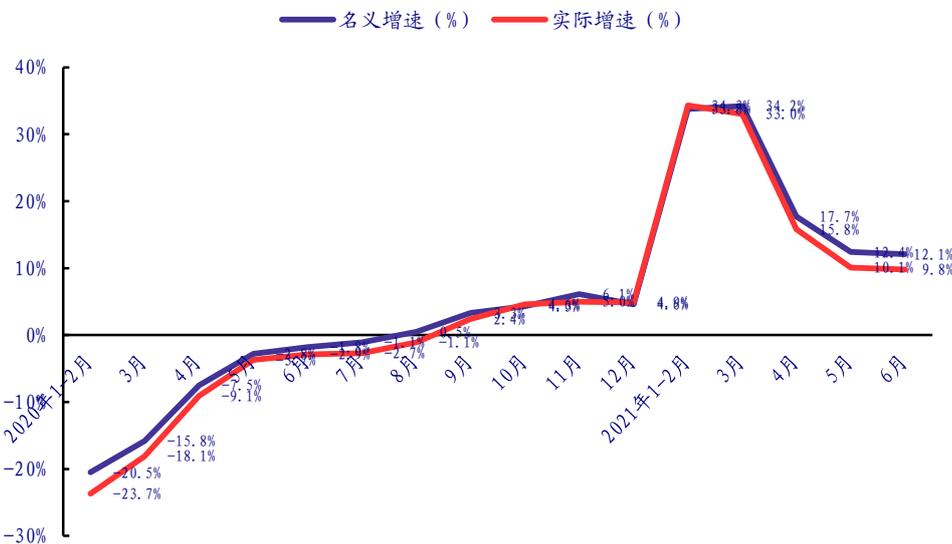
一、宏观经济	2
(一) 市场销售持续改善，网上零售快速增长	2
(二) 居民消费价格同比上涨，食品饮料子类别有所分化	3
(三) 商品消费稳定释放，服务消费明显复苏	4
二、食品饮料行业	5
(一) 行业进入存量博弈阶段，消费需求多样化	5
(二) 品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续	8
三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况	17
(一) 上市公司业绩占细分行业比重较高	17
(二) 7月食品饮料相对A股溢价下跌.....	17
(三) 食品饮料板块2021年7月排名21.....	18
四、投资建议：中长期择优配置	20
五、风险提示	21

一、宏观经济

(一) 市场销售持续改善，网上零售快速增长

消费市场恢复态势较好。6月份，社会消费品零售总额 37586 亿元，同比增长 12.1%；比 2019 年 6 月份增长 10.0%，两年平均增速为 4.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33719 亿元，增长 13.1%。扣除价格因素，2021 年 6 月份社会消费品零售总额实际增长 9.8%，两年平均增长 3.2%。从环比看，6 月份社会消费品零售总额增长 0.7%。1—6 月份，社会消费品零售总额 211904 亿元，同比增长 23.0%，两年平均增速为 4.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 189997 亿元，增长 22.2%。

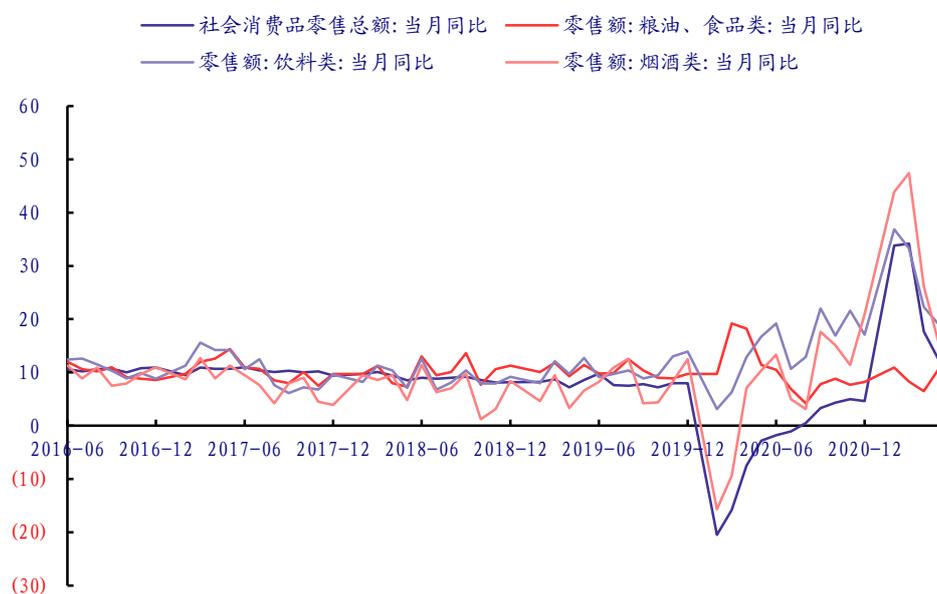
图 1：社零名义和实际增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

按经营单位所在地分，6月份，城镇消费品零售额 32552 亿元，同比增长 12.0%，两年平均增长 4.8%；乡村消费品零售额 5034 亿元，增长 12.5%，两年平均增长 5.5%。1—6 月份，城镇消费品零售额 184098 亿元，同比增长 23.3%，两年平均增长 4.4%；乡村消费品零售额 27807 亿元，增长 21.4%，两年平均增长 4.0%。按消费类型分，6 月份，商品零售 33663 亿元，同比增长 11.2%，两年平均增长 5.4%；餐饮收入 3923 亿元，增长 20.2%，两年平均增长 1.0%。1—6 月份，商品零售 190192 亿元，同比增长 20.6%，两年平均增长 4.9%；餐饮收入 21712 亿元，增长 48.6%，规模与 2019 年 1-6 月基本持平。按零售业态分，1—6 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 6.2%、17.4%、29.5%、24.6%和 32.4%。1—6 月份，全国网上零售额 61133 亿元，同比增长 23.2%，两年平均增长 15.0%。其中，实物商品网上零售额 50263 亿元，增长 18.7%，两年平均增长 16.5%，占社会消费品零售总额的比重为 23.7%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 23.5%、24.1%和 16.7%，两年平均分别增长 30.9%、9.8%和 17.0%。

图 2: 社零同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 居民消费价格同比上涨, 食品饮料子类别有所分化

2021年6月份, 全国居民消费价格同比上涨1.1%。其中, 城市上涨1.2%, 农村上涨0.7%; 食品价格下降1.7%, 非食品价格上涨1.7%; 消费品价格上涨1.1%, 服务价格上涨1.0%。上半年, 全国居民消费价格比去年同期上涨0.5%。6月份, 全国居民消费价格环比下降0.4%。其中, 城市下降0.4%, 农村下降0.5%; 食品价格下降2.2%, 非食品价格持平; 消费品价格下降0.6%, 服务价格下降0.1%。

6月份, 食品烟酒类价格同比下降0.4%, 影响CPI(居民消费价格指数)下降约0.12个百分点。食品中, 畜肉类价格下降19.5%, 影响CPI下降约0.81个百分点, 其中猪肉价格下降36.5%, 影响CPI下降约0.80个百分点; 蛋类价格上涨17.9%, 影响CPI上涨约0.10个百分点; 水产品价格上涨14.2%, 影响CPI上涨约0.26个百分点; 鲜果价格上涨3.1%, 影响CPI上涨约0.06个百分点; 粮食价格上涨0.7%, 影响CPI上涨约0.01个百分点。其他七大类价格同比六涨一降。其中, 交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨5.8%、1.5%和0.9%, 衣着、生活用品及服务、医疗保健价格分别上涨0.4%、0.3%和0.3%; 其他用品及服务价格下降0.9%。

图 3: 全国居民消费价格变化

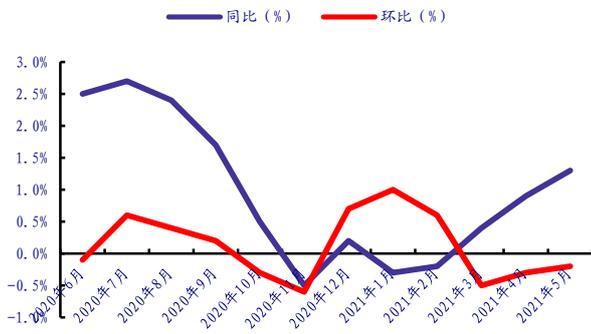
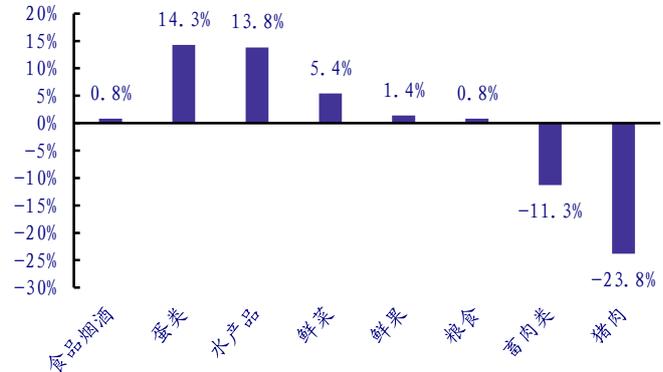


图 4: 6月食品饮料子类别居民消费价格变化 (%)



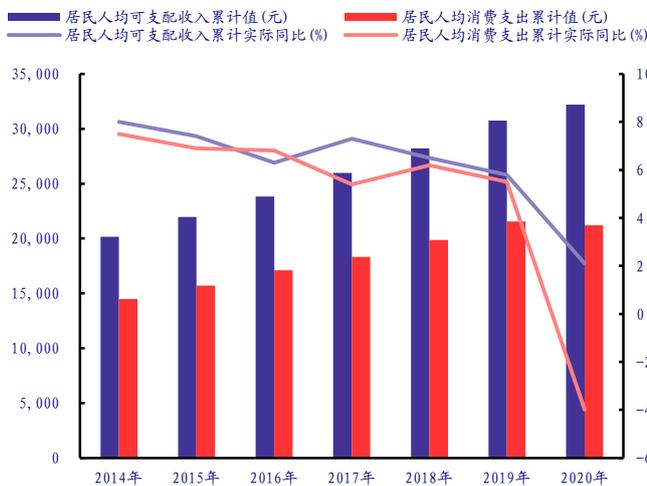
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

(三) 商品消费稳定释放, 服务消费明显复苏

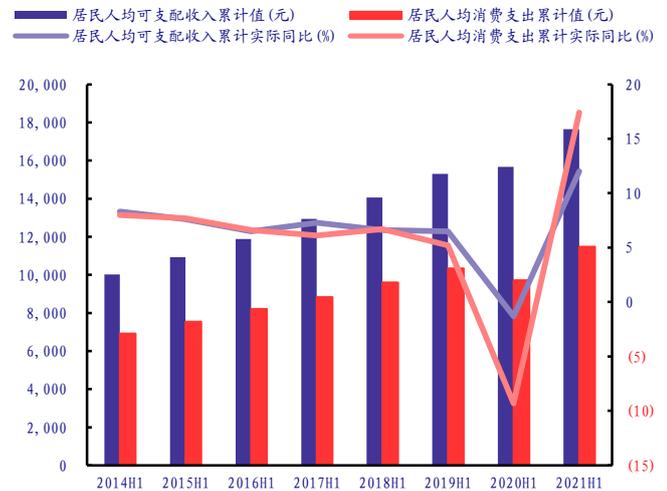
居民经济和生活不断向好。2020年, 疫情导致新冠疫情导致人均可支配收入增速下滑, 人均消费支出负增长, 2021年上半年, 疫情对于居民经济和生活的影响不断下降, 居民人均可支配收入上升至17642元/人, 同比增速达到12%, 人均消费支出上升至11471元/人, 同比17.4%。

图 5: 2014-2020年居民人均可支配收入和消费支出



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 上半年居民人均可支配收入和消费支出



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021年上半年, 全国居民人均消费支出11471元, 名义增长18.0%, 扣除价格因素影响, 实际增长17.4%。与2019年上半年相比, 上半年居民人均消费支出两年平均名义增长5.4%, 比一季度加快1.5个百分点; 扣除价格因素影响, 两年平均实际增长3.2%, 比一季度加快1.8个百分点, 但低于2019年上半年实际增速2.0个百分点。其中, 城镇居民人均消费支出14566元, 名义增长16.7%, 实际增长16.0%; 农村居民人均消费支出7464元, 名义增长20.2%, 实际增长19.7%。

消费结构看，上半年八大类消费支出两年平均名义增速全部实现正增长。受上年同期基数较低影响，教育文化娱乐支出和其他用品及服务支出大幅反弹。上半年人均教育文化娱乐支出增长 68.5%，与 2019 年上半年相比两年平均增长 4.1%；人均其他用品及服务支出增长 33.0%，两年平均增长 1.4%，呈现显著的恢复性反弹态势。其他消费支出中，人均食品烟酒支出增长 14.2%，人均衣着支出增长 21.4%，人均居住支出增长 7.5%；人均生活用品及服务支出增长 15.1%，人均医疗保健支出增长 19.7%，人均交通通信支出增长 17.5%。2021 年上半年，全国居民恩格尔系数 30.8%，同比下降 1.1 个百分点。

上半年，全国居民人均服务性消费支出 5023 元，同比增长 29.7%，增速高于居民人均消费支出 11.7 个百分点；与 2019 年相比，两年平均增长 4.8%，两年平均增速低于居民人均消费支出 0.6 个百分点。其中，人均饮食服务支出受上年同期大幅下降影响，同比增长 72.3%。服务性消费支出占居民消费支出比重为 43.8%，同比回升 3.9 个百分点，但比 2019 年同期低 0.5 个百分点，尚未恢复到 2019 年同期增速。

二、食品饮料行业

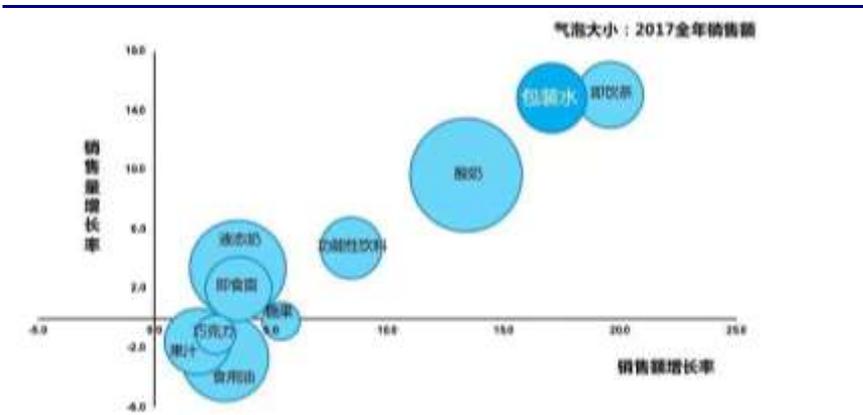
（一）行业进入存量博弈阶段，消费需求多样化

1. 行业进入存量时期，差异化竞争占优

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 7：食品饮料子行业增速分化（%）

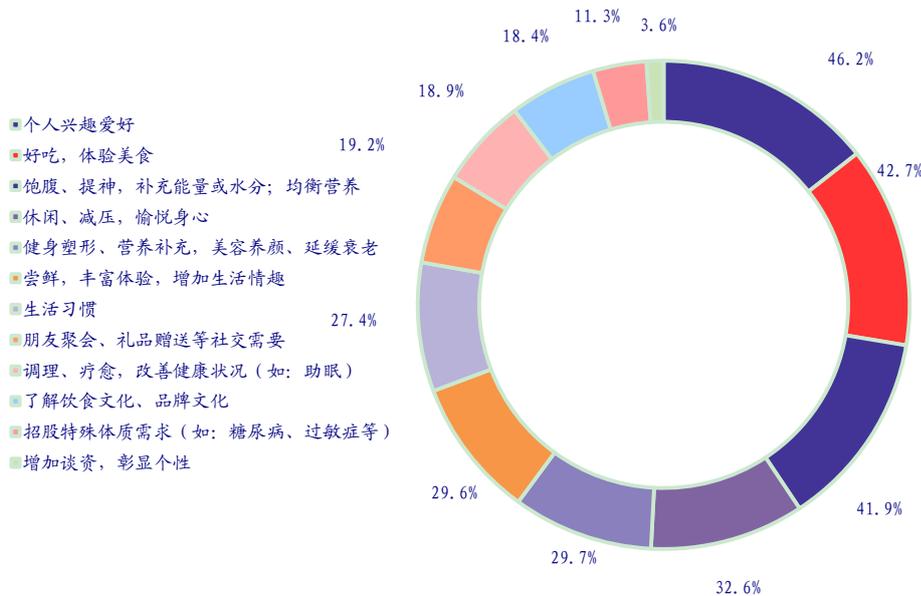


资料来源：尼尔森零售研究，中国银河证券研究院整理

近些年，食品饮料行业总量的变化不大，但随着居民生活水平的提高和饮食观念的

变化，消费需求也产生了很大的调整，健康饮食、网红餐饮、体验消费等等不同的消费需求和理念不断涌现，消费者变得更加多元化和多样化，不同群体的消费者或者不同时期的消费者呈现不一样的消费需求。同时，随着国内消费能力的提升和生产能力的升级，生产的效率得到大幅提升，行业门槛不断降低，这也使得行业加速从产业侧驱动向消费侧驱动转变，消费者成为市场的主导，具备更强的话语权，消费者偏好和议价能力不断推动着产业端发生变革，消费者付费意愿和能力的提升也加速了更多新品类和新品牌的涌现。目前，各类食品饮料企业均在进行研发提速迎合当前的消费市场需求，因此，行业内部开始出现分化，像低卡零糖食品、网红零食等表现较好，传统的食品饮料增长疲软。当前，食品饮料的消费不仅仅是为了满足基础生理需求，消费者的需求变得多元化，基于兴趣爱好和增加美食体验的心理需求已经超过了饱腹、提神，补充能量和营养的生理性需求，此外，“休闲减压、愉悦身心”和“丰富体验、增加生活情趣”也成为主要的消费理由。

图 8：食品饮料的消费需求及心理



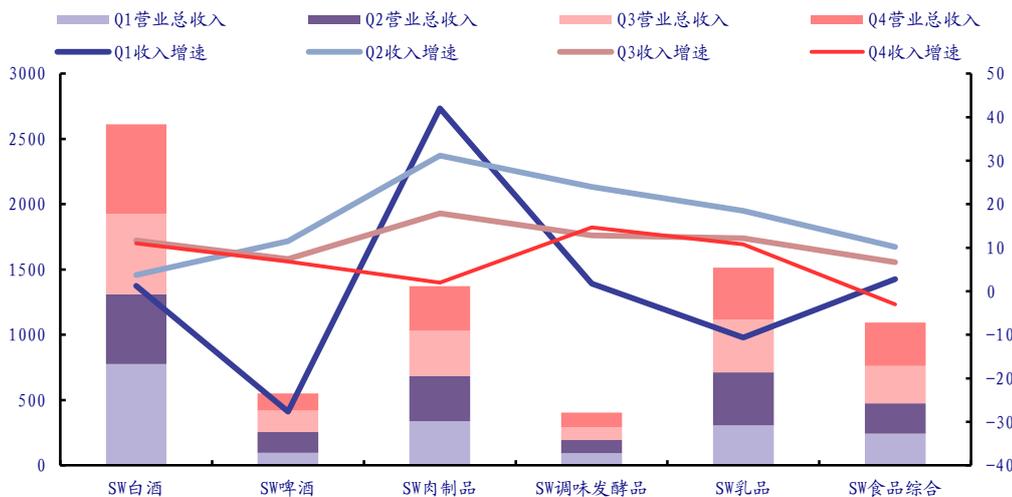
资料来源：巨量算数、CTR 联合进行的食品饮料消费调研，中国银河证券研究院整理

2. 疫情后期稳步回升，子行业增长分化

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%。

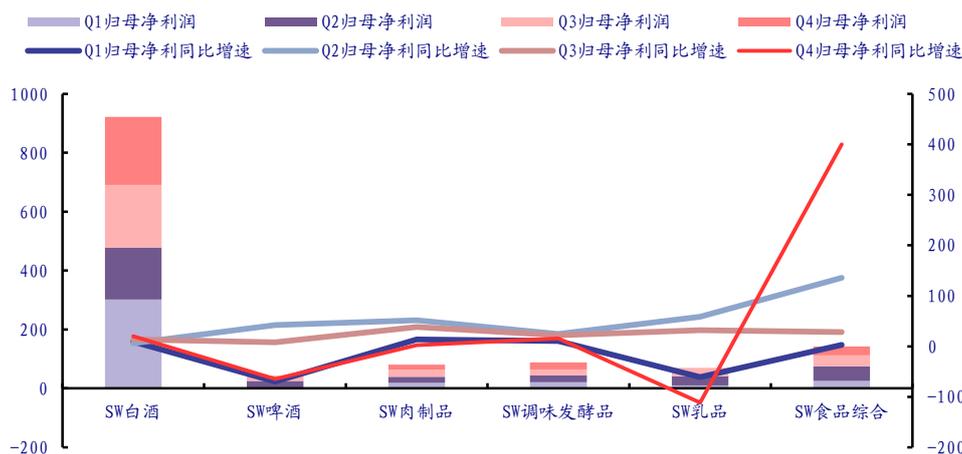
在利润方面，行业板块归母净利润为 1382.82 亿元，白酒的规模净利润总额最高，为 921.83 亿元，占到行业总归母净利润 67%，其次为食品综合（142.14 亿元），其余板块的归母净利润均低于 100 亿元，如乳品（67.81 亿元）、调味品（88.49 亿元）、肉制品（80.72 亿元）、啤酒（40.57 亿元）、软饮料（31.00 亿元）、其他酒类（4.45 亿元）、葡萄酒（1.29 亿元）和黄酒（4.52 亿元）。从归母净利润增长率来看，2020 年度，增长幅度最大的是其他酒类（546.53%）、食品综合（84.67%），其次是肉制品（25.37%）和啤酒（22.05%），其中归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

图 9：2020 年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 10：2020Q1-4 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

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 11: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块营业收入及增速

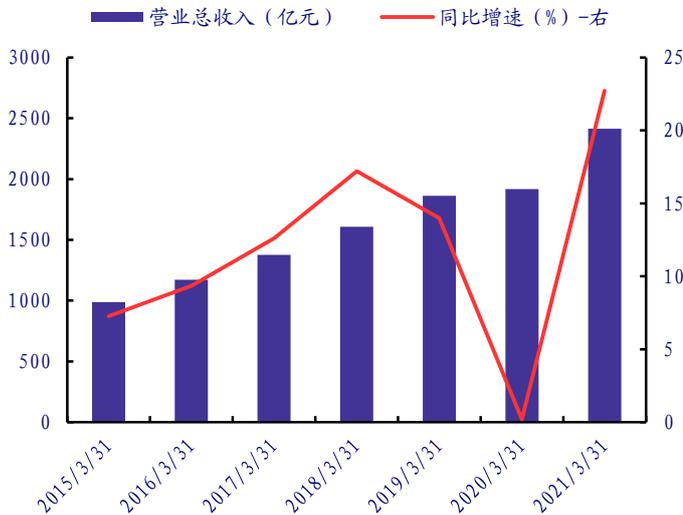
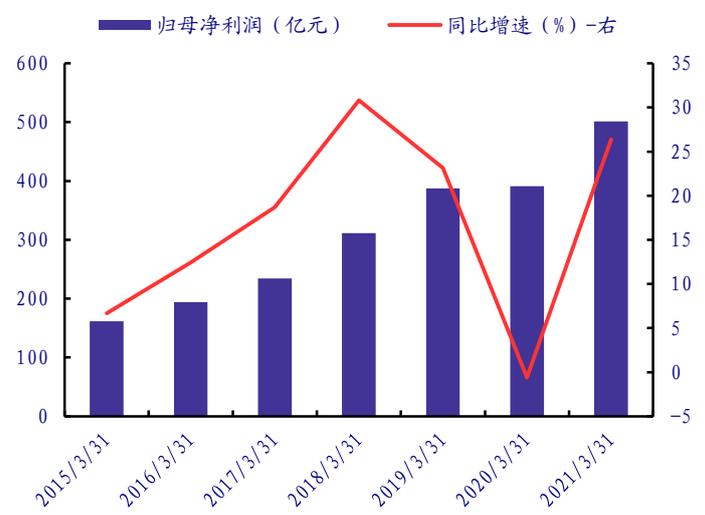


图 12: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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: 行业快速复苏, 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。

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%。

白酒产量和销量不断下降。白酒年产量自 2016 年的高位 1358.36 万升不断下降, 截止至 2020 年, 年产量已经下降到 740.70 万升, 仅为 2016 时的 54.53%。白酒的销量自 2015 年到 2019 年不断下降, 截止 2019 年, 白酒的销量已下降至 755.5 万升。

图 13: 白酒年产量及增速

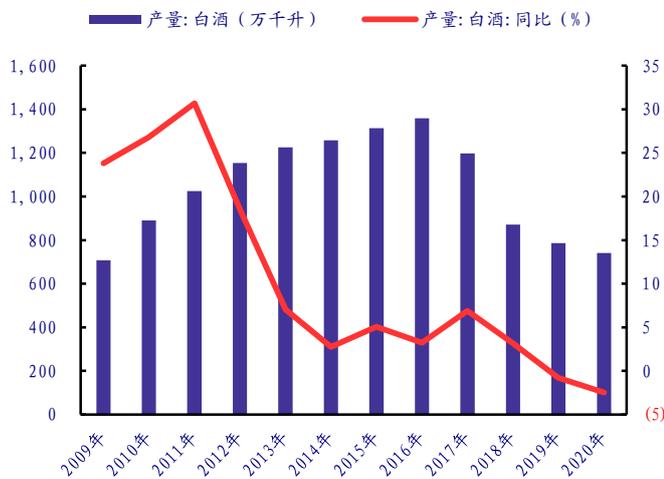
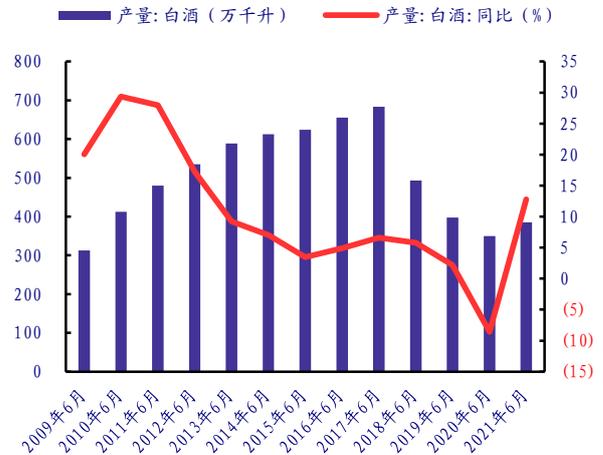


图 14: 白酒 6 月产量及增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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。

2021 年 Q1, 白酒表现较好, 不同档次的白酒营收都有较大幅度的增长, 其中, 二线和三四线的营收增速超过了一线白酒, 主要是因为舍得酒业、酒鬼酒和伊力特在一季度的表现超预期, 拉高了同一档次白酒的涨幅。

图 15: 2016-2020 白酒分档营收增速 (%)

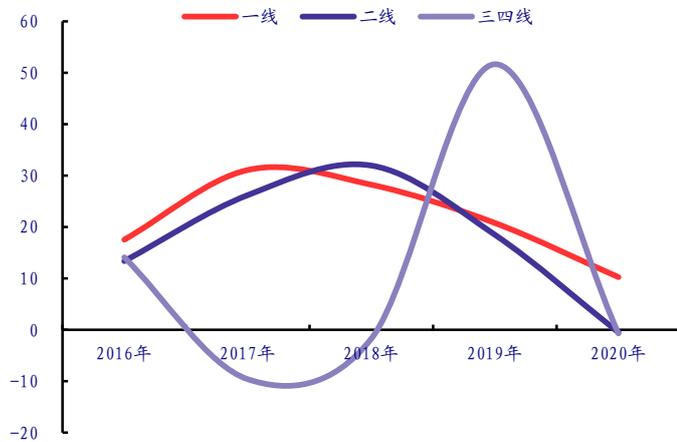
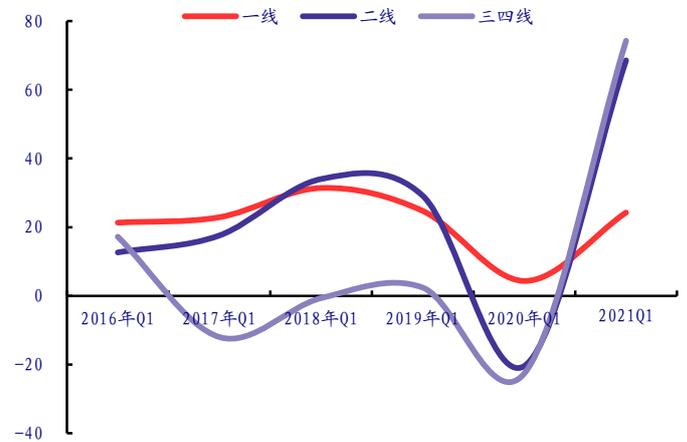


图 16: 一季度白酒分档营收增速 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

2. 啤酒: 行业供需稳定, 龙头有望迎来盈利提升

目前, 中国是全球最大的啤酒市场, 占全球的 25% 的消费量。2013 年, 中国啤酒消费量达到最高位, 为 539.4 亿升, 市场规模为 703 亿美元, 而后, 啤酒消费品有所下滑, 到 2018 年, 中国的总啤酒市场消费量为 488.5 亿升, 市场规模为 818 亿美元。尽管中国啤酒市场规模庞大, 但中国啤酒人均消费量水平并不算高, 继续保持相对较低, 2017 年人均啤酒消费量为 34 升, 表明啤酒消费量存在巨大增长潜力。

图 17: 中国啤酒消费量和市场规模

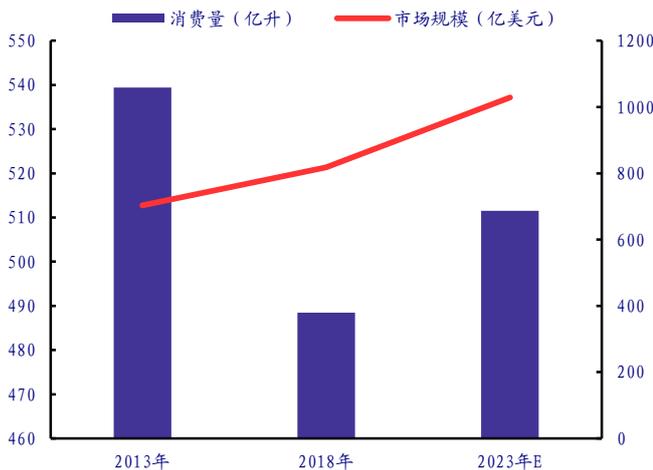
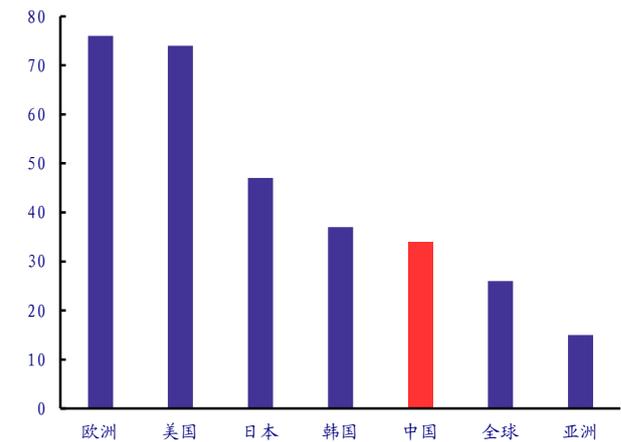


图 18: 人均年啤酒消费量 (升/年)



资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 产业信息网, 中国银河证券研究院整理

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

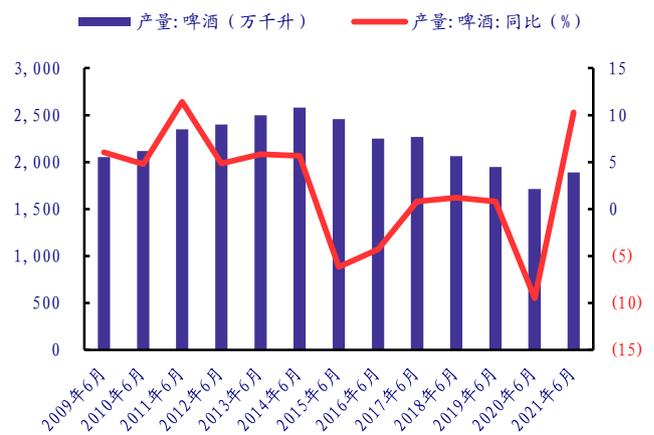
2013 年达到 5,062 万千升的高点之后产量持续下行。2021 年 1-5 月，啤酒产量增速同比 18.9%，但同比 2019 年 1-5 月，啤酒的产量还是下行状态。

2020 年，规模以上啤酒企业 346 家，完成酿酒总产量 3411.11 万千升，同比下降 7.04%；完成销售收入 1468.94 亿元，同比下降 6.12%；实现利润总额 133.91 亿元，同比增长 0.47%。2020 年，A 股啤酒上市公司共 7 家，营业收入达到 552.05 亿元，营业利润为 64 亿元，数量占规模以上啤酒企业数量 2.02%，但营收占比为 37.58%，利润占比达 47.79%。

图 19: 啤酒年产量及增速



图 20: 啤酒 6 月产量及增速



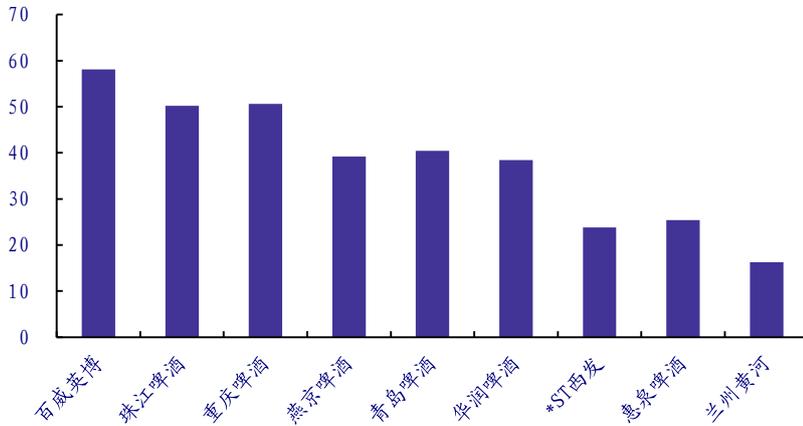
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

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 21: 2019 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)

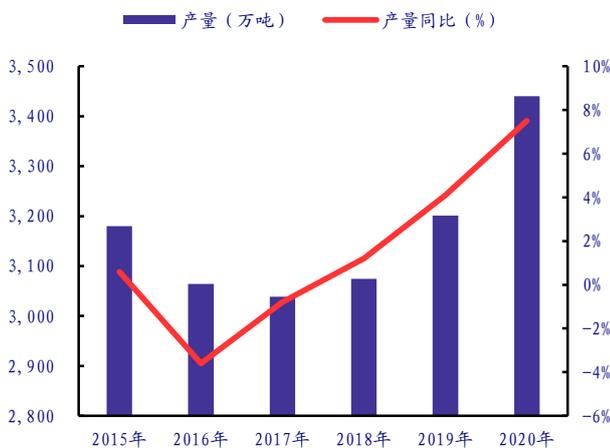


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 乳品: 三四线城市和细分品类增长可期

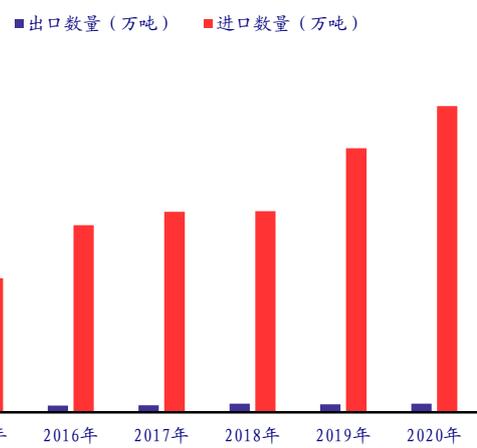
近些年, 受影响于消费增长放缓, 我国奶牛的饲养数量不断下滑, 牛奶的产量增长缓慢。根据美国农业部的数据, 我国奶牛数量已经从 2014-2015 年高峰期的 8400 头, 下降到 2020 年 6150 头, 下降幅度达 26.79%。但随着奶牛养殖行业技术的提高, 规模化、标准化和现代化水平不断提升, 使得奶牛产奶效率大幅度提升, 牛奶的产量自 2016 年不断增加, 增速也不断提高, 2020 年牛奶产量达到 3440 万吨, 同比增速 7.5%。与此同时, 国内牛奶生产仍旧满足不了需求, 进口液态奶的数量不断增加。据中国奶业协会数据显示, 2020 年中国液态奶进出口数量中, 液态奶进口数量为 107.19 万吨, 出口数量为 3 万吨, 差距不断拉大, 进口液态奶占到我国牛奶产量的 3.12%, 是我国乳制品行业的重要补充。

图 22: 牛奶产量及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 液态奶进出口量

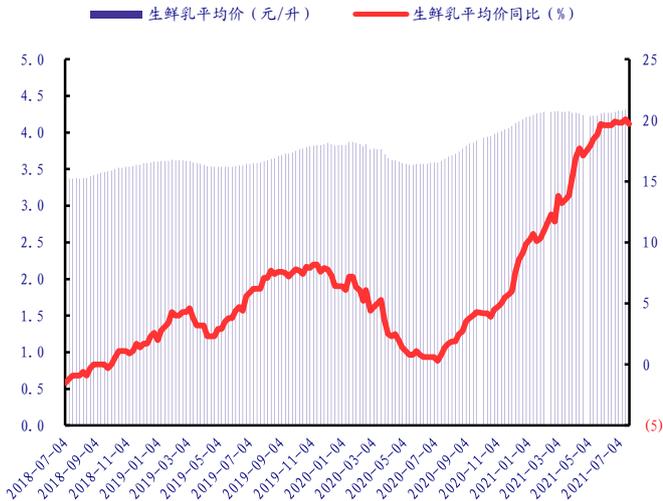


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

近一年, 生鲜乳的价格比较大, 2020 年 7 月 29 日, 主产区生鲜乳的平均价为 3.67

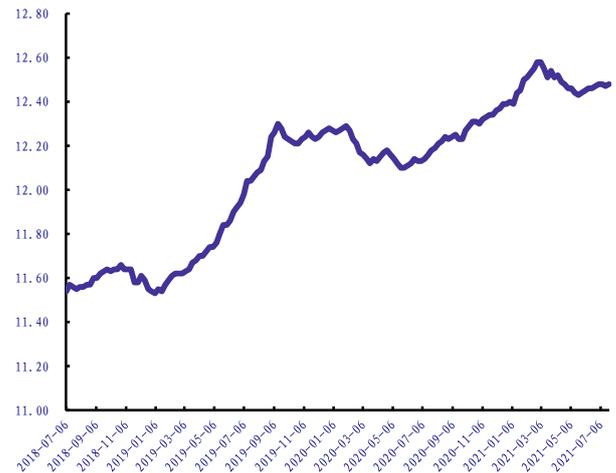
元/升，而后持续不断上涨，截止至 2021 年 7 月 21 日，价格上涨至 4.32 元/升，上涨幅度达 17.71%。牛奶零售价变化有波动，从全年同期的 12.19 元/升上升至 12.48 元/升，略有升高。

图 24: 生鲜乳价格及同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

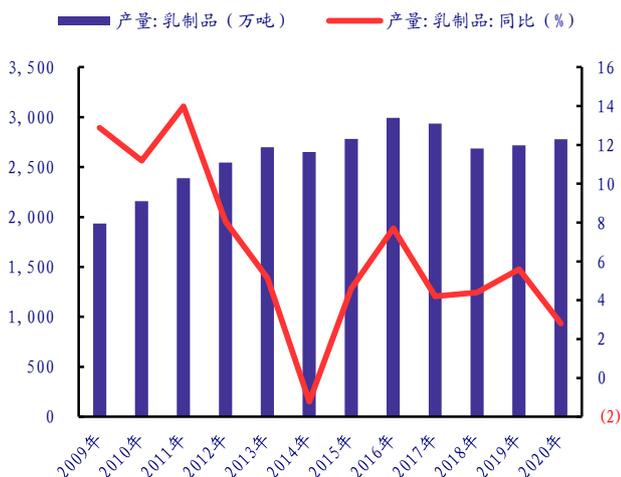
图 25: 牛奶零售价变化 (元/升)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

中国乳制品市场巨大，平稳增长。相对其他食品饮料子行业，乳制品的产量 2016 年达到顶峰后有所下降，但产量在这两年有所反弹，2020 年的产量达到 2780.4 万吨，同比增速为正，达到 2.8%，可见乳制品的刚性需求。疫情后，2021 年 1-6 月，乳制品产量反弹明显，同比产量破纪录达到 1490.1 万吨，同比增速达到 16.8%。

图 26: 乳制品年产量及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 乳制品 6 月产量及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

一二线城市的乳制品、尤其是常温液态奶的渗透率已经达到较高的水平，增速很难有明显提升；三四城市及以下人均收入和消费支出增速均可观，液态奶自主消费和送礼

需求提升，未来会成为液态奶增速的主要支撑。顺应此趋势，主要品牌商如伊利、蒙牛都在积极推动渠道下沉。与此同时，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，未来还有很大的发展空间。

图 28: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)

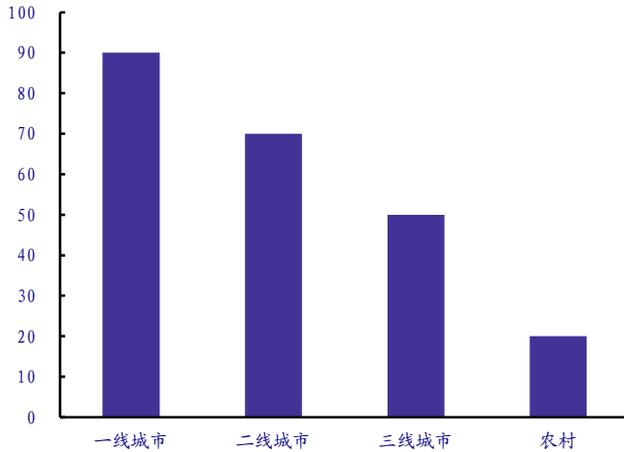
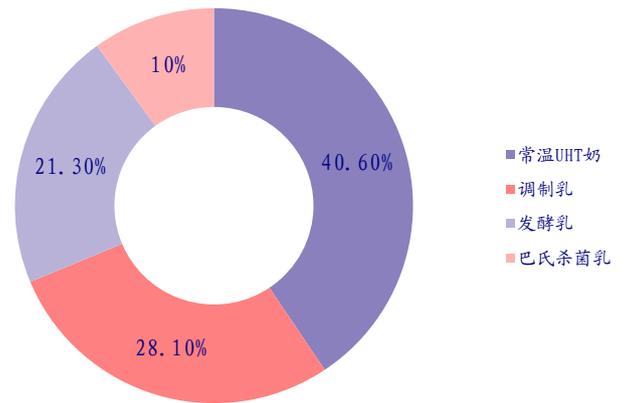


图 29: 液态奶消费结构



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 中国奶业协会, 中国银河证券研究院整理

2020 年受影响于新冠疫情，营收有所下降，但由于奶制品的保质期，很多公司开展了打折促销，导致规模净利润下降明显，2020 年，营收为 1511.03 亿元，同比增速 7.7%，规模净利润 67.81 亿元，同比增速为 -16.85%。乳制品上市公司共 13 家，伊利股份 2020 年的营收占整个行业上市公司的 64%，居于绝对的领导地位。

表 1: 乳制品上市公司的营业收入和归母净利润

	2020A	YOY	2021Q1	YOY	2020A	YOY	2021Q1	YOY
	营业收入	(%)	营业收入	(%)	归母净利润	(%)	归母净利润	(%)
	(亿元)		(亿元)		(亿元)		(亿元)	
伊利股份	965.24	7.24	272.59	32.68	70.78	2.08	28.31	147.69
光明乳业	252.23	11.79	69.86	36.07	6.08	21.91	0.99	28.59
三元股份	73.53	-9.78	18.68	23.05	0.22	-83.58	0.44	137.14
新乳业	67.49	18.92	20.14	90.88	2.71	11.18	0.29	210.51
妙可蓝多	28.47	63.20	9.51	140.58	0.59	208.16	0.32	215.60
贝因美	26.65	-4.32	5.67	-20.59	-3.24	-214.58	0.15	12.23
皇氏集团	24.90	10.51	6.01	71.83	-1.36	-380.10	0.05	111.57
一鸣食品	19.47	-2.50	4.93	73.55	1.32	-23.88	0.10	203.24
天润乳业	17.68	8.67	4.63	33.19	1.47	5.62	0.33	69.40
燕塘乳业	16.37	11.30	3.98	54.11	1.05	-15.37	0.34	3,891.88
庄园牧场	7.40	-9.06	2.34	66.38	0.10	-79.63	0.21	300.50
熊猫乳品	6.84	13.35	1.97	114.59	0.82	22.37	0.15	3,345.08

*ST 科迪 4.76 -15.85 1.17 102.97 -12.73 -627.72 0.04 109.92

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

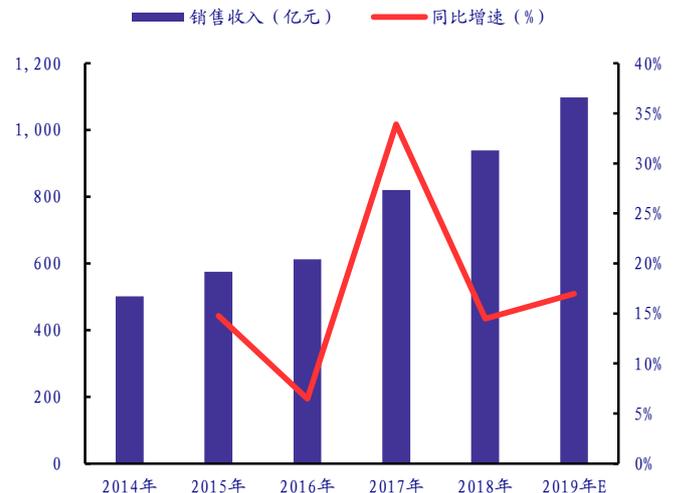
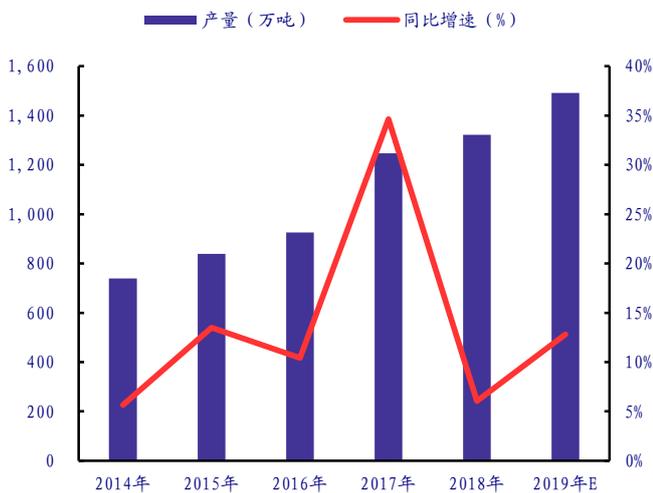
4. 调味品: 外出用餐和消费升级打开行业天花板

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。

调味品行业门槛较低,加上我国巨大的食品消费市场,造就了我国巨大的调味品市场,年营业收入已经超过3000亿元。2014-2018年,我国调味品行业产量和销售收入不断攀升,2018年,产量达到1322.5万吨,同比增长6.05%。据调味品协会的统计,2018年,行业前百强企业销售收入突破1098亿元。

图 30: 调味品产量及增速

图 31: 调味品销售收入及增速



资料来源: 调味品协会, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

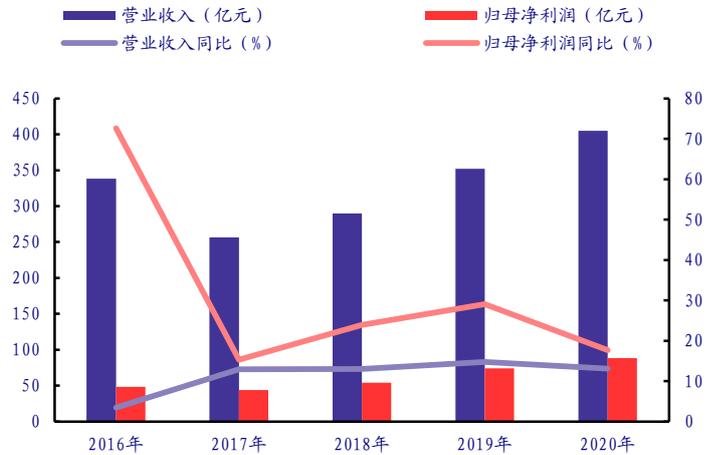
资料来源: 调味品协会, 中国银河证券研究院整理

目前,调味品已经形成全渠道的销售体系,但是销售终端没有发生太大变化,餐饮业、家庭厨房和食品加工仍然是主要的销售终端。根据中国调味品协会数据显示,调味品在餐饮业中销售的比例越来越高,已经达到了整个调味品产业的50%,包括品牌调味品和餐饮定制调味品两种类型的产品,其次是家庭占比30%,工业加工占比20%。2020年,疫情对于餐饮业影响巨大,但由于调味品属于刚需,行业的同比增速有所放缓,但上升趋势确定,12家上市公司的营收为404.85亿,同比增速为13.05%,归母净利润为88.49亿元,同比增速下滑至17.67%。

图 32: 调味品销售渠道



图 33: 调味品销售收入及增速



资料来源: 调味品协会, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

在个股表现上, 2020 年, 海天味业表现突出, 营收 227.92 亿元, 同比 15.13%, 归母净利润 64.03 亿元, 同比 19.61 亿元, 位占行业第一位, 其营收占行业上市公司的 56.3%, 居于绝对领先地位。天味食品 2020 年的营收增速加快, 增速为 36.9%, 远高于行业平均增速, 此外, 仲景食品的规模净利润增速较快, 增速为 39.65%。

表 2: 调味品上市公司的营业收入和归母净利润

	2020A	YOY	2021Q1	YOY	2020A	YOY	2021Q1	YOY
	营业收入 (亿元)	(%)	营业收入 (亿元)	(%)	归母净利润 (亿元)	(%)	归母净利润 (亿元)	(%)
海天味业	227.92	15.13	71.58	21.65	64.03	19.61	19.53	21.13
中炬高新	51.23	9.59	12.63	9.51	8.90	23.96	1.75	-15.17
天味食品	23.65	36.90	5.22	56.21	3.64	22.66	0.80	4.13
ST 加加	20.73	1.61	5.1	3.57	1.76	8.47	0.44	-13.39
恒顺醋业	20.14	9.94	5.17	10.98	3.15	-3.01	0.79	3.89
千禾味业	16.93	24.95	4.78	32.91	2.06	3.81	0.40	-43.34
莲花健康	16.55	-2.81	4.14	40.19	0.74	7.30	0.11	-11.25
星湖科技	11.16	6.35	3.04	6.01	1.49	-0.56	0.35	7.38
仲景食品	7.27	15.68	2.07	26.11	1.28	39.65	0.40	40.56
安记食品	4.20	-0.21	1.3	69.31	0.53	23.41	0.14	26.47
日辰股份	2.63	-7.83	0.7	51.53	0.81	-4.72	0.15	-0.35
佳隆股份	2.43	-17.96	0.63	96.36	0.10	-65.15	0.03	127.44

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况

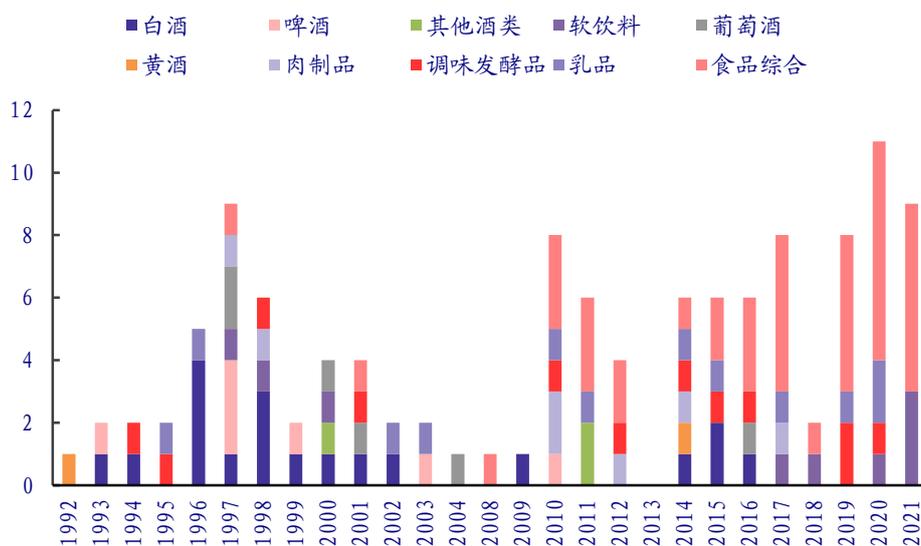
(一) 上市公司业绩占细分行业比重较高

截止 2021 年 7 月 31 日，食品饮料行业共有 A 股上市公司 121 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 7.25%。其中白酒是市值占比最高的子行业，占食品饮料行业总市值的比例约为 7 成。

从营收上来看，2020 年 A 股食品饮料上市公司总营收为 7796.9 亿元，同比增加 7.87%，营业利润总额为 1889 亿元，同比增加 14.69%。根据国家统计局数据，2020 年，全国食品工业规模以上企业实现利润总额 6206.6 亿元，同比增长 7.2%，高出全部工业 3.1 个百分点。其中，农副食品加工业实现利润总额 2001.2 亿元，同比增长 5.9%；食品制造业实现利润总额 1791.4 亿元，同比增长 6.4%；酒、饮料和精制茶制造业实现利润总额 2414.0 亿元，同比增长 8.9%。按此计算，A 股食品饮料上市公司 2020 年营业利润占全部食品行业之比为 30.44%，占比相比 2019 年有所提升。

近几年，食品饮料企业 IPO 数量受到政策影响较大。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。5 月，软饮料企业 2 家。

图 34: 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) 7 月食品饮料相对 A 股溢价下跌

食品饮料板块绝对估值处于历史偏高位置。截至 2021 年 7 月 31 日收盘，食品饮料

行业动态市盈率为 38.94 倍 (TTM)，处于 2019 年同期以来的 44.42% 分位点；全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 19.93 倍和 28.73 倍。

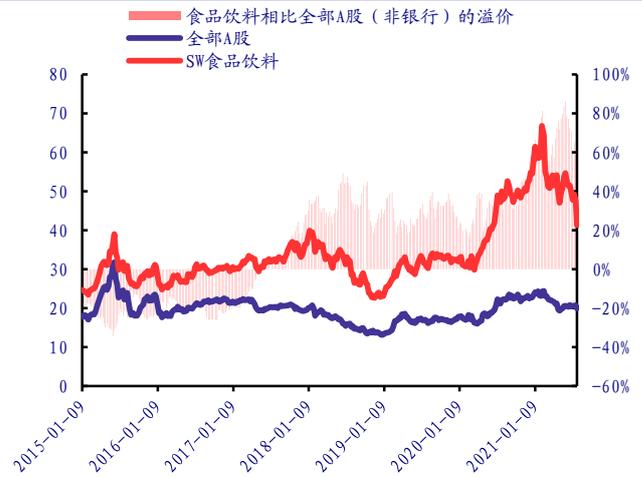
2021 年 7 月食品饮料相对 A 股溢价率 107.55%，为年内最低点，同时相较 2 月高点有 67.67% 回撤。2020 年度，食品饮料板块相对整体 A 股溢价继 8 月底达到年内高点 (168.24%)，9 月中下旬略降，11 月中上旬有所回升，至 12 月底超越前期高点，达到 186.42%。2021 年 7 月底 SW 食品饮料股相对全部 A 股溢价率为 107.55%，继 2 月 10 日创新高 (175.23%) 后回撤幅度 67.67%，为年内最低点。

图 35: 食品饮料行业估值及相对全部 A 股溢价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 食品饮料行业估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价



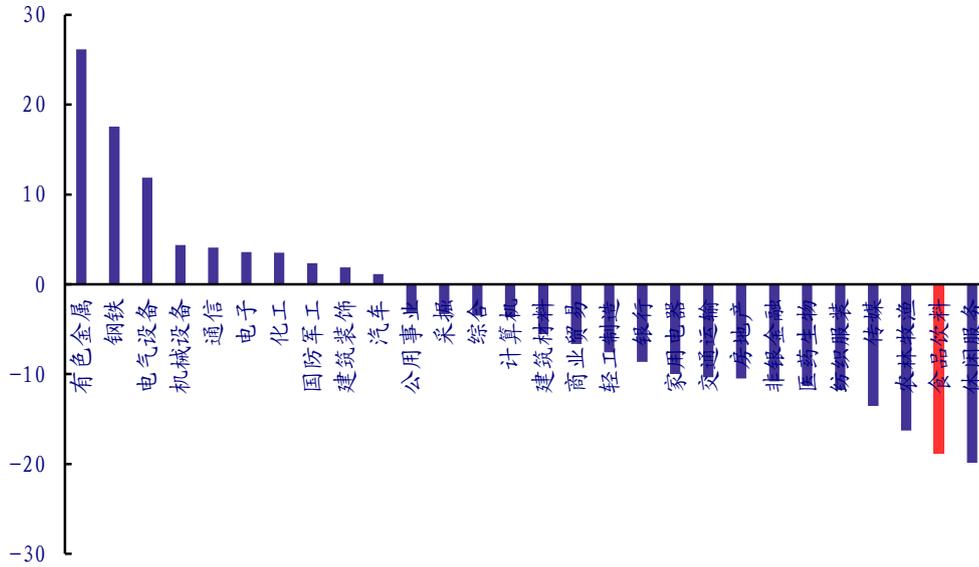
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 食品饮料板块 2021 年 7 月排名 21

食品饮料板块 7 月市场排名靠后。2021 年 7 月，食品饮料行业当月下跌 (18.80%)，在 28 个一级行业中排名第 27。2021 年初至 7 月 31 日，食品饮料行业累计下跌 18.48%，排名 24 位。

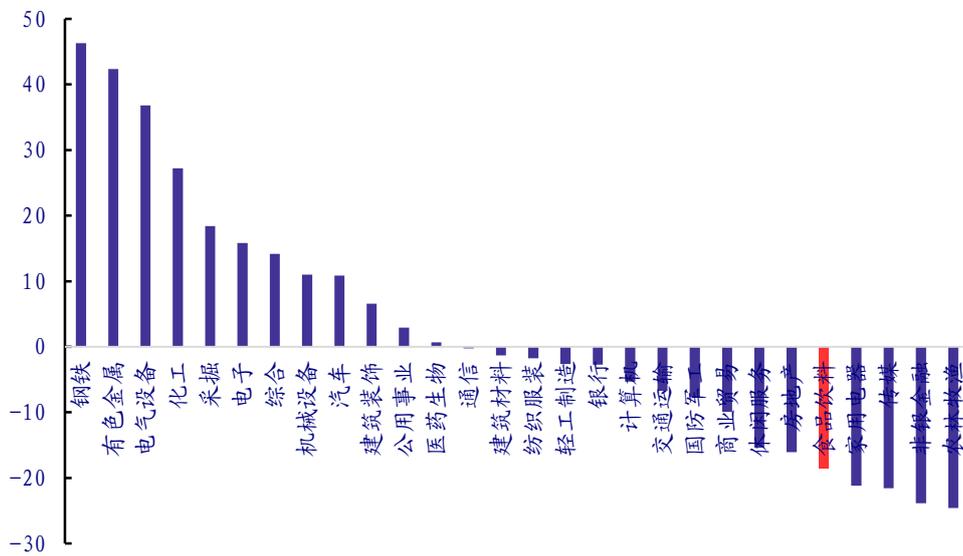
2020 全年食品饮料行业涨幅为 84.97%，在申万 28 个一级行业中排名第 3 位。主要 1 月份下跌较多，跌幅 5.87%，排在第 23 位；2 月涨幅有所恢复，全月上涨 1.27%，排名第 17 位；3-5 月份涨幅居前，分别上涨 4.26、8.66、9.07%，分别排名第 3、4、1 位；6、7 月份分别上涨 8.59、17.29%，分别排名第 8、7 位，仍在前 25% 水准；8 月份重回涨幅第一；9 月食品饮料行业相对出现较大调整，当月排名第 23；10-12 月排名波动较大，分别为 5、19、3 位。

图 37: 一级行业 7 月涨幅



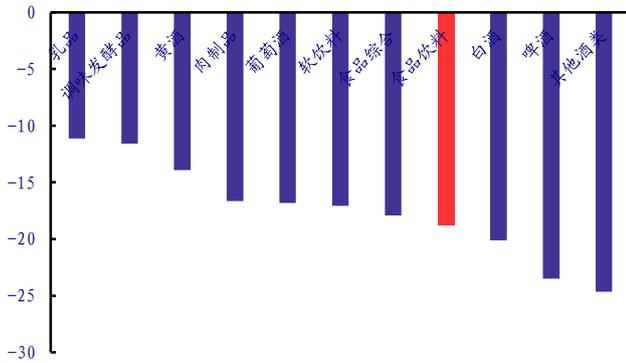
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 一级行业 2021 至今涨幅



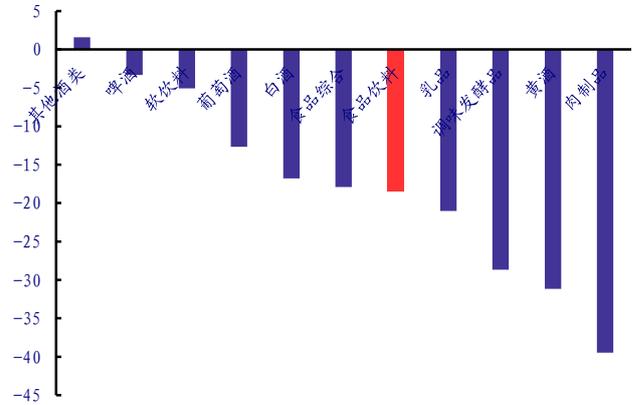
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 食品饮料细分行业 7 月涨幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 食品饮料细分行业年初以来涨幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、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，当前时点优选次高端品种，其次长期看好高端品牌。7月板块波动较大，市场偏好及疫情担忧影响短期表现，建议投资者可择机关注。

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
000858.SZ	五粮液	聚焦品牌稳增长
000568.SZ	泸州老窖	价值回归进行中
600809.SH	山西汾酒	经营拓展成效显著

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 核心组合年初建立至今的收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、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: 社零名义和实际增速 (%)	2
图 2: 社零同比增速 (%)	3
图 3: 全国居民消费价格变化	4
图 4: 6 月食品饮料子类别居民消费价格变化 (%)	4
图 5: 2014-2020 年居民人均可支配收入和消费支出	4
图 6: 上半年居民人均可支配收入和消费支出	4
图 7: 食品饮料子行业增速分化 (%)	5
图 8: 食品饮料的消费需求及心理	6
图 9: 2020 年食品饮料行业子板块营业收入及其增幅	7
图 10: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅	7
图 11: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块营业收入及增速	8
图 12: 2015Q1-2021Q1 食品饮料板块归母净利润及增速	8
图 13: 白酒年产量及增速	9
图 14: 白酒 6 月产量及增速	9
图 15: 2016-2020 白酒分档营收增速 (%)	10
图 16: 一季度白酒分档营收增速 (%)	10
图 17: 中国啤酒消费量和市场规模	10
图 18: 人均年啤酒消费量 (升/年)	10
图 19: 啤酒年产量及增速	11
图 20: 啤酒 6 月产量及增速	11
图 21: 2019 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)	12
图 22: 牛奶产量及增速	12
图 23: 液态奶进出口量	12
图 24: 生鲜乳价格及同比	13
图 25: 牛奶零售价变化 (元/升)	13
图 26: 乳制品年产量及增速	13
图 27: 乳制品 6 月产量及增速	13
图 28: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)	14
图 29: 液态奶消费结构	14
图 30: 调味品产量及增速	15
图 31: 调味品销售收入及增速	15
图 32: 调味品销售渠道	16
图 33: 调味品销售收入及增速	16
图 34: 食品饮料行业上市公司数量 (按年)	17
图 35: 食品饮料行业估值及相对全部 A 股溢价	18
图 36: 食品饮料行业估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	18
图 37: 一级行业 7 月涨幅	19
图 38: 一级行业 2021 至今涨幅	19
图 39: 食品饮料细分行业 7 月涨幅	20

图 40: 食品饮料细分行业年初以来涨幅20
图 41: 核心组合年初建立至今的收益率21

表格目录

表 1: 乳制品上市公司的营业收入和归母净利润14
表 2: 调味品上市公司的营业收入和归母净利润16
表 3: 核心推荐组合及推荐理由20

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。
马燕，清华大学博士，2018年进入银河证券研究院。

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