

白酒业绩稳定，大众品逐渐恢复

食品饮料行业

推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1) 10月，国内多地爆发疫情，社会消费品零售总额增速明显下降，但随着年底销售旺季的到来，消费会快速恢复，市场销售有望恢复增长态势。上游原材料方面，生鲜乳均价有所反弹，牛奶价格处于相对稳定的状态。此外，猪肉价格大幅下行，2021年10月，猪肉价格止跌，22个省市的猪肉平均价为22.71元/斤，猪肉价格的下行对肉制品行业的影响持续。

2) 根据三季报的表现，白酒业绩稳定，大多数酒企呈现增长态势，由于鲜奶价格的向上，乳制品龙头企业的净利率明显提升，调味品行业处在调整之中，恢复缓慢，食品综合板块的企业分化明显。

3) 食品饮料板块10月市场排名第8位。2021年10月，食品饮料板块上涨1.95%，在28个一级行业中排名第8位；2021年初以来，食品饮料板块累计下跌5.08%，排名26。

● 投资建议

2021年10月食品饮料相对A股溢价率129.38%，同时相较2月高点有45.85%回撤。消费有序稳步恢复支持板块长期价值。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

证券简称	10月涨跌(%)	EPS			PE			评级
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
贵州茅台	17.46	42.30	48.09	55.13	43.17	37.97	33.12	推荐
五粮液	8.78	6.21	7.38	8.68	34.86	29.34	24.94	推荐
泸州老窖	30.34	5.15	6.26	7.66	44.46	36.57	29.89	推荐
山西汾酒	13.69	4.43	5.91	7.62	68.06	51.02	39.57	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止10月29日

● 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。

分析师

马燕

☎: 010-80927637

✉: mayan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521050003

周颖

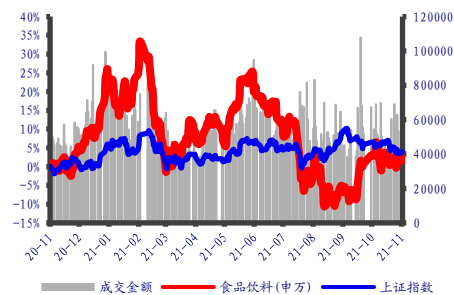
☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

行业数据

2021-11-9



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河食品饮料】行业动态报告_食品饮料行业：白酒动销稳中向好，行业逐步缓慢恢复

目 录

一、宏观经济	2
(一) 市场销售增速回升, 消费者信心有所上涨	2
(二) CPI 有所回落, 食品饮料子类别有所分化.....	4
(三) 居民可支配收入上升, 消费明显复苏	5
二、食品饮料行业	6
(一) 行业进入存量博弈阶段, 消费需求多样化	6
(二) 品牌是核心竞争力, 市占率向龙头集中态势延续	9
三、食品饮料行业在资本市场中的发展情况	22
(一) 上市公司业绩占细分行业比重较高	22
(二) 10 月食品饮料相对 A 股溢价.....	23
(三) 国际估值比较	24
(四) 食品饮料板块 2021 年 10 月涨跌幅排名第 8.....	24
四、投资建议: 中长期择优配置	26
五、风险提示	27

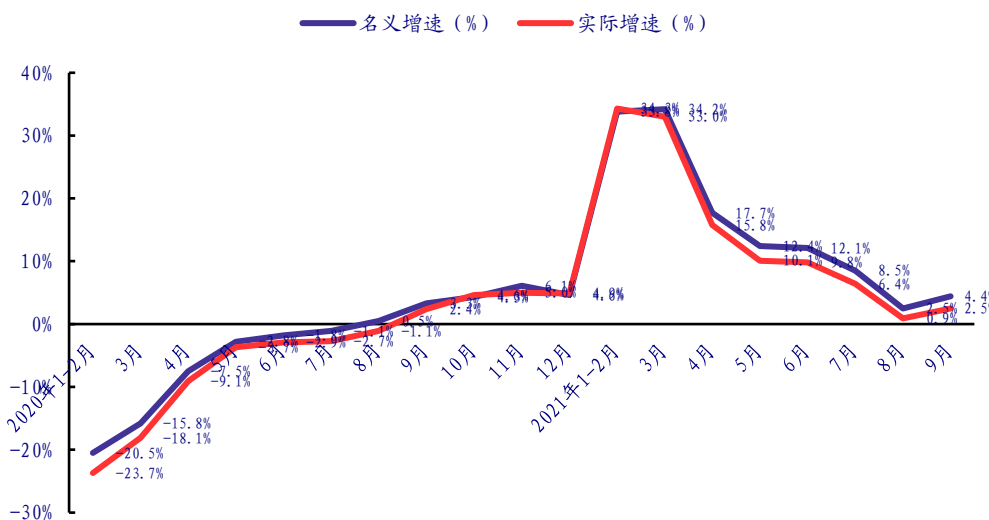
一、宏观经济

(一) 市场销售增速回升，消费者信心有所上涨

消费市场增速回升。消费市场同比较快增长。前三季度，消费市场经受住局部地区新冠肺炎疫情、极端天气等因素冲击，恢复态势延续。前三季度，社会消费品零售总额同比增长 16.4%，保持两位数较快增长；比 2019 年同期增长 8.0%，两年平均增长 3.9%（以 2019 年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算）。

9 月份市场销售增速加快。9 月份，全国疫情防控形势持续向好，在促消费政策以及中秋假期消费等因素带动下，消费市场增势良好。社会消费品零售总额同比增长 4.4%，增速比上月加快 1.9 个百分点；与 2019 年同期相比增长 7.8%，增速比上月加快 4.8 个百分点；从环比看，9 月份增长 0.30%。

图 1：社零名义和实际增速（%）



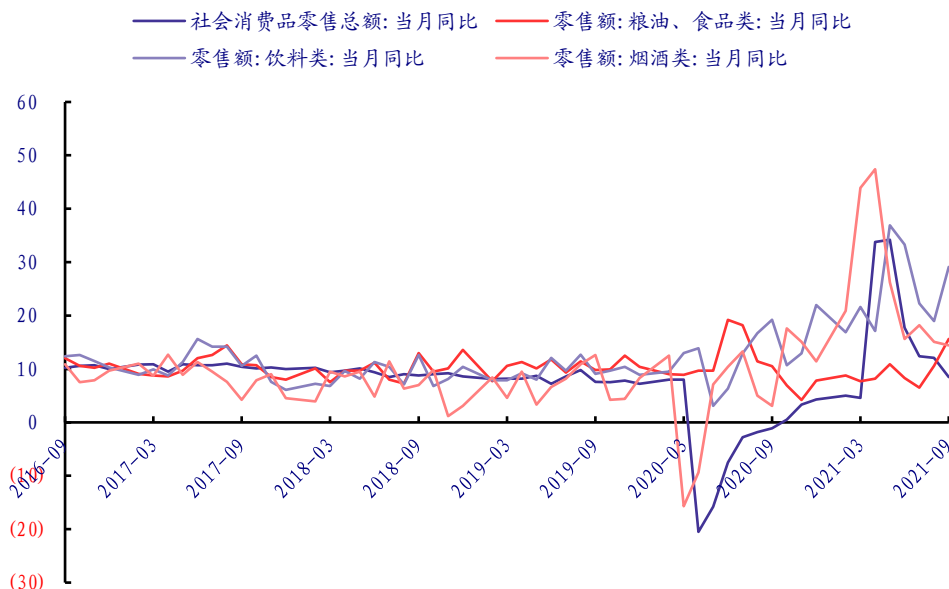
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9 月，社会消费品零售总额同比增长 4.4%，比 2019 年 9 月份增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 6.4%。扣除价格因素，9 月份社会消费品零售总额同比实际增长 2.5%。从环比看，9 月份社会消费品零售总额增长 0.3%。1—9 月份，社会消费品零售总额同比增长 16.4%，比 2019 年 1—9 月份增长 8.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 16.3%。

按经营单位所在地分，9 月份，城镇消费品零售额 31462 亿元，同比增长 4.2%；乡村消费品零售额 5371 亿元，增长 5.4%。1—9 月份，城镇消费品零售额 275888 亿元，同比增长 16.5%；乡村消费品零售额 42169 亿元，增长 15.6%。按消费类型分，9 月份，商品零售 33002 亿元，同比增长 4.5%；餐饮收入 3831 亿元，增长 3.1%。1—9 月份，商品零售 285307 亿元，同比增长 15.0%；餐饮收入 32750 亿元，增长 29.8%。按零售业态分，1—9 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%、14.5%、19.9%、17.1% 和 19.8%。

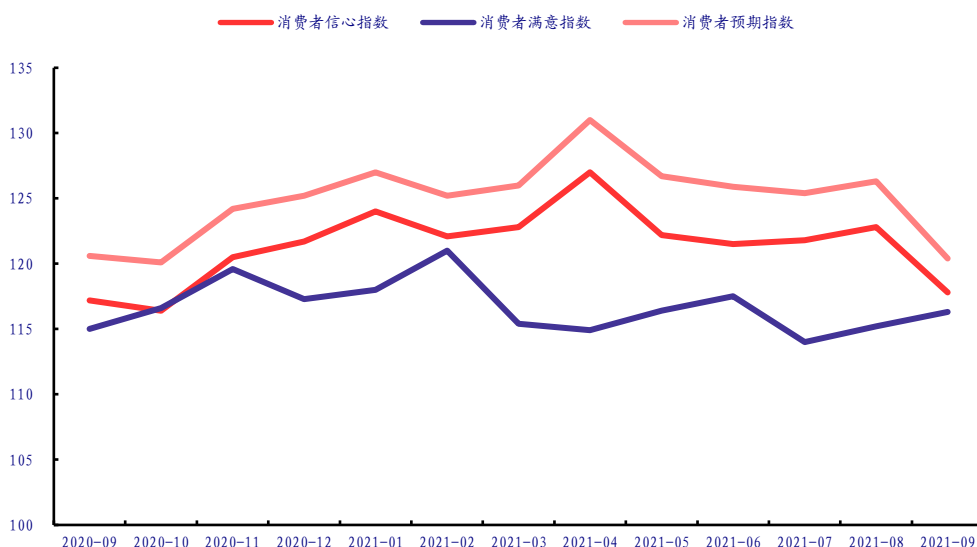
图 2: 社零同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021 年 9 月, 消费者信心指数为 121.2, 开始反弹, 比 8 月份增长 3.7 个点, 处于中高位区间运行。其中, 消费者满意指数为 116.3, 比上个月高 1.1 个点, 拉动消费者信心指数有所上升; 消费者预期指数为 124.5, 比上个月高 5.5 个点, 拉动消费者信心指数连续触底反弹。

图 3: 消费者信心指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

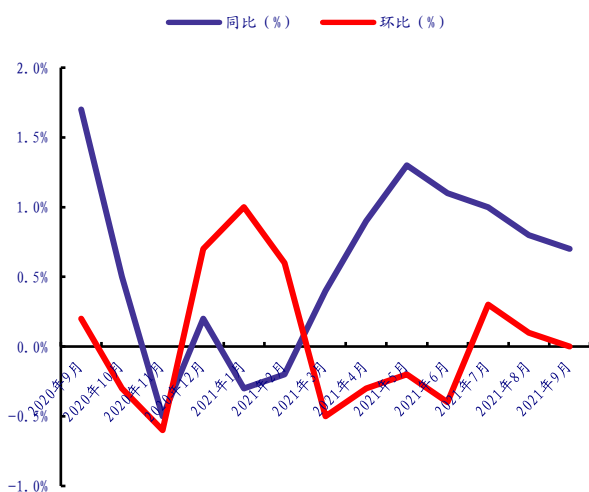
(二) CPI有所回落，食品饮料子类别有所分化

前三季度，CPI总体稳定，月度同比先升后落。前三季度，CPI上涨0.6%，涨幅比上半年扩大0.1个百分点。分月看，CPI同比总体呈先升高后回落走势。前两个月，受去年同期基数较高影响，CPI同比下降；随着高基数效应逐渐减弱，3月份同比转为上涨0.4%，之后继续回升，5月份上涨1.3%；6月份起，在猪肉价格下降等因素带动下，涨幅逐步回落，9月份同比上涨0.7%。

食品价格有所下降。前三季度，食品价格下降1.6%，降幅比上半年扩大1.4个百分点，影响CPI下降约0.30个百分点，主要是猪肉价格下降带动。随着生猪产能持续扩大，猪肉价格同比从去年10月份开始连续下降，今年前三季度猪肉价格平均下降28.0%，降幅比上半年扩大8.7个百分点，影响CPI下降约0.66个百分点；在猪肉价格下降带动下，鸡肉和鸭肉价格也有所下降，前三季度分别下降6.5%和1.9%；其他食品中，淡水鱼、鸡蛋和食用植物油价格分别上涨22.0%、11.6%和8.4%，鲜菜、鲜果和粮食等价格基本稳定。

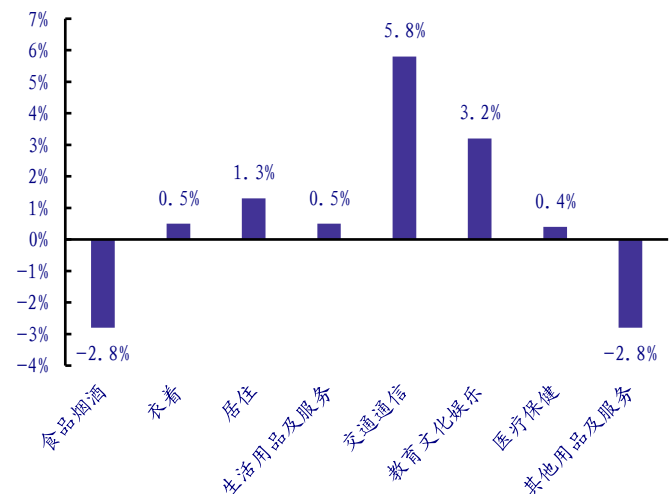
非食品价格有所上涨。前三季度，非食品价格上涨1.1%，涨幅比上半年扩大0.4个百分点，影响CPI上涨约0.93个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨1.5%，涨幅比上半年扩大0.6个百分点，主要是能源价格上涨带动。前三季度，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨13.4%、14.6%和7.4%，涨幅比上半年均有扩大，合计影响CPI上涨约0.40个百分点；除能源外的工业消费品价格总体涨幅较小，前三季度平均上涨0.2%。随着服务消费持续恢复，服务价格逐步回升，前三季度平均上涨0.7%，涨幅比上半年扩大0.4个百分点。其中，出行类价格回升较快，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨10.6%和2.0%，涨幅比上半年均有扩大；家庭服务、教育服务和养老服务价格涨幅相对稳定，前三季度分别上涨2.5%、2.0%和1.7%。核心CPI继续回升，前三季度扣除食品和能源价格的核心CPI上涨0.7%，涨幅比上半年扩大0.3个百分点。

图 4：全国居民消费价格（CPI）变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 5：9月食品饮料子类别居民消费价格变化 (%)



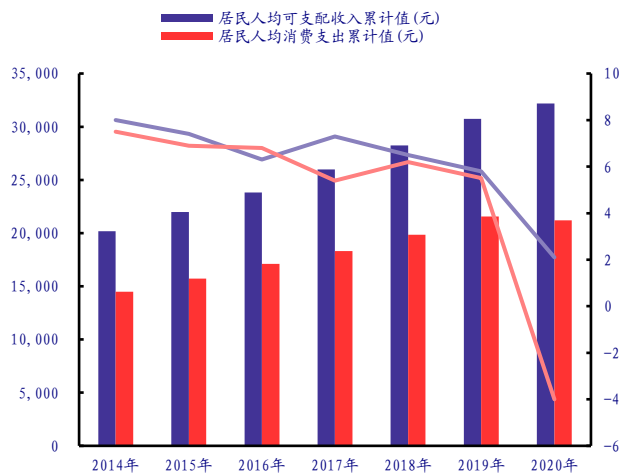
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

(三) 居民可支配收入上升，消费明显复苏

居民经济和生活不断向好。前三季度，全国居民人均可支配收入 26265 元，比上年同期名义增长 10.4%，扣除价格因素，实际增长 9.7%；比 2019 年前三季度增长 14.8%，两年平均增长 7.1%，扣除价格因素，两年平均实际增长 5.1%。全国居民人均消费支出 17275 元，比上年同期名义增长 15.8%，扣除价格因素影响，实际增长 15.1%，比 2019 年前三季度增长 11.7%，两年平均增长 5.7%，扣除价格因素，两年平均实际增长 3.7%。

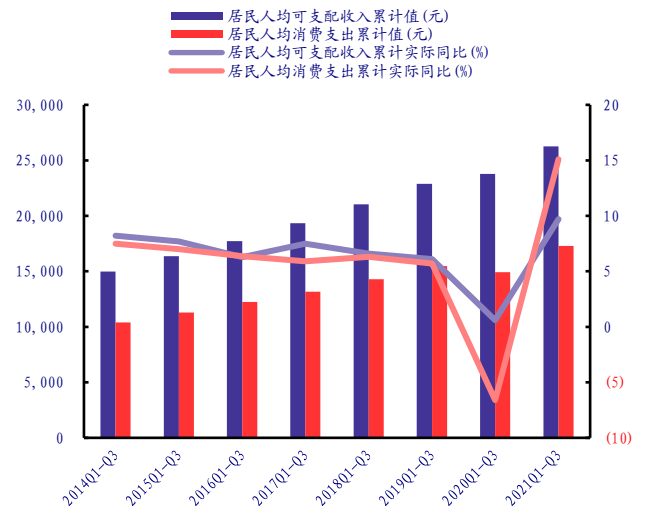
前三季度，全国居民人均可支配收入中位数 22157 元，增长 8.0%，中位数是平均数的 84.4%。其中，城镇居民人均可支配收入中位数 32417 元，增长 8.0%，中位数是平均数的 90.2%；农村居民人均可支配收入中位数 11962 元，增长 12.3%，中位数是平均数的 87.1%。

图 6：2014-2020 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 7：前三季度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

前三季度，全国居民人均消费支出 17275 元，比上年同期名义增长 15.8%，扣除价格因素影响，实际增长 15.1%，比 2019 年前三季度增长 11.7%，两年平均增长 5.7%，扣除价格因素，两年平均实际增长 3.7%。分城乡看，城镇居民人均消费支出 21981 元，增长 14.2%，扣除价格因素，实际增长 13.4%；农村居民人均消费支出 11179 元，增长 18.6%，扣除价格因素，实际增长 18.1%。前三季度，全国居民人均食品烟酒消费支出 5144 元，增长 13.2%，占人均消费支出的比重为 29.8%；人均衣着消费支出 1002 元，增长 18.2%，占人均消费支出的比重为 5.8%；人均居住消费支出 4031 元，增长 7.9%，占人均消费支出的比重为 23.3%；人均生活用品及服务消费支出 1021 元，增长 14.0%，占人均消费支出的比重为 5.9%；人均交通通信消费支出 2237 元，增长 14.4%，占人均消费支出的比重为 12.9%；人均教育文化娱乐消费支出 1867 元，增长 46.3%，占人均消费支出的比重为 10.8%；人均医疗保健消费支出 1557 元，增长 16.4%，占人均消费支出的比重为 9.0%；人均其他用品及服务消费支出 415 元，增长 26.3%，占人均消费支出的比重为 2.4%。

二、食品饮料行业

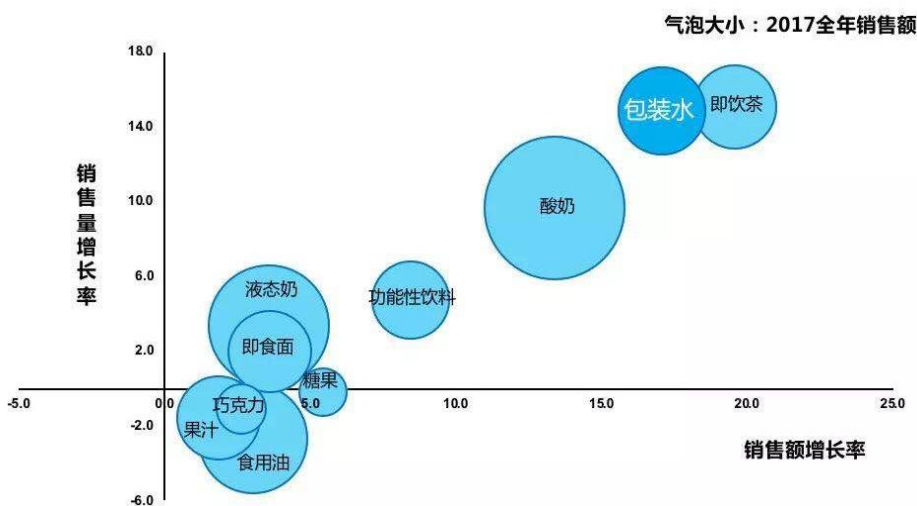
(一) 行业进入存量博弈阶段，消费需求多样化

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 8: 食品饮料子行业增速分化 (%)

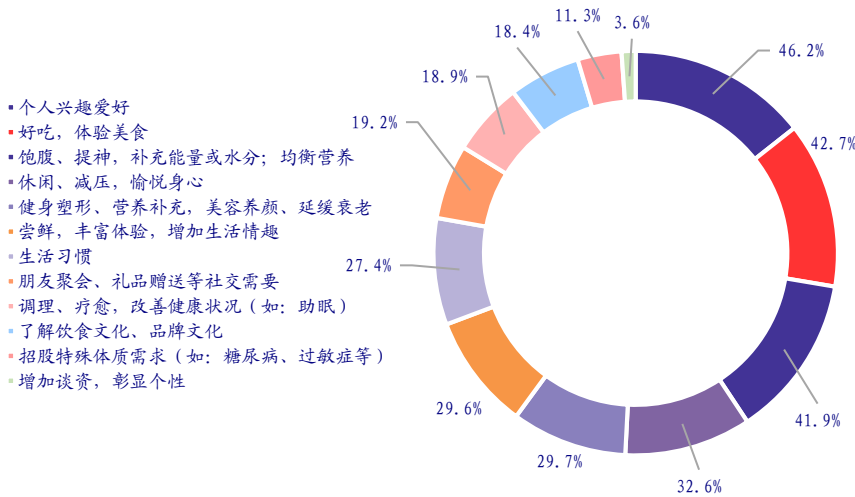


资料来源：尼尔森零售研究，中国银河证券研究院整理

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研发提速迎合当前的消费市场需求，因此，行业内部分开始出现分化，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 9：食品饮料的消费需求及心理

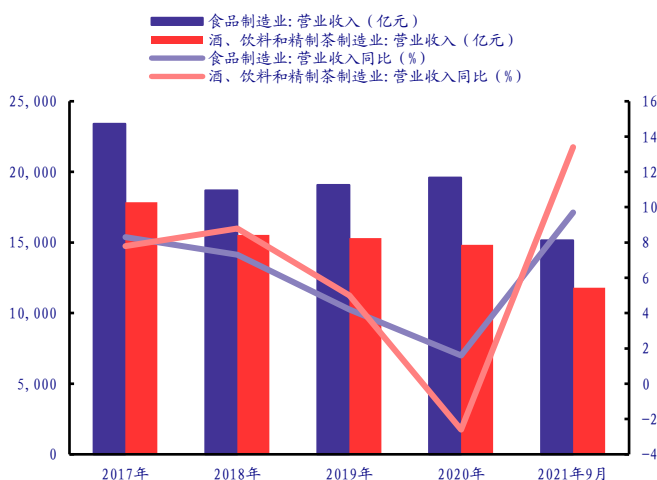


资料来源：尼尔森零售研究，中国银河证券研究院整理

2. 食品工业快速恢复，工业增加值强势反弹

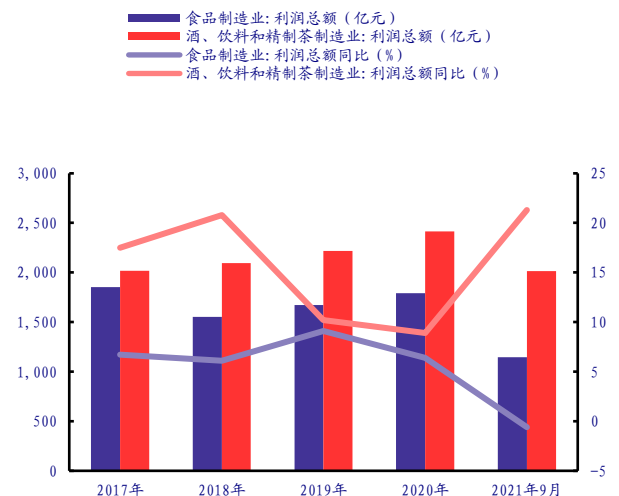
从食品饮料整个行业来看，2018-2020年，食品制造业和酒、饮料和精制茶制造业的营收和利润总额维持中低速的缓慢恢复，2021年行业复苏态势明显，10月，食品制造业的累计营业收入达到15149.2亿元，同比9.7%，酒、饮料和精制茶制造业营业收入达11803亿元，同比13.4%；食品制造业的利润总额达到1144.5亿元，同比-0.6%，酒、饮料和精制茶制造业营业收入达2013.6亿元，同比21.3%。

图 10：食品饮料工业营业收入及同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

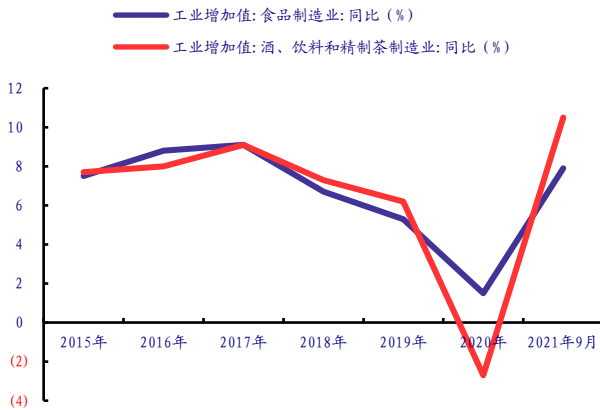
图 11：食品饮料工业利润总额及同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

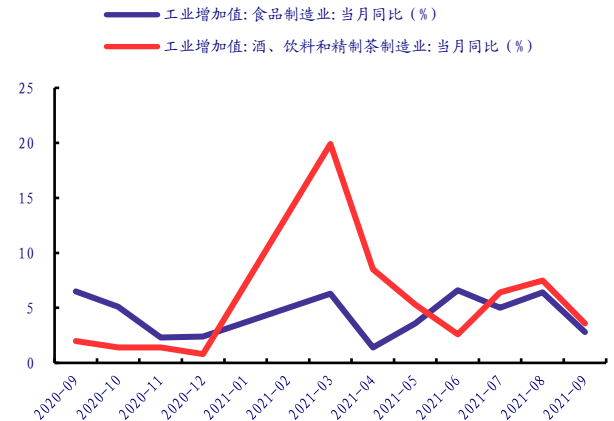
2015-2020年，食品制造业和酒、饮料和精制茶制造业的工业增加值同比增速不断下降，特别是2020年的疫情使得增速为负，加速了行业的下降幅度。2021年，疫情后，整个行业快速复苏，食品饮料制造业的工业增加值增幅上升明显，截止9月份，食品制造业的工业增加值同比增速为7.9%，酒、饮料和精制茶制造业的工业增加值同比增速10.5%，显示今年行业强劲的复苏态势。

图 12: 2015-2021 年 9 月食品饮料工业增加值累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 食品饮料工业增加值当月同比

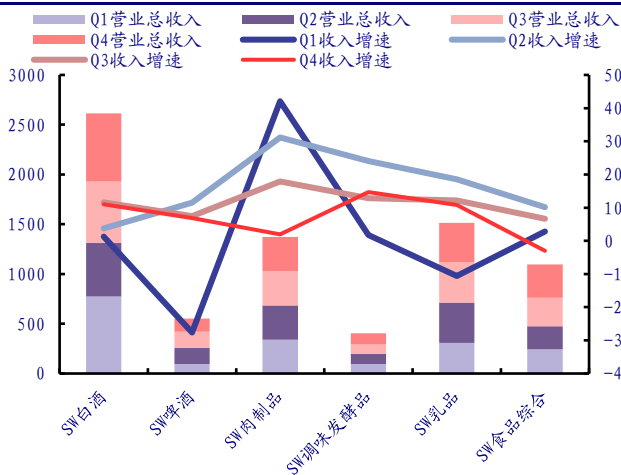


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 疫情后期稳步回升，细分行业增长分化

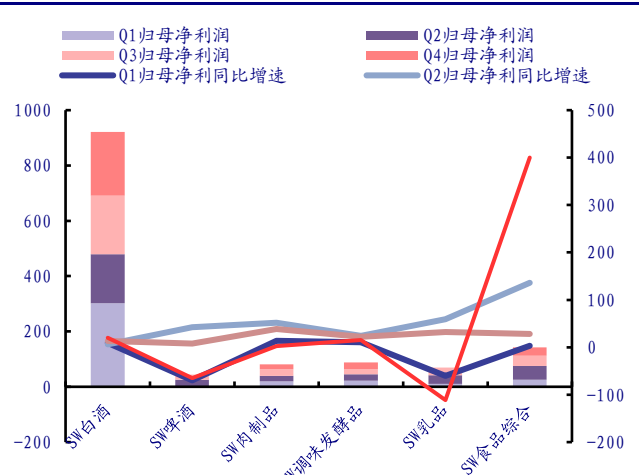
从食品饮料行业的上市公司情况来看，细分行业恢复情况不一，2020年度，行业板块总营业收入为7832.05亿元，其中营业收入占比最大的白酒增幅为6.58%。在利润方面，行业板块归母净利润为1382.82亿元，白酒的规模净利润总额最高，为921.83亿元，占到行业总归母净利润67%。从归母净利润增长率来看，2020年度，增长幅度最大的是其他酒类（546.53%）、食品综合（84.67%），其次是肉制品（25.37%）和啤酒（22.05%），其中归母净利润占比最大的白酒增幅为12.09%。

图 14: 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 15: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅

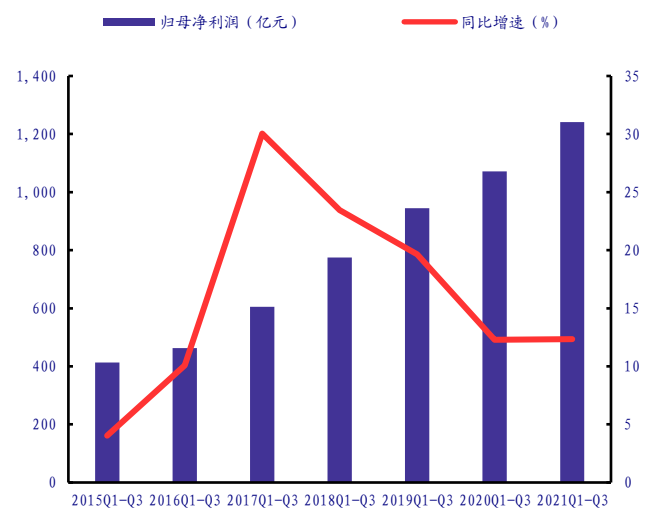
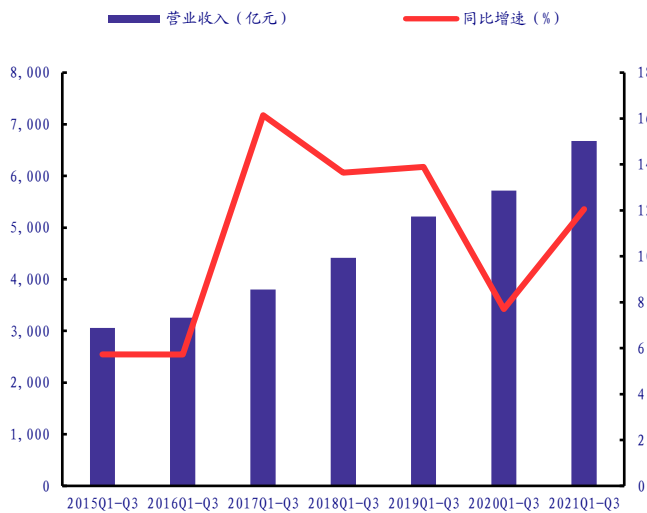


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020年，疫情对于食品饮料上市公司的影响有限，营收和归母净利润仍保持一定的增速。2021前三季度，营业收入6679.13亿元，同比增加12.05%，归母净利润1241.12亿元，同比增加12.39%。若对标2019年上半年，营业收入、归母净利润两年CAGR分别为13.19%、14.65%，显示食品饮料行业上市公司在业务上的稳定性。

图 16: 2015-2021 前三季度食品饮料板块营业收入及增速

图 17: 2015-2021 前三季度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%。

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%。2021 年 9 月，白酒的产量同比持续下降，9 月产量跌至 56.9 万千升。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 18: 白酒年产量及增速

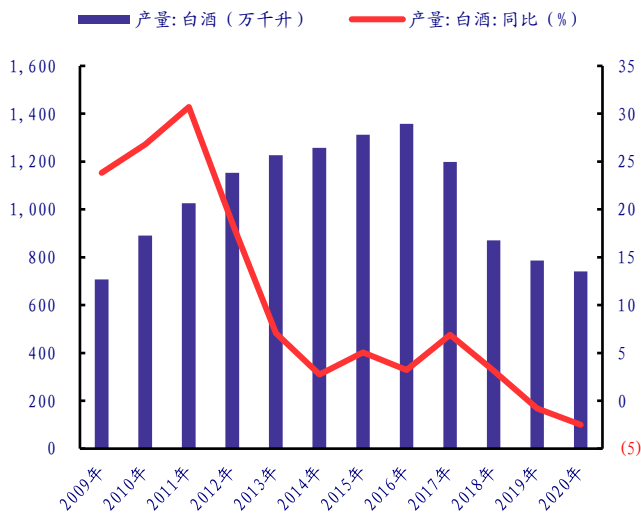
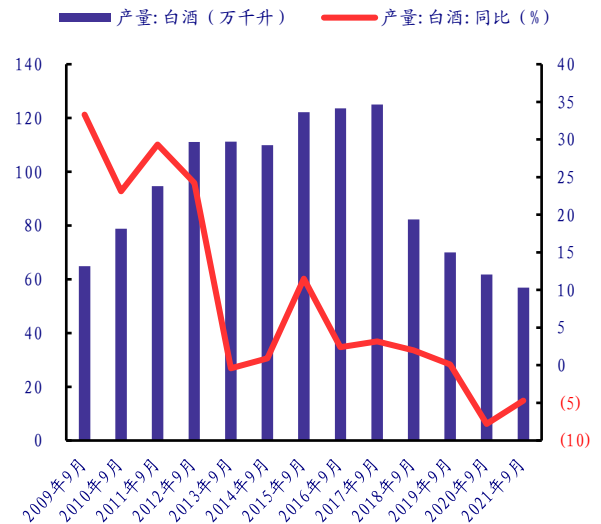


图 19: 白酒 9 月产量及增速



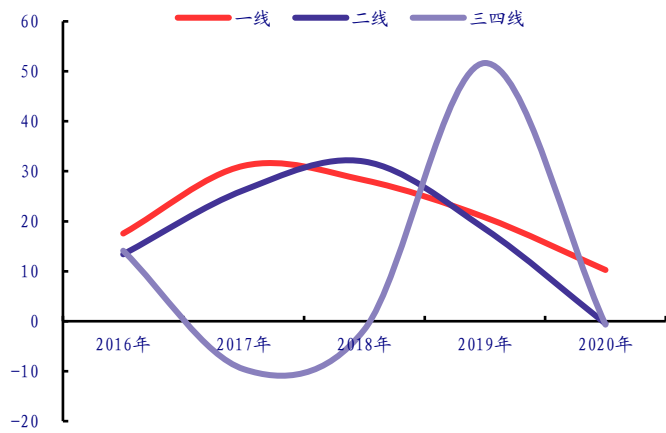
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

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。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。

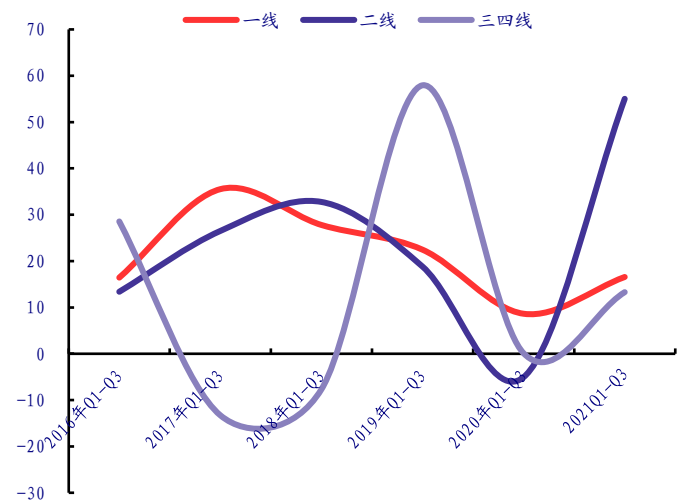
2021 年前三季度，白酒表现较好，不同档次的白酒营收都有较大幅度的增长，其中，二线白酒的表现最佳，主要是因为舍得酒业、酒鬼酒、水井坊和山西汾酒的表现超预期，拉高了同一档次白酒的涨幅。

图 20: 2016-2020 白酒分档营收增速 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: 前三季度白酒分档营收增速 (%)

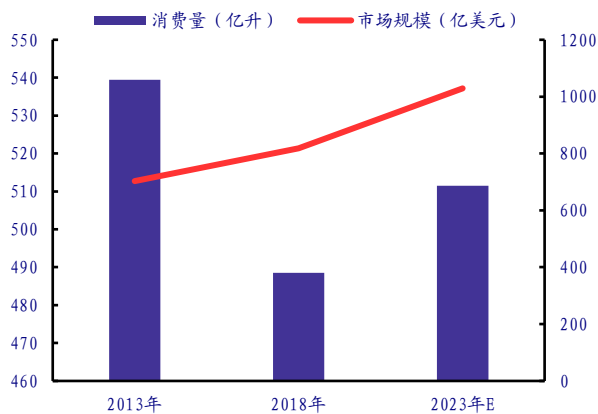


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

2. 啤酒: 行业供需稳定, 龙头有望迎来盈利提升

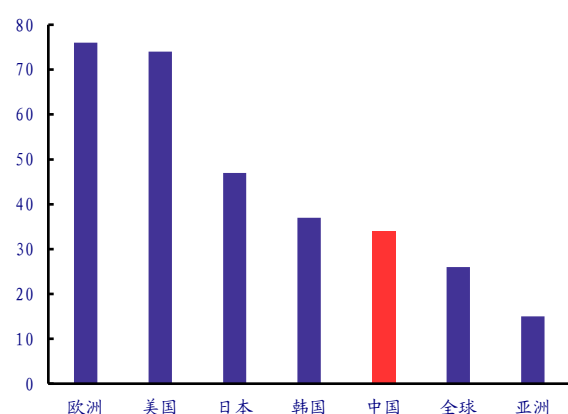
目前, 中国是全球最大的啤酒市场, 占全球的 25% 的消费量。2013 年, 中国啤酒消费量达到最高位, 为 539.4 亿升, 市场规模为 703 亿美元, 而后, 啤酒消费品有所下滑, 到 2018 年, 中国的总啤酒市场消费量为 488.5 亿升, 市场规模为 818 亿美元。尽管中国啤酒市场规模庞大, 但中国啤酒人均消费量水平并不算高, 继续保持相对较低, 2017 年人均啤酒消费量为 34 升, 表明啤酒消费量存在巨大增长潜力。

图 22: 中国啤酒消费量和市场规模



资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院整理

图 23: 人均年啤酒消费量 (升/年)



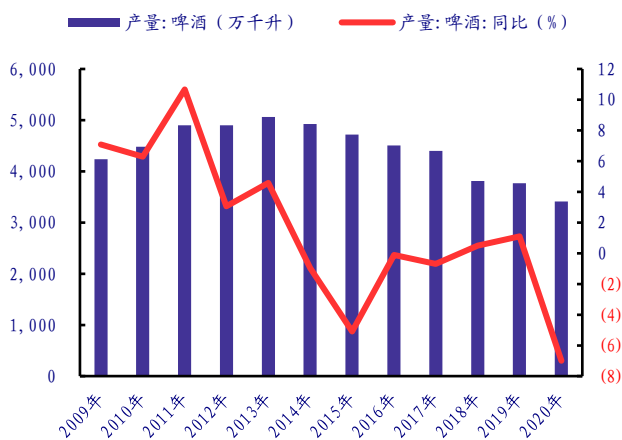
资料来源: 产业信息网, 中国银河证券研究院整理

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。

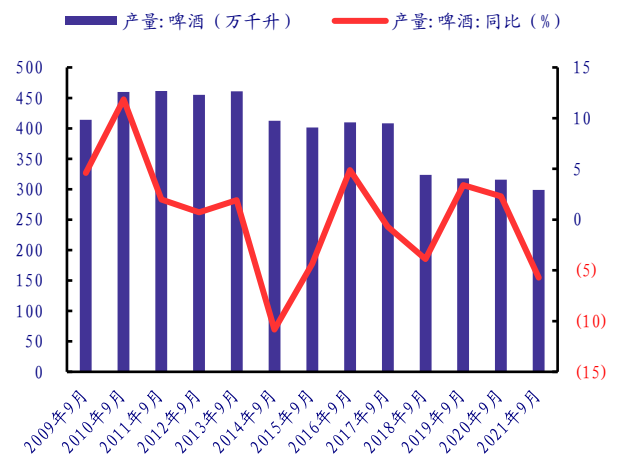
2020 年，规模以上啤酒企业 346 家，完成酿酒总产量 3411.11 万千升，同比下降 7.04%；完成销售收入 1468.94 亿元，同比下降 6.12%；实现利润总额 133.91 亿元，同比增长 0.47%。2020 年，A 股啤酒上市公司共 7 家，营业收入达到 552.05 亿元，营业利润为 64 亿元，数量占规模以上啤酒企业数量 2.02%，但营收占比为 37.58%，利润占比达 47.79%。与白酒生产情况类似，啤酒的产量呈现下跌态势，2021 年 9 月，啤酒同比产量下降至 298.9 万千升，同比下降 5.7%，创近十年 9 月产量的新低。

图 24: 啤酒年产量及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 啤酒 9 月产量及增速

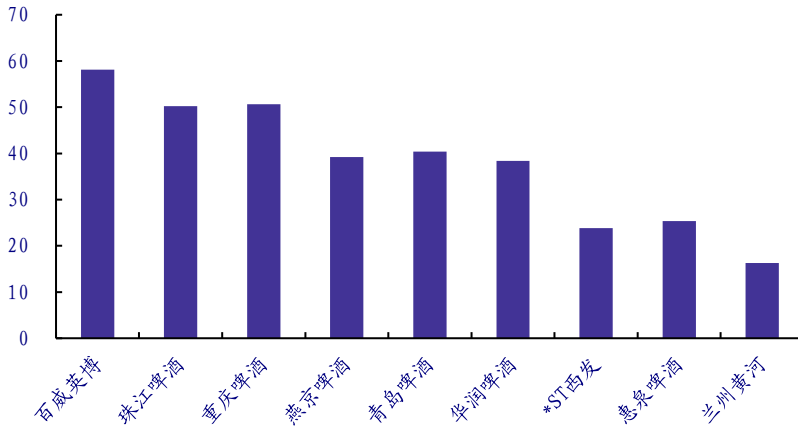


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

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 26: 2019 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)

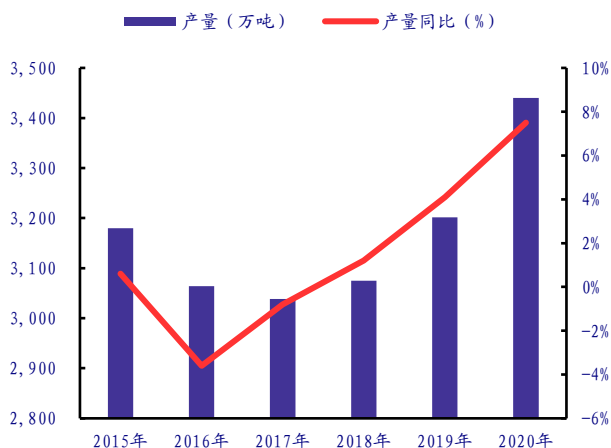


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 乳品: 三四线城市和细分品类增长可期

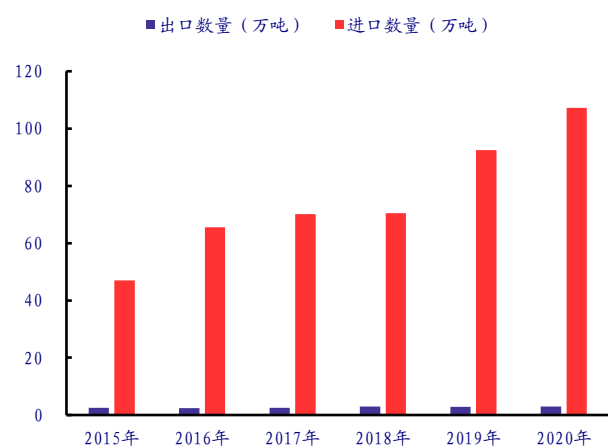
近些年, 受影响于消费增长放缓, 我国奶牛的饲养数量不断下滑, 牛奶的产量增长缓慢。根据美国农业部的数据, 我国奶牛数量已经从 2014-2015 年高峰期的 8400 头, 下降到 2020 年 6150 头, 下降幅度达 26.79%。但随着奶牛养殖行业技术的提高, 规模化、标准化和现代化水平不断提升, 使得奶牛产奶效率大幅度提升, 牛奶的产量自 2016 年不断增加, 增速也不断提高, 2020 年牛奶产量达到 3440 万吨, 同比增速 7.5%。与此同时, 国内牛奶生产仍旧满足不了需求, 进口液态奶的数量不断增加。据中国奶业协会数据显示, 2020 年中国液态奶进出口数量中, 液态奶进口数量为 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 27: 国内牛奶产量及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28: 中国液态奶进出口量

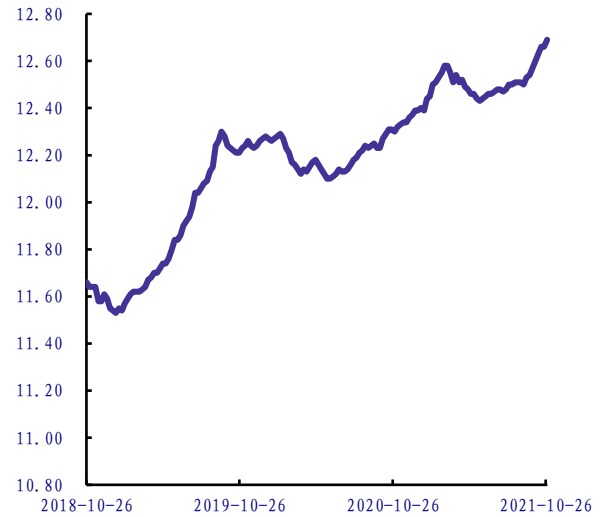
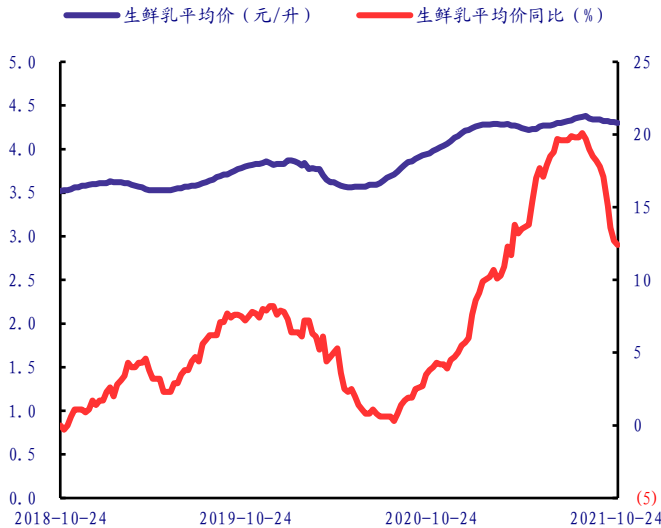


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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，10月，生鲜乳价格开始下跌，截止至2021年10月27日，价格收缩为4.3元/升，相比上月下降0.02元/升，同比上升8.9%。牛奶零售价变化有波动，从去年同期的12.3元/升上升至12.69元/升，略有升高。

图 29: 国内生鲜乳价格及同比

图 30: 国内牛奶零售价变化 (元/升)



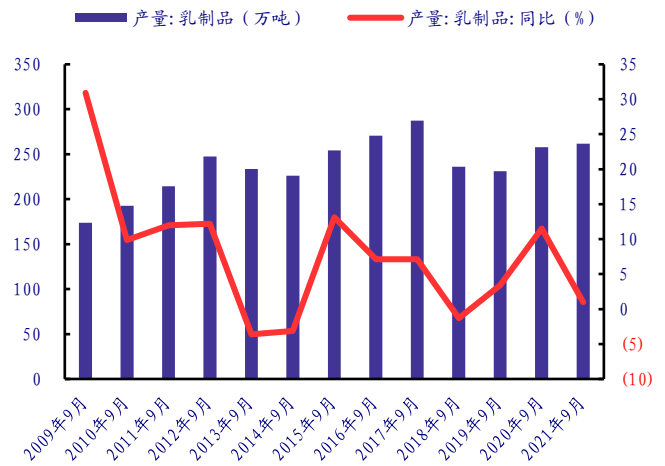
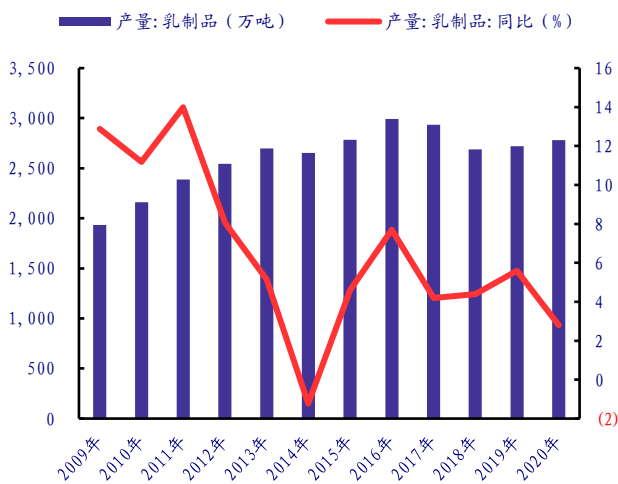
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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1-8月，乳制品产量反弹明显，同比产量破纪录达到1994万吨，同比增速达到11.7%。

图 31: 乳制品年产量及增速

图 32: 乳制品9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

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。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 33: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)

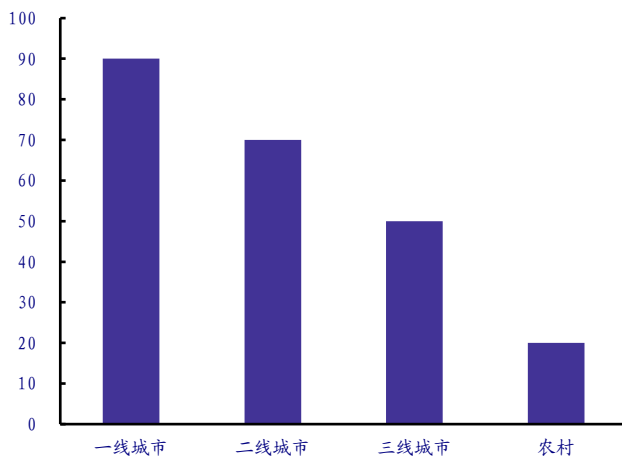
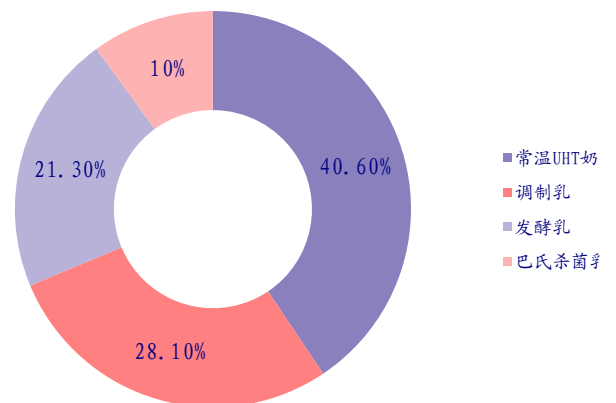


图 34: 液态奶消费结构



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，导致归母净利润下降明显，2020 年，营收为 1511.03 亿元，同比增速 7.7%，归母净利润 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。2021 年前三季度，整个行业的营收和归母净利润恢复迅速，上市公司的总营收达到 1326.03 亿元，同比增速 17.03%，归母净利润 95.95 亿元，同比增速达到 37.59%。

表 1: 乳制品上市公司的营业收入和归母净利润

	2020Q3		2021Q3		2020Q3		2021Q3	
	营业收入 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
伊利股份	261.62	11.08	283.81	8.48	22.89	23.73	26.22	14.56
光明乳业	65.79	8.80	77.93	18.25	1.17	53.10	1.84	55.85
三元股份	21.01	39.00	23.34	11.08	1.09	45.46	1.10	1.24
新乳业	2.81	146.42	1.77	9.27	0.49	205.49	1.05	269.51
妙可蓝多	20.17	-4.43	19.31	-4.27	0.55	160.76	0.66	20.59
贝因美	4.91	25.04	5.50	12.08	0.36	-18.32	0.46	28.90
皇氏集团	4.36	10.68	5.16	18.50	0.40	-0.04	0.32	-21.03
一鸣食品	7.93	78.25	10.77	35.85	0.21	161.36	0.32	52.77

天润乳业	2.01	3.26	2.28	13.47	0.27	-8.23	0.24	-10.74
燕塘乳业	2.01	-3.87	2.55	26.74	0.08	-28.42	0.09	15.04
庄园牧场	6.95	16.39	6.26	-9.86	0.32	509.18	0.08	-76.80
熊猫乳品	7.18	-0.53	5.37	-25.26	0.08	-50.12	0.05	-33.87
*ST 科迪	5.67	7.27	5.84	2.99	0.41	5.15	0.02	-96.33

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 35: 调味品产量及增速

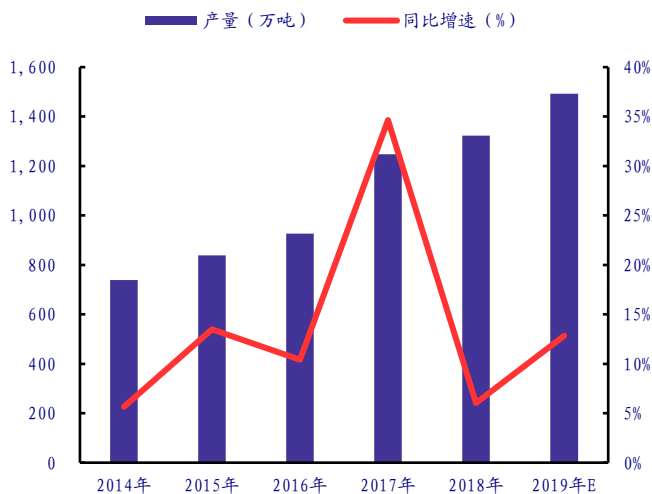
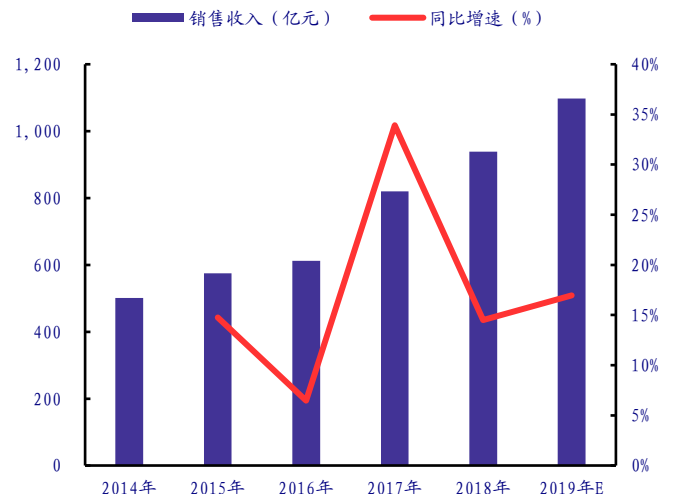


图 36: 调味品销售收入及增速



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%。2021 年前三季度, 调味品的增速下滑, 营收 303.26 亿元, 同比 1.57%, 归母净利润 57.57 亿元, 同比-11.65%。

图 37: 调味品销售渠道

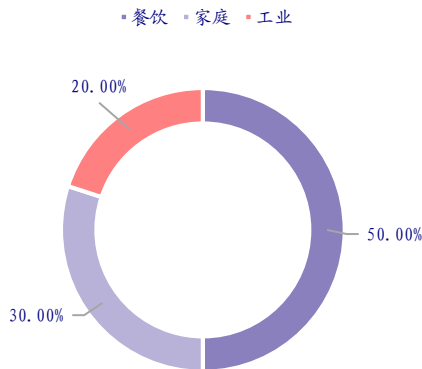
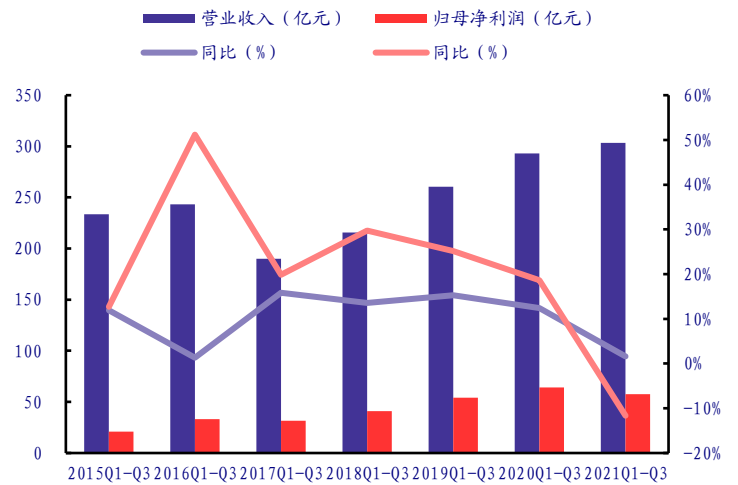


图 38: 调味品销售收入及增速



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%, 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%。

2021年前三季度, 调味品上市公司呈现增速疲软的情况, 不同领域上市公司的发展有所分化, 增速不一, 这与企业渠道建设、品牌宣传和业务拓展上的实力有关, 其中佳隆股份表现突出, 营收和归母净利润增速显著。

表 2: 调味品上市公司的营业收入和归母净利润

	2020Q3		2021Q3		2020Q3		2021Q3	
	营业收入 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
海天味业	54.92	17.73	56.62	3.11	13.19	21.54	13.55	2.75
中炬高新	12.55	10.26	10.96	-12.70	2.13	18.50	0.87	-59.15
天味食品	6.06	35.13	3.81	-37.12	1.21	29.72	0.05	-96.25
加加食品	4.22	-6.25	3.54	-16.09	0.32	69.94	-0.17	-153.68
恒顺醋业	4.93	9.14	3.24	-34.97	0.81	-25.34	0.07	-91.19
千禾味业	4.23	26.01	4.70	11.08	0.67	35.14	0.66	-1.17
莲花健康	4.27	-10.76	4.79	12.14	0.21	158.45	0.08	-61.63
星湖科技	2.21	-24.06	2.44	10.43	0.26	-41.56	0.04	-86.36
安记食品	1.08	10.25	1.46	34.18	0.15	52.70	0.09	-41.34
日辰股份	0.77	-2.03	0.95	23.03	0.24	19.29	0.23	-4.16
佳隆股份	0.69	3.10	0.59	-15.30	0.08	45.95	0.00	-94.31

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

5. 软饮料：步入成熟发展阶段，细分行业增速分化

2011-2019年，全球软饮料行业市场规模逐年低速增长，速率稳定在2%左右。2020年受新冠肺炎疫情的影响，全球软饮料市场规模大幅下降，2020年全球软饮料市场规模为7700.58亿美元，同比下降10.6%。目前，我国已经成为全球最大的软饮料消费市场之一，也是规模最大的软饮料生产基地之一。近些年，软饮料的销量不断提升，除2020年受疫情影响，国内软饮料市场规模首次出现下滑，根据欧睿的数据显示，2020年我国软饮料市场规模为5735.49亿元，同比下降5.3%，相对于全球市场的大幅萎缩，由于国内市场快速恢复到正常的经济生活，其市场规模下降幅度稍小。2011-2020年，中国软饮料销量逐年上升，但增速慢慢放缓。特别是2020年新冠疫情期间，由于居民居家隔离，大多数商店关门，大部分软饮料品类增长放缓。2020年中国软饮料销量为884.00亿升，同比增长0.8%。整体来看，中国软饮料市场进入缓慢增长时期。

图 39：中国软饮料市场规模及其同比

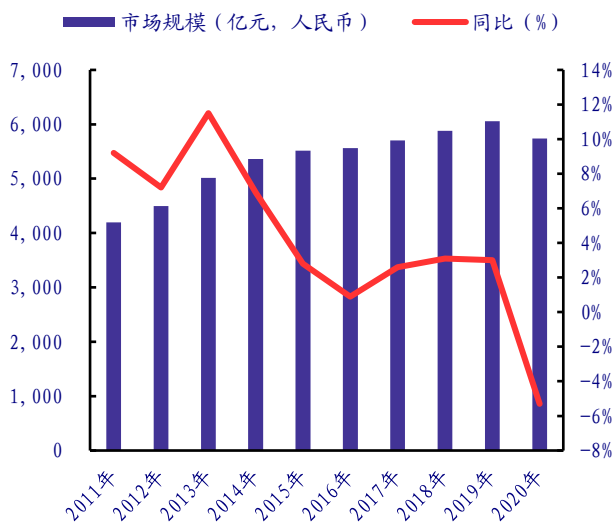
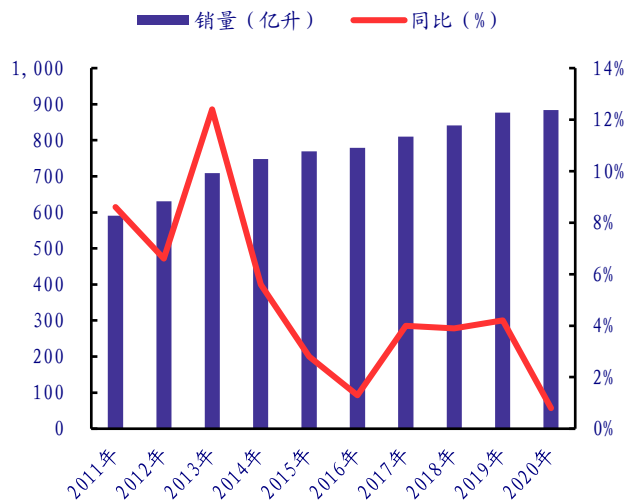


图 40：中国软饮料销量及其同比



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院整理

资料来源：欧睿，中国银河证券研究院整理

随着居民可支配收入增长以及消费能力和消费理念等因素的推动，中国软饮料市场持续低速增长，但其产量受到其他因素的影响，波动较大。2016年，软饮料的产量达到破纪录的18345.24万吨，而后开始下滑，到2019年开始恢复正增长，2020年受新冠肺炎疫情影响，软饮料产量下降。2021年上半年，软饮料的产量有所恢复，但9月的增速下滑严重，同比-7%

图 41: 软饮料年产量及增速

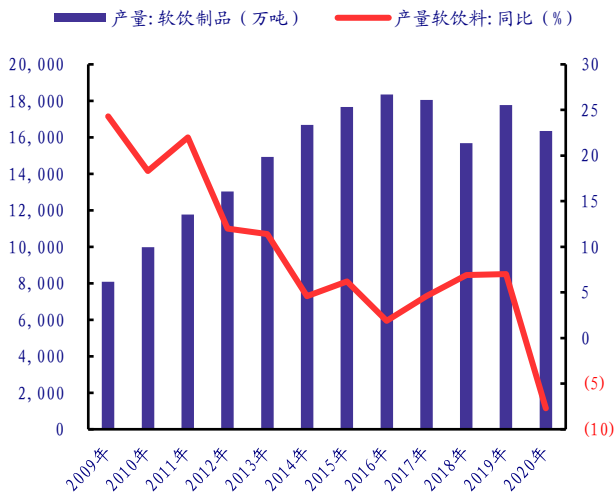
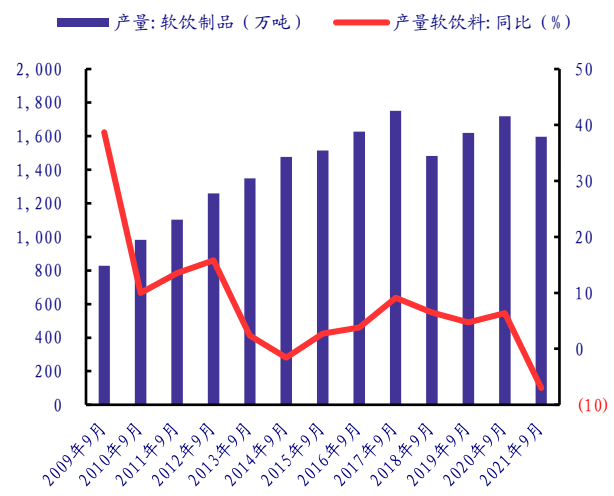


图 42: 软饮料 9 月产量及增速

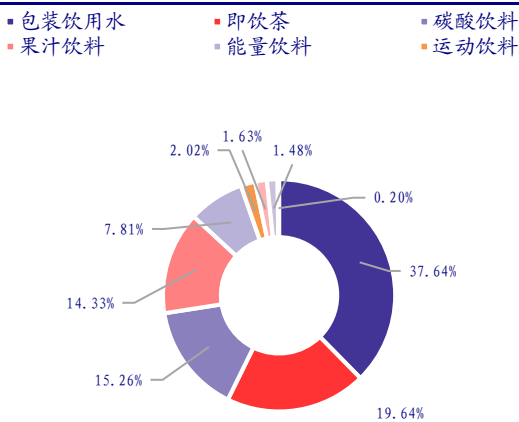


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

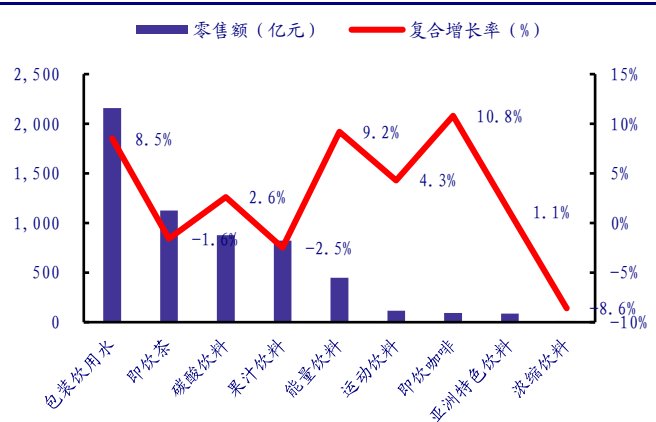
2020 年, 我国软饮料市场规模达到 5735.5 亿元, 2015-2020 年, 市场销售额的复合增长率为 3.2%。一直以来, 中国饮料市场以包装饮用水、即饮茶饮料和碳酸饮料为主, 2020 年零售额最大的包装饮用水的零售额为 2158.9 亿元, 占比达到软饮料市场的 37.64%, 近五年的增长率为 8.5%, 远超软饮料子行业的复合增长率, 这也是立足于饮料补水解渴的基本功能, 蕴含巨大的消费群体, 但这一行业门槛低, 竞争激烈, 已经形成相对优劣的竞争格局, 新品牌很难进入。即饮茶的零售额为 1126.3 亿元, 占软饮料市场的 19.64%, 碳酸饮料的零售额为 875.4 亿元, 占比 15.26%。在其他细分行业中, 近五年增长率最高的是即饮咖啡, 达到 10.8%, 但由于国人对于与国外消费习惯的差异, 国内即饮咖啡的市场规模较小, 2020 年的市场销售额仅为 93.2 亿元, 占软饮料子行业的 1.63%。其次增长率最高的为能量饮料, 近五年市场销售额的复合增长率为 9.2%, 2020 年的市场销售额达到 447.8 亿元, 占软饮料行业的 7.81%。

图 43: 软饮料细分市场占比 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

图 44: 软饮料近五年的销售额及其同比



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

6. 肉制品：外出用餐和消费升级打开行业天花板

这两年，由于疫情的影响，肉制品市场波动较大。去年，疫情期间的营收有所增加，肉制品的营收和净利润 9 长明显，营业收入达到 1029.39 亿元，增速达到 29.54%，归母净利润为 63.81 亿元，归母净利润增速为 33.36%，营收和归母净利润增速高于往年前三季度增速。在第二季度，国内疫情慢慢得到基本控制，到三季度，国内的经济生活基本恢复正常，猪肉的屠宰量快速增加，猪肉供给增加，物价水平也恢复正常，2020Q3，肉制品的营业收入达到 345.40 亿元，与二季度的 345.58 亿元几乎持平，环比增速为 0%，同比增速下滑至 17.88%，但净利润仍旧上升，Q3 归母净利润同比增速 38.55%，高于往年。2020 年，猪肉价格不断攀升，肉制品上市公司总营收达到 1370.95 亿元，同比 21.34%，2021 年上半年，归母净利润达到 80.72 亿元，同比 25.37%。2021 年前三季度，由于猪肉价格大幅下降，肉制品行业上市公司的营业收入为 952.4 亿元，同比-7.47%，归母净利润为 44.47 亿元，同比-30.31%。

图 45：鲜、冷藏肉产量及同比

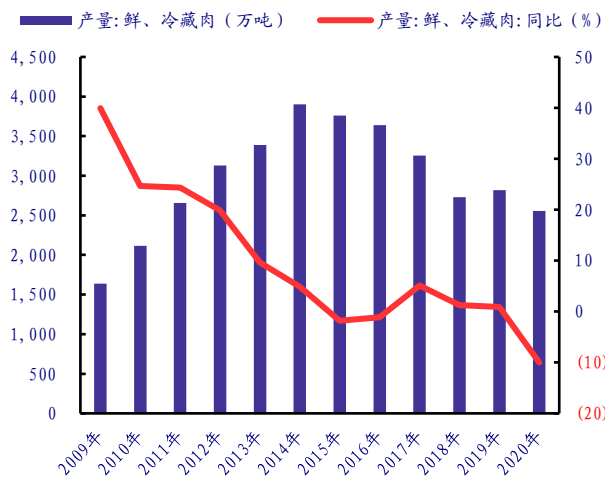
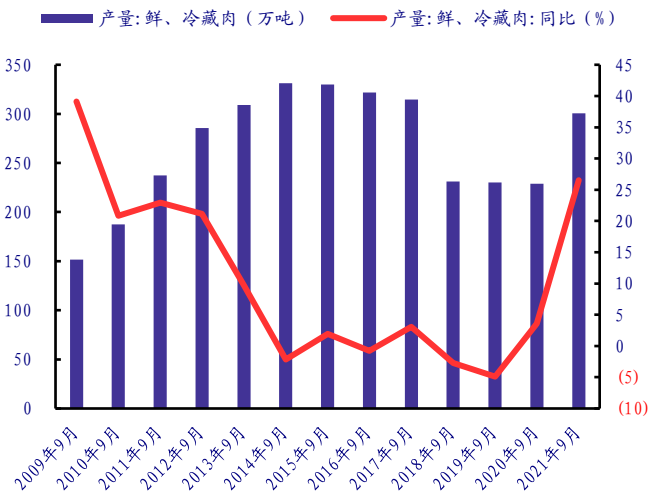


图 46：9 月鲜、冷藏肉产量及其同比



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

2021 年，猪肉价格不断下降，生鲜猪肉的消费增加，肉制品行业受到明显影响，上半年的营收下降明显，特别是龙头企业双汇发展上半年的营收下降了 4.14%，归母净利润下降 16.57%。

表 3：调味品上市公司的营业收入和归母净利润

	2020Q3		2021Q3		2020Q3		2021Q3	
	营业收入 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
双汇发展	193.79	17.07	161.16	-16.84	18.97	22.90	9.16	-51.73
上海梅林	49.92	2.92	45.82	-8.09	0.38	107.63	0.31	-19.37
龙大肉食	65.09	36.26	49.27	-24.30	3.10	433.50	0.20	-93.60
煌上煌	5.70	11.97	5.26	-7.59	0.76	6.34	0.34	-55.61
华统股份	21.23	5.14	16.30	-23.25	0.16	1.88	-1.04	-767.24

金字火腿	1.72	305.00	0.79	-53.92	0.29	244.47	-0.08	-127.56
得利斯	7.94	44.33	11.57	45.71	0.17	283.96	0.19	11.94

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

7. 食品综合: 龙头企业稳健成长

食品综合板块 2021 年前三季度共实现营收 979.55 亿元, 同比增长 12.65%, 归母净利润 109.87 亿元, 同比-13.8%, 销售毛利率 32.86%, 同比-3.94%, 销售净利率 11.31%, 同比-3.51%。前三季度, 各子板块反正态势较好, 营收增长, 盈利能力相对稳定, 受益于产品创新和渠道建设, 以及新市场开拓, 龙头企业保持了较高的成长性, 未来的市场份额将会不断提升。

图 47: 2015-2021 前三季度营收和归母净利润及同比

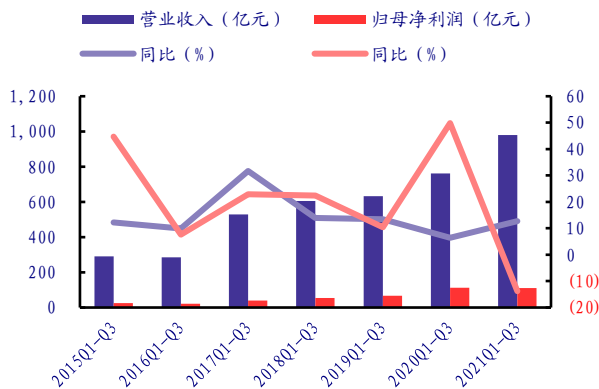
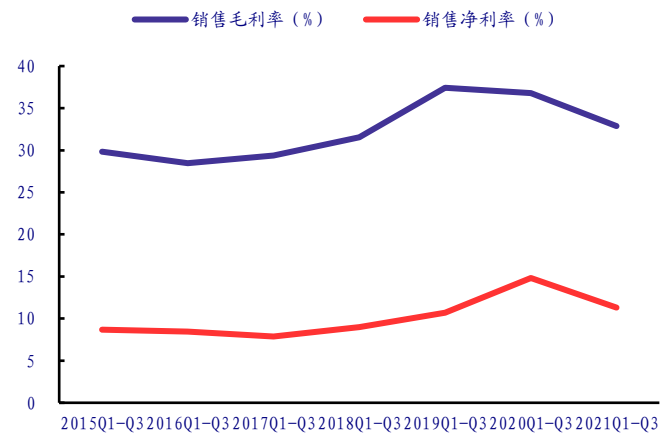


图 48: 2015-2021 前三季度毛利率和净利率



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

2021 年前三季度, 食品综合细分行业中, 十大龙头企业中休闲食品、大健康和速冻食品居多, 休闲食品营收多, 但利润薄, 像三只松鼠、良品铺子的归母净利润较低, 反倒大健康和的利润较高。

表 4: 食品综合上市公司的营业收入和归母净利润

	2020Q3		2021Q3		2020Q3		2021Q3	
	营业收入 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)	归母净利润 (亿元)	YOY (%)
三只松鼠	19.79	-10.16	18.09	-8.59	0.76	161.72	0.90	18.29
良品铺子	19.20	-1.82	21.48	11.89	1.03	-13.83	1.23	20.01
汤臣倍健	19.08	35.17	18.31	-4.03	5.05	55.82	2.92	-42.23
安井食品	16.33	40.99	22.03	34.92	1.19	63.26	1.46	22.44
三全食品	14.75	26.26	14.41	-2.27	1.18	324.87	1.08	-8.98
绝味食品	14.72	5.46	17.03	15.67	2.46	12.82	4.62	88.16

西王食品	16.34	14.12	18.31	12.02	1.05	-2.84	0.52	-50.94
桃李面包	16.33	4.43	17.24	5.57	2.68	34.58	1.99	-25.82
金禾实业	8.83	-13.11	15.45	74.93	1.76	-15.86	2.74	55.43
洽洽食品	13.56	10.11	15.02	10.71	2.35	30.26	2.67	13.81

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

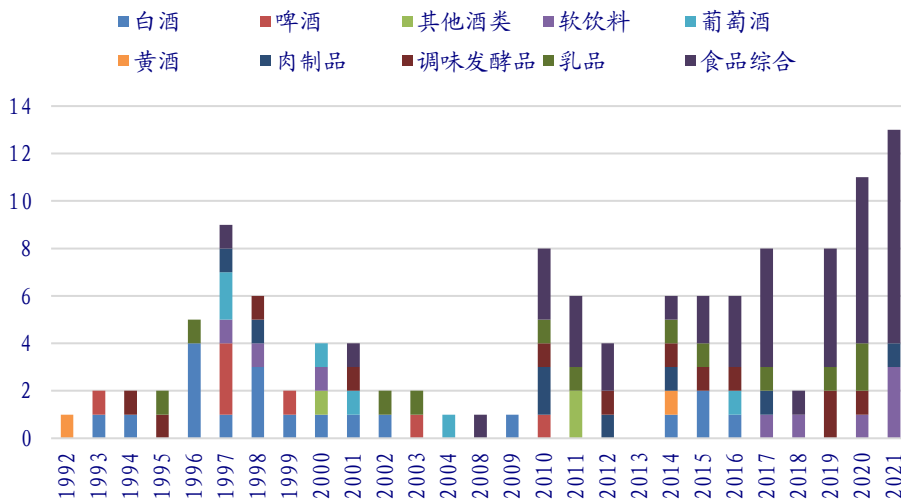
(一) 上市公司业绩占细分行业比重较高

截止 2021 年 10 月 31 日, 食品饮料行业共有 A 股上市公司 124 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%。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。9 月, 食品综合企业 1 家。10 月, 食品综合企业 1 家, 肉制品 1 家。

图 49: 食品饮料行业上市公司数量 (按年)



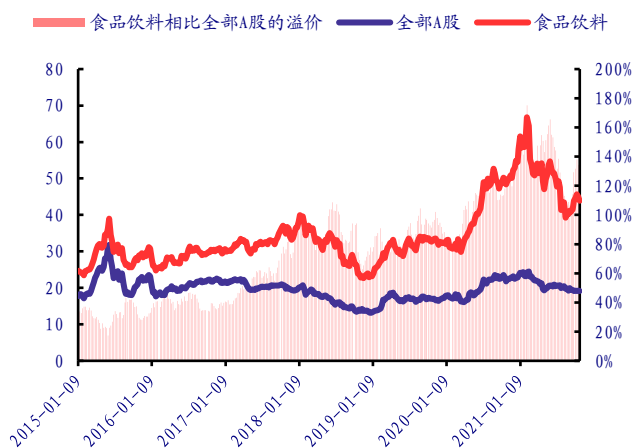
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 10 月食品饮料相对 A 股溢价

食品饮料板块绝对估值处于较高位置。截至 2021 年 10 月 29 日收盘，食品饮料行业动态市盈率为 43.92 倍 (TTM)，全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 19.15 倍和 27.38 倍。

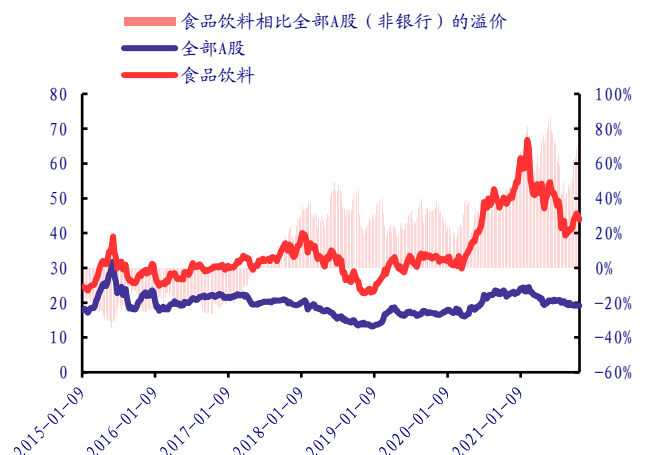
2021 年 10 月食品饮料相对 A 股溢价率 129.38%，同时相较 2 月高点有 45.85% 回撤。2020 年度，食品饮料板块相对整体 A 股溢价继 8 月底达到年内高点 (168.24%)，9 月中下旬略降，11 月中上旬有所回升，至 12 月底超越前期高点，达到 186.42%。2021 年 10 月底食品饮料股相对全部 A 股溢价率为 129.38%，继 2 月 10 日创新高 (175.23%) 后回撤幅度 45.85%。

图 50: 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 51: 食品饮料行业估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价

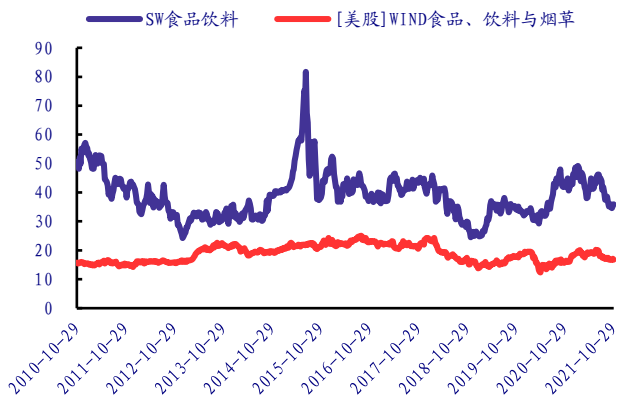


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（三）国际估值比较

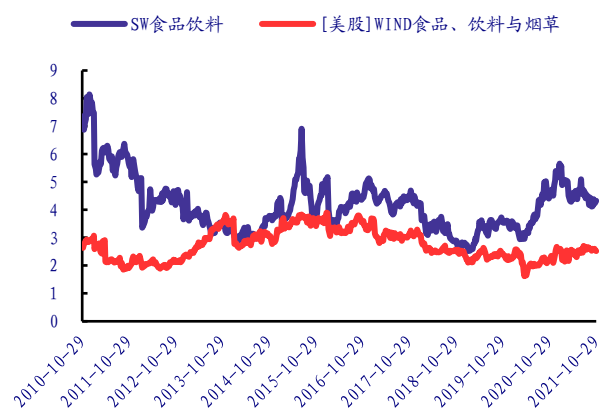
国内食品饮料板块的市盈率\市净率均高于美国市场。以 2021 年 10 月 29 日收盘价计算，国内食品饮料板块的市盈率为 40.34 倍（TTM，中值），同期美国市场食品饮料板块的市盈率为 16.67 倍，我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。2021 年 10 月 29 日国内食品饮料板块的市净率为 4.33 倍（20 年报，中值），同期美国市场食品饮料板块的市净率为 2.54 倍，我国食品饮料板块的市净率略高于美国市场。

图 52：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 53：食品饮料板块国际 PB 估值比较



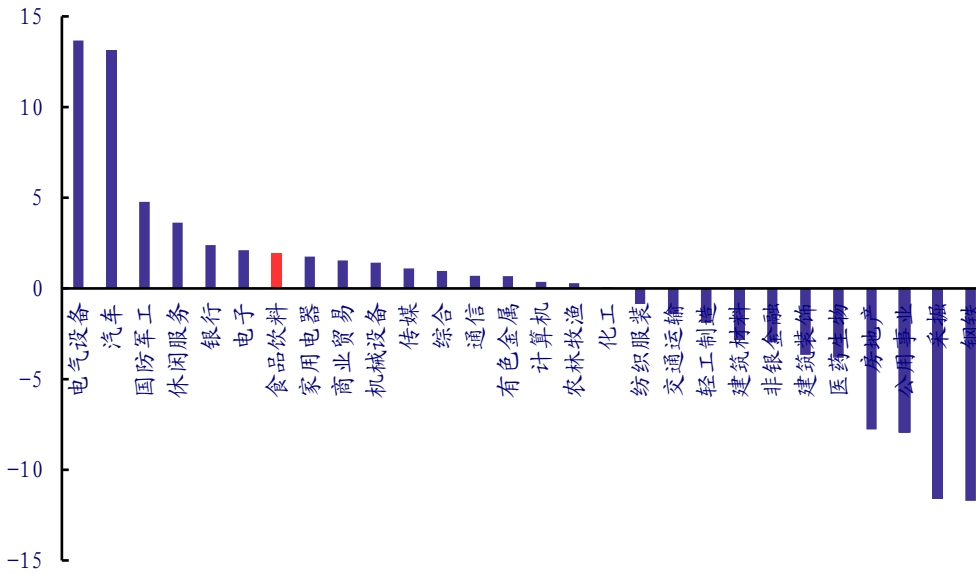
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）食品饮料板块 2021 年 10 月涨跌幅排名第 8

食品饮料板块 10 月市场排名靠前。2021 年 10 月，食品饮料行业当月上涨（1.95%），在 28 个一级行业中排名第八。2021 年初至 10 月 29 日，食品饮料行业累计下跌 5.08%，排名 26 位。

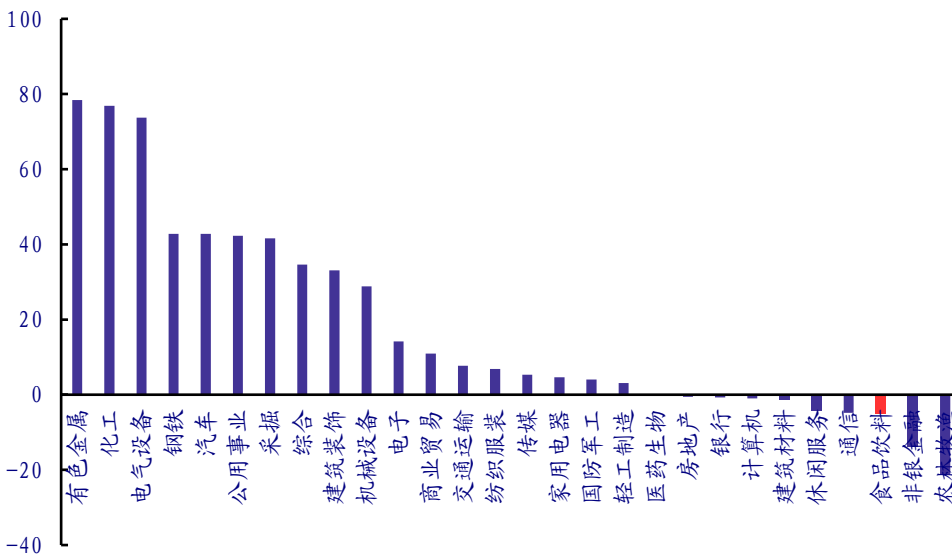
2020 全年食品饮料行业涨幅为 84.97%，在申万 28 个一级行业中排名第 3 位。主要 1 月份下跌较多，跌幅 5.87%，排在第 23 位；2 月涨幅有所恢复，全月上涨 1.27%，排名第 17 位；3-5 月份涨幅居前，分别上涨 4.26、8.66、9.07%，分别排名第 3、4、1 位；6、7 月份分别上涨 8.59、17.29%，分别排名第 8、7 位，仍在 25% 水准；8 月份重回涨幅第一；9 月食品饮料行业相对出现较大调整，当月排名第 23；10-12 月排名波动较大，分别为 5、19、3 位。

图 54: 一级行业 10 月涨幅



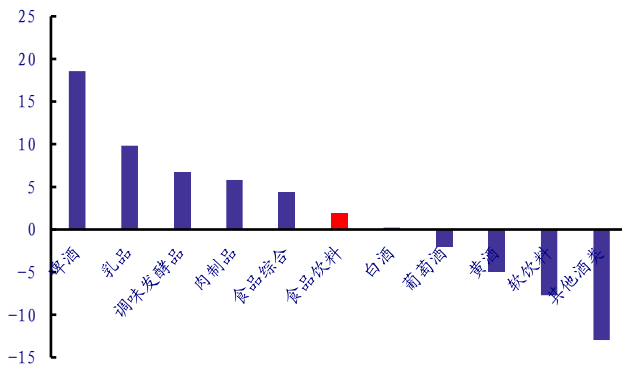
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 55: 一级行业 2021 至今涨幅



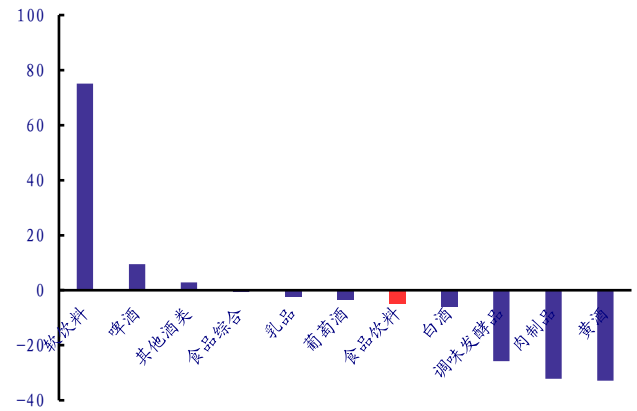
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56: 食品饮料细分行业 10 月涨幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 57: 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。

2021 年，受影响于生鲜肉的价格下跌，肉制品的营收下降明显。由于软饮料行业已经进入到低速增长，但新口味、新品牌为市场竞争带来了活力，像特色饮料、无糖、气泡水和能量饮料等新赛道有新的投资机会。

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、泸州老窖和山西汾酒等品种。

表 5: 核心推荐组合及推荐理由

证券简称	10 月涨跌幅 (%)	EPS			PE			评级
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
贵州茅台	17.46	42.30	48.09	55.13	43.17	37.97	33.12	推荐
五粮液	8.78	6.21	7.38	8.68	34.86	29.34	24.94	推荐
泸州老窖	30.34	5.15	6.26	7.66	44.46	36.57	29.89	推荐
山西汾酒	13.69	4.43	5.91	7.62	68.06	51.02	39.57	推荐

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: 消费者信心指数	3
图 4: 全国居民消费价格 (CPI) 变化	4
图 5: 9 月食品饮料子类别居民消费价格变化 (%)	4
图 6: 2014-2020 年居民人均可支配收入和消费支出	5
图 7: 前三季度居民人均可支配收入和消费支出	5
图 8: 食品饮料子行业增速分化 (%)	6
图 9: 食品饮料的消费需求及心理	7
图 10: 食品饮料工业营业收入及同比	7
图 11: 食品饮料工业利润总额及同比	7
图 12: 2015-2021 年 9 月食品饮料工业增加值累计同比	8
图 13: 食品饮料工业增加值当月同比	8
图 14: 2020 年食品饮料行业子板块营业收入及其增幅	8
图 15: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅	8
图 16: 2015-2021 前三季度食品饮料板块营业收入及增速	9
图 17: 2015-2021 前三季度食品饮料板块归母净利润及增速	9
图 18: 白酒年产量及增速	10
图 19: 白酒 9 月产量及增速	10
图 20: 2016-2020 白酒分档营收增速 (%)	11
图 21: 前三季度白酒分档营收增速 (%)	11
图 22: 中国啤酒消费量和市场规模	11
图 23: 人均年啤酒消费量 (升/年)	11
图 24: 啤酒年产量及增速	12
图 25: 啤酒 9 月产量及增速	12
图 26: 2019 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)	13
图 27: 国内牛奶产量及增速	13
图 28: 中国液态奶进出口量	13
图 29: 国内生鲜乳价格及同比	14
图 30: 国内牛奶零售价变化 (元/升)	14
图 31: 乳制品年产量及增速	14
图 32: 乳制品 9 月产量及增速	14
图 33: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)	15
图 34: 液态奶消费结构	15
图 35: 调味品产量及增速	16
图 36: 调味品销售收入及增速	16
图 37: 调味品销售渠道	17
图 38: 调味品销售收入及增速	17
图 39: 中国软饮料市场规模及其同比	18

图 40: 中国软饮料销量及其同比	18
图 41: 软饮料年产量及增速	19
图 42: 软饮料 9 月产量及增速	19
图 43: 软饮料细分市场占比 (%)	19
图 44: 软饮料近五年的销售额及其同比	19
图 45: 鲜、冷藏肉产量及同比	20
图 46: 9 月鲜、冷藏肉产量及其同比	20
图 47: 2015-2021 前三季度营收和归母净利润及同比	21
图 48: 2015-2021 前三季度毛利率和净利率	21
图 49: 食品饮料行业上市公司数量 (按年)	23
图 50: 食品饮料行业估值及相对全部 A 股溢价	23
图 51: 食品饮料行业估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	23
图 52: 食品饮料板块国际 PE 估值比较	24
图 53: 食品饮料板块国际 PB 估值比较	24
图 54: 一级行业 10 月涨幅	25
图 55: 一级行业 2021 至今涨幅	25
图 56: 食品饮料细分行业 10 月涨幅	26
图 57: 食品饮料细分行业年初以来涨幅	26

表格目录

表 1: 乳制品上市公司的营业收入和归母净利润	15
表 2: 调味品上市公司的营业收入和归母净利润	17
表 3: 调味品上市公司的营业收入和归母净利润	20
表 4: 食品综合上市公司的营业收入和归母净利润	21
表 5: 核心推荐组合及推荐理由	26

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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