

强于大市

食品饮料行业点评

提高居民消费率被列为“十五五”规划目标之一，
内需政策导向下，食品饮料相关行业有望回暖

10 月 28 日，新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称“《建议》”），《建议》稿从基本定位出发谋划“十五五”时期发展，总稿第十一部分为民生相关内容建议，提出以“促就业”、“增收入”等举措提升居民消费能力，同时提出国内当前仍存在有效需求不足，国内大循环存在卡点堵点等问题，我们认为在内需政策导向下，食品饮料相关行业有望回暖。

支撑评级的要点

- 提高居民消费率被列为“十五五”规划目标之一，提高居民消费率受到中央政府的重视。《建议》稿中，在“十五五”时期经济社会发展的主要目标中提及居民消费率明显提高，内需拉动经济增长主动力作用持续增强等内容。从最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三个部分对 GDP 增长的拉动和贡献来看，近两年最终消费支出及货物和服务净出口的贡献率高于资本形成总额。相比欧美及日韩国家，我国消费率目前仍处于相对较低水平，因此消费对我国经济增长的贡献仍有较大提升空间。在此背景下，提高居民消费率被列为“十五五”规划目标之一，意味着提振消费将成为未来政策重点，继 2025 年 3 月印发《提振消费专项行动方案》后，未来有望有更多政策出台。
- 民生相关领域围绕居民收入增长和经济增长同步、劳动报酬提高和劳动生产率提高同步、中等收入群体持续扩大等重要目标展开，提及人口、就业、收入、公共服务等八个方面。（1）人口是消费需求的根基，人口总量提升可带来规模效应，因此人口结构的变化会衍生出不同阶段的消费需求。从人口总量、人口结构、家庭结构等方面来看，我国人口结构呈现出老龄化及低出生率的特征。而家庭结构的变化也对不同产业的发展产生了深远影响。《建议》稿提出促进人口高质量发展，逐步完善相关制度，同时出台相关政策调整，包括实施生育补贴、学前教育优质普惠发展、扩大学龄人口净流入城镇的教育资源供给等措施。年初以来，各地方政府及乳制品、奶粉行业龙头积极响应政策号召，共同推动出生人口改善。我们认为，虽然不同省市在人口数量、人均可支配收入及地方财政支出方面的差异会间接影响育儿补贴政策实施细则及执行效果，但若已执行的育儿补贴政策在出生率及促消费方面行之有效，叠加中央政府在财政端介入，提供更大的支持空间，出生人口降幅趋势则有望得到改善。（2）从居民端来看，影响消费的两大核心因素分别是消费能力和消费意愿。消费意愿与居民对未来收入的预期有关，消费能力主要取决于居民的可支配收入。在提升居民收入方面，《建议》稿提及促进高质量充分就业、完善收入分配制度、提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重，稳步推进基本公共服务均等化等方面。近两年，受经济结构转型、社会保障体系等多重因素影响，居民防御性储蓄偏好上升，消费意愿及消费能力受到制约，随着国家对居民增收相关政策的不断完善，高储蓄、弱消费的特征有望得到改善。
- 食品饮料行业为典型的顺周期行业，消费板块景气度与外部经济环境密切相关。随着财政政策及货币政策协同发力，消费疲软现象将得到改善，食品饮料相关子行业有望走出周期谷底。当前我国正处于从投资驱动向消费主导的战略转型临界点，在通缩的经济环境下，消费者需求结构发生变化，从而影响到生产端的盈利模式，催生了不同的业态，使得行业内部分化显著。食品饮料子板块较多，从不同子行业估值及自身所处的周期阶段来看，近两年行业受外部政策及成本周期等因素扰动较大，白酒、餐饮供应链等子行业处于磨底阶段，估值为 2016 年以来相对底部位置。零食及软饮料板块受益渠道变革红利及品类红利，内部分化较为明显。从不同企业表现来看，龙头企业在内需疲软的环境下业绩修复能力强，展现出强者恒强的态势，建议关注安井食品、燕京啤酒、新乳业，同时关注处于行业周期底部的白酒龙头贵州茅台、五粮液，以及受益品类红利及经营质量持续提升的零食龙头盐津铺子。

评级面临的主要风险

- 宏观经济增长不及预期，可能影响公司产品需求，导致收入、业绩不达预期。原材料价格涨幅超预期，可能导致毛利率明显下降。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371