

品牌价值引领前路，期待盈利催化动因

食品饮料行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **经济稳定运行态势延续，消费仍成为增长第一拉动力** 我国经济发展面临一定压力的情况下，内需对经济增长的贡献保持在较高水平。前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率为64.8%。疫情多地散发对消费市场短期冲击较为明显，但总体复苏态势未变，1-11月基本生活、升级类商品零售额均保持较快增长。餐饮收入受疫情影响比较明显，速度由增转降。11月份，餐饮收入两年平均下降1.7%，上月增长1.4%。
- **食品饮料板块2021前三季度业绩增速低于A股整体** 2021年前三季度全部A股营业收入、归母净利润同比增长22.08%、25.14%；食品饮料板块业绩增速低于A股整体，收入、归母净利润同比增长12.05%、12.35%。若对标2019年同期，食品饮料板块营业总收入、归母净利润两年CAGR分别为13.13%、14.65%。
- **2021全年，食品饮料板块累计下跌6.01%，市场表现靠后** 2021年12月，食品饮料板块当月上涨（3.97%），在28个一级行业中排名第14。2021全年，食品饮料板块累计下跌6.01%，排名24。
- **板块市盈率居2005年以来85分位水平，相对全部A股溢价率171.11%** 截至2021年12月31日收盘，SW食品饮料行业市盈率为45.54倍（TTM整体法，剔除负值），处于2005年以来的84.5分位水平；全部A股和剔除银行的A股市盈率水平分别为16.80倍和21.18倍，分别处于2005年以来的46.4分位和48.7分位水平。2021年12月底SW食品饮料相对A股溢价率171.11%，较前几月有所回升。
- **投资建议** 行业整体处于成熟发展期，个别细分维持较高增速；需求走弱催生消费升级和降级分化；品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续。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，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。同时，建议投资者还可关注乳制品优质企业成长价值，并关注食品综合细分品类、调味品的赛道价值。
- **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。

重点公司估值表（1月7日收盘价）

公司代码	公司名称	EPS (元)				PE			
		2020A	2021	2022	2023	2020A	2021E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	37.17	41.40	48.16	55.53	52	47	40	35
000858.SZ	五粮液	5.14	6.21	7.38	8.61	42	35	29	25
000568.SZ	泸州老窖	4.10	5.29	6.63	8.03	58	45	36	29
600809.SH	山西汾酒	3.54	4.51	6.03	7.76	83	65	49	38
600887.SH	伊利股份	1.18	1.41	1.67	1.95	34	28	24	21
603288.SH	海天味业	1.98	1.60	1.94	2.28	55	68	56	48
600872.SH	中炬高新	1.12	0.85	1.07	1.29	34	45	36	30

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师

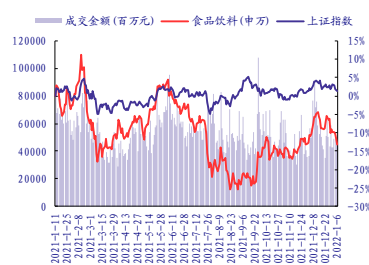
周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

相对市场表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

相关研究

【银河周颖】食品饮料2021中期策略报告
价值重塑升级，品牌构成核心竞争力

目 录

一、消费领域展望：新业态、新视角、新机遇.....	2
(一) 双循环下，新消费成为趋势.....	2
(二) 新消费、新特征.....	3
二、消费仍为经济增长第一拉动力，销售复苏态势未变.....	4
(一) 经济稳定运行态势延续，消费仍成为增长第一拉动力.....	5
(二) 人口形势出现新变化，高素质劳动力供给增加.....	6
(三) 居民收入与经济增长基本同步，城乡居民人均收入比缩小.....	8
(四) 居民消费价格温和上涨，工业生产者出厂价格涨幅扩大.....	8
(五) 市场销售增速 11 月略有回落，但总体复苏态势未变.....	10
三、食品饮料板块财务数据：21 前三季度弱于 A 股整体.....	13
(一) 21 前三季度板块收入、净利润增幅 12%，弱于 A 股整体.....	13
(二) 21 前三季度其他酒类、软饮料、葡萄酒营收增速亮眼.....	15
四、白酒板块：消费主体年轻化，增速放缓、分化集中.....	18
(一) 白酒行业：进入新一轮发展周期，市场份额向头部集中.....	18
(二) 新中产消费崛起，年轻群体是未来增长点.....	19
(三) 数字化转型为白酒企业提升核心竞争力.....	25
(四) 行业分化增大，品牌差异显现.....	27
五、大众品板块：恢复常态增长，期待改善机会.....	31
(一) 调味品：外出用餐和消费升级打开行业天花板.....	31
(二) 乳品：健康意识增强，三四线城市和细分品类增长可期.....	34
(三) 啤酒：收入、利润增速有明显恢复.....	37
(四) 食品综合：收入、利润增速有明显恢复.....	39
(五) 肉制品：生猪供应逐步恢复，农业部判断价格上涨概率不大.....	41
六、市场表现、估值水平一览.....	44
(一) 食品饮料板块市场表现.....	44
(二) 12 月食品饮料相对 A 股溢价率较前几月有所回升.....	46
(三) 国际估值比较：A 股食品饮料 PE、PB 均高于美股.....	47
七、22Q1 重点品种前瞻及投资建议.....	47
(一) 行业持仓及相关品种趋势特征.....	47
(二) 2022 年投资建议.....	50
七、风险提示.....	51
附录.....	52

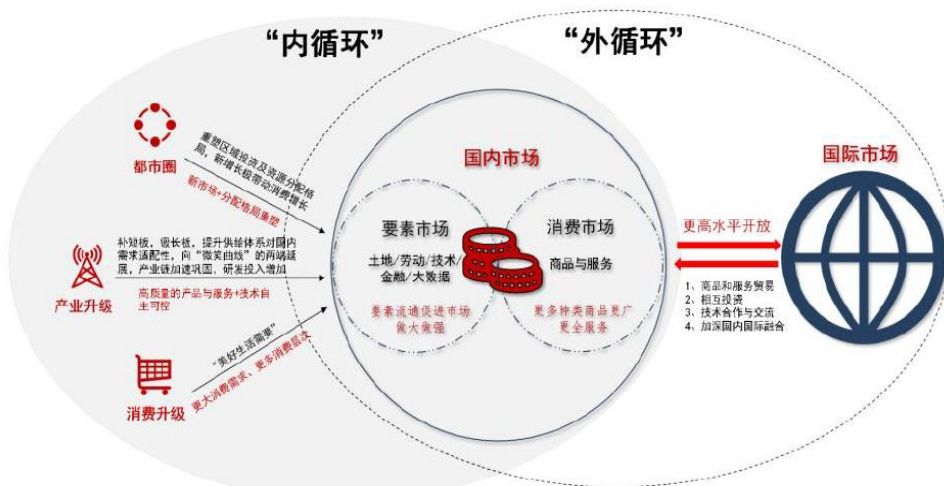
一、消费领域展望：新业态、新视角、新机遇

（一）双循环下，新消费成为趋势

2015年11月，国务院印发《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》，首次提出“新消费”，而后，新消费逐渐成为新的话题，一系列中央文件和重要会议提出“新消费”、“新兴消费”、“新型消费”和“新型消费品”等名词。2020年10月26日，十九届五中全会召开，并审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划》和《二零三五年远景目标的建议》。

全球疫情和世界经济形势依旧严峻复杂，2020年5月14日中央政治局常委会最早提出双循环发展，指出要深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。“双循环”着力打通生产、分配、流通、消费各个环节，通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好连通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，逐步形成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。国内经济循环主要是消费、科技和资本的内循环，在推动国内经济大循环上，挖掘内需潜力将担当首要任务。疫情以来，多国产业链、供应链被迫中断，国际贸易和投资大幅萎缩。受此波及，我国的进出口出现严重下滑，外需对国内经济增长的拉动作用大幅下降。为了稳定经济发展，推动经济复苏，内需的使命和价值深刻凸显。伴随着2020年疫情“黑天鹅”的突然而至，催生的无接触经济更是体现了新经济形势下的消费大势，而新消费也再次成为资本的风口，也将作为载体之一，在促进内生消费，形成产业闭环上进一步发挥其优势。

图 1：双循环的内在逻辑



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

消费升级是新消费发展的动力基础，经济的发展必将推动消费升级，在消费升级的浪潮下，新消费能够更好地匹配供给和需求两端，更好满足消费者真实需求，释放消费潜力。进一步，消费升级推动新消费在服务消费、绿色消费、信息消费、康养消费、文旅消费、教育培训消费等多领域为消费者提供更多更好的产品和服务，不断拓宽新消费涵盖的行业领域，催生更多新业态、新视角、新机遇。

（二）新消费、新特征

新消费的主要载体是年轻人，集聚成三类主要的消费群体，一类是以 90、00 后代表的 Z 世代，约为 2.63 亿人，主要消费特征在于乐于尝试新鲜事物，热衷国货；第二类是小镇青年，更热衷于社交娱乐性消费，喜好网红同款，跟风流行文化；第三类是新中产人群，约为 2.3 亿人，特征是可支配收入较高，消费更偏向理性，强调优质生活方式，更加关注健康、安全和口碑等。Z 世代、小镇青年和新中产将构成新消费最核心的群体。

图 2：新消费群体



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从“新消费”这一概念的提出，经过几年的发展，消费升级产生了更大的市场需求，使得新消费也逐渐深入到普通居民家庭，成为个人消费增长最快的领域，在这一过程中，新消费呈现出三大特征。

（1）网络消费规模持续扩大，全渠道消费成为趋势。随着移动互联网和移动支付的快速普及，碎片化时间的充分利用使网络零售深度渗入居民生活，网络零售规模持续较快增长。在网络消费规模扩大过程中，消费方式由单纯线上或线下向线上线下融合发展转变，全渠道消费快速增长。一方面，线下传统商贸流通企业积极向线上转型，入驻电商平台或与第三方合作建立网络销售平台；另一方面，大型电商平台企业不断向线下拓展，在开设线下体验店的同时，积极与实体零售企业合作，将传统超市与现场制售的餐饮排挡巧妙结合，并以食材新鲜、质量保证以及环境氛围舒适等为支撑，为消费者提供全新消费体验，拓展消费空间。

（2）消费需求由满足日常需求向追求品质转变。消费者对个性化、智能化商品需求不断提升，品牌消费、绿色消费等渐成热点。消费者在购买商品的过程中，更关注品牌代表的质量承诺和文化内涵，愿意为品牌承载的品质支付额外溢价。尽管有疫情影响，但并没有改变消费者对品牌消费、绿色消费的追求。如具备自清洗、除尘净化等功能的健康空调、融洗衣、烘干多种功能于一体的洗干一体机等销量大幅增长；再如苹果、华为手机等继续受到消费者追捧，还有体育品牌 Adidas、Nike 等的消费排名靠前。

（3）新消费的营销渠道主要是在线新媒体平台，如微博、小红书、抖音、哔哩哔哩等平台，相对于传统品牌，新消费品牌在新媒体平台的营销特点有所变化，营销打法更加多变，提倡更快速的热点和更大范围的曝光量。

图 3：新消费营销涉及领域



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、消费仍为经济增长第一拉动力，销售复苏态势未变

12月，中央经济工作会议的召开为明年宏观政策定下基调：“围绕保持经济运行在合理区间，加强和改善宏观调控”“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”。

国务院发展研究中心宏观部第二研究室副主任李承健表示，“十四五”开局之年，面对复杂多变的国内外环境，宏观调控政策保持定力、精准发力，为经济持续稳定恢复提供重要支撑，彰显我国应对复杂局面的经济治理能力。

围绕做好明年经济工作，中央经济工作会议明确要“稳字当头、稳中求进”，并提出七大政策，分别从宏观、微观、结构、科技、改革开放、区域、社会等方面作出具体部署。

跨周期和逆周期调控有机结合 熨平经济波动

今年7月底召开的中共中央政治局会议提出“要做好宏观政策跨周期调节”，中央经济工作会议进一步提出“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”。

“做好跨周期和逆周期调控政策有机结合，要立足今年、着眼明年，处理好当前和长远、总量和结构、速度和效益的关系，把稳增长放在更加突出位置，持续推动高质量发展。”国家发展改革委副主任兼国家统计局局长说。

受疫情影响，2020年一季度中国经济下降6.8%、跌了一个“坑”，今年一季度经济增长18.3%、上了一个“坡”，2022年一季度则要迈过一个“坎”。

当前，世界经济处于疫后复苏的筑底波动期，不确定性显著增强，经济恢复进程也会出现反复。宁局长表示，“应对经济下行压力加大，就是要缓解我国经济发展面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，逆对经济周期，采取有针对性的政策措施。”

加强政策统筹协调 推动经济行稳致远

统筹短期宏观调控和中长期经济发展，加强财政政策与货币政策的协调联动，推动财政、货币、就业政策和产业、投资、消费、社会、环保、区域等政策形成系统集成效应。

“各领域政策要统筹协调、相互配合，才能形成合力、发挥更大效用。”上海金融与发展实验室主任曾刚表示。

从 11 月份来看，经济继续保持了恢复态势。随着宏观政策跨周期调节扎实推进，保供稳价和助企纾困力度加大，11 月份国民经济继续恢复，实体经济稳中有升，就业物价总体稳定，进出口增势良好，民生保障有力，发展质量稳步提升。

（一）经济稳定运行态势延续，消费仍成为增长第一拉动力

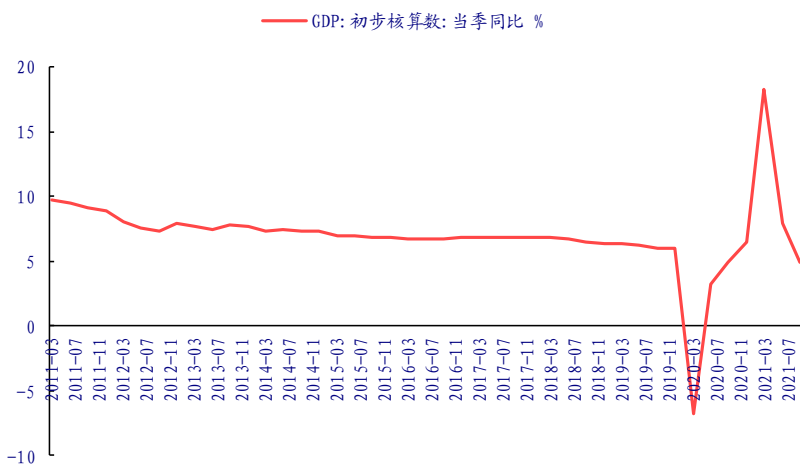
中央经济工作会议作出了我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力的判断，这是在国际形势复杂严峻、全球疫情蔓延、产业链供应链循环不畅、大宗商品价格上涨，以及国内阶段性结构性问题突出，经济出现新的下行压力的背景下提出来的。从统计数据来看，也清晰地反映了这三重压力和经济的下行压力。

经济稳定运行的态势在延续。国内生产总值保持较快增长。根据初步核算，前三季度国内生产总值 823131 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%，比上半年两年平均增速回落 0.1 个百分点。从环比看，三季度国内生产总值增长 0.2%。

分季度看，一季度同比增长 18.3%，两年平均增长 5.0%；二季度同比增长 7.9%，两年平均增长 5.5%；三季度同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%。

对比来看，前三季度，我国经济同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%。从增长看，一、二、三季度国内生产总值两年平均增速分别为 5%、5.5%和 4.9%，三季度经济增速回落比较明显，反映出经济存在一定程度下行压力。

图 4：我国 GDP 初步核算数当季同比



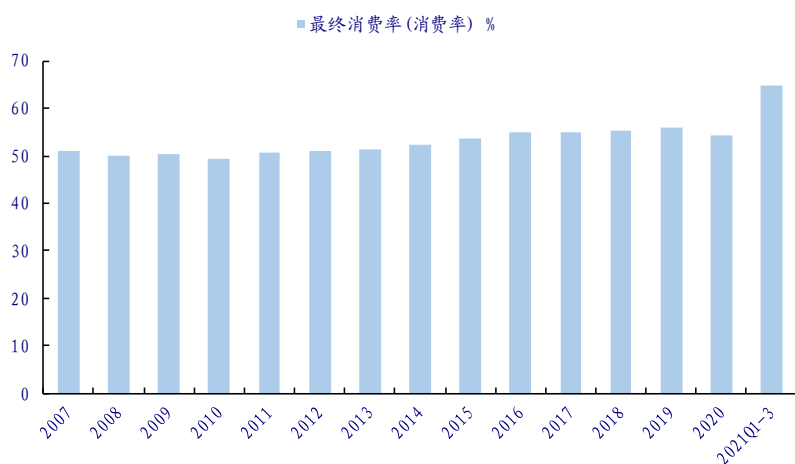
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

2021 前三季度，内需对我国经济增长贡献超 8 成，消费继续成为经济增长第一拉动力

从中国的经济发展来看，消费对经济增长的贡献在 2020 年因疫情影响出现下降，2020 年最终消费贡献率为 54.3%。随着居民收入持续恢复性增长以及疫情形势不断好转，居民消费需求逐步释放，消费支出延续反弹态势。

2021 年以来消费对经济增长的贡献稳步提升，同时投资也在改善。总体来看，内需对经济增长的贡献保持在较高水平。前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率是 64.8%，资本形成总额的贡献率是 15.6%，货物和服务净出口的贡献率为 19.5%。

图 5: 最终消费支出对 GDP 增长贡献率



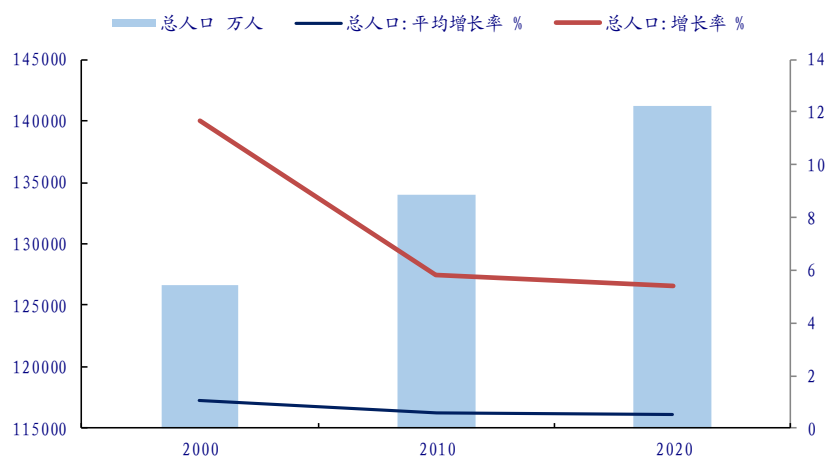
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

从未来看，尽管存在这三重压力，但也要看到，中国经济长期向好的基本面没有变，韧性强的特点也比较突出。根据国际货币基金组织等主要国际组织的预计，全年增长有望达到 8% 左右，明显高于主要经济体，发展韧性强、潜力大、动力足的特点比较明显。下阶段，持续做好宏观政策的跨周期和逆周期调节有机结合，保持经济稳定发展仍有较好基础。

(二) 人口形势出现新变化，高素质劳动力供给增加

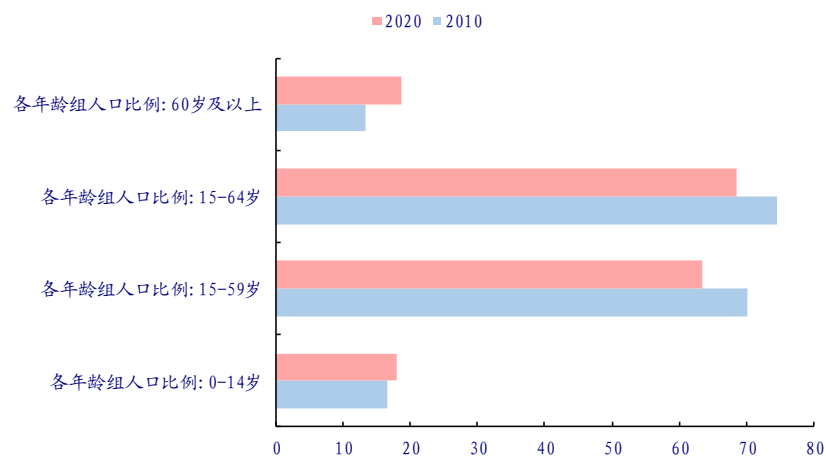
从经济角度来看，劳动力是经济发展重要的要素投入。近年来，我国人口形势出现了一些新变化。从目前的数据来看，我国劳动力资源有几个特点。

第一，劳动力资源仍然比较丰富。据第七次全国人口普查数据，2020 年，我国 16-59 岁劳动年龄人口为 8.8 亿人，每年出生人口 1000 多万，总量仍具较大规模。

图 6: 2000 年以来我国历年人口普查总人口、增长


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

第二, 劳动力整体素质在提高, 知识素质、文化素质和身体素质有所改善。2020 年, 16-59 岁劳动年龄人口平均受教育年限 10.75 年, 比上次普查结果明显提高。大专及以上学历受教育程度人口占比达到 23.61%。从身体条件来看, 2019 年, 我国人均预期寿命达到 77.3 岁, 比 2010 年提高了 2.47 岁。健康水平的提高、文化素质的提高, 对于改善劳动力的供给有重要的作用。

图 7: 2010/2020 年我国各年龄组人口比例变化


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

第三, 少儿人口比重也在提升。第七次全国人口普查的数据显示, 0-14 岁的少儿人口比重比 2010 年上升了 1.35 个百分点。目前三孩生育政策以及配套措施也有利于人口年龄结构的改善, 促进人口的长期均衡发展。

从这些情况来看, 我国劳动力无论是在总量上还是劳动力素质上, 都有较好支撑条件。我国过去依靠大量低成本的劳动力投入促进经济增长的模式正在发生改变, 从未来看, 更多地还是要转向提高技术, 通过技术进步来促进经济增长。随着人口素质的提高, 特别是具有高素质劳动力供给的增加, 对我国未来经济发展仍可提供较好保障。

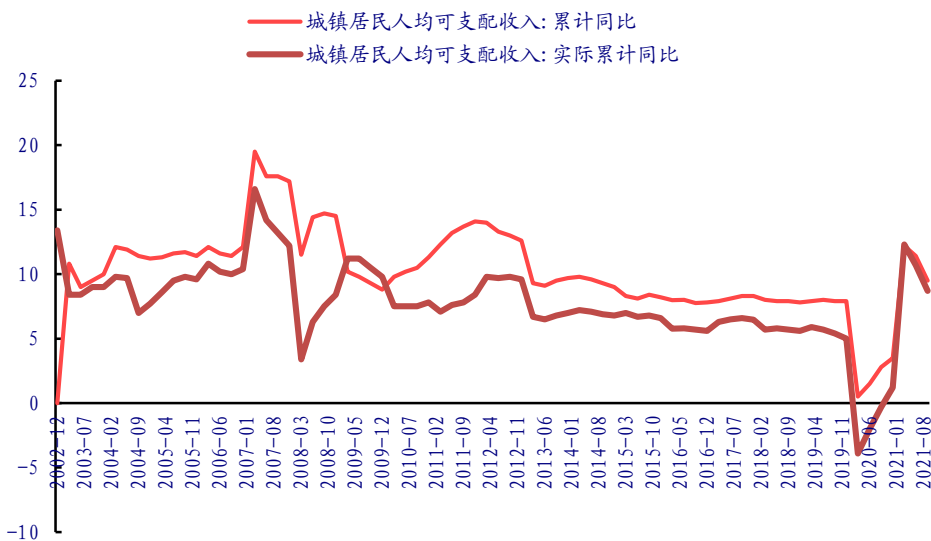
（三）居民收入与经济增长基本同步，城乡居民人均收入比缩小

就业形势保持稳定。1-11 月份，全国城镇新增就业达到 1207 万人，超过全年预期目标。11 月份，全国城镇调查失业率为 5%，比去年同期低 0.2 个百分点，也比 2019 年同期低 0.1 个百分点。

前三季度，全国城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95.0%。9 月份，全国城镇调查失业率为 4.9%，比上月下降 0.2 个百分点，比上年同期下降 0.5 个百分点。本地户籍人口调查失业率为 5.0%，外来户籍人口调查失业率为 4.8%。16-24 岁人口、25-59 岁人口调查失业率分别为 14.6%、4.2%。31 个大城市城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.3 个百分点。全国企业就业人员周平均工作时间为 47.8 小时，比上月增加 0.3 小时。三季度末，外出务工农村劳动力总量 18303 万人，比二季度末增加 70 万人。

前三季度，全国居民人均可支配收入 26265 元，同比名义增长 10.4%，两年平均增长 7.1%；扣除价格因素同比实际增长 9.7%，两年平均增长 5.1%，与经济增长基本同步。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 35946 元，同比名义增长 9.5%，实际增长 8.7%；农村居民人均可支配收入 13726 元，同比名义增长 11.6%，实际增长 11.2%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入同比分别名义增长 10.6%、12.4%、11.4%、7.9%。城乡居民人均收入比值 2.62，比上年同期缩小 0.05。全国居民人均可支配收入中位数 22157 元，同比名义增长 8.0%。

图 8：我国城镇居民人均可支配收入同比变化（季）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

（四）居民消费价格温和上涨，工业生产者出厂价格涨幅扩大

1-11 月份，居民消费价格同比上涨 0.9%，整体涨幅低于全年预期目标。扣除食品和能源后的核心 CPI，同比上涨 0.8%，保持基本稳定。

从目前来看，11 月份居民消费价格同比涨幅有所扩大，11 月份居民消费价格同比上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点。11 月份 CPI 涨幅扩大主要是以下几个方面原因：

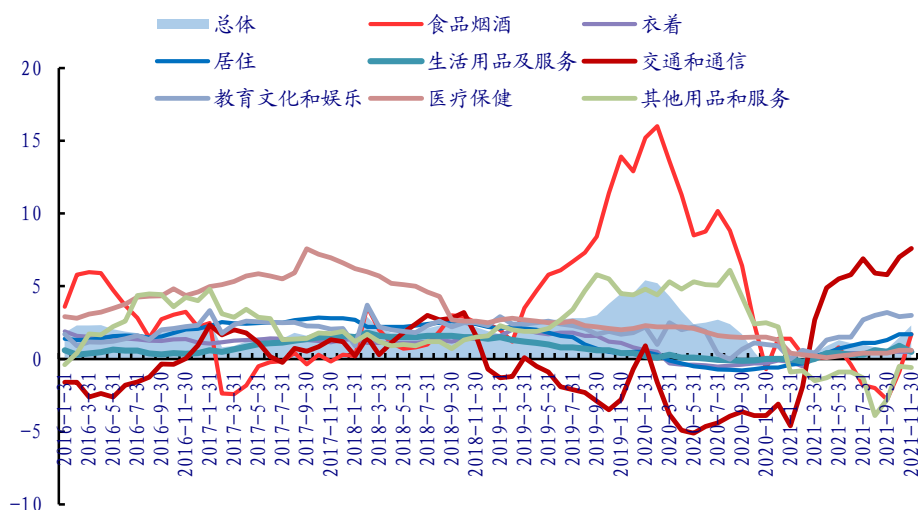
一、上年同期基数较低的影响。去年 11 月份 CPI 同比下降 0.5%，而去年 10 月份同比上涨 0.5%，从上涨 0.5% 转为下降 0.5%，导致对今年 11 月 CPI 的影响比较明显。

二、食品价格中蔬菜价格同比涨幅有所扩大。受冬季气候因素影响，上个月蔬菜价格涨幅已经较高，从这个月环比看，蔬菜价格环比涨幅虽有所回落，但同比涨幅仍在扩大，这对 CPI 有一定的影响。同时，前期下跌幅度较大的猪肉价格同比降幅在收窄，出现恢复性上涨，这些对 11 月 CPI 的涨幅都有一定的影响。

三、工业消费品中的汽柴油价格涨幅有所扩大。受国际能源价格变化的影响，11 月份的汽柴油价格分别上涨 36.7% 和 40.6%，对于 11 月的 CPI 有一定的影响。

总的来看扣除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.2%，还是处于比较温和的水平。与上月相比，核心 CPI 涨幅回落了 0.1 个百分点，保持了基本稳定，市场供求总体上基本平衡。

图 9：2016 年以来我国 CPI 分项变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

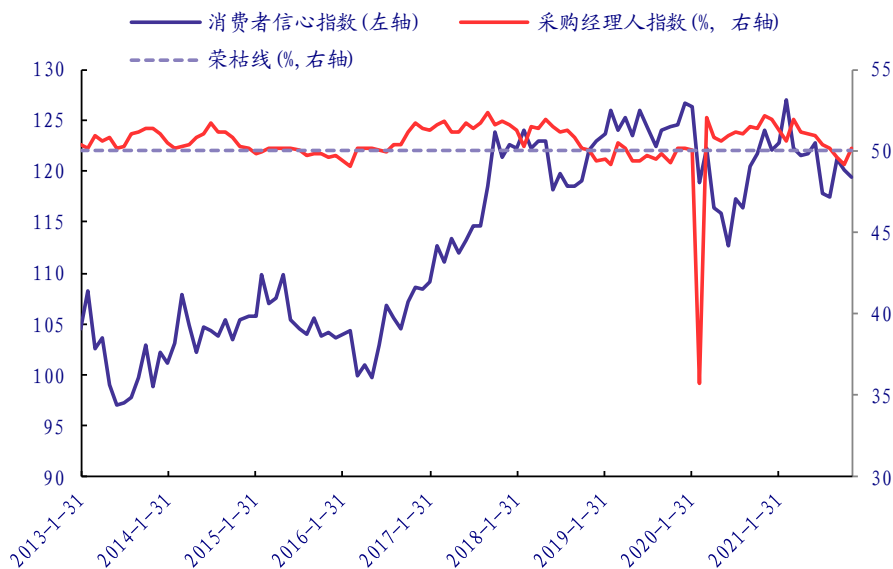
从未来走势看，CPI 温和上涨还是有比较多的有利因素。

一是从食品看，全年粮食丰收，为食品价格保持稳定奠定了较好的基础。今年粮食产量已经连续 7 年保持 1.3 万亿斤以上，是食品价格稳定最重要的基础。鲜菜价格涨幅较高是阶段性的，主要是由于冬季气候因素的影响。从环比看，11 月份鲜菜价格环比上涨 6.8%，涨幅比上月回落 9.8 个百分点。目前生猪生产和供应、产能恢复已经达到了正常水平。冬季一般是猪肉消费比较旺盛的季节，受到元旦和春节假日因素的拉动，猪肉价格可能还会有所改善。但是总的看，生猪供应总体上逐步恢复，下阶段大幅上涨的可能性是不大的。

二是从非食品来看，尽管交通工具用燃料特别是汽柴油价格受国际因素的影响可能还会存在一定不确定性，但是，其他的工业消费品和服务的供给总体上是充足的，价格涨幅也会

保持稳定。比如说，11月份的衣着、生活用品及服务、医疗保健的价格，同比分别上涨0.5%、0.5%和0.6%，基本上是总体稳定的。

图 10: 消费者信心指数和采购经理指数 (PMI)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

今年以来，市场预期呈现走弱的变化。11月份，制造业 PMI 在 9 月份和 10 月份连续两个月处于收缩区间的情况下，重回到扩张区间，主要原因有两个方面：一是市场保供稳价的力度加大。11 月份工业生产者出厂价格同比上涨 12.9%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点，其中煤炭价格环比出现下降。同时，钢铁、有色行业价格的同比涨幅也出现回落。这些有利于降低企业的生产成本，有利于改善企业的预期。二是政府的助企纾困力度在加大。面对工业品价格大幅上涨，尤其是一些中下游行业生产经营压力加大，政府出台了一系列稳定经济措施，特别是加大对于中下游企业、中小微企业的支持力度，这也有利于改善企业的经营预期。

下一阶段，尽管存在着多重的压力，中国经济长期向好的基本面没有变。随着宏观政策调节的力度加大，保供稳价政策继续显效，扩大内需持续加力，企业预期有望保持总体稳定。

(五) 市场销售增速 11 月略有回落，但总体复苏态势未变

疫情多地散发对消费市场冲击较为明显。11 月份，国内多地发生新冠肺炎疫情，对居民消费特别是餐饮等聚集型消费冲击较大，市场销售增速有所放缓。11 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.9%，增速比 10 月份回落 1 个百分点，其中餐饮收入由增长转为下降。

市场销售总体保持复苏态势。11 月份，社会消费品零售总额 41043 亿元，同比增长 3.9%；比 2019 年 11 月份增长 9.0%，两年平均增速为 4.4%，与上月基本持平。其中，除汽车以外的消费品零售额 37266 亿元，增长 5.4%。扣除价格因素，11 月份社会消费品零售总额同比实际增长 0.5%。从环比看，11 月份社会消费品零售总额增长 0.22%。

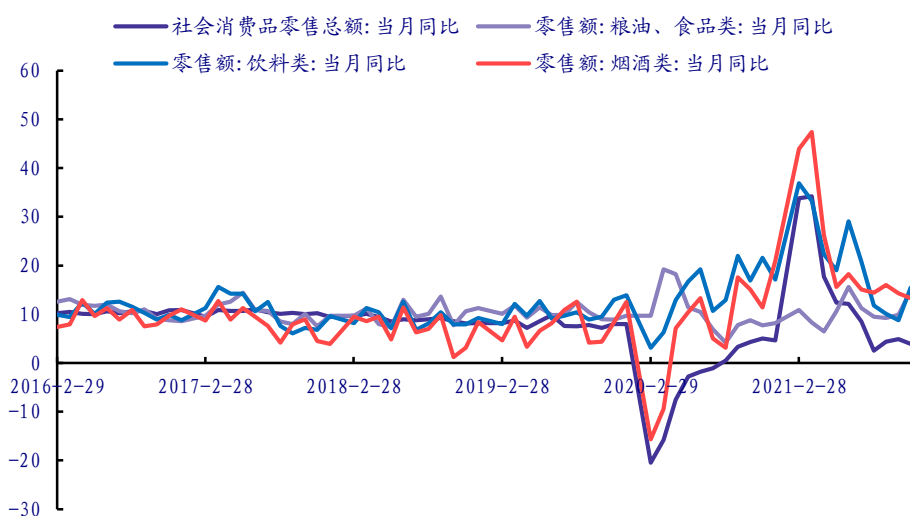
1—11 月份，社会消费品零售总额 399554 亿元，同比增长 13.7%，仍保持较快增长，比

2019年1—11月份增长8.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额360339亿元，增长14.0%。

按经营单位所在地分，11月份，城镇消费品零售额35337亿元，同比增长3.7%；乡村消费品零售额5706亿元，增长4.8%。1—11月份，城镇消费品零售额346316亿元，同比增长13.8%；乡村消费品零售额53239亿元，增长13.3%。

按消费类型分，11月份，商品零售36200亿元，同比增长4.8%；餐饮收入4843亿元，同比下降2.7%。1—11月份，商品零售357501亿元，同比增长12.8%；餐饮收入42054亿元，增长21.6%。

图 11：2016 年以来我国社零总额及其他零售总额当月值同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

商品零售保持稳定增长。11月份，商品零售额同比增长4.8%，两年平均增长5.3%，两年平均增速比上月加快0.3个百分点。其中，基本生活类和升级类商品零售额均保持较快增长。

基本生活类商品市场销售增势较好。11月份，限额以上单位粮油食品类商品零售额同比增长14.8%，增速比上月加快4.9个百分点；日用品类商品零售额增长8.6%，加快5.1个百分点；服装类商品零售额下降0.5%，降幅比上月收窄2.8个百分点。

11月份，文化办公用品、化妆品等升级类商品零售额分别增长18.1%和8.2%，快于全部商品零售额增速。从商品类别看，限额以上单位商品零售中日用品类、汽车类等多数类别同比增速加快或降幅收窄。

网上零售保持较快增长。1—11月份，全国实物商品网上零售额同比增长13.2%，两年平均增长14.4%，线上消费需求持续释放。其中，吃类、穿类和用类等商品网上零售额同比分别增长18.8%、11.1%和13.1%。“双十一”购物节以旧换新交易明显增多，“以换代弃”、“极简包装”等绿色低碳消费趋势逐渐显现。从与网购密切相关的邮政快递业发展情况看，11月份全国快递业务量同比增长15%，累计快递业务量超900亿件。

超市、便利店等实体零售业态增速加快。1—11月份，在限额以上单位有店铺零售中，超

市、仓储会员店零售额同比分别增长 6.4%和 14.5%，增速分别比 1—10 月份加快 0.4 和 1 个百分点；便利店零售额增速与 1—10 月份持平，仍保持两位数较快增长。

从累计看，1—11 月份商品零售额同比增长 12.8%，保持较快增长，占社会消费品零售总额的比重达到 24.5%。

服务业方面，11 月份保持恢复态势，同比增速略有回落，但是两年平均增速有所加快。11 月份，服务业生产指数同比增长 3.1%，比上月回落 0.77 个百分点；两年平均增长 5.6%，加快 0.1 个百分点。具体来看，主要有以下几个特点：

一、部分接触型服务业受疫情影响比较明显。11 月份，住宿餐饮业生产指数两年平均下降 1.4%，上月增长 1.3%。受客运同比下降的影响，交通运输、仓储和邮政业两年平均增长 5.5%，增速也比上月回落。**餐饮收入受疫情影响比较明显，速度由增转降。**11 月份，餐饮收入两年平均下降 1.7%，上月增长 1.4%。

二、现代服务业保持较快增长。11 月份，信息传输、软件和信息技术服务业两年平均增长 13.3%，快于全部服务业生产指数。金融业生产指数两年平均增长 6.6%，比上月也有所加快，主要是加大了对实体经济的支持力度。

三、制造业活动相关的服务业有所改善。11 月份工业生产增长有所加快，与制造业相关的服务业行业也在改善。11 月份，租赁和商务服务业生产指数两年平均增长 5.6%，加快 0.1 个百分点；营业性货物周转量增速也比上月有所加快。服务业中生产性服务业商务活动指数处于 55%以上较高的水平。

下阶段，消费市场恢复具有不少有利条件。一是我国就业形势保持稳定，企业利润保持较快增长，居民收入增加有保障。二是市场保供稳价有力有效，居民消费价格总温和上涨，消费预期总体稳定。三是经济逐步恢复，社会保障不断完善，也有利于增强消费信心。前三季度居民人均收入中，转移性收入保持较快增长。

同时，疫情散发对消费特别是接触型消费的制约还是存在的，近期部分蔬菜价格涨幅较高，也在一定程度上影响消费增长。

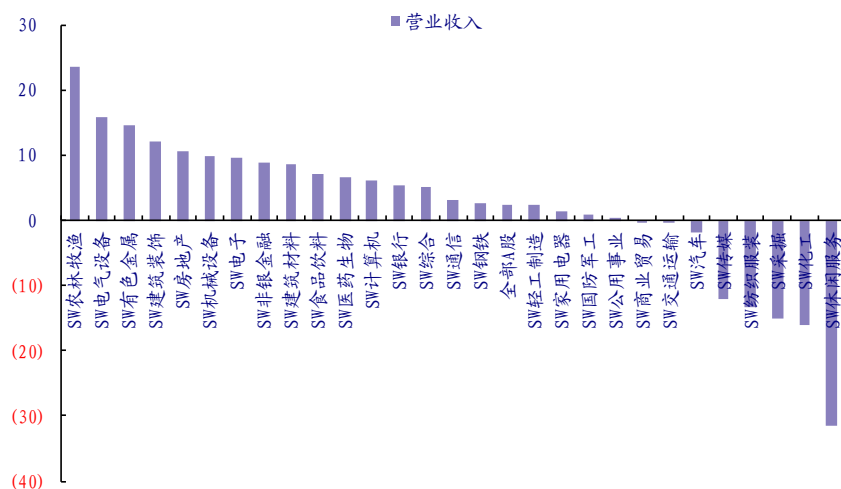
总的看，部分服务业受到散发疫情的不利影响，但是服务业总体恢复态势没有改变。随着精准疫情防控的成效逐步显现，正常生产生活秩序恢复，以及服务业创新发展稳中提质，服务业仍然会保持平稳健康发展，更好满足生产生活需要。

三、食品饮料板块财务数据：21 前三季度弱于 A 股整体

(一) 21 前三季度板块收入、净利润增幅 12%，弱于 A 股整体

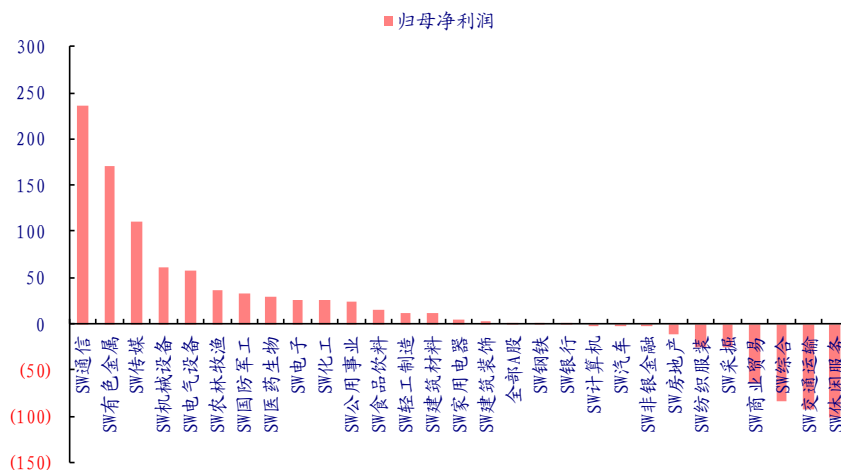
2020 全年食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体。2020 年全部 A 股营业收入同比增长 2.46%，归母净利润同比增长 1.81%；食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体，2020 年营业收入同比增长 7.13%，归母净利润同比增长 15.85%。

图 12：申万一级行业 2020 年度营业收入同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：申万一级行业 2020 年度归母净利润同比增速

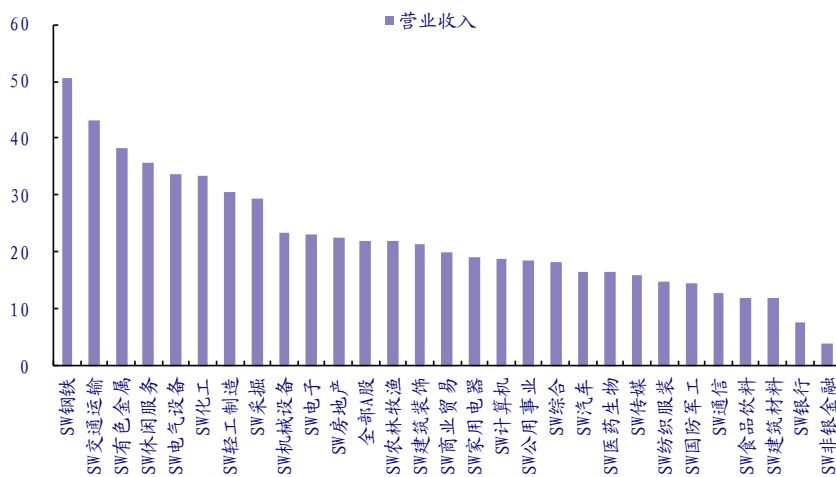


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2021 前三季度食品饮料板块业绩增速弱于 A 股整体。2021 前三季度全部 A 股营业收入同比增长 22.08%，归母净利润同比增长 25.14%。基数效应及消费恢复进程等综合作用下，2021 前三季度食品饮料板块营业收入同比增长 12.05%，归母净利润同比增长 12.35%；相较 2019

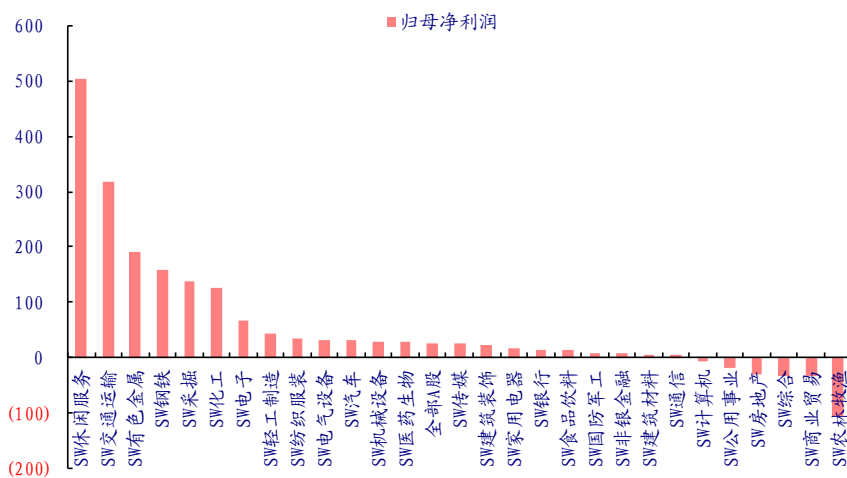
年同期，两年平均增速为 13.13、14.65%。

图 14: 申万一级行业 2021 前三季度营业收入同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

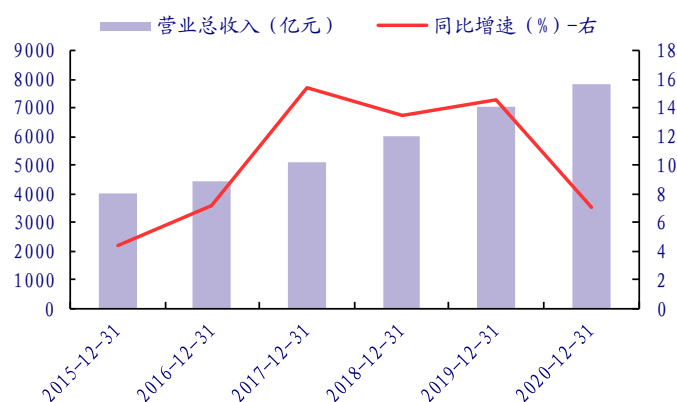
图 15: 申万一级行业 2021 前三季度归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

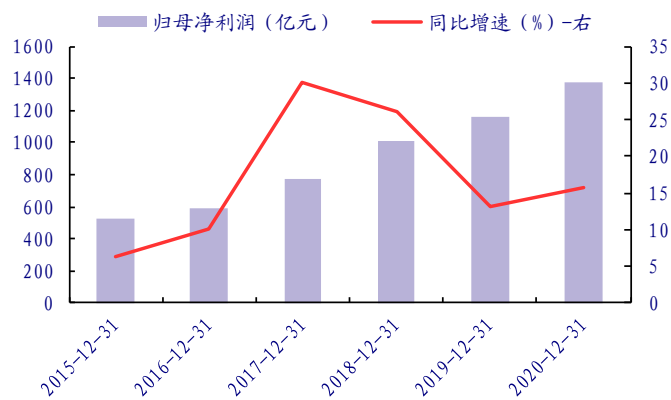
2020 全年,食品饮料板块营业总收入 7832.05 亿元,同比增速 7.07%,归母净利润为 1382.82 亿元,同比增速 15.85%,在一级行业处于中等靠前,疫情下仍交出较好答卷。

图 16: 2015-2020 年食品饮料板块营业总收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

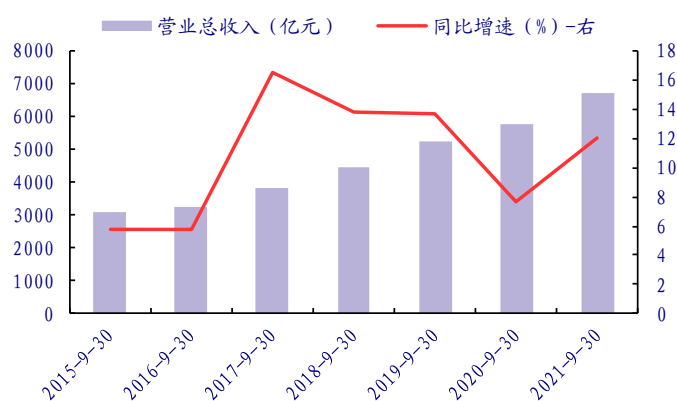
图 17: 2015-2020 年食品饮料板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

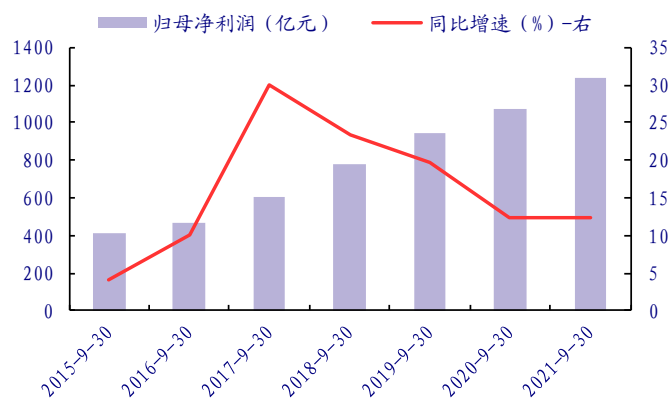
2021 前三季度, 营业总收入 6707.45 亿元, 同比增加 12.02%, 归母净利润 1241.12 亿元, 同比增加 12.35%; 若对标 2019 同期, 营业总收入、归母净利润两年 CAGR 分别为 13.13、14.65%。

图 18: 2015-2021 前三季度食品饮料板块营业总收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 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

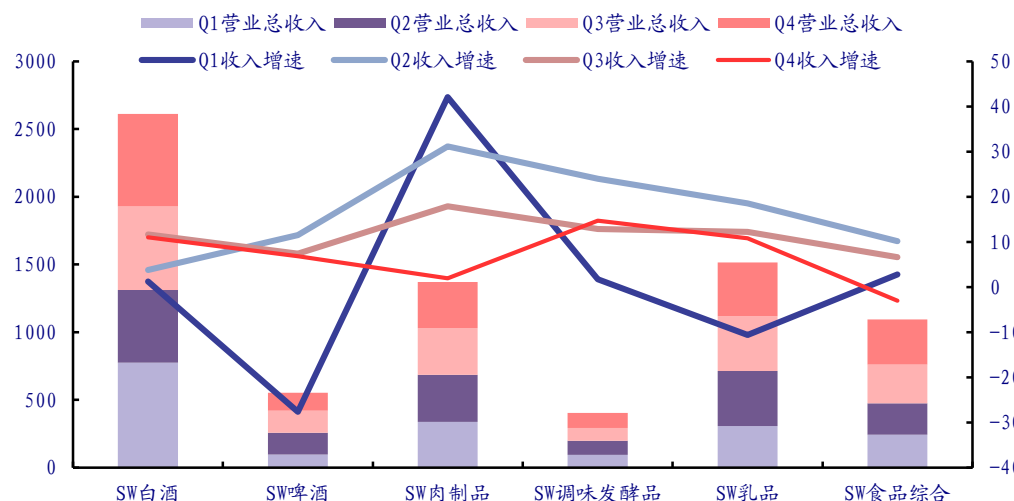
(二) 21 前三季度其他酒类、软饮料、葡萄酒营收增速亮眼

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%。

2021 年三季度食品饮料行业细分子板块营收最高为白酒 2300.28 亿元, 其次为乳品 1329.36 亿元, 均为超千亿体量规模; 其次体量接近千亿为食品综合、肉制品, 分别为 979.55、953.26 亿元; 接下来, 百亿量级板块还有啤酒、调味品、软饮料, 分别为 531.55、303.26、215.58 亿

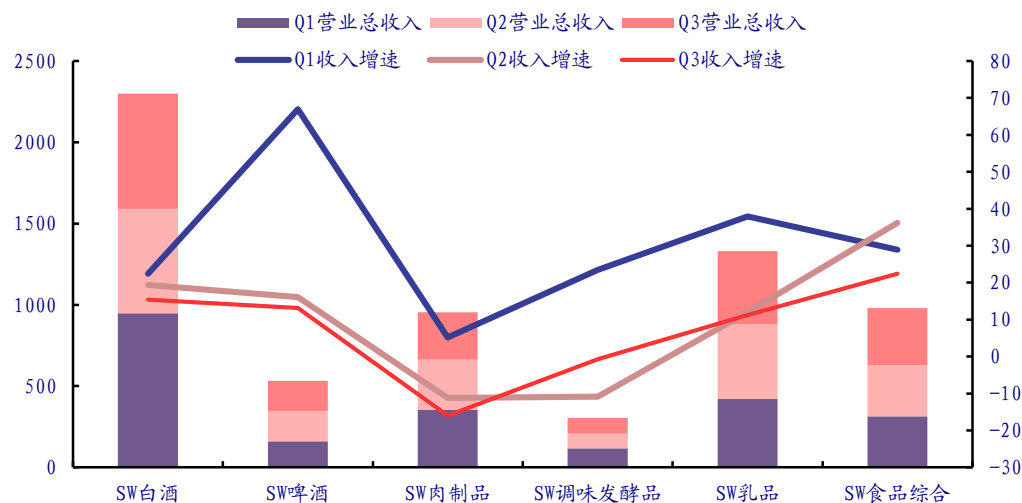
元。成长性方面，其他酒类、软饮料、葡萄酒前三季度营收同比增速为 45.32%、24.16%、23.37%，排名前三；实现双位数增长的板块还有白酒、黄酒、乳品、食品综合、啤酒，增速分别为 19.30%、18.80%、17.05%、12.65%、10.95%。

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 21：2021Q1-3 饮料行业子板块营业收入及其增幅



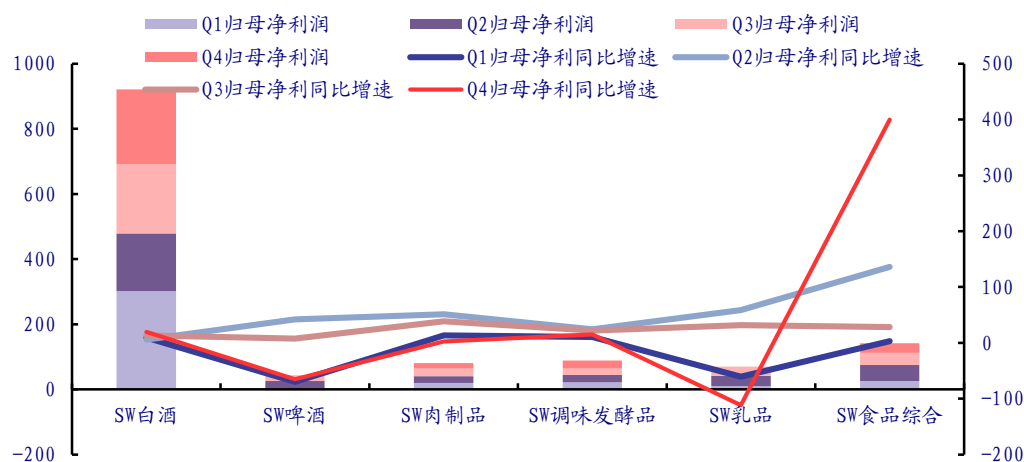
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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%。

2021年前三季度，子板块中白酒的归母净利润额最高，为824.00亿元，其次为食品综合、乳品，分别实现109.87、95.95亿元；归母净利润超十亿板块还有啤酒、调味品、肉制品、软饮料，分别实现58.79、57.57、44.47、37.92亿元。增速最高是葡萄酒(134.75%)、其他酒类(123.81%)，其次是乳品(37.59%)、黄酒(33.99%)、软饮料(23.81%)、白酒(19.09%)、啤酒(17.85%)；食品综合(-13.80%)和肉制品(-30.31%)出现负增长。

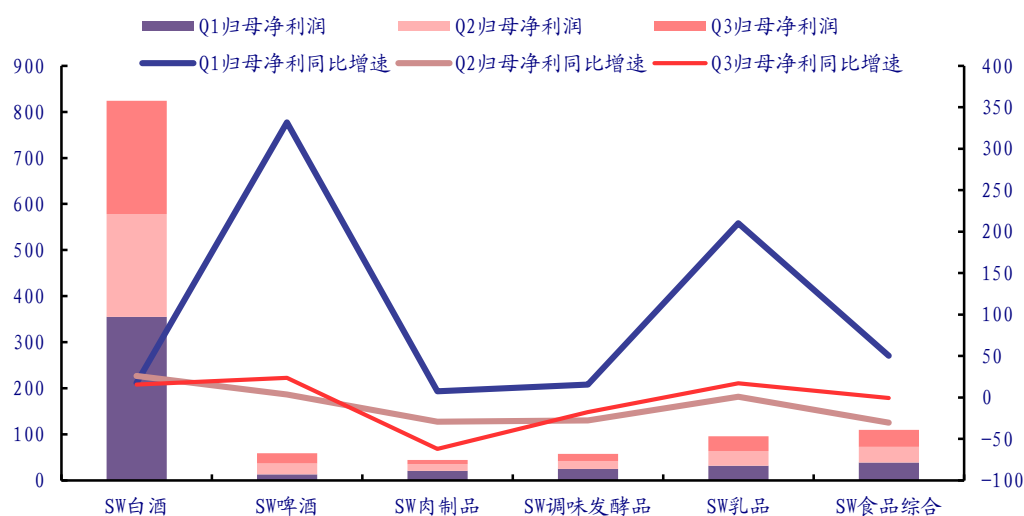
图 22：2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅



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

图 23：2021Q1-3 食品饮料行业子板块及其增幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、白酒板块：消费主体年轻化，增速放缓、分化集中

（一）白酒行业：进入新一轮发展周期，市场份额向头部集中

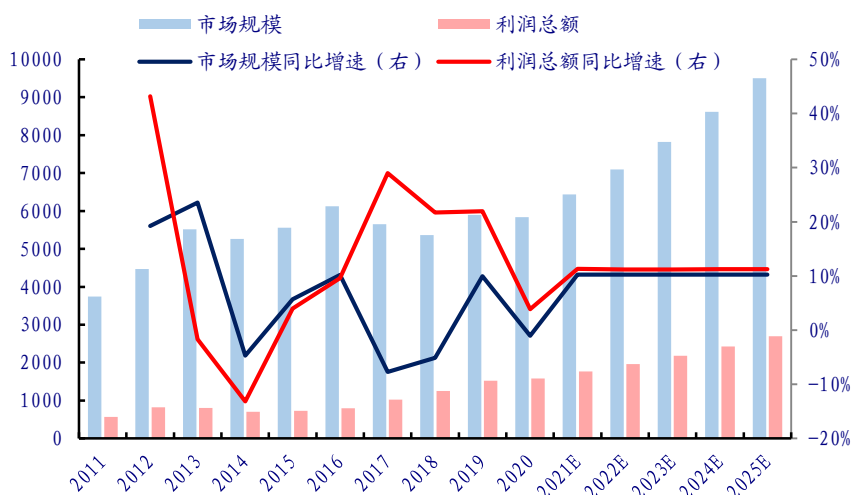
近年来，白酒行业主要呈现出增速放缓、分化集中、消费主体逐步年轻化，竞争更加激烈的特点。白酒行业进入新一轮发展周期，未来总量萎缩，消费迭代升级，市场份额向头部集中，不确定性因素不时干扰可能成为行业常态，行业竞争将是系统与系统竞争，企业供应链和生态链必须补足短板，战略产品线组合与市场联合作战时代已经到来。

市场规模：2021年中国白酒行业市场规模为6434亿元，2025年将达9500亿元

2020年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量740.73万千升，同比下降2.46%；累计完成销售收入5,836.39亿元，同比增长4.60%；累计实现利润1,585.41亿元，同比增长13.35%。2021年1-11月，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量632.40万千升，同比增长5.40%。

据iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示，中国2021年中国白酒市场规模将达6434亿元，同比增长10.2%。数字化技术赋能白酒行业，助力企业降本增效，中国酒类新零售市场规模2021年达1363.1亿元。预计未来中国白酒行业发展稳定，营收和利润仍有较大空间，2025年将达9500亿元，利润将达2700亿元。

图 24：2016-2025年中国白酒市场份额及预测



资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院整理

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%。

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。

中国头部企业规模以上市场份额上升，企业数量下滑，产业集中度进一步提升。数据显示，规模以上企业从2017年至今减少了636家，占比达到39.9%。从头部企业观察，茅台营业额持续上升，市场份额占比持续上升。行业头部品牌利润上升，市场份额持续扩大，行业集中度持续上升。

（二）新中产消费崛起，年轻群体是未来增长点

随着消费升级和用户主权的日益强势，消费者的心理和消费行为产生了新的变化，面对新的商业环境，白酒企业需要适应形势，从重点发展渠道运营转变到以客户为核心的运营模式。白酒企业需要吸引的新消费客户群体应该属于可支配收入较高的新中产人群家庭，消费能力强，更加关注产品品质和品牌形象，体现其更加理性、持续和健康的追求。

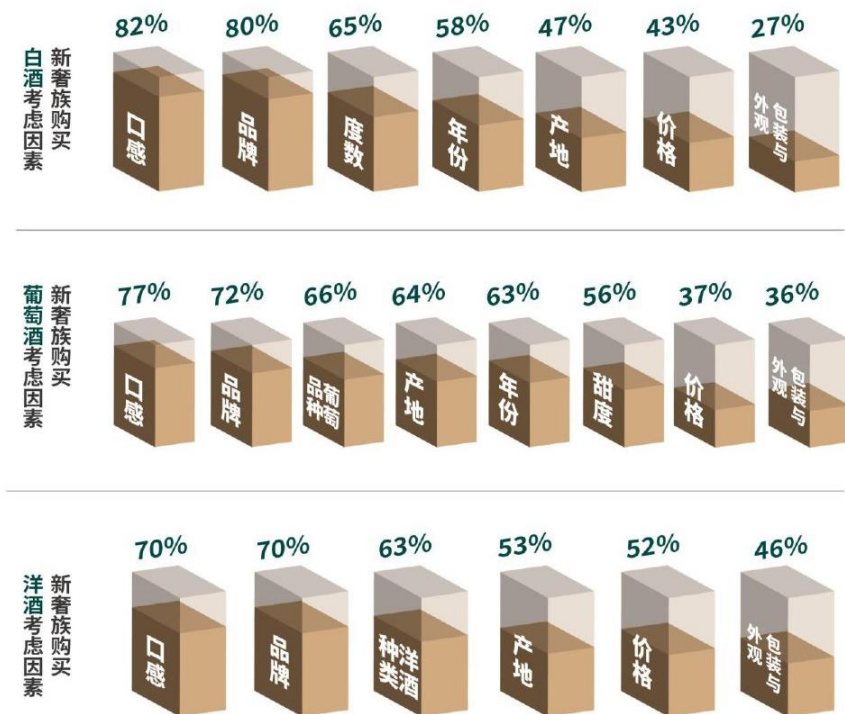
表1：新中产消费群关注点

	关注点	关注互动率
1	健康	3.03%
2	安全	3.02%
3	口碑	2.92%
4	明星代言	2.55%
5	口味	2.46%
6	IP同款	2.24%
7	价格	2.20%
8	格调	2.15%
9	网红流行	2.09%
10	工艺	1.53%

数据来源：wind，中国银河证券研究部整理

新中产消费群在消费酒类的时候，更加重视产品品质和品牌形象，无论是白酒、葡萄酒或者洋酒，口感和品牌的排序的考虑总是位列前两位。对于白酒来讲，度数、年份和产地这些传统的消费白酒需要考虑的因素相对比较重要，而价格和包装与外观因素在新中产消费群体中就没那么重要了。

图 25: 新中产消费酒类考虑的因素



样本: N=300, 新奢族人群, 卓鹏战略通过线上、线下调研获得, 2020年1-6月

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

中国白酒消费者注重礼节性, 用于请客的白酒价格从 200 元以上普遍高于自用的价格。调查数据显示, 中国白酒消费者用于请客和自用的消费价格区间均集中于 100-300 元区间, 分别占 60.5%、61.8%。

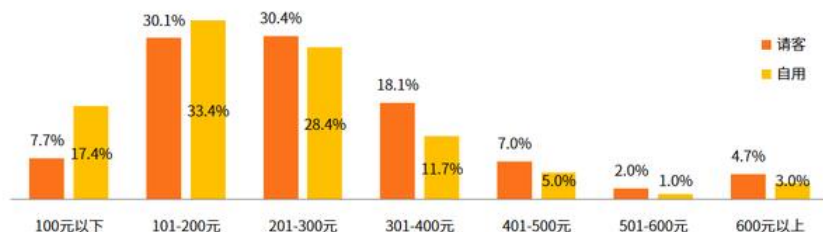
图 26: 2021 年白酒行业消费者人群画像



注: 样本来源于 Strawberry Pie 数据调查与计算系统, 样本量 N=1495, 调研时间 2020 年 11 月

资料来源: 艾媒数据中心, 中国银河证券研究院整理

图 27: 2021 年白酒行业消费者分析: 消费白酒金额

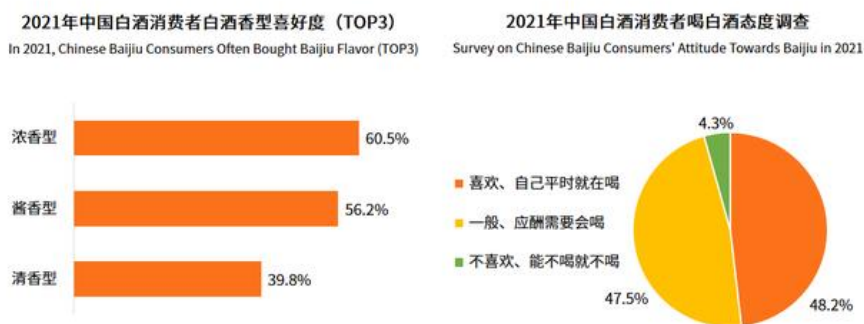


注: 样本来源于 Strawberry Pie 数据调查与计算系统, 样本量 N=1495, 调研时间 2020 年 11 月

资料来源: 艾媒数据中心, 中国银河证券研究院整理

多数中国消费者热衷于浓香型、酱香型两类白酒。据 iiMedia Research(艾媒咨询)统计数据, 中国白酒消费者喜好前三种香型是浓香型、酱香型、清香型, 分别占比 60.5%、56.2%、39.8%; 以悦己为主的消费者占 48.2%, 以商务需求为主的白酒消费者占 47.5%。从喝酒态度方面发现, 白酒消费者中近一半消费者表示喜欢喝白酒, 在日常生活中白酒消费场景更为丰富。

图 28: 2021 年白酒行业消费者分析: 香型、白酒喜好度

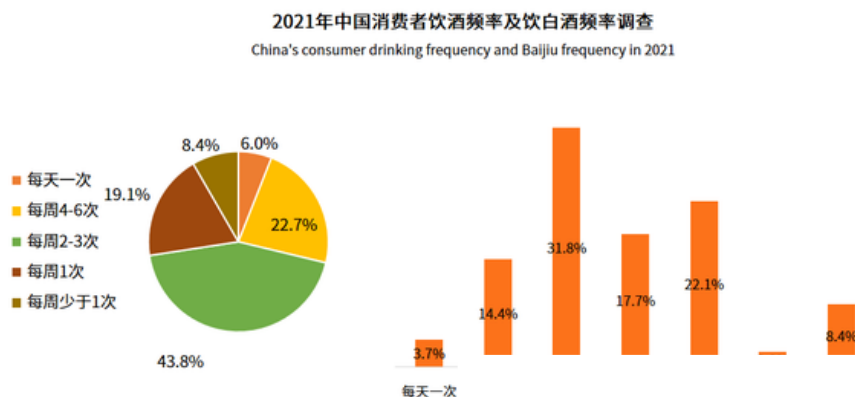


注: 样本来源于 Strawberry Pie 数据调查与计算系统, 样本量 N=1495, 调研时间 2020 年 11 月

资料来源: 艾媒数据中心, 中国银河证券研究院整理

约超过七成中国白酒消费者每周饮酒。据 iiMedia Research(艾媒咨询)统计数据, 31.8%的顾客每周饮用 2-3 次白酒, 超过六成白酒消费者每周饮用白酒, 多数白酒消费者已经形成饮用白酒的习惯, 利好于白酒持续性需求体现。

图 29：2021 年白酒行业消费者分析：饮酒、白酒频率



注：样本来源于 Strawberry Pie 数据调查与计算系统，样本量 N=1495，调研时间 2020 年 11 月

资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院整理

年轻群体是当下消费主要群体，是未来中国白酒新的增长点。考虑到消费者的迭代，白酒走向新一代消费者的步伐加快，许多酒企在品宣和产品上都做出更加倾向年轻化、时尚化的布局。以将小白、谷小酒为代表的品牌，通过线上营销、线下品牌活动等方式，重新定义白酒对消费群体的影响力，实现了白酒对年轻群体的市场教育。

十四五规划强调“提升国家文化软实力”，头部酒企布局“文化赋能”

我国“十四五”规划明确提出“发展社会主义先进文化，提升国家文化软实力”的要求，其中与白酒行业相关的细则就包括：健全现代文化产业体系，深入实施中华优秀传统文化传承发展工程，强化重要文化和自然遗产、非物质文化遗产系统性保护。

“十四五”规划给酒企们指明了方向，从某种程度而言，也是一种政策支持。不难发现，很多酒企在“十四五”这个崭新五年的开端，都在强调“文化赋能”。

表 2：主要白酒企业“十四五”规划一览

主要酒企	2025 目标	整体策略	品牌文化战略	产品产能规划
茅台	双打造、双巩固、三翻番折算 2000 亿	到 25 年力争将茅台集团打造成贵州省内首家世界 500 强企业	双轮驱动策略，有序替换低销量与低价格产品；“十四五”期间要丰富茅台文化体系、提升文化赋能、彰显文化担当，持续推动“文化茅台”工程	在“十四五”期间形成茅台酒产能 5.6 万吨，系列酒 5.6 万吨，习酒近 5 万吨
五粮液业	创建世界一流企业	坚持稳中有进，布局新一轮高质量发展，打造健康、创新、领先的世界一流企为愿景，加快构建经典五粮液营销体系	1+3 高端矩阵；强调 2021 年六项营销工作重点任务时，首先提出继续丰富品牌文化价值表达方式，旨在强化品牌文化建设创新突破	原酒产能 25 万吨，原酒产能 100 万吨
国窖	国窖销售口径规划 22 年突破 200 亿+，25 年突破 300 亿+，年复合增速 18%“十四五”末坚定重回中国白酒行业“前三”目标不动摇	国窖坚持“浓香国酒”的品牌定位，强化“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”		公司将新增 7000 个窖池，新产基酒 3.5 万吨
山西汾酒	“十四五”时期，汾酒要跻身第一阵营，实现“三分天下有其一”的目标	分三阶段：（1）21 年为深度调整期，1 年时间解决经销商结构、营销体系管理、产品、渠道利润	汾酒+竹叶青双轮驱动，杏花村和系列酒为创新业态；将在文化宣传上下大功夫，以“中国酒魂、活态为魂”为新战	

<p>酒鬼酒</p>	<p>收入突破 30 亿, 跨越 50 亿, 迈向 100 亿将酒鬼酒打造成中国文化白酒第一品牌, 将“内参酒”打造成中国四大高端白酒品牌之一。</p>	<p>等问题 (2) 22-23 年为改革转型发展期, 省外高速、高质量发展, 长江以南形成显著突破, 杏花村个性化品牌强有力提升, 突破国际市场 (3) 24-25 年营销加速发展, 实现青花营收历史性突破, 基本实现汾酒和杏花村两大品牌相互支撑</p> <p>(1) 将“馥郁香型”白酒发扬光大, 继续做好产品品质精进工作、新产品开发和储备工作, 满足更多消费者的个性化需要。</p> <p>(2) 厂商携手继续深入开展消费者营销和服务。(3) 厂商同心坚持不懈管控好价盘。(4) 是聚势赋能, 充分激发各方活力。</p>	<p>略定位, 实施“211985”复兴宣传战略, 持续传播汾酒文化品牌, 推动文化汾酒的叠加式进步, 助力汾酒复兴;</p> <p>把“文化建设”写入“十四五”规划, 并将致力于打造中国文化白酒第一品牌</p>
<p>今世缘</p>	<p>营收过百亿 (争取 150 亿元), 力争跻身白酒行业第一方阵, 争取从区域强势品牌跃升为全国化优势品牌</p>	<p>以“发展高质量, 酒缘新跨越”为追求, “白酒+缘文化”两大业务战略, 八大关键战</p>	<p>多品牌战略, 百元以上占比 90%; 推新品典藏 20、30; 策略: 做强次高端基本盘, 理性谋划 K 系提升战, 全面启动 V 系攻坚战; 将“文化营销”写进“十四五”基础战略</p>
<p>古井贡酒</p>	<p>2024 年营业收入超 200 亿, 预计未来 5 年 CAGR 超 16%</p>	<p>区域: 规划省内、省外占比近期目标 6:4, 远期目标 5:5, 加快建设 10-20 亿规模的第一梯队市场 (河南、河北、江苏、浙江等), 积极推进第二梯队储备市场。产品: 古 8 以上产品占比达到 40%, 全面主推古 20, 聚焦不超过三个单品的产品线 (价位带超过 200 元)</p>	<p>主推: 古 20 (外加 3 个以内主流单品组合), 外加定价千元的新品年三十。</p>
<p>洋河</p>	<p>明确发展目标, 有信心、有决心继续保持行业前三的位置。</p>	<p>公司全面调整转型、实现稳健发展的五年规划, 将有序推动公司在“强内功、夯基础”中提质增效, 在“大变革、大转型”中提档升级, 有力促进营销转型品升级、品牌塑造和管理强基</p>	<p>双名酒为主体、多品牌为支柱; 聚焦“文化洋河”工程</p>

资料来源: 中国银河证券研究院整理

居于新中产中消费能力最高层级的新奢族对于白酒的需求已经从单纯的物质需求过渡至对精神领域和对生活美学的需求。很显然, 酒企已经越来越重视文化这个战场, 重视文化内核的输出与表达, 例如五粮液助力《上新了故宫》, 青花郎赋能《经典咏流传》, 国窖 1573 斩获《故事里的中国》, 茅台加持《信中国》, 还有今年的酒鬼酒独家冠名《万里走单骑——遗产里的中国》等, 酒企对央视文化类节目的冠名热经久不衰, 都要争相打造文化 IP。

品质是酒企发展的根基, 而文化为白酒品牌赋能、提升其市场价值, 往往都是在润物细无声之中慢慢完成。只有抢占用户心智、强化用户对品牌的价值认同感, 与其产生共鸣, 建立起情感链接, 才能增强用户粘性, 为市场需求增长提供持续的动力。

图 30：2020 年国窖 1573 X 方力钧大浪淘金艺术新春酒



资料来源：国窖官网，中国银河证券研究院整理

图 31：水井坊冠名《国家宝藏》宣传图



资料来源：品牌官网，中国银河证券研究院整理

图 32：杏花村汾酒作坊

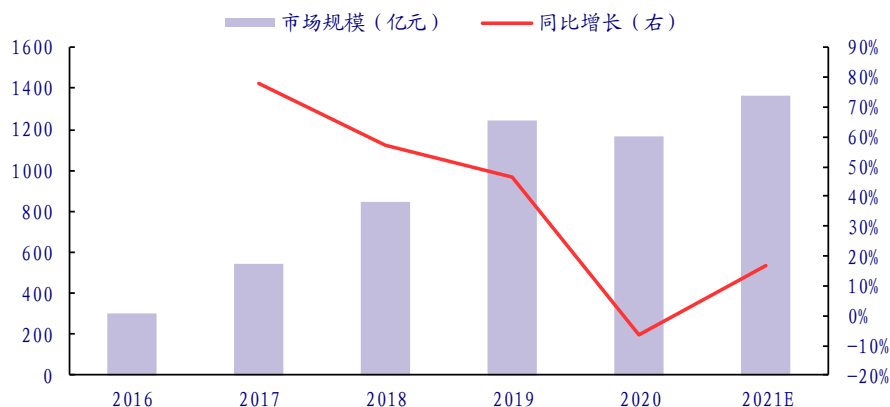


资料来源：中国银河证券研究院整理

(三) 数字化转型为白酒企业提升核心竞争力

iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示,2021年酒类新零售市场规模为1363.1亿元。数字化、AI、物联网技术逐渐成熟,中国酒类新零售渠道不断拓宽,运营效率不断提升,利好于行业整体发展。

图 33: 2016-2021 年中国酒类新零售市场规模及预测



资料来源: 艾媒数据中心, 中国银河证券研究院整理

中国物流、仓储等配套设施逐渐完善,酒企、酒商、酒水 B2B 服务平台等均集中精力布局新零售领域。与传统酒水零售模式和酒类电商模式相比,酒类新零售更强调渠道协同,并注重酒类消费者购买体验。因此,酒水市场的竞争重心也转移到供应链环节,而部分酒类电商平台也具备构建渠道的能力,但对于大部分酒企,在新零售时代需要相关服务平台赋能,或借助综合电商平台的供应链优势进行市场竞争。

图 34: 2021 年白酒行业产业图谱



注: 酱香型酒: 酱香是用淀粉反复发酵时发出的一种酱香味。

浓香型酒: 乙酸乙酯为主体香, 乙酸乙酯含量比其他香型白酒含量高得多。

清香型酒：这种香型的酒以乙酸乙酯和乳酸乙酯两者的结合为主体香。

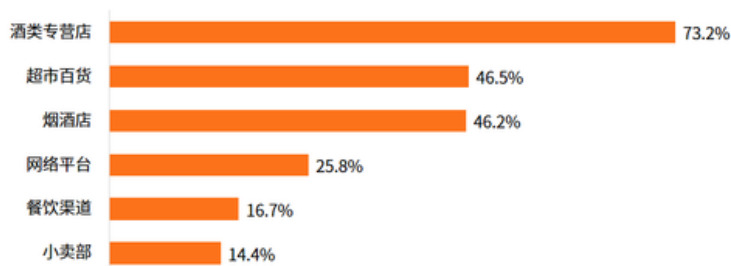
资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院整理

表 3：白酒行业产业链中游：新零售模式

	传统零售	酒类电商	酒类新零售
渠道布局差异	局限于个体商、流动小商贩、到网络服务商，靠体力、线下位置、平台流量产生购物	局限于网络服务商，靠平台流量产生购物	强调“云商”概念，用“手”、“嘴”、“眼”、“脑”购物，从单一渠道，再到全渠道协调
场景差异化	传统场景：到店、拿货、付款、走人；网店零售：浏览、购物车、付款、收包裹	目标用户人群标签明确，较有针对性	门店购、APP 购、店中店触屏购、VR 购、智能货采购、直播购等
场景应用差异化	通过线下商店运营统计消费者偏好，数据搜集效率较低	线上搜集快速收集运营数据，统计消费者信息、偏好时更高效	线上平台运营数据分析，线下门店统计消费偏好以确信店址、门店品类等，通过线上线下数据以更好地赋能

资料来源：中国银河证券研究院整理

图 35：2021 年白酒行业消费者分析：购买渠道



资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院整理

消费者需求不断升级，中国白酒市场竞争加剧，数字化转型助力白酒企业提升核心竞争力。疫情加剧渠道变革，数字化趋势显现，线上线下的流量闭环为消费者提供全渠道的购物体验，包括电商、O2O、直播、社区团购等数字化渠道渗透率提升。白酒行业集中度进一步提升，企业为了提升核心竞争力，依托数字化平台，对运营全流程环节进行供给端、企业内部流程、客户运营精细化管理，为企业降低运营成本和提升运营效率。

图 36: 2021 年白酒行业技术驱动力



资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院整理

（四）行业分化增大，品牌差异显现

2013 年到 2018 年，高端和次高端白酒市场略有提升，终端和低端市场有所下降，体现了消费升级下，消费层次的提升，据中国产业信息网的预测，高端和次高端的市场份额仍旧会不断提升，中端市场维持不变，低端白酒的市场份额将会不断萎缩。

表 4: 2013-2022 年不同档次白酒市场份额变化趋势

市场结构	2013 年	2018 年	2022E
高端	13%	16%	19%
次高端	4%	6%	10%
中端	34%	33%	33%
低端	49%	45%	38%

数据来源：中国产业信息网，中国银河证券研究部整理

我国白酒消费集中于重要节日、聚餐、婚宴消费场景，不同价格带白酒消费人群、用途存在明显差异。

表 5: 白酒行业消费特点

档次	价格(元)	代表性产品	消费人群	主要用途
高端	>700	茅台、五粮液、国窖、内参等	政商高中层人士	政商务宴请、送礼
次高端	300-700	剑南春、洋河、郎酒、汾酒、水井坊、国缘、习酒、酒鬼酒、舍得、国台等	企业高管、中等收入群体	政商务宴请、婚宴等宴席
中端	100-300	古井贡酒、口子窖、金徽酒、伊力特等	中等收入群体	婚宴等宴席、亲友聚餐
低端	<100	牛栏山、玻汾、老村长、红星等	中低收入群体	亲友聚餐、自饮

资料来源：中国银河证券研究院整理

高端白酒增速稳定，业绩确定性强。三大高端白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）的

竞争壁垒较高，兼具消费需求和投资需求，因此业绩的确定性较强，短期会受到经济波动的影响，但是长期总体上行趋势是确定的。国人对白酒、特别是高端白酒的需求，一方面是传统饮食文化的积淀，因此这一行业难以受到新的替代者（如啤酒、葡萄酒等舶来品）的冲击，外国企业难以进入市场，另一方面是待客之道、喜好面子和酒桌文化等传统文化的影响，高端白酒的需求倾向于穿越周期，具有长期成长性。

次高端白酒受益于消费升级，潜力巨大。 高端白酒的涨幅过后，次高端白酒有加速跟上的动力。300-500 元价格带的次高端白酒性价比较高，直接受益于消费升级，人均收入的提高、中产崛起和餐饮业回暖都带动了这一价格区间的需求增强，未来在商务和婚喜宴等场景的应用扩展。另外，这一价格区间的供给端较为通畅，可以满足需求端的增长，形成行业的良性动销。

图 37: 2008-2020 年度中国白酒产量及增速

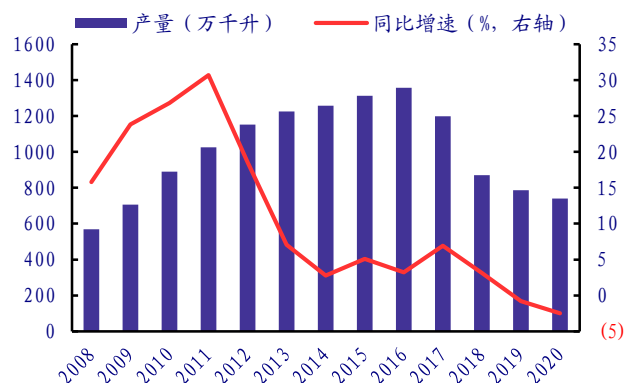
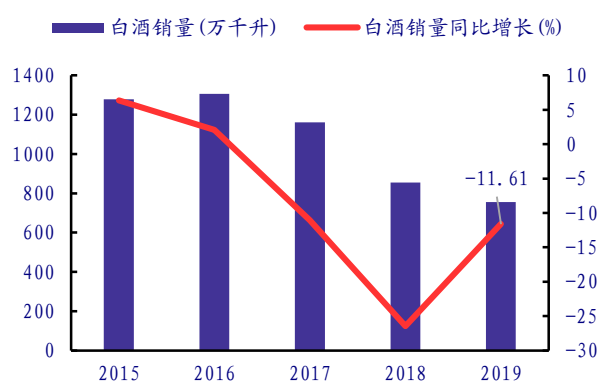


图 38: 2015-2019 年度白酒销量及其同比增长



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

2012-2019 年，一、二线白酒上市公司营收的变化幅度较大，营收增速经历了过山车式的变化，2013-2014 年白酒企业的营收增速为负，行业进入了低谷期。近五年，白酒上市公司营收不断增加，但增速在近三年开始放缓，2019 年，一线白酒的营收增速下降到 19.44%，二线白酒上市公司的营收增速也出现下滑，2019 年营收增速下降到 11.10%。近五年，三、四线白酒一直保持着中低速的增长，2012-2019 年，营收仅增长了 40.11%，近三年，营收增速上升，2019 年营收增速上升至 15.31%。

2020 年，新冠疫情对于不同档次白酒上市公司的影响有所不同，一线白酒上市公司的营收增速有所放缓，但整体影响不大，2019Q3 营收增速已回升至 11.73%，但相比去年同期的 18.11% 的增速仍旧下滑。疫情对于二线白酒上市公司的营收影响巨大，Q1 和 Q2 的营收增速为负值，Q3 迅速反弹至 15.61%，呈现报复性的增长，主要原因是二线白酒上市公司与餐饮的需求密切相关。疫情对于三四线白酒上市公司 Q1 的影响较大，Q2 迅速回升，但 Q3 的增速有所下滑，显得后劲不足。

图 39: 2012-2020 一二三线白酒上市公司营收增速 (%)

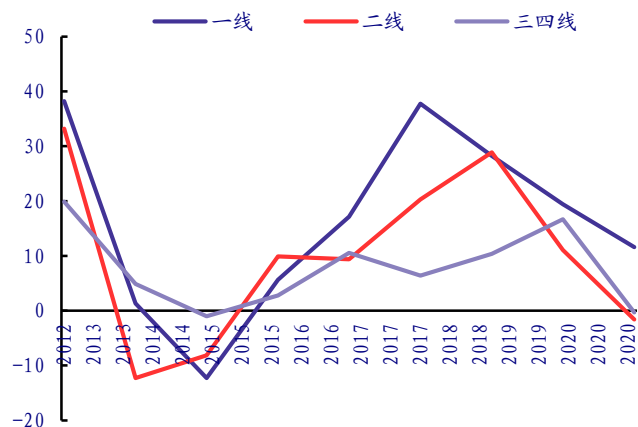
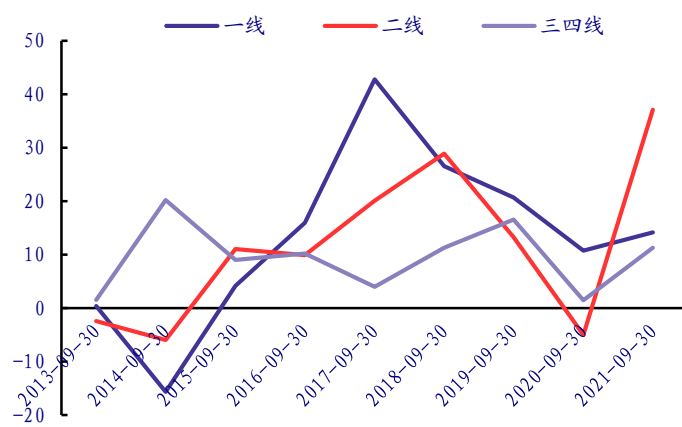


图 40: 2013Q3-2021Q3 一二三线白酒上市公司营收增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

高端酒在 2021Q3 营业收入同比 14.15%，归母净利润同比增速 14.44%，持续增长态势延续；因在疫情中高端酒受影响相对较小（20 年同期收入、归母净利增速为 10.77、13.66%），营收和归母净利润增速表现较为平缓。次高端酒在三季度表现出疫情后的明显恢复，21Q3 次高端营业收入同比 37.10%，归母净利润同比 34.68%（20 年同期收入、归母净利增速为 -5.01、1.15%）；大众区域龙头收入同比 11.32%，归母净利润同比 32.14%（20 年同期收入、归母净利增速为 1.49、-18.39%）。

整体来看，2020 年白酒上市公司的营业收入达到 2612.52 亿元，同比增速 6.58%，归母净利润 921.83 亿元，同比增速 12.09%。

图 41: 2015-2020 年度白酒板块营业收入及其增速

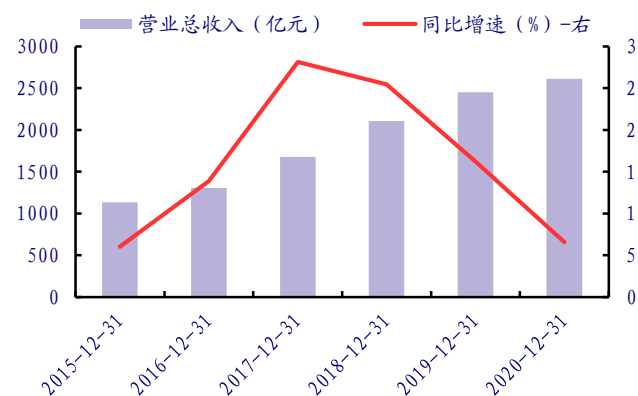
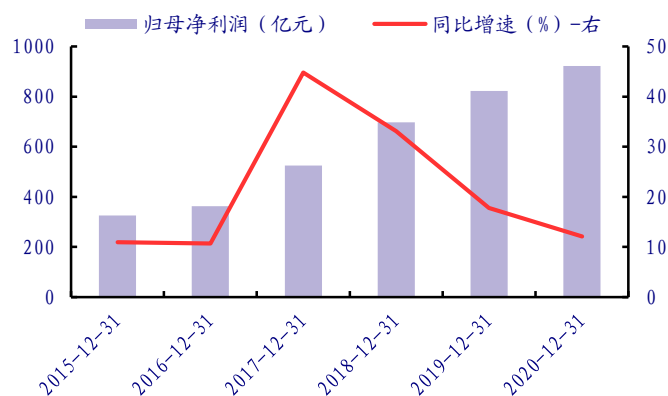


图 42: 2015-2020 年度白酒板块归母净利润及其增速



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

2021 年前三季度，白酒上市公司的营业收入达到 2300.28 亿元，同比增速 19.30%，归母净利润 824 亿元，同比增速 19.09%，相较 2019 年同期，两年平均增速分别为 11.98、14.36%。

图 43: 2015 至 2021 年间前三季度白酒板块营业收入及其增速

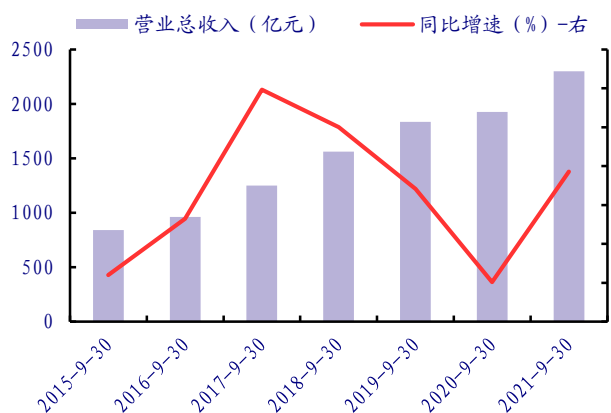
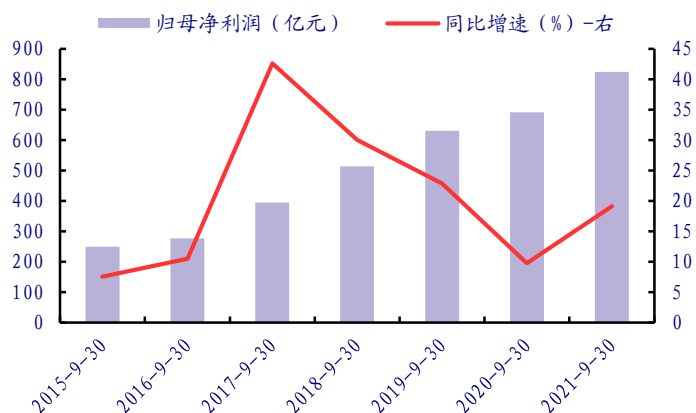


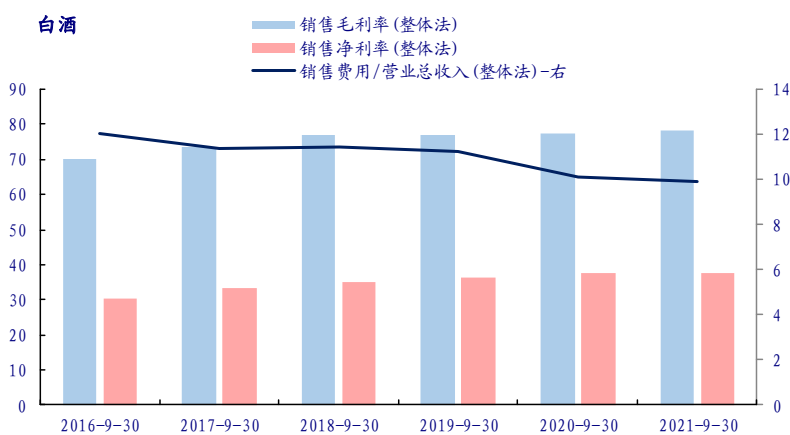
图 44: 2015 至 2021 年间前三季度白酒板块归母净利润及其增速



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

图 45: 2016-2021 年间前三季度白酒销售毛利率、净利率和销售费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 6: 白酒上市公司营收和归母净利润表

		单位 (亿元)	2020Q1-3 营业收入	YOY	2021 Q1-3 营业收入	YOY	2020 Q1-3 归母净利润	YOY	2021 Q1-3 归母净利润	YOY
高端酒	600519.SH	贵州茅台	672.15	10.31%	746.42	11.05%	338.27	11.07%	372.66	10.17%
	000858.SZ	五粮液	424.93	14.53%	497.21	17.01%	145.45	15.96%	173.27	19.13%
	000568.SZ	泸州老窖	115.99	1.06%	141.10	21.65%	48.15	26.88%	62.76	30.32%
		合计	1,213.07	10.77%	1,384.73	14.15%	531.88	13.66%	608.69	14.44%
次高端	002304.SZ	洋河股份	189.14	-10.35%	219.42	16.01%	71.86	0.55%	72.13	0.37%
	600809.SH	山西汾酒	103.74	13.67%	172.57	66.34%	24.61	45.13%	48.79	98.23%
	600779.SH	水井坊	19.46	-26.58%	34.23	75.91%	5.02	-21.49%	10.00	99.35%
	600702.SH	舍得酒业	17.63	-4.34%	36.07	104.54%	3.11	2.63%	9.70	211.92%
	000799.SZ	酒鬼酒	11.27	16.45%	26.40	134.20%	3.31	79.76%	7.20	117.69%
		合计	341.24	-4.38%	488.69	43.21%	107.90	8.25%	147.81	36.99%

中端	000596.SZ	古井贡酒	80.69	-1.63%	101.02	25.19%	15.38	-11.71%	19.69	28.05%
	603589.SH	口子窖	26.87	-22.47%	36.29	35.05%	8.64	-33.35%	11.50	33.20%
	603919.SH	金徽酒	10.45	-5.53%	13.41	28.31%	1.59	-2.28%	2.43	53.08%
	600197.SH	伊力特	11.58	-23.34%	14.64	26.44%	2.02	-33.05%	2.66	31.63%
	603198.SH	迎驾贡酒	22.30	-15.82%	31.80	42.62%	5.32	-11.41%	9.62	80.84%
	600519.SH	合计	151.90	-10.30%	197.17	29.80%	32.94	-19.70%	45.91	39.35%

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

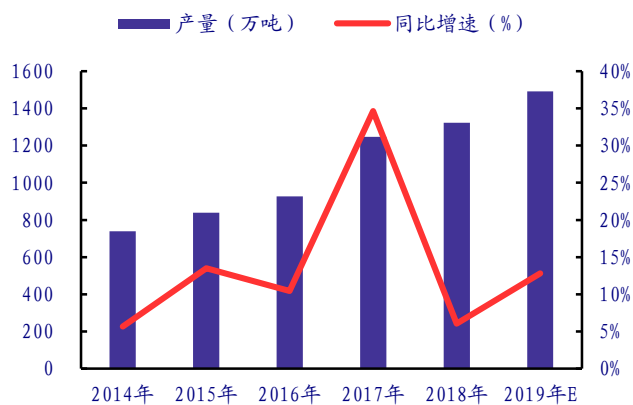
五、大众品板块：恢复常态增长，期待改善机会

(一) 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。

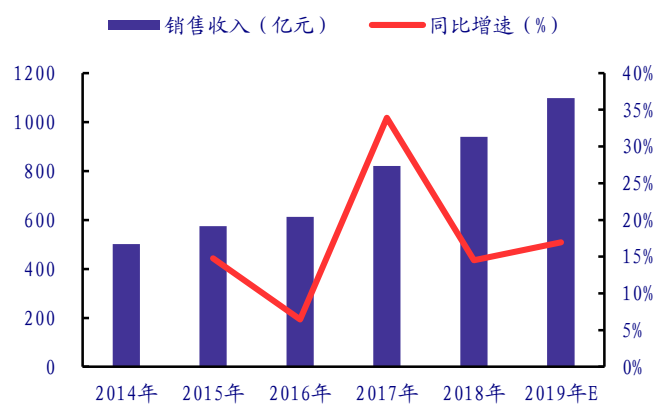
2018 年中国调味品零售市场规模达到 1090.67 亿元，同比增长 8.8%，其中销售量和销售单价分别同增约 4%和 4%（Euromonitor）。在外就餐的兴起、外卖的便利性使得国人在家做饭减少，因此调味品餐饮市场的增速高于零售市场增速，Euromonitor 预测，未来 5 年调味品零售市场的复合增速大约在 5%左右（2018 年不变价）。

图 46：我国调味品行业产量及增速



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

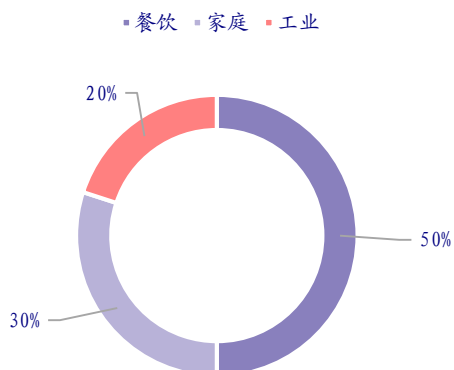
图 47：我国调味品行业销售收入及增速



资料来源: 调味品协会, 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，2019 年中国餐饮市场规模为 4.67 万亿，同比增长 9.4%，近 5 年来一直维持在 10%左右的增速。

图 48: 我国调味品主要销售渠道及比例分布



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

外卖餐饮市场发展迅速。根据艾媒咨询的数据, 2019 年中国在线餐饮外卖市场规模达到 5779.3 亿元, 同比增长 36.0%, 远高于餐饮市场整体增速, 预计 2020-2021 年有望达到 6646.2 亿元的市场规模。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%。

调味品已经形成全渠道的销售体系, 餐饮业、家庭厨房和食品加工仍然为主要终端。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, 受疫情影响, 餐饮业受到巨大冲击, 调味品企业也受到了一定的影响, 增速下滑。但从第二季度开始, 新冠疫情在全国已经得到基本控制, 餐饮业逐渐复苏, 在线上 and 线下渠道的共同推动下, 企业的销量的得到一定程度的回升, 到第三季度, 调味品上市公司的营收基本恢复到去年的同比增速。最终 2020 年全年调味品企业营收和归母净利润仍保持了一定的增长。此外, 由于疫情的冲击, 导致行业集中度得到了提升, 龙头企业受益最大。

图 49: 2016-2020 年度调味品营业收入及其增幅

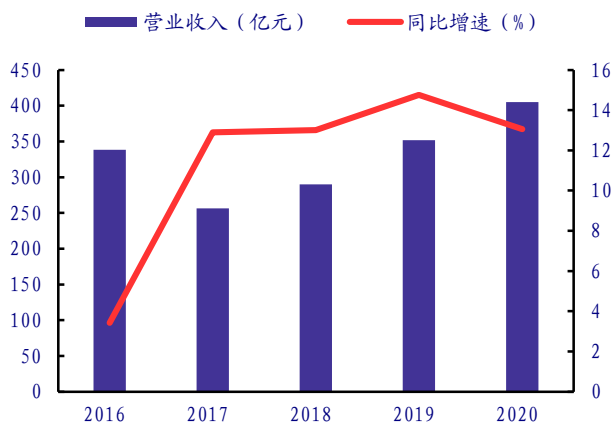
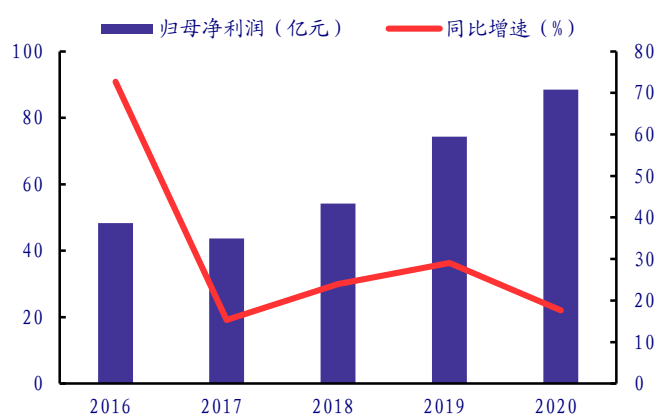


图 50: 2016-2020 年度调味品归母净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021 前三季度, 调味品上市公司营收和利润增速均同比下滑。2021Q1-3 调味品上市公司总计实现营业收入 303.26 亿元, 同比增速 1.57%, 回落 2016 前三季度的增速水准; 归母净利润 57.57 亿元, 同比增速-11.65%, 六年来首次为负。相较 2019 年同期, 两年平均增速为 7.89、3.23%。

图 51: 2015 至 2021 间前三季调味品板块营业收入及其增速

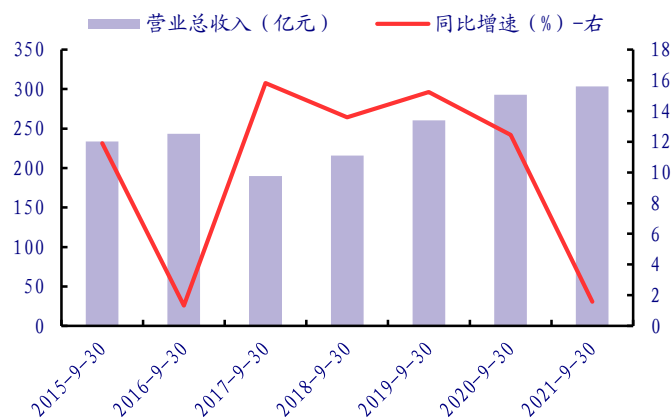
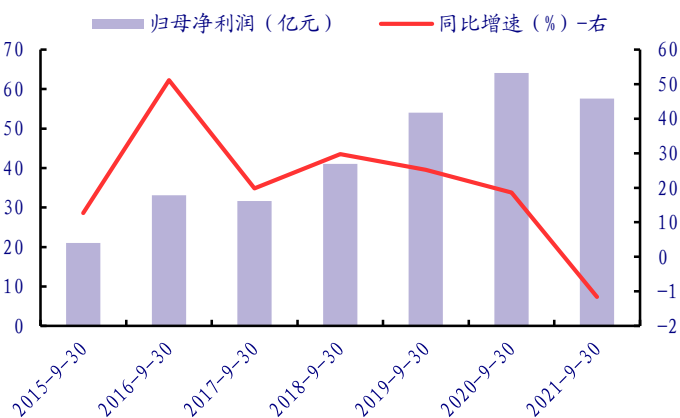
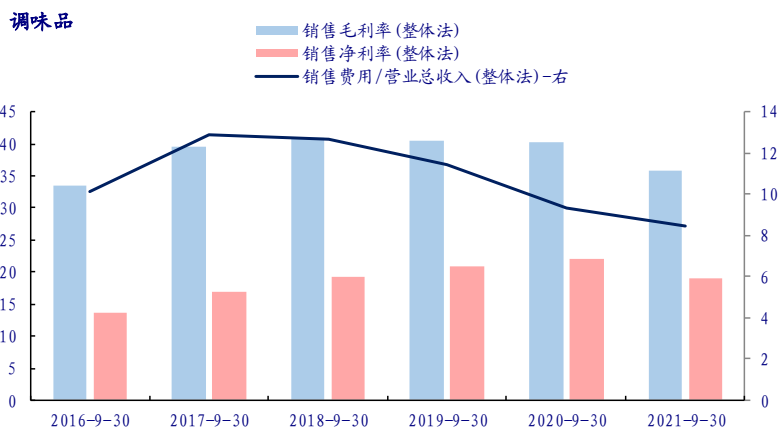


图 52: 2015 至 2021 间前三季调味品板块归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从盈利能力来看, 2021 前三季度调味品上市公司的毛利率为 35.80%, 从 2017 年开始逐步回落, 目前接近 (略高于) 2016 年同期水准。2021 前三季度, 调味品上市公司整体的销售费用率为 8.43%, 处于近六年来最低水平。2021 前三季度调味品上市公司的销售净利率为 19.09%, 较去年同期下降 3.04PCT, 处于 2018-2019 年间水平。

图 53: 2016-2021 年间前三季度调味品销售毛利率、净利率和销售费用率


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 7: 调味品上市公司营收和归母净利润表

	单位 (亿元)	2020Q1-3 营业收入	YOY	2021 Q1-3 营业收入	YOY	2020 Q1-3 归母净利润	YOY	2021 Q1-3 归母净利润	YOY
603288.SH	海天味业	170.86	15.26%	179.94	5.32%	45.71	19.20%	47.08	2.98%
600872.SH	中炬高新	38.10	7.90%	34.12	-10.45%	6.68	22.40%	3.67	-45.09%
603317.SH	天味食品	15.25	41.47%	13.97	-8.35%	3.20	63.78%	0.80	-74.96%
600305.SH	恒顺醋业	14.46	8.72%	13.59	-6.00%	2.31	-7.97%	1.35	-41.62%
603027.SH	千禾味业	12.22	31.45%	13.56	10.91%	2.24	63.67%	1.32	-41.09%
600186.SH	莲花健康	12.10	-7.78%	13.29	9.92%	0.52	-44.03%	0.37	-29.86%
002650.SZ	加加食品	15.78	7.03%	11.96	-24.23%	1.39	32.81%	0.02	-98.67%
600866.SH	星湖科技	8.06	-4.58%	8.25	2.34%	1.10	-9.91%	0.80	-27.52%
300908.SZ	仲景食品	5.47	18.54%	6.07	10.88%	1.06	50.33%	1.06	0.63%
603696.SH	安记食品	2.87	-6.60%	4.00	39.61%	0.39	2.37%	0.36	-8.67%
603755.SH	日辰股份	1.84	-8.68%	2.40	30.43%	0.59	7.01%	0.57	-4.87%
002495.SZ	佳隆股份	1.51	-31.53%	2.11	39.43%	-0.05	-119.27%	0.19	-505.42%

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

（二）乳品：健康意识增强，三四线城市和细分品类增长可期

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，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%。

12 月生鲜乳价格环比继续下降。2020 年 12 月主产区生鲜乳均价同比增速为 4.48%左右，比上月平均同比增速（7.30%）下降 2.8 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，在 2021 年 7 月中达到高点。就绝对价格而言，生鲜乳价格 2021 年 12 月 29 日当周奶价（4.28 元/公斤），相较上月底下降 0.93%。12 月均价维持较高位（4.31 元/公斤），相较于 11 月份均价（4.30 元/公斤）微增，环比略有波动。

图 54: 主产区生鲜乳平均价周环比

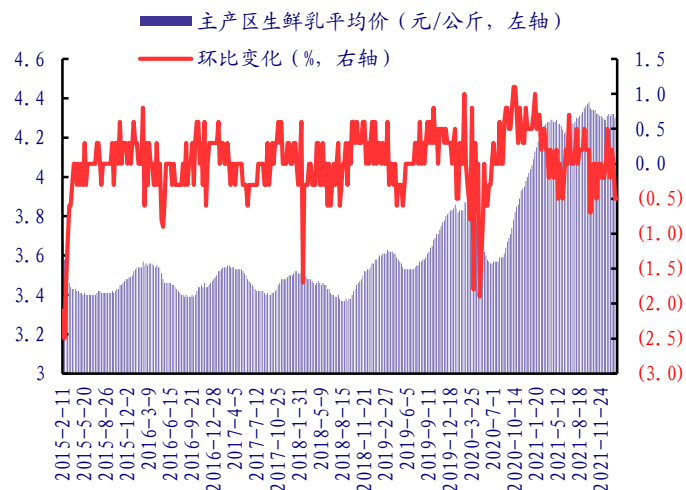
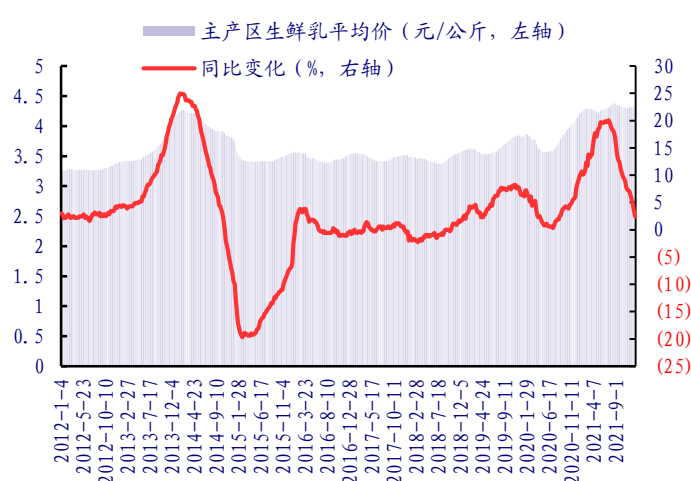


图 55: 主产区生鲜乳平均价周同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2020 年乳品板块营业收入 1514.64 亿元，同比增长 7.83%；归母净利润 67.81 亿元，同比下降 16.85%。疫情得到控制后，超市、商铺等线下门店人流量逐渐增多，此外，疫情引起普通民众对于健康的关注，促使乳品需求增加。

图 56: 2016-2020 年度乳品营业收入及其增幅

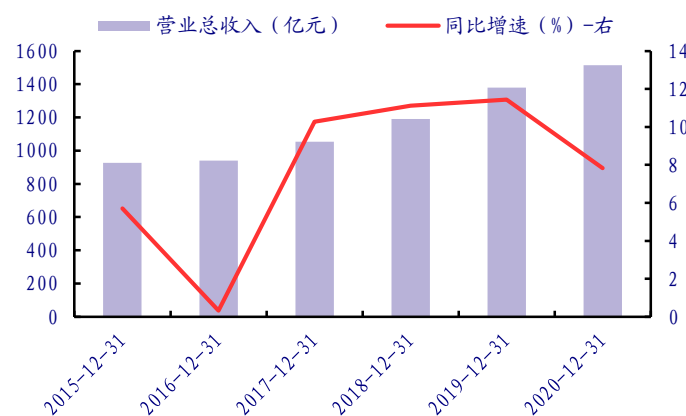
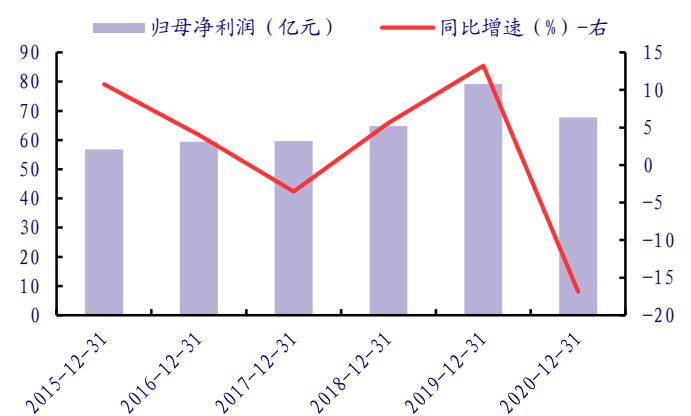


图 57: 2016-2020 年度乳品归母净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021 前三季度，乳品上市公司营收和利润增速明显回升。2021Q1-3 乳品上市公司总计实现营业收入 1329.36 亿元，同比增速 17.05%，归母净利润 95.95 亿元，同比增速 37.59%，从收入、净利润增速看，均显示了疫情后的较好恢复。相较 2019 年同期，两年平均增速为 12.66%、19.82%。

图 58: 2015 至 2021 年间前三季度乳品板块营业收入及其增速

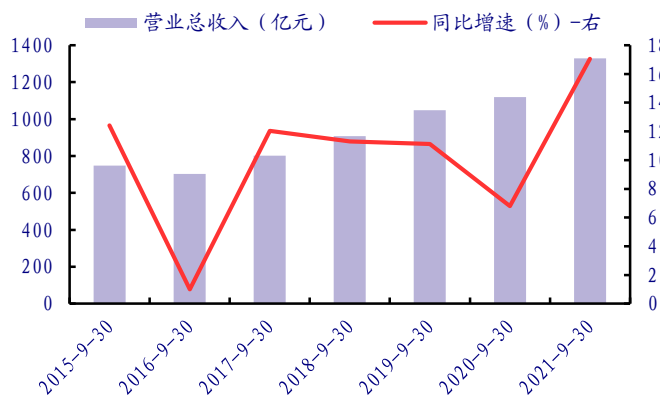
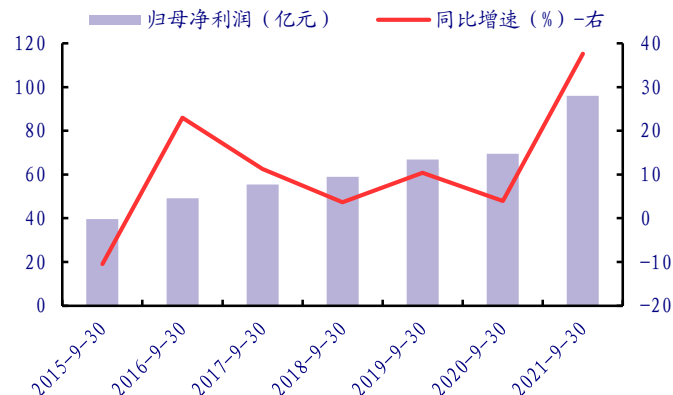


图 59: 2015 至 2021 年间前三季度乳品板块归母净利润及其增速

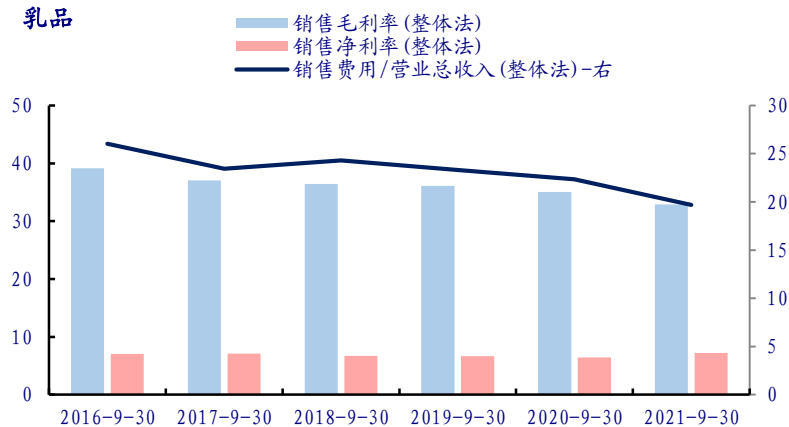


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从盈利能力来看, 2021 前三季度乳品上市公司的毛利率为 32.90%, 从 2016 年开始逐步回落。2021 前三季度, 乳品上市公司整体的销售费用率为 19.68%, 处于近六年来最低水平。2021 前三季度乳品上市公司的销售净利率为 7.22%, 相较去年同期增加 0.79PCT, 为近六年来高点。

图 60: 2016-2021 年间前三季度乳品销售毛利率、净利率和销售费用率

乳品



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 8: 乳品上市公司营收和归母净利润表

	单位 (亿元)	2020Q1-3 营业收入	YOY	2021 Q1-3 营业收入	YOY	2020 Q1-3 归母净利润	YOY	2021 Q1-3 归母净利润	YOY
600887.SH	伊利股份	735.06	7.28%	846.74	15.19%	60.24	6.99%	79.44	31.87%
600597.SH	光明乳业	187.25	9.26%	220.57	17.79%	4.26	-4.16%	4.45	4.60%
002946.SZ	新乳业	46.57	10.32%	66.50	42.79%	1.85	3.70%	2.56	38.22%
600429.SH	三元股份	54.21	-13.73%	59.32	9.44%	-0.46	-122.67%	2.12	-556.26%
600882.SH	妙可蓝多	18.76	61.92%	31.44	67.58%	0.53	348.50%	1.43	171.27%
002329.SZ	皇氏集团	17.09	8.12%	19.33	13.13%	0.33	64.39%	0.18	-45.62%

605179.SH	一鸣食品	13.66	-5.67%	16.85	23.36%	0.99	-20.05%	0.62	-37.79%
002570.SZ	贝因美	22.05	9.30%	16.58	-24.81%	0.51	-147.95%	0.39	-23.72%
600419.SH	天润乳业	13.19	8.34%	15.72	19.20%	1.20	2.17%	1.13	-6.13%
002732.SZ	燕塘乳业	11.94	9.35%	14.98	25.50%	0.96	-13.08%	1.58	64.24%
002910.SZ	庄园牧场	5.26	-13.20%	7.35	39.85%	0.06	-83.69%	0.32	418.81%
300898.SZ	熊猫乳品	4.37	6.80%	6.18	41.57%	0.38	-4.73%	0.60	58.11%
002770.SZ	*ST 科迪	4.67	-37.65%	4.46	-4.40%	0.01	-96.85%	1.13	10844.97%

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

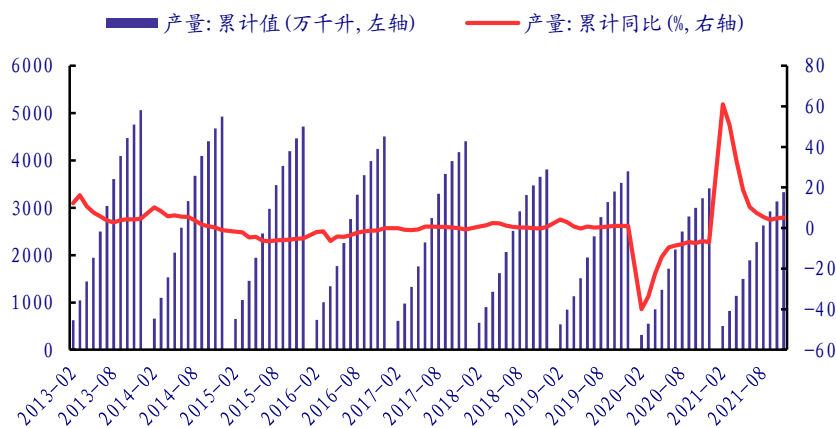
(三) 啤酒: 收入、利润增速有明显恢复

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。

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。

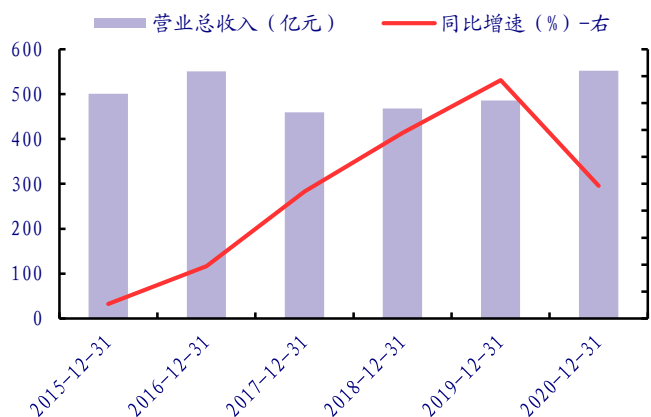
2020 年疫情后啤酒的销量呈现明显反弹。2020 全年啤酒上市公司的营业收入达到 552.05 亿元, 同比微降 0.07%, 归母净利润达到 40.57 亿元, 同比增速 22.05%。

图 61: 2013 年以来我国啤酒产量及同比变化



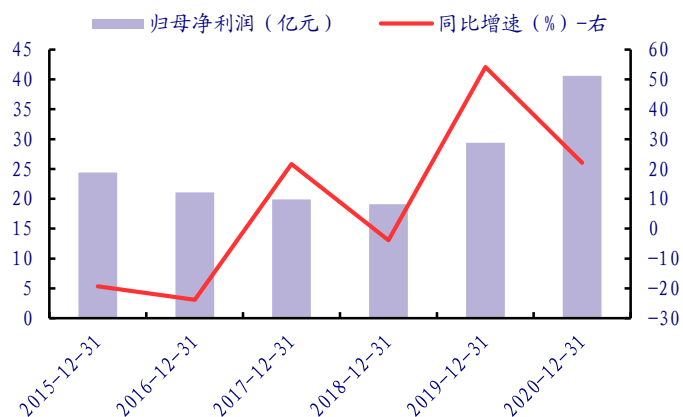
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 62: 2016-2020 啤酒营业收入及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

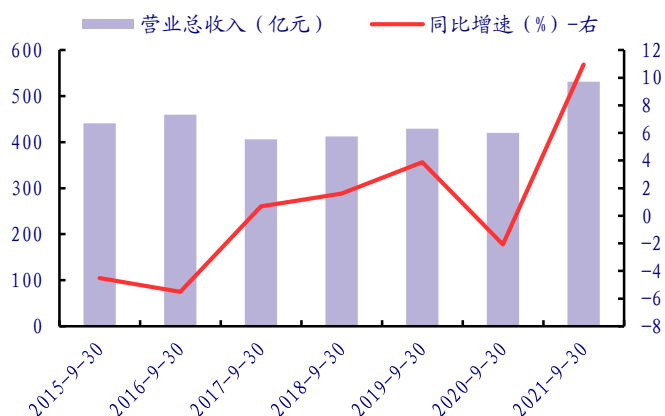
图 63: 2016-2020 啤酒净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

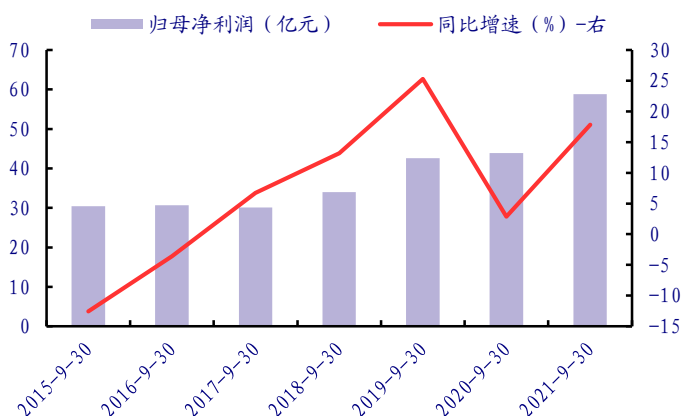
2021 前三季度, 啤酒上市公司营收和利润增速均有所反弹。2021Q1-3 啤酒上市公司总计实现营业收入 531.55 亿元, 同比增速 10.95%, 归母净利润 58.79 亿元, 同比增速 17.85%, 收入增速由负转正, 净利润增速反弹。相较 2019 年同期, 两年平均增速为 11.35%、17.44%。

图 64: 2015 至 2021 间前三季度啤酒板块营业收入及其增速



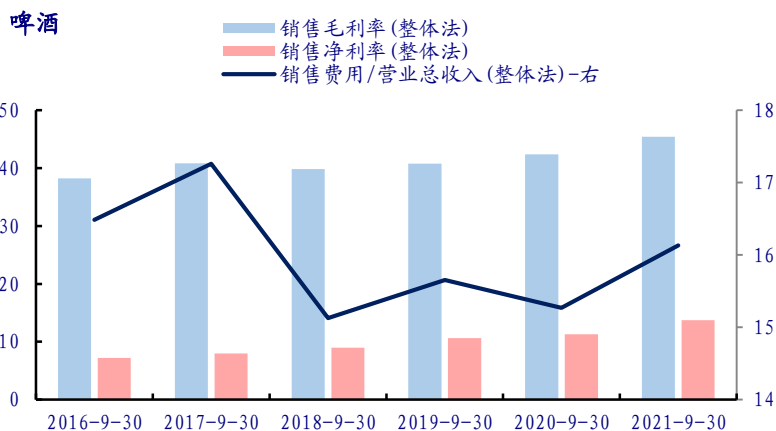
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 65: 2015 至 2021 间前三季度啤酒板块净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 66: 2016-2021 年间前三季度啤酒销售毛利率、净利率和销售费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 9: 啤酒上市公司营收和归母净利润表

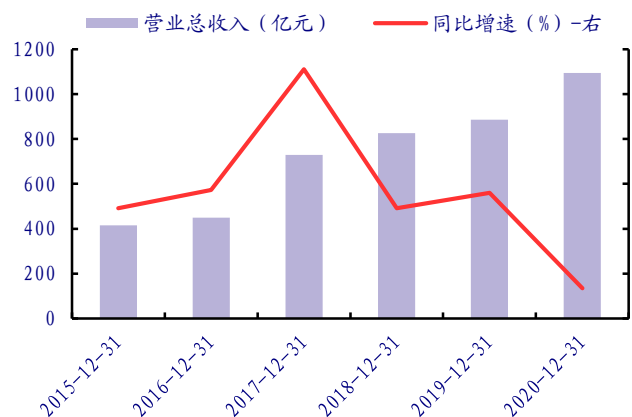
	单位 (亿元)	2020Q1-3 营业收入	YOY	2021 Q1-3 营业收入	YOY	2020 Q1-3 归母净利润	YOY	2021 Q1-3 归母净利润	YOY
600600.SH	青岛啤酒	244.22	-1.91%	267.71	9.62%	29.78	15.17%	36.11	21.25%
000729.SZ	燕京啤酒	98.65	-4.87%	103.86	5.28%	4.82	-24.68%	5.63	16.98%
002461.SZ	珠江啤酒	35.07	0.55%	37.18	6.02%	5.05	11.19%	5.95	17.69%
600132.SH	重庆啤酒	31.08	2.72%	111.87	259.98%	4.61	-22.39%	10.44	126.45%
600573.SH	惠泉啤酒	5.58	11.79%	5.22	-6.56%	0.38	37.24%	0.41	7.06%
000752.SZ	*ST 西发	2.77	19.08%	3.06	10.21%	-0.58	6.61%	-0.13	-77.24%
000929.SZ	兰州黄河	2.49	-31.22%	2.66	6.66%	-0.20	-221.41%	0.40	-295.73%

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(四) 食品综合: 收入、利润增速有明显恢复

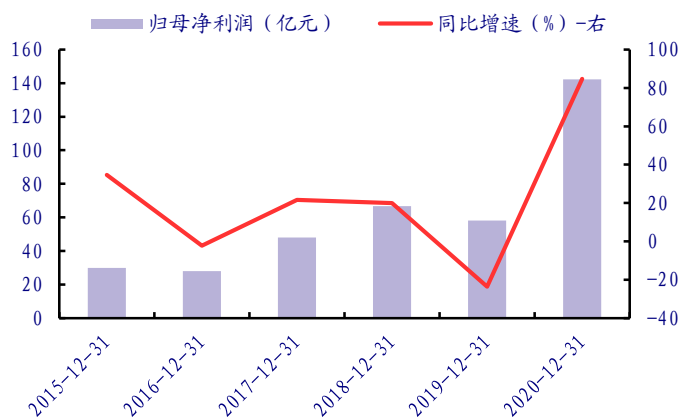
2020 全年食品综合上市公司的营业收入达到 1094.21 亿元, 同比微增 3.35%, 归母净利润 142.14 亿元, 同比增速 84.67%。

图 67: 2016-2020 食品综合营业收入及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

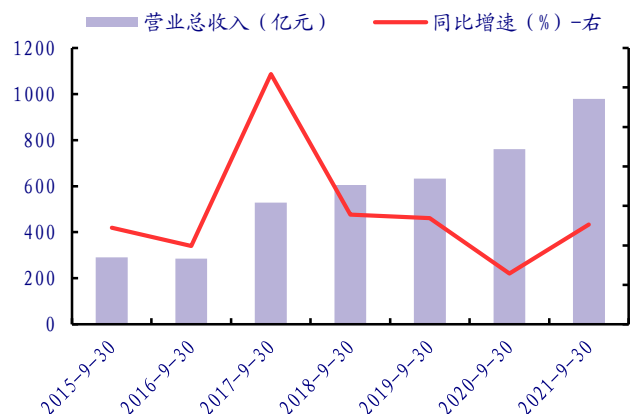
图 68: 2016-2020 食品综合净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

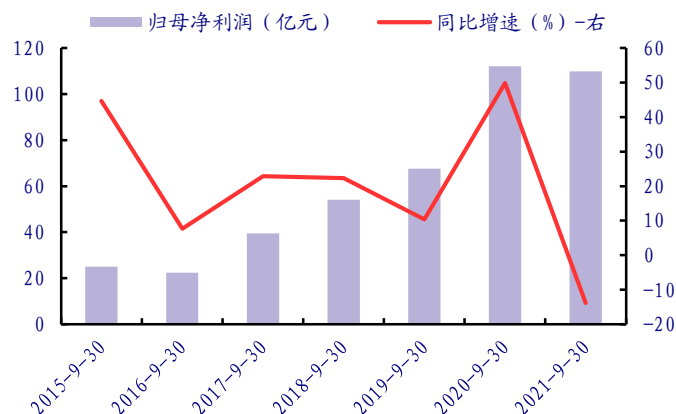
2021 前三季度, 食品综合上市公司利润增速转负。2021Q1-3 食品综合上市公司总计实现营业收入 979.55 亿元, 同比增速 12.65%, 归母净利润 109.87 亿元, 同比增速-13.80%, 收入增速回升, 净利润增速转负。相较 2019 年同期, 两年平均增速为 24.42、27.46%。

图 69: 2015 至 2021 间前三季食品综合板块营业收入及其增速

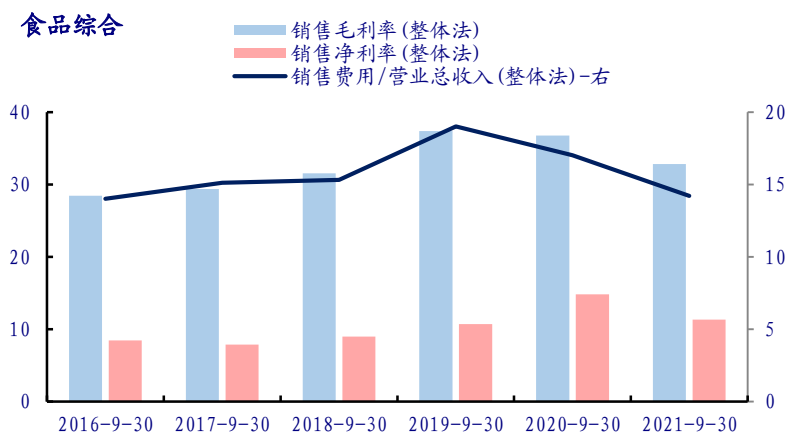


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 70: 2015 至 2021 间前三季食品综合板块净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 71: 2016-2021 年间前三季度食品综合销售毛利率、净利率和销售费用率


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 10: 食品综合收入前十大 (2021 年前三季度) 上市公司营收和归母净利润表

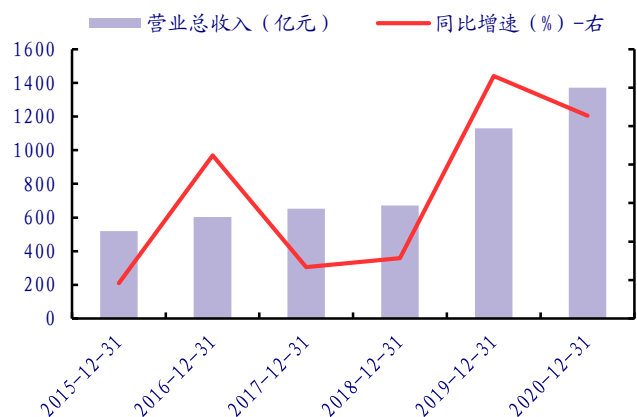
	单位 (亿元)	2020Q1-3 营业收入	YOY	2021 Q1-3 营业收入	YOY	2020 Q1-3 归母净利润	YOY	2021 Q1-3 归母净利润	YOY
300783.SZ	三只松鼠	72.31	7.70%	70.70	-2.23%	2.64	-10.62%	4.42	67.35%
603719.SH	良品铺子	55.30	1.29%	65.69	18.78%	2.64	-16.15%	3.15	19.57%
603345.SH	安井食品	44.85	28.39%	60.96	35.92%	3.79	59.17%	4.94	30.25%
300146.SZ	汤臣倍健	50.33	14.88%	60.29	19.79%	14.67	23.16%	16.63	13.37%
002216.SZ	三全食品	52.04	23.61%	50.80	-2.39%	5.71	389.39%	3.86	-32.42%
000639.SZ	西王食品	42.81	1.78%	48.79	13.97%	2.85	-14.24%	1.83	-35.97%
603517.SH	绝味食品	38.85	-0.01%	48.47	24.74%	5.20	-15.33%	9.64	85.39%
603866.SH	桃李面包	43.72	6.07%	46.63	6.67%	6.86	36.37%	5.68	-17.16%
002597.SZ	金禾实业	27.12	-9.42%	40.19	48.20%	5.33	-12.74%	7.13	33.82%
002557.SZ	洽洽食品	36.51	13.41%	38.82	6.34%	5.30	32.30%	5.94	12.17%

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(五) 肉制品: 生猪供应逐步恢复, 农业部判断价格上涨概率不大

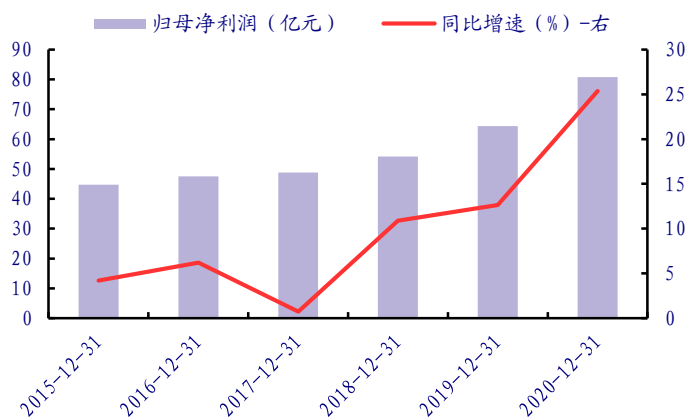
2020 全年, 肉制品板块营业收入达到 1371.67 亿元, 同比增长 21.36%, 归母净利润 80.72 亿元, 同比增速为 25.37%, 为近六年内高位。

图 72: 2016-2020 年度肉制品营业收入及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

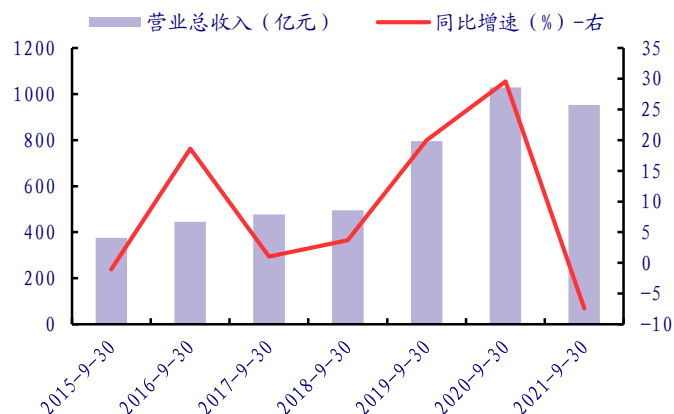
图 73: 2016-2020 年度肉制品归母净利润及其增幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

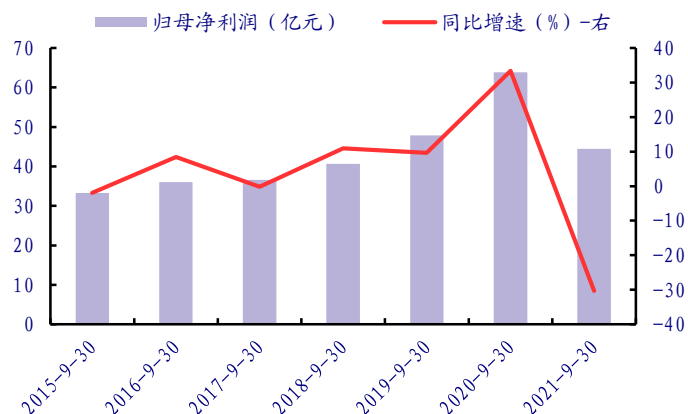
2021 前三季度, 肉制品上市公司收入、利润增速转负。2021Q1-3 肉制品上市公司总计实现营业收入 953.26 亿元, 同比下降 7.42%, 归母净利润 44.47 亿元, 同比下降 30.31%, 收入、归母净利润增速均转负。相较 2019 年同期, 两年平均增速为 9.51%、-3.59%。

图 74: 2015 至 2021 间前三季度肉制品板块营业收入及其增速



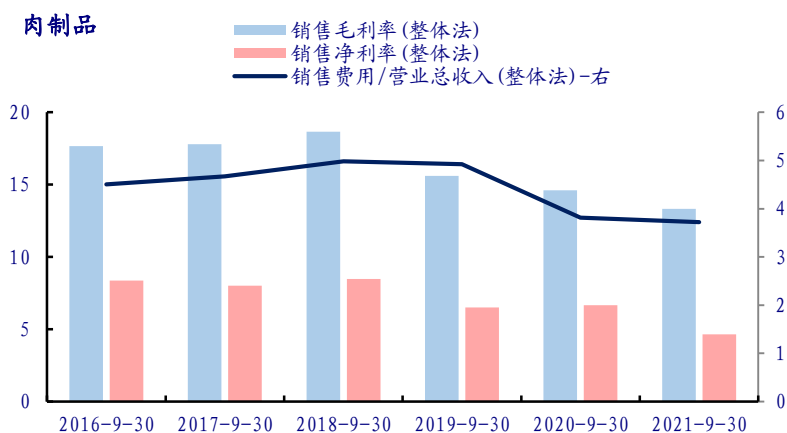
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 75: 2015 至 2021 间前三季度肉制品板块归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 76: 2016-2021 年间前三季度肉制品销售毛利率、净利率和销售费用率



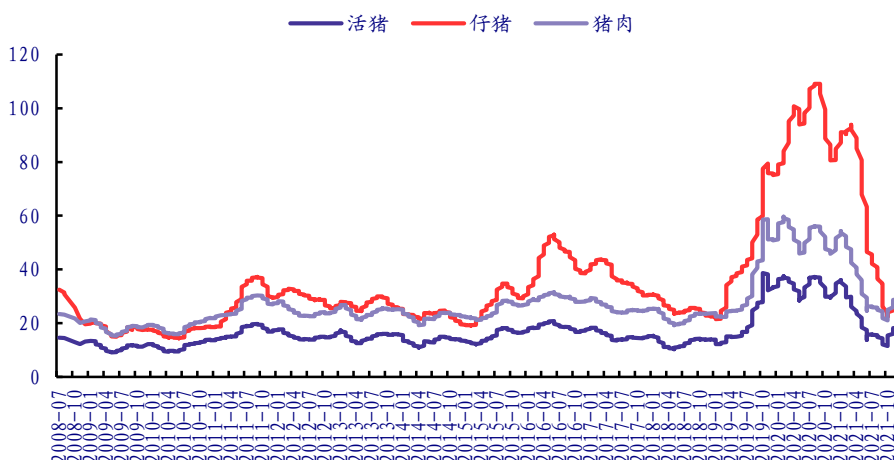
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 11: 肉制品上市公司营收和归母净利润表

	单位 (亿元)	2020Q1-3 营业收入	YOY	2021 Q1-3 营业收入	YOY	2020 Q1-3 归母净利润	YOY	2021 Q1-3 归母净利润	YOY
000895.SZ	双汇发展	557.27	32.78%	509.58	-8.56%	49.38	25.24%	34.53	-30.08%
600073.SH	上海梅林	179.59	1.35%	174.14	-3.04%	3.86	15.81%	3.39	-12.06%
002726.SZ	龙大美食	181.09	66.53%	155.28	-14.25%	6.14	299.62%	3.28	-46.62%
002840.SZ	华统股份	61.43	13.88%	62.45	1.67%	0.91	1.31%	0.46	-49.04%
002330.SZ	得利斯	25.81	55.08%	27.61	6.94%	0.27	297.02%	0.41	53.47%
002695.SZ	煌上煌	19.34	15.31%	19.33	-0.05%	2.33	10.26%	1.84	-21.32%
605567.SH	春雪食品	13.64		15.61	14.42%	1.28		0.68	-46.68%
002515.SZ	金字火腿	4.86	188.97%	4.01	-17.56%	0.93	94.79%	0.57	-38.61%

数据来源: wind, 中国银河证券研究部整理

图 77: 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

2021年12月内活猪、猪肉、仔猪价格小幅波动向下。2021年12月29日当周的仔猪、猪肉价格分别为27.66、27.87元/公斤，较10月略有上行。

据农业部数据，目前生猪生产和供应、产能恢复已经达到了正常水平。冬季一般是猪肉消费比较旺盛的季节，受到元旦和春节假日因素的拉动，猪肉价格可能还会有所改善。但是总的看，生猪供应总体上逐步恢复，下阶段大幅上涨的可能性不大。

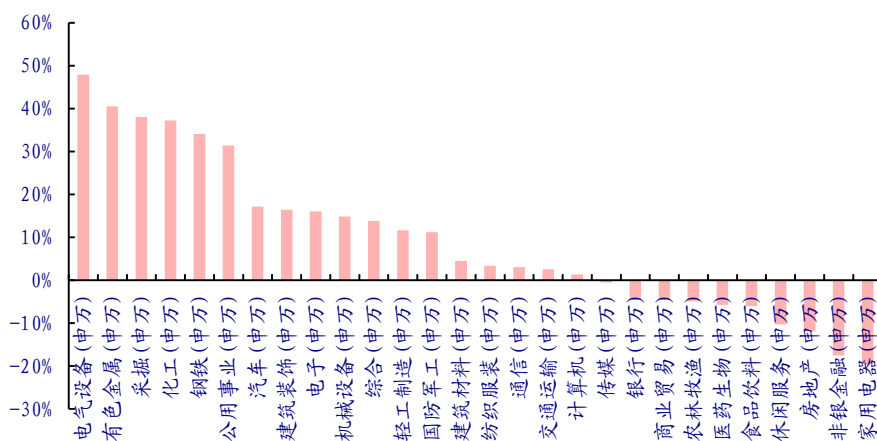
六、市场表现、估值水平一览

(一) 食品饮料板块市场表现

1、食品饮料行业表现：2021 排名后 1/3，二、四季度上涨

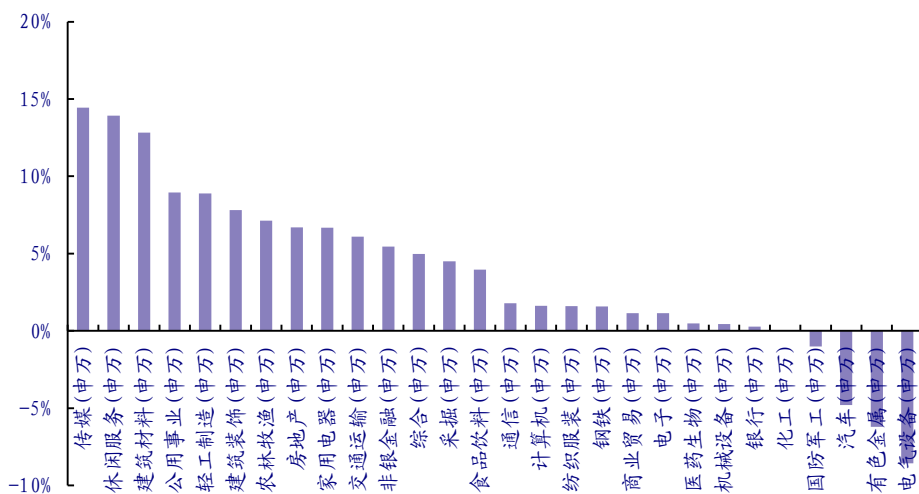
2021年初以来，食品饮料板块累计下跌6.01%，排名24。第一、三季度下跌，跌幅分别为7.88、13.00%，二、四季度上涨，涨幅为9.19、7.40%。

图 78：2021 全年一级行业涨跌幅



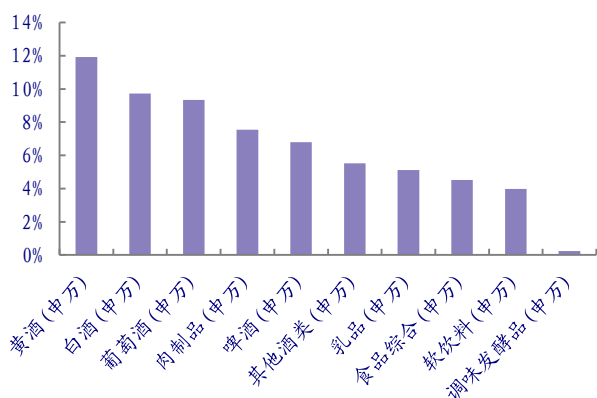
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 79: 2021 年 12 月一级行业涨跌幅



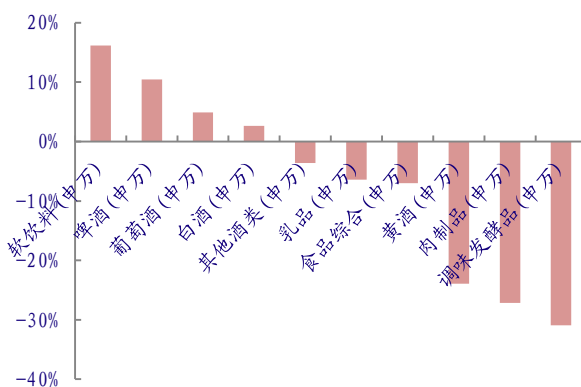
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 80: 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 81: 食品饮料子行业年初以来涨幅

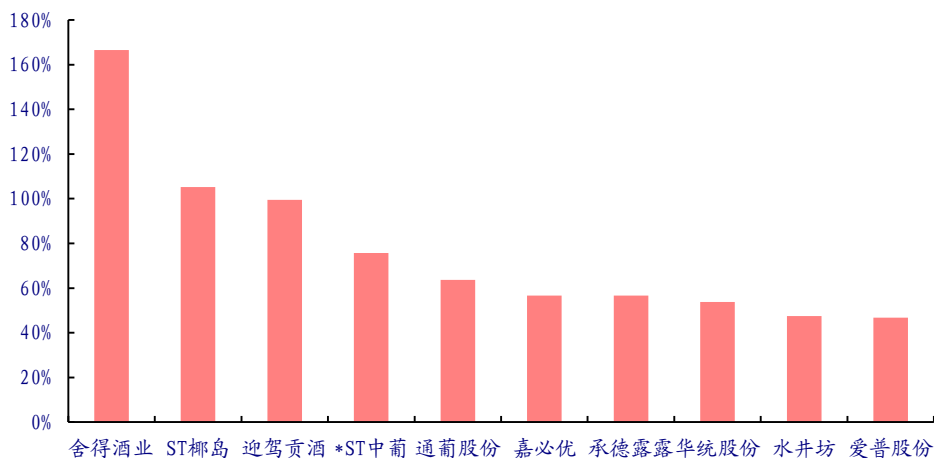


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、个股涨跌幅: 领涨前十个股, 白酒+葡萄酒占比过半

2021 全年, 板块涨幅的前 10 股票中, 舍得酒业(166.60%)涨幅最为明显, ST 椰岛(105.28%)位列第二, 迎驾贡酒(99.56%)名列第三。第 4-10 位分别为*ST 中葡(75.77%)、通葡股份(63.71%)、嘉必优(56.72%)、承德露露(56.61%)、华统股份(53.81%)、水井坊(47.43%)和爱普股份(46.77%)。

图 82：2021 全年食品饮料行业十大涨幅个股（%）



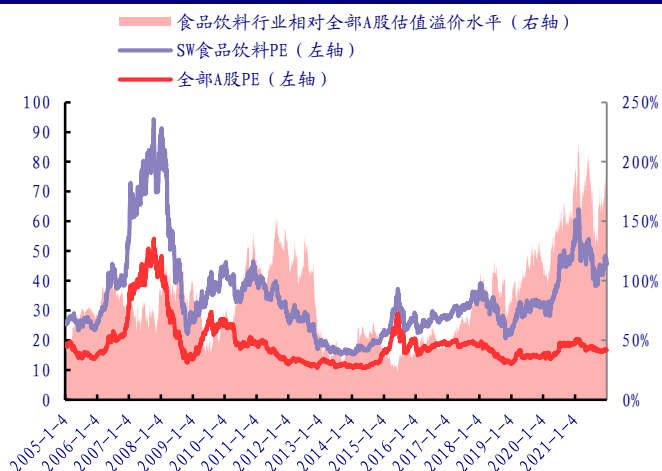
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）12 月食品饮料相对 A 股溢价率较前几月有所回升

食品饮料板块绝对估值处于历史偏高位置。截至 2021 年 12 月 31 日收盘，SW 食品饮料行业市盈率为 45.54 倍（TTM 整体法，剔除负值），处于 2005 年以来的 84.5 分位水平；全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 16.80 倍和 21.18 倍，分别处于 2005 年以来的 46.4 分位和 48.7 分位水平。

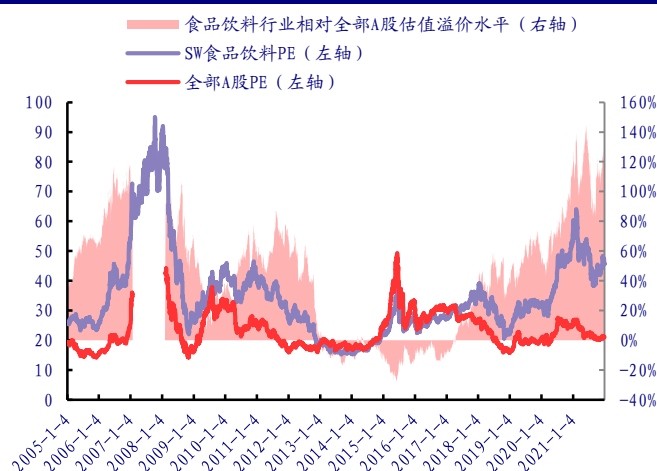
2021 年 12 月 31 日 SW 食品饮料相对 A 股溢价率 171.11%。2021 年度，食品饮料板块相对整体 A 股溢价高点分别出现在 2 月 10 日（216.58%）和 6 月 7 日（206.13%）。目前 SW 食品饮料相对全部 A 股的溢价率和相对非银行 A 股的溢价率仍然高于 2005 年以来的平均水平。

图 83：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 84：食品饮料板块估值及相对 A 股（剔除银行）溢价

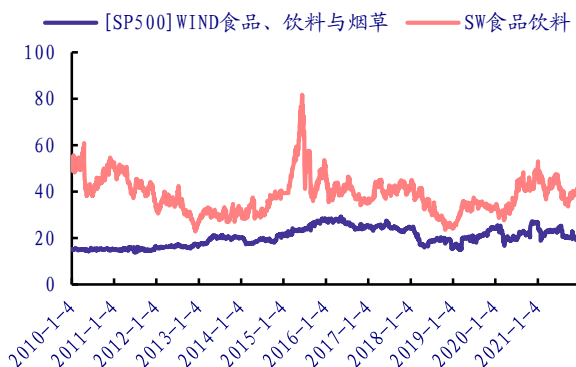


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(三) 国际估值比较: A股食品饮料 PE、PB 均高于美股

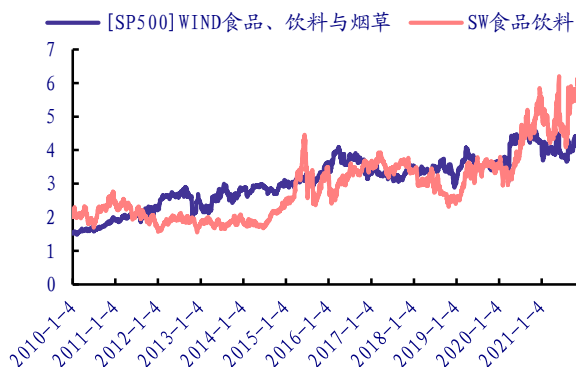
国内食品饮料板块的市盈率\市净率均高于美国市场。以 2021 年 12 月 31 日收盘价计算,国内食品饮料板块的市盈率为 40.50 倍 (TTM, 中值), 同期美国市场食品饮料板块的市盈率为 20.87 倍, 我国食品饮料板块的市盈率明显高于美国市场。2021 年 12 月 31 日国内食品饮料板块的市净率为 6.42 倍 (20 年报, 中值), 同期美国市场食品饮料板块的市净率为 4.58 倍, 我国食品饮料板块的市净率高于美国市场。

图 85: 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 86: 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

七、22Q1 重点品种前瞻及投资建议

(一) 行业持仓及相关品种趋势特征

按照 2021 年中报基金持仓数统计, 食品饮料板块全部持仓品种 110, 其中白酒 17 只、非白酒 93 只。非白酒前十品种中, 食品综合、软饮料、啤酒、乳品、调味发酵品、其他酒类为 3、2、2、1、1、1 只。

表 12: 2021 中报 SW 食品饮料分类中, 白酒板块 (基金持仓数量排名) 个股 (截止 2022 年 1 月 7 日)

子板 块	代码	名称	持有 基金数	持有 家数	持股总量 (万股)	半年报持仓 变动(万股)	占流通 股比(%)	持股总市值 (万元)	持股市值占基金 股票投资市值比(%)
白酒	600519.SH	贵州茅台	2,238	140	9,618.75	709.46	7.66	19,782,891.15	3.15
白酒	000858.SZ	五粮液	1,875	134	49,720.03	4,900.08	12.81	14,811,100.60	2.36
白酒	000568.SZ	泸州老窖	1,007	117	28,343.71	-249.84	19.36	6,687,414.47	1.06
白酒	600809.SH	山西汾酒	918	124	14,269.17	1,590.05	16.44	6,392,590.22	1.02
白酒	002304.SZ	洋河股份	606	101	19,718.09	3,111.34	15.79	4,085,588.39	0.65
白酒	000799.SZ	酒鬼酒	476	92	6,623.93	1,219.79	20.39	1,693,075.26	0.27
白酒	603369.SH	今世缘	451	102	14,826.42	-2,593.11	11.82	802,999.06	0.13
白酒	000596.SZ	古井贡酒	382	86	6,982.44	569.95	18.20	1,672,293.92	0.27
白酒	600779.SH	水井坊	349	88	4,504.99	-1,361.68	9.23	569,206.11	0.09
白酒	603589.SH	口子窖	258	83	6,543.28	954.40	10.91	442,914.71	0.07

白酒	000860.SZ	顺鑫农业	249	70	14,964.57	-2,071.94	20.17	631,205.48	0.10
白酒	600702.SH	舍得酒业	153	47	890.33	867.30	2.69	190,334.19	0.03
白酒	603198.SH	迎驾贡酒	124	60	3,064.80	547.37	3.83	135,770.76	0.02
白酒	600559.SH	老白干酒	62	24	7,313.68	2,000.74	8.15	192,306.21	0.03
白酒	600197.SH	伊力特	41	26	2,698.87	620.78	5.72	82,747.44	0.01
白酒	603919.SH	金徽酒	34	17	1,626.04	556.99	3.31	66,862.79	0.01
白酒	600199.SH	金种子酒	10	7	4,095.18	1,034.98	6.75	66,874.32	0.01

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 13: 2021 中报 SW 食品饮料分类中, 非白酒板块(基金持仓数量排名) 个股(截止 2022 年 1 月 7 日)

子板块	代码	名称	持有基金数	持有家数	持股总量(万股)	半年报持仓变动(万股)	占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
食品综合	300973.SZ	立高食品	2,673	115	1,585.66	1,585.66	43.88	242,546.87	0.04
软饮料	300997.SZ	欢乐家	2,405	85	339.53	339.53	4.02	5,160.80	0.00
乳品	600887.SH	伊利股份	1,099	123	94,127.53	-11,675.20	15.87	3,466,717.01	0.55
软饮料	605499.SH	东鹏饮料	869	92	1,250.29	1,250.29	31.25	313,571.93	0.05
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	553	102	6,953.50	1,450.20	14.37	1,376,445.38	0.22
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	533	104	10,178.34	1,527.01	14.63	1,177,125.54	0.19
调味发酵品	603288.SH	海天味业	475	106	8,105.04	-369.91	1.92	1,045,144.78	0.17
食品综合	603517.SH	绝味食品	454	87	14,891.83	1,387.60	24.47	1,255,232.70	0.20
食品综合	603345.SH	安井食品	440	83	5,526.27	324.24	22.99	1,403,783.28	0.22
其他酒类	002568.SZ	百润股份	387	76	19,921.65	7,143.09	38.90	1,888,373.36	0.30
食品综合	300973.SZ	立高食品	2,673	115	1,585.66	1,585.66	43.88	242,546.87	0.04
软饮料	300997.SZ	欢乐家	2,405	85	339.53	339.53	4.02	5,160.80	0.00
乳品	600887.SH	伊利股份	1,099	123	94,127.53	-11,675.20	15.87	3,466,717.01	0.55
软饮料	605499.SH	东鹏饮料	869	92	1,250.29	1,250.29	31.25	313,571.93	0.05
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	553	102	6,953.50	1,450.20	14.37	1,376,445.38	0.22
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	533	104	10,178.34	1,527.01	14.63	1,177,125.54	0.19
调味发酵品	603288.SH	海天味业	475	106	8,105.04	-369.91	1.92	1,045,144.78	0.17

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2021 年三季度, SW 食品饮料分类中, 基金重仓持有个股数 69 只, 其中增仓个股 49 只, 减仓 20 只。按子行业细分, 白酒 17 家, 调味发酵品 8 家, 啤酒、其他酒类各 2 家, 肉制品 4 家, 乳品、软饮料各 6、5 家, 食品综合 24 家。

从 Q2、Q3 基金持仓个股变化来看, 基金对于食品饮料行业相关预期有所回升, 持有基金数前十大个股中, 五粮液、安井食品持仓数有所下降, 其他均为提升。

表 14: 2021 年三季度 SW 食品饮料分类中, 持有基金数排序前十五大相关个股

子板块	代码	名称	持有基金数	持有家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
白酒	600519.SH	贵州茅台	1,529	136	8,814.52	18.60	7.02	16,130,563.00	2.5370
白酒	000858.SZ	五粮液	924	119	40,898.44	-4,634.92	10.54	8,972,709.45	1.4112

乳品	600887.SH	伊利股份	433	91	81,146.31	14,460.92	13.68	3,059,215.84	0.4812
白酒	600809.SH	山西汾酒	389	93	15,767.51	4,385.73	12.97	4,974,649.06	0.7824
白酒	000568.SZ	泸州老窖	378	95	25,035.59	1,488.07	17.10	5,547,387.07	0.8725
白酒	000799.SZ	酒鬼酒	197	70	6,611.61	1,620.36	20.35	1,637,894.57	0.2576
白酒	002304.SZ	洋河股份	114	42	19,880.43	2,921.54	15.92	3,301,741.38	0.5193
白酒	600702.SH	舍得酒业	111	38	1,245.26	1,058.91	3.74	257,020.80	0.0404
白酒	000596.SZ	古井贡酒	96	35	7,999.03	3,883.02	20.85	1,884,392.10	0.2964
食品综合	603345.SH	安井食品	85	33	3,075.40	-23.81	12.79	590,446.72	0.0929
其他酒类	002568.SZ	百润股份	77	27	13,914.21	-1,604.58	27.17	1,036,469.44	0.1630
肉制品	605567.SH	春雪食品	71	36	4.16	4.16	0.08	49.04	0.0000
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	65	26	6,760.92	177.75	9.72	544,457.21	0.0856
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	65	27	4,511.79	269.55	9.32	592,082.48	0.0931
白酒	600779.SH	水井坊	65	31	4,098.70	2,356.66	8.39	521,149.84	0.0820

注：截止1月7日

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们参考 2021 三季报，食品饮料行业中基金持有品种，并在此基础上进行了分析，主要考察两方面内容：

1) 基金持仓增减变化反映出的市场主体偏好；

2) 个股财务指标，收入增速、归母净利润增速，做 2020/2021 上半年同期对比，2020/2021 预测对比；同时考察，20 年 Q3、Q4 增速变化。以前十五大个股而言，收入增速有 4 家全年预测增速高于前三季度增速，11 家较低；归母净利润增速，有 8 家全年预测增速高于前三季度增速，7 家较低。

表 15：2021 年三季报（基金持仓数排序）食品饮料相关个股收入、归属净利润增速拆分

收入增速										
	代码	名称	2020H1	2020Q3	2020Q4	2020	2021H1	2021Q1-3	2021E	2022E
白酒	600519.SH	贵州茅台	10.84	7.18	12.12	10.29	11.15	10.75	14.72	15.37
白酒	000858.SZ	五粮液	13.32	17.83	13.92	14.37	19.45	17.01	17.32	16.07
乳品	600887.SH	伊利股份	5.45	11.17	7.28	7.38	18.89	15.23	13.73	11.48
白酒	600809.SH	山西汾酒	7.80	25.15	33.12	17.63	75.51	66.24	50.33	29.67
白酒	000568.SZ	泸州老窖	-4.72	14.45	16.45	5.29	22.04	21.65	21.92	22.15
白酒	000799.SZ	酒鬼酒	1.87	56.37	28.50	20.79	137.31	134.20	82.95	39.11
白酒	002304.SZ	洋河股份	-16.06	7.57	7.82	-8.76	15.75	16.01	15.91	17.74
白酒	600702.SH	舍得酒业	-15.95	18.40	16.56	2.02	133.09	104.54	76.68	38.29
白酒	000596.SZ	古井贡酒	-7.82	15.13	0.39	-1.20	26.96	25.19	22.50	18.24
食品综合	603345.SH	安井食品	22.14	40.99	39.85	32.25	36.49	35.92	31.18	26.54
其他酒类	002568.SZ	百润股份	24.03	40.94	33.08	31.20	53.72	44.51	40.47	34.18
肉制品	605567.SH	春雪食品	0.00	0.00	0.00	-4.11	15.38	14.42	13.50	19.53
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	-5.27	4.76	8.12	-0.80	16.66	9.62	9.90	6.80

啤酒	600132.SH	重庆啤酒	-4.45	13.73	9.00	7.14	27.51	23.89	22.63	17.43
白酒	600779.SH	水井坊	-52.41	18.86	19.32	-15.06	128.44	75.91	51.21	27.19
归母净利润增速										
	代码	名称	2020H1	2020Q3	2020Q4	2020	2021H1	2021Q1-3	2021E	2022E
白酒	600519.SH	贵州茅台	13.29	6.87	19.70	13.33	9.08	10.17	12.31	17.12
白酒	000858.SZ	五粮液	16.28	15.03	11.34	14.67	21.60	19.13	19.97	18.77
乳品	600887.SH	伊利股份	-1.20	23.73	-19.13	2.08	42.48	31.87	27.55	18.27
白酒	600809.SH	山西汾酒	33.05	69.36	140.38	56.39	117.54	95.13	80.83	37.06
白酒	000568.SZ	泸州老窖	17.12	52.55	40.59	29.38	31.23	30.32	28.05	25.86
白酒	000799.SZ	酒鬼酒	18.42	419.02	39.26	64.15	176.55	117.69	94.75	46.91
白酒	002304.SZ	洋河股份	-3.24	14.07	25.39	1.35	4.82	0.37	5.16	23.39
白酒	600702.SH	舍得酒业	-11.45	24.86	31.83	14.42	347.94	211.92	124.51	45.37
白酒	000596.SZ	古井贡酒	-17.89	3.94	-10.96	-11.58	34.53	28.05	28.30	26.16
食品综合	603345.SH	安井食品	57.36	63.26	66.24	61.73	33.83	30.25	27.73	32.46
其他酒类	002568.SZ	百润股份	55.02	86.47	112.23	78.31	73.95	46.96	47.05	37.02
肉制品	605567.SH	春雪食品	0.00	0.00	0.00	52.20	-60.98	-46.68	-33.64	43.65
啤酒	600600.SH	青岛啤酒	13.77	17.57	-5.87	18.86	30.22	21.25	26.85	23.24
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	3.06	-39.49	37.17	3.26	-3.34	-1.94	5.20	27.17
白酒	600779.SH	水井坊	-69.64	33.09	22.68	-11.49	266.01	99.35	59.87	31.24

注：盈利预测采用市场一致预期；

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 2022 年投资建议

表 16：食品饮料（申万分类）行业及各子行业估值

	预测 PE			营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
	2021	2022	2023	2019	2020	2021Q1-3	2019	2020	2021Q1-3
白酒	45.12	37.44	31.58	2,415.88	2,581.72	2,276.15	821.38	921.83	824.00
乳品	34.42	25.12	21.02	1,376.58	1,491.55	1,326.03	79.15	66.49	95.95
肉制品	21.01	16.81	14.40	1,129.86	1,370.95	952.40	64.38	80.72	44.47
其他食品	34.94	29.53	24.30	882.96	1,090.97	977.05	57.02	140.84	108.86
啤酒	51.02	42.64	35.83	486.15	552.05	531.55	29.38	40.57	58.79
调味发酵品III	67.83	56.89	47.75	351.82	404.85	303.26	74.28	88.49	57.57
软饮料	30.19	28.46	24.29	203.34	170.71	215.58	20.96	31.01	37.92
葡萄酒	60.86	39.40	40.68	71.00	46.24	37.16	11.15	1.29	4.16
黄酒	43.99	90.95		38.75	30.17	23.18	4.06	4.52	2.02
其他酒类	66.80	51.09	38.29	33.48	34.98	34.27	0.69	4.45	6.36

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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、伊利股份、海天味业、中炬高新等品种。

表 17：核心推荐组合及推荐理由

		总市值（亿元）		EPS（元）			PE		
		2022-1-7	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
600519.SH	贵州茅台	24,395.36	41.40	48.16	55.53	47	40	35	
000858.SZ	五粮液	8,448.71	6.21	7.38	8.61	35	29	25	
000568.SZ	泸州老窖	3,466.78	5.29	6.63	8.03	45	36	29	
600809.SH	山西汾酒	3,599.34	4.51	6.03	7.76	65	49	38	
600887.SH	伊利股份	2,568.37	1.41	1.67	1.95	28	24	21	
603288.SH	海天味业	4,603.92	1.60	1.94	2.28	68	56	48	
600872.SH	中炬高新	305.35	0.85	1.07	1.29	45	36	30	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

七、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。

附录

插图目录

相对市场表现图.....	1
图 1: 双循环的内在逻辑.....	2
图 2: 新消费群体.....	3
图 3: 新消费营销涉及领域.....	4
图 4: 我国 GDP 初步核算数当季同比.....	5
图 5: 最终消费支出对 GDP 增长贡献率.....	6
图 6: 2000 年以来我国历年人口普查总人口、增长.....	7
图 7: 2010/2020 年我国各年龄组人口比例变化.....	7
图 8: 我国城镇居民人均可支配收入同比变化 (季).....	8
图 9: 2016 年以来我国 CPI 分项变化.....	9
图 10: 消费者信心指数和采购经理指数 (PMI).....	10
图 11: 2016 年以来我国社零总额及其他零售总额当月值同比.....	11
图 12: 申万一级行业 2020 年度营业收入同比增速.....	13
图 13: 申万一级行业 2020 年度归母净利润同比增速.....	13
图 14: 申万一级行业 2021 前三季度营业收入同比增速.....	14
图 15: 申万一级行业 2021 前三季度归母净利润同比增速.....	14
图 16: 2015-2020 年食品饮料板块营业总收入及增速.....	15
图 17: 2015-2020 年食品饮料板块归母净利润及增速.....	15
图 18: 2015-2021 前三季度食品饮料板块营业总收入及增速.....	15
图 19: 2015-2021 前三季度食品饮料板块归母净利润及增速.....	15
图 20: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块营业收入及其增幅.....	16
图 21: 2021Q1-3 饮料行业子板块营业收入及其增幅.....	16
图 22: 2020Q1-4 食品饮料行业子板块净利润及其增幅.....	17
图 23: 2021Q1-3 食品饮料行业子板块及其增幅.....	17
图 24: 2016-2025 年中国白酒市场份额及预测.....	18
图 25: 新中产消费酒类考虑的因素.....	20
图 26: 2021 年白酒行业消费者人群画像.....	20
图 27: 2021 年白酒行业消费者分析: 消费白酒金额.....	21
图 28: 2021 年白酒行业消费者分析: 香型、白酒喜好度.....	21
图 29: 2021 年白酒行业消费者分析: 饮酒、白酒频率.....	22
图 30: 2020 年国窖 1573 X 方力钧大浪淘金艺术新春酒.....	24
图 31: 水井坊冠名《国家宝藏》宣传图.....	24
图 32: 杏花村汾酒作坊.....	24
图 33: 2016-2021 年中国酒类新零售市场规模及预测.....	25
图 34: 2021 年白酒行业产业图谱.....	25
图 35: 2021 年白酒行业消费者分析: 购买渠道.....	26
图 36: 2021 年白酒行业技术驱动力.....	27

图 37: 2008-2020 年度中国白酒产量及增速	28
图 38: 2015-2019 年度白酒销量及其同比增速	28
图 39: 2012-2020 一二三线白酒上市公司营收增速 (%)	29
图 40: 2013Q3-2021Q3 一二三线白酒上市公司营收增速 (%)	29
图 41: 2015-2020 年度白酒板块营业收入及其增速	29
图 42: 2015-2020 年度白酒板块归母净利润及其增速	29
图 43: 2015 至 2021 年间前三季白酒板块营业收入及其增速	30
图 44: 2015 至 2021 年间前三季白酒板块归母净利润及其增速	30
图 45: 2016-2021 年间前三季度白酒销售毛利率、净利率和销售费用率	30
图 46: 我国调味品行业产量及增速	31
图 47: 我国调味品行业销售收入及增速	31
图 48: 我国调味品主要销售渠道及比例分布	32
图 49: 2016-2020 年度调味品营业收入及其增幅	33
图 50: 2016-2020 年度调味品归母净利润及其增幅	33
图 51: 2015 至 2021 年间前三季调味品板块营业收入及其增速	33
图 52: 2015 至 2021 年间前三季调味品板块归母净利润及其增速	33
图 53: 2016-2021 年间前三季度调味品销售毛利率、净利率和销售费用率	34
图 54: 主产区生鲜乳平均价周环比	35
图 55: 主产区生鲜乳平均价周同比	35
图 56: 2016-2020 年度乳品营业收入及其增幅	35
图 57: 2016-2020 年度乳品归母净利润及其增幅	35
图 58: 2015 至 2021 年间前三季乳品板块营业收入及其增速	36
图 59: 2015 至 2021 年间前三季乳品板块归母净利润及其增速	36
图 60: 2016-2021 年间前三季度乳品销售毛利率、净利率和销售费用率	36
图 61: 2013 以来我国啤酒产量及同比变化	37
图 62: 2016-2020 啤酒营业收入及其增幅	38
图 63: 2016-2020 啤酒净利润及其增幅	38
图 64: 2015 至 2021 年间前三季啤酒板块营业收入及其增速	38
图 65: 2015 至 2021 年间前三季啤酒板块净利润及其增速	38
图 66: 2016-2021 年间前三季度啤酒销售毛利率、净利率和销售费用率	39
图 67: 2016-2020 食品综合营业收入及其增幅	40
图 68: 2016-2020 食品综合净利润及其增幅	40
图 69: 2015 至 2021 年间前三季食品综合板块营业收入及其增速	40
图 70: 2015 至 2021 年间前三季食品综合板块净利润及其增速	40
图 71: 2016-2021 年间前三季度食品综合销售毛利率、净利率和销售费用率	41
图 72: 2016-2020 年度肉制品营业收入及其增幅	42
图 73: 2016-2020 年度肉制品归母净利润及其增幅	42
图 74: 2015 至 2021 年间前三季肉制品板块营业收入及其增速	42
图 75: 2015 至 2021 年间前三季肉制品板块归母净利润及其增速	42
图 76: 2016-2021 年间前三季度肉制品销售毛利率、净利率和销售费用率	43
图 77: 全国猪价周变化 (元/公斤)	43

图 78: 2021 全年一级行业涨跌幅	44
图 79: 2021 全年一级行业涨跌幅	45
图 80: 食品饮料子行业月涨幅	45
图 81: 食品饮料子行业年初以来涨幅	45
图 82: 2021 全年食品饮料行业十大涨幅个股 (%)	46
图 83: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价	46
图 84: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	46
图 85: 食品饮料板块国际 PE 估值比较	47
图 86: 食品饮料板块国际 PB 估值比较	47

表格目录

表 1: 新中产消费群关注点.....	19
表 2: 主要白酒企业“十四五”规划一览.....	22
表 3: 白酒行业产业链中游: 新零售模式.....	26
表 4: 2013-2022 年不同档次白酒市场份额变化趋势.....	27
表 5: 白酒行业消费特点.....	27
表 6: 白酒上市公司营收和归母净利润表.....	30
表 7: 调味品上市公司营收和归母净利润表.....	34
表 8: 乳品上市公司营收和归母净利润表.....	36
表 9: 啤酒上市公司营收和归母净利润表.....	39
表 10: 食品综合收入前十大(2021 年前三季度)上市公司营收和归母净利润表.....	41
表 11: 肉制品上市公司营收和归母净利润表.....	43
表 12: 2021 中报 SW 食品饮料分类中, 白酒板块(基金持仓数量排名)个股(截止 2022 年 1 月 7 日).....	47
表 13: 2021 中报 SW 食品饮料分类中, 非白酒板块(基金持仓数量排名)个股(截止 2022 年 1 月 7 日).....	48
表 14: 2021 年三季报 SW 食品饮料分类中, 持有基金数排序前十五大相关个股.....	48
表 15: 2021 年三季报(基金持仓数排序)食品饮料相关个股收入、归属净利润增速拆分.....	49
表 16: 食品饮料(申万分类)行业及各子行业估值.....	50
表 17: 核心推荐组合及推荐理由.....	51

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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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号楼青海金融大厦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：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn