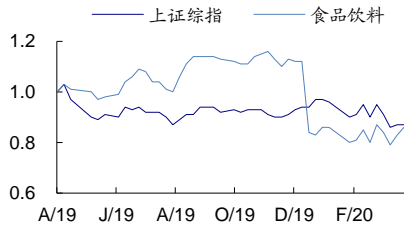


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《食品饮料行业跟踪快评: 消费扩容迎政策实质利好, 景气有望恢复》——2020-03-16
《食品饮料 2020 年 3 月投资策略: 关注业绩表现, 优选行业龙头》——2020-03-09
《食品饮料产业链系列报告之三: 十年复盘再现食饮行业演变特征》——2020-02-28
《食品饮料产业链系列报告之二: 一文读懂食品饮料产业链特征、趋势及机遇》——2020-02-23
《食品饮料产业链系列报告之一: 宅经济: 从线上大数据梳理食饮新消费》——2020-02-12

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001
证券分析师: 郭尉
电话: 15210587234
E-MAIL: guowe1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

行业专题

疫情引爆需求, 健康食品正当风口

● 健康需求倒逼食品行业重塑升级

健康食品核心驱动因素为: 1) 消费人群: 老龄化程度加剧, 预计 2020 年老龄人口超 2.5 亿, 中老年仍是需求主力军; 数据显示 80 后、90 后人群的健康自评得分不及 7 分, 远低于中老年群体, 健康担忧推动其投入更多资源抵抗不健康因子。2) 健康意识提升: 饮食营养知识成为消费者最关注的健康知识, 然而当前消费者对自身饮食的满意程度仍处于较低水平, 叠加新冠疫情加速提振健康意识, 消费者对健康食品的需求将迎来跨越发展。3) “健康中国”已上升为国家战略, 食品相关政策频出为健康食品发展提供坚实保障, 科技进步为健康化变革提供支持。

● “新产品+新包装+新营销”精准布局健康赛道

各品牌纷纷加大健康食品布局力度, 制胜的关键要素为: 1) 产品: 核心在于挖掘消费者痛点, 随着消费者对功能性产品的诉求凸显, 功能型食品在市场上愈受青睐; 此外, 个性化定制的健康食品是重要发展方向, 全球 71% 的消费者认为定制化产品更具吸引力。2) 包装: 包装设计对于树立品牌形象起着至关重要的作用, 47% 的消费者创新包装尤为看重, 真实简约、细致便捷、天然环保的包装可提高对消费者的吸引力。3) 营销: 配合创新高效的营销手段也是品牌成功的关键所在, 依托社交场景、IP 跨界、直播电商等手段有望提升营销效率。

● 健康需求正当时, 细分领域迎接机遇

1) 乳制品: 乳制品自带健康基因, 天然高品质为消费者购买乳品的核心驱动因素; 乳制品在餐后、伴餐等场景的渗透率达 30%, 场景的拓展带来更多发展切口; 疫情期间乳制品逆势录得 36% 增长, 未来高优质蛋白、活性益生菌、植物基乳品等细分领域有望迎来更好表现。2) 保健品: 消费群体从中老年向全年龄段拓展, 消费者对保健品的认知趋于理性, 需求呈现细分和多元趋势; 渠道方面, 监管趋严直销承压, 电商契合长尾需求, 有望延续高增。3) 休闲食品: 市场规模已超万亿元, 健康零食呈现高增态势, 消费人群拓展为其增长托底, 此外, 随着消费场景拓展, 正餐化趋势倒逼健康需求释放, 超 8 成用户将健康视为零食选择要素。

● 投资建议

综合考虑健康食品中长期升级趋势, 结合短期疫情影响情况, 重点推荐伊利股份、妙可蓝多、汤臣倍健、三只松鼠、蒙牛乳业、新乳业。

风险提示: 宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 肺炎疫情风险

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600887	伊利股份	买入	30.19	1,831	1.30	1.51	23.22	19.99
600882	妙可蓝多	买入	22.42	92	0.37	0.60	60.59	37.37
300146	汤臣倍健	买入	16.92	268	0.84	1.00	20.14	16.92
300783	三只松鼠	买入	78.83	316	1.22	1.53	64.61	51.52
002946	新乳业	买入	13.10	112	0.36	0.44	36.39	29.77
2319.HK	蒙牛乳业	增持	28.35	1,116	1.17	1.43	24.23	19.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 蒙牛乳业、新乳业预测来自 Wind 一致预期, 蒙牛乳业为港元

投资摘要

关键结论与投资建议

对健康的高需求倒逼食品行业优先进行健康化重塑和升级，叠加新冠疫情催化，健康食品行业有望迎来发展新机遇。综合考虑重点行业产业链情况、中长期消费升级趋势，结合短期疫情影响情况，优选发展确定性较高、升级空间较广的行业龙头，重点推荐伊利股份、妙可蓝多、汤臣倍健、三只松鼠。

核心假设或逻辑

健康需求倒逼食品行业重塑升级。随着健康需求渗透日常生活场景，食品行业优先步入健康化重塑，其核心驱动因素为：1) 消费人群：① 老龄化程度加剧，预计 2020 年老龄人口超 2.5 亿人，中老年人群仍是需求主力军；② 数据显示 80 后、90 后人群的健康自评得分不及 7 分，远低于中老年群体，对健康的担忧推动年轻一代投入更多的资源来抵抗不健康因子；2) 消费者健康意识逐步提升，饮食营养知识成为其最关注的健康知识，然而当前消费者对自身饮食的满意程度仍处于较低水平，叠加新冠疫情加速提振健康意识，消费者对食品的健康营养需求将迎来跨越发展；3) “健康中国”已上升为国家战略，食品相关政策频出为健康食品发展提供坚实保障，科技进步为健康化变革提供支持。

“新产品+新包装+新营销”布局健康赛道。食品行业投资热度火爆，近两年投融资事件共计 2368 起，涉及金额约 117 亿美元，各品牌加大健康食品布局力度，制胜的关键要素为：1) **产品**：核心在于挖掘消费者痛点，随着消费者对功能性产品的诉求凸显，功能型食品在市场上愈受青睐；此外，个性化定制的健康食品是重要发展方向，全球 71% 的消费者认为定制化产品更具吸引力；2) **包装**：包装设计对于树立品牌形象起着至关重要的作用，47% 的消费者对新包装尤为看重，真实简约、细致便捷、天然环保的包装可提高对消费者的吸引力；3) **营销**：配合创新高效的营销手段也是品牌成功的关键所在，依托社交场景、IP 跨界、直播电商等手段有望提升营销效率。

健康需求正当时，细分领域迎接机遇。1) **乳制品**：乳制品自带健康基因，天然高品质为消费者购买乳品的核心驱动因素；乳制品在餐后、伴餐等场景的渗透率达 30%，场景的拓展带来更多发展切口；疫情期间乳制品逆势录得 36% 增长，未来高优质蛋白、活性益生菌、植物基乳品等细分领域有望迎来更好表现。2) **保健品**：消费群体从中老年向全年龄段拓展，消费者对保健品的认知趋于理性，需求呈现细分和多元趋势；渠道方面，监管趋严直销承压，电商契合长尾需求，有望延续高增。3) **休闲食品**：市场规模已超万亿元，健康零食呈现高增态势，消费人群拓展为其增长托底，此外，随着消费场景拓展，正餐化趋势倒逼健康需求释放，超 8 成用户将健康营养视为零食选择要素。

与市场预期不同之处

我们从消费人群、消费意识、政策和技术等多维度深挖健康食品的核心驱动因素，聚焦健康食品品牌在产品、包装、营销方面的制胜关键，挖掘发展机会。同时，关注乳制品、保健食品、休闲食品等细分领域的投资机会。

风险提示

- 第一，宏观经济波动
- 第二，行业竞争风险
- 第三，肺炎疫情风险

内容目录

驱动因素：健康需求倒逼食品行业重塑升级	6
消费人群：老龄化继续催化需求，年轻一代崛起发力	6
消费意识：健康意识持续提升，疫情之下加速觉醒	8
政策引导+科技进步，助力健康食品发展	9
制胜关键：“新产品+新包装+新营销”布局健康赛道	11
新产品：差异化打法切入市场，功能化和个性化需求凸显	11
新包装：“颜值+实用”双管齐下树立品牌形象	13
新营销：跨界营销热度火爆，直播电商正当风口	16
细分赛道：健康需求正当时，细分领域迎接机遇	18
乳制品：场景拓展催生需求，疫情之下逆势增长	18
保健品：消费群体年轻化，细分化需求凸显	21
休闲食品：从“过嘴瘾”到“养生流”，健康营养需求凸显	24
推荐标的	27
伊利股份：产品升级+渠道深耕，致力打造健康集团	27
妙可蓝多：奶酪转型卓有成效，深耕渠道强化优势	30
汤臣倍健：大单品策略持续发力，电商渠道助推发展	33
三只松鼠：产品布局多元化，积极发力健康品类	35
投资建议	36
风险提示	37
国信证券投资评级	39
分析师承诺	39
风险提示	39
证券投资咨询业务的说明	39

图表目录

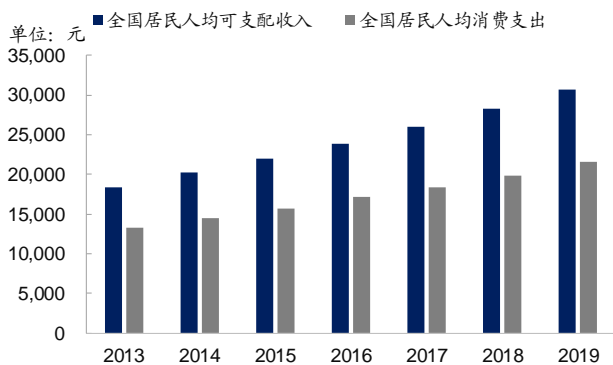
图 1: 人均可支配收入和人均消费支出持续提升	6
图 2: 人均食品烟酒支出占比达 28%	6
图 3: 日本老龄人口 (65 岁以上) 占比 (左) 及增长率	6
图 4: 日本老龄人口保健品人均摄入量 (g) 高于平均	6
图 5: 我国 65 岁以上老龄人口占比 (左) 及增速	7
图 6: 我国 60 岁以上人口占比 2050 年将达到 30%	7
图 7: 不同年龄段自评健康得分	7
图 8: 不同年龄段健康困扰问题	7
图 9: 2019 年上半年线上养生类食品核心客群矩阵	8
图 10: “身体健康”成为最重要的事	8
图 11: 2019 年百度指数搜索增速	8
图 12: 消费者健康类别关注度排名	9
图 13: 饮食健康升级路径	9
图 14: 健康饮食金字塔	9
图 15: 添加健康成分的食品品类增速	9
图 16: “提高免疫力”搜索指数在疫情期间暴涨	9
图 17: “提高免疫力”与“提高免疫力的食品”强关联	9
图 18: 科技主导食品行业向营养健康发展	10
图 19: 2017Q3-2019Q2 食品饮料行业融资总额	11
图 20: 2017Q3-2019Q2 食品饮料行业融资项目数	11
图 21: 新锐品牌天猫销售额及复合增速	12
图 22: 消费者对优质产品的关注度	12
图 23: 王饱饱麦片热度火爆	12
图 24: 元气森林健康饮品系列	13
图 25: 消费者对健康个性化定制的需求明显	13
图 26: 不同人群的食品营养需求	13
图 27: 消费者看重新品要素	14
图 28: 消费者对食品包装信息的关注情况	14
图 29: 品牌商在包装上突出健康及营养信息	14
图 30: 消费者注重食品包装的便捷性	15
图 31: 消费者倾向于购买有情感共鸣的商品	15
图 32: 品牌商在包装上突出健康及营养信息	15
图 33: 消费者倾向购买环保包装产品	16
图 34: 品牌商采用天然环保包装	16
图 35: 社交电商市场规模持续增长	16
图 36: 大白兔 X 气味图书馆推出快乐童年香氛系列	17
图 37: 奈雪的茶 X 旺旺推出新品和周边产品	17
图 38: 中国在线直播用户规模	17
图 39: 中国直播电商销售规模快速提升	17
图 40: 2019H1 直播电商用户观看直播带货频次	18
图 41: 2019H1 用户观看直播带货引起消费欲望	18
图 42: 消费者对乳制品的需求	19
图 43: 乳制品使用场景扩展	19
图 44: 蒙牛“恬醒”葛根风味酸奶	19
图 45: 消费者对乳制品口味的要求	20
图 46: 疫情期间, 乳制品是唯一一个消费量提升的非必需品	21
图 47: 低温牛奶渗透率持续提升	21
图 48: 减脂/低糖乳制品增长领先	21
图 49: 中国保健品市场分人群/功能分析 (2016)	22
图 50: 中国保健品电商销售规模持续增长	23
图 51: “零食态”保健品代表产品	23
图 52: 消费者对保健品的功能需求愈加细分化	23
图 53: 中国保健品销售渠道分布情况	23
图 54: 2013-2018 年保健品细分渠道 CAGR	23
图 55: 休闲零食市场规模快速攀升	24

图 56: 线上零食健康概念转变	24
图 57: 休闲食品三巨头消费客群以年轻女性为主	25
图 58: 零食食用场景呈现多元化	25
图 59: 消费者食用零食的驱动因素	26
图 60: 消费者选择零食的关注因素	26
图 61: NatureBox“零食盒子”	26
图 62: 莫斯利安低脂肪减蔗糖酸奶	27
图 63: 洽洽小黄袋每日坚果	27
图 64: 伊利产品结构升级贡献比例提升	28
图 65: 伊利常温液奶市场渗透率	28
图 66: 伊利村级网点数量不断提升	28
图 67: 伊利品牌营销升级	29
图 68: 伊利营业收入变化及增速	29
图 69: 伊利归母净利润变化及增速	29
图 70: 伊利毛利率及净利率	30
图 71: 伊利销售费用率及管理费用率	30
图 72: 妙可蓝多营业收入变化及增速	31
图 73: 妙可蓝多归母净利润变化及增速	31
图 74: 中国奶酪消费量	31
图 75: 2010-2018 年中国乳制品消费比例	31
图 76: 妙可蓝多营销网络	32
图 77: 妙可蓝多奶酪餐饮产品组合	32
图 78: 妙可蓝多主要零售产品	32
图 79: 汤臣倍健旗下主要品牌	33
图 80: 汤臣倍健营业收入及增速	34
图 81: 汤臣倍健归母净利润及增速	34
图 82: 汤臣倍健营业收入(亿元)及增速	34
图 83: 汤臣倍健归母净利润(亿元)及增速	34
图 84: 2019 保健食品阿里系线上竞争格局	34
图 85: 2019 年线上保健食品销售份额变动情况	34
图 86: 中国益生菌补充剂终端零售规模及增速	35
图 87: LifeSpace 益生菌线上销量第一	35
图 88: 三只松鼠营业收入及增速	35
图 89: 三只松鼠归母净利润及增速	35
图 90: 三只松鼠产品结构变动情况	36
图 91: 三只松鼠果干系列产品	36
图 92: 三只松鼠线上及线下营收占比情况	36
图 93: 三只松鼠“松鼠小店”陈设一览	36
表 1: 食品行业相关政策文件	10
表 2: 国外食品巨头新食品品牌布局情况	11
表 3: 喜茶热门跨界合作活动汇总	17
表 4: 主流平台直播电商布局大事件	18
表 5: “百日行动”对保健品直销渠道的影响	24
表 6: 妙可蓝多产能储备充分	33
表 7: 食品行业重点推荐公司估值表	37

驱动因素：健康需求倒逼食品行业重塑升级

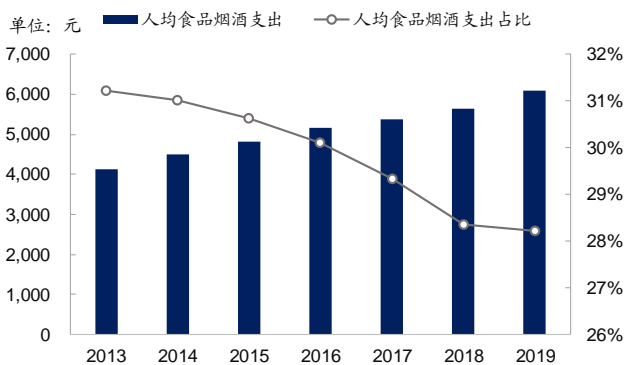
随着生活水平的提高，健康的定义已从器质性疾延至身心及生活各方面，其场景也已突破单一的医院医疗延伸至衣食住行等日常生活场景中，发展健康产业已成为国际共识，但是，目前我国健康产业占 GDP 的比重不足 6%，处于较低水平，尤其是相比欧美国家存在较大的提升空间。我国居民人均食品支出占消费支出比重约 28%，对健康的高需求和高关注度势必倒逼食品行业优先进行健康化重塑和升级。我们认为健康食品行业的驱动因素主要来源于：1) 消费人群结构拓展助推边界延伸；2) 健康意识提升从而拉动需求；3) 政策引导+科技进步提供有力支撑。

图 1：人均可支配收入和人均消费支出持续提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：人均食品烟酒支出占比达 28%

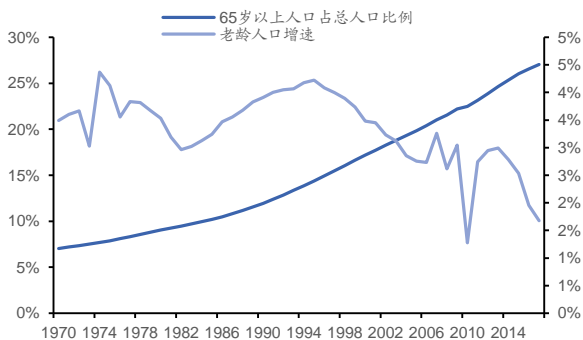


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

消费人群：老龄化继续催化需求，年轻一代崛起发力

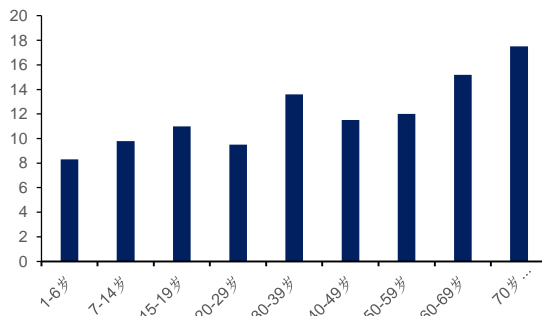
对标日本：老龄化带动健康食品产业高速增长。80 年代中期以来，日本加速进入老龄化社会，65 岁以上老龄人口占总人口比例不断攀升，从 1985 年的 10.20% 上升至 2017 年 27.05%。老年人对于身体健康的意识更重，且身体机能退化引发的焦虑心理促进其在对健康问题更加关注，对于健康食品的需求和消费一直高于其他年龄群体，如保健品等。根据日本厚生劳动省的调查，70 岁以上、60-69 岁老龄人口对于特定保健用食品的人均摄入量分别为 17.5g、15.2g，是所有年龄段中最高消费群体，高于平均 13.2g 水平，说明老年人是健康食品的主力军。

图 3：日本老龄人口（65 岁以上）占比（左）及增长率



资料来源：日本厚生劳动省，国信证券经济研究所整理

图 4：日本老龄人口保健品人均摄入量（g）高于平均

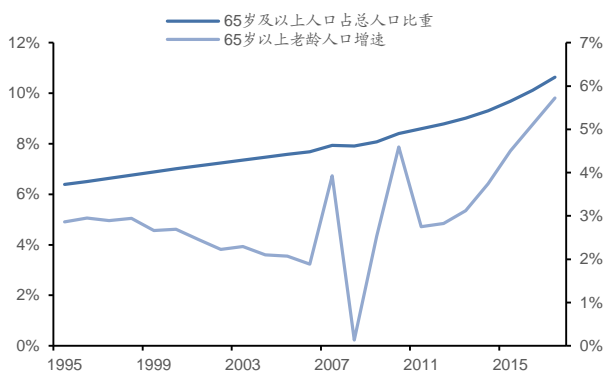


资料来源：日本厚生劳动省，国信证券经济研究所整理

我国正处于老龄化开端，未来老龄人口增速及占比将进一步提升。按照国际标

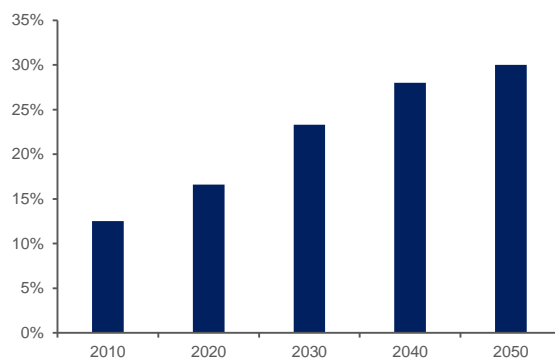
准，65岁以上人口占比超过7%即进入老龄化社会。2017年我国65岁以上老龄人口达到1.4亿人，占比已经达到10.64%，与日本1985年水平相当。增速上，老龄人口增速2011年以来持续攀升，且预计未来增速会进一步增加。人口结构上，45-55岁群体占总人口比例较高，未来10-20年这一部分人组成庞大的老龄群体，为保健品需求提供持续动力。据世界卫生组织统计预测，到2020年，我国老龄人将达2.5亿，2053年，将升至4.9亿。

图5：我国65岁以上老龄人口占比（左）及增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

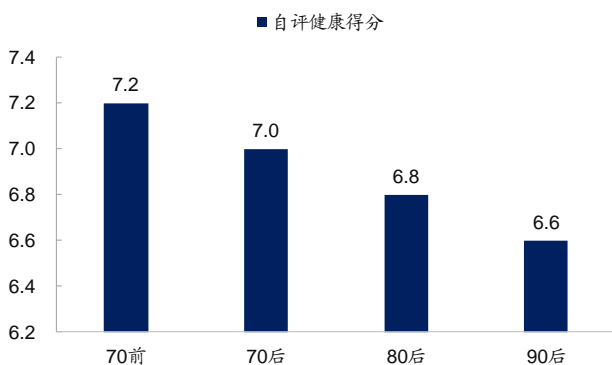
图6：我国60岁以上人口占比2050年将达到30%



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

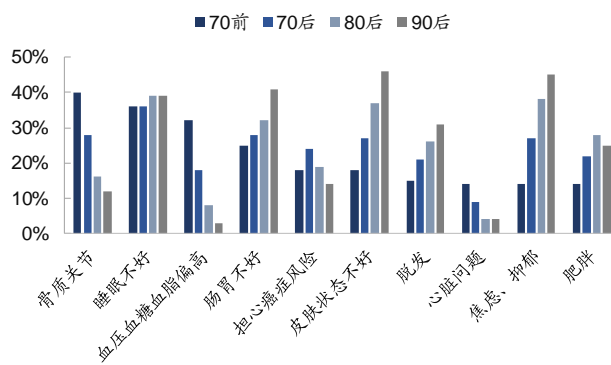
年轻一代健康担忧加剧，“养生”不再是中老年专属。根据《2019年国民健康洞察报告》显示，自评健康得分随着年龄递减呈现出阶梯状下降的趋势，其中80后、90后的自评得分均低于7分，面对着睡眠、皮肤、肠胃等方面的健康问题。可见，“养生”不再是属于中老年人的专用词汇，反而成为80后、90后人群的流行词，对健康的担忧在深层上推动年轻群体投入更多的资源来抵抗生活中的各种不健康因子。从2019年上半年天猫养生类食品的消费客群来看，二线城市的85后和90后人群已成为线上养生类食品的消费主力，并且下沉市场的80后、90后及95后消费者增速强劲，已成为消费的新兴人群。

图7：不同年龄段自评健康得分



资料来源：丁香医生，国信证券经济研究所整理

图8：不同年龄段健康困扰问题



资料来源：丁香医生，国信证券经济研究所整理

图 9：2019 年上半年线上养生类食品核心客群矩阵

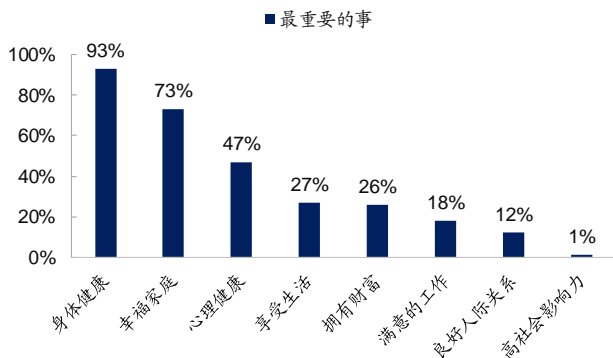


资料来源: CBNDData, 国信证券经济研究所整理

消费意识：健康意识持续提升，疫情之下加速觉醒

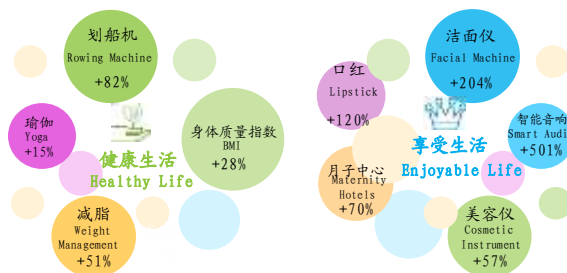
伴随着生活水平的提升，消费者的健康意识也逐步提升，其对健康的重视程度的平均水平为 9.6 分（满分 10 分），93%的消费者认为“身体健康”最重要的事，随后是“幸福家庭”和“心理健康”，消费者对于健康的重视程度已远超“拥有财富”和“满意的工作”。从百度指数搜索增速来看，2019 年消费者对于“健康生活”和“享受生活”的关注度提升明显。

图 10：“身体健康”成为最重要的事



资料来源: 丁香医生, 国信证券经济研究所整理

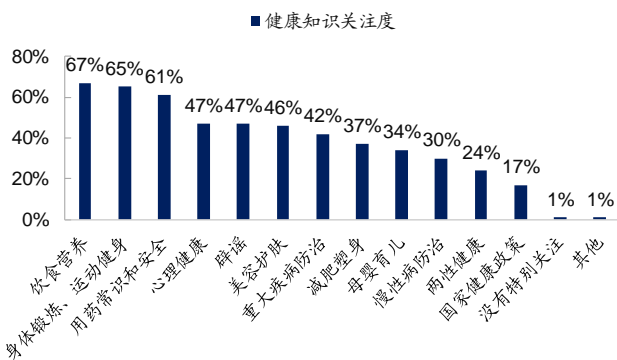
图 11：2019 年百度指数搜索增速



资料来源: 尼尔森, 百度指数, 国信证券经济研究所整理

健康意识的提升使得消费者对健康食品的青睞度显著提高。饮食营养知识在目前“最关注的健康知识”类别中排名第一，其重要性程度达到 9.3 分，但是消费者对于自身饮食的满意度只有 6.9 分。可见，随着消费者健康意识的逐步提升，对食品营养、健康的追求会有一个跨越式的发展，对品质、安全、营养的要求也将越来越高。根据尼尔森零研数据显示，添加健康成分的食用油、酱油、早餐谷物、方便面等品类增速更快，主打健康概念的早餐谷物产品 2018 年销售份额达 4.1%，相比 2017 年翻两番。

图 12: 消费者健康类别关注度排名



资料来源: 丁香医生, 国信证券经济研究所整理

图 13: 饮食健康升级路径



资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

图 14: 健康饮食金字塔



资料来源: 丁香医生, 国信证券经济研究所整理

图 15: 添加健康成分的食品品类增速



资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理

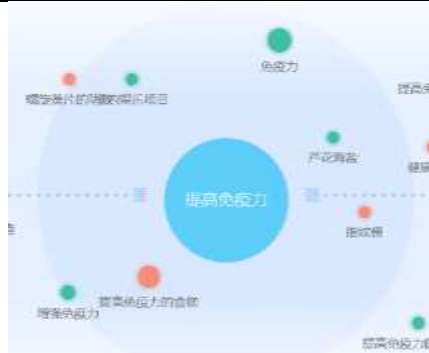
重大疫情下, 消费者营养健康意识加速觉醒。根据百度指数统计, “提高免疫力”和“健康”词条的搜索指数在疫情期间暴涨, 而大量的搜索关联指向了“提高免疫力的食物”, 疫情给免疫力食品免费打了一个覆盖率最强也最有效的“植入广告”。根据 FBIF 联合数字 100 发布的调查显示, 疫情期间, 提高免疫力产品的消费净增达 22%, 而 44% 消费者想在疫情过后增加富含益生菌的酸奶类产品的消费。

图 16: “提高免疫力”搜索指数在疫情期间暴涨



资料来源: 百度指数, 国信证券经济研究所整理

图 17: “提高免疫力”与“提高免疫力的食品”强关联



资料来源: 百度指数, 国信证券经济研究所整理

政策引导+科技进步, 助力健康食品发展

2015年，十八届五中全会公报中，将建设“健康中国”上升为国家战略；2017年党的十九大报告将实施健康中国战略纳入国家发展的基本方略，指出“人民健康是民族昌盛和国家富强的重要标志”，群众健康的受重视程度不断提升，健康中国建设进入全面实施阶段。由于食品安全仍然是首要任务，政府出台了一系列可持续发展规范，鼓励企业提高食品品质，生产各种满足消费者日益增长的健康食品需求的产品，各类政策的支持将推动健康食品行业的发展。

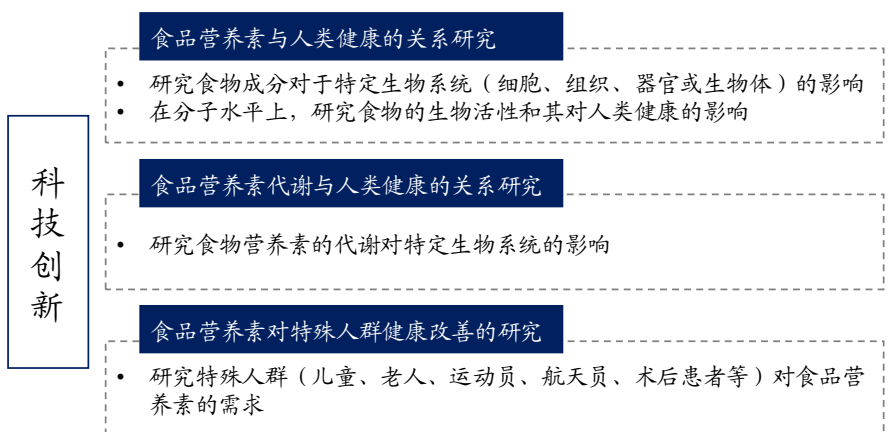
表 1：食品行业相关政策文件

时间	发布单位	政策法规/重大事件	主要内容
2017年1月	发改委、工信部	《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	改善供给结构，提高供给质量，支持发展养生保健食品，进一步健全标准体系，提升产品质量，引导企业增强品牌意识，鼓励食品企业加强品牌建设，夯实品牌发展基础，提升产品附加值和软实力，打造百年食品品牌，加强与大型电商品牌对接，拓宽销售渠道等
2017年2月	国务院	《“十三五”国家食品安全规划》	全面实施食品安全战略，着力推进监管体制机制改革创新和依法治理，着力解决群众反映强烈的突出问题，推进食品安全现代化治理体系建设，促进食品产业发展，推进健康中国建设
2018年10月	卫健委	《2018年度食品安全国家标准立项计划》	制定了食品相关产品标准及食品添加剂质量规格标准及检验方法标准
2019年3月	国务院	《食品安全法实施条例（草案）》	完善食品安全标准、风险监测等制度，确保食品安全，维护人民健康

资料来源：国信证券经济研究所整理

科技进步激发食品行业健康变革浪潮。一方面，借助医疗和营养科学可以加深对饮食营养与人体代谢关系的理解，从而针对不同人群制定不同的饮食营养搭配，使得个性化营养和健康成为可能；另一方面，人工智能、物联网等技术极大地提高了社会效率，提高了健康饮食的覆盖程度，如物联网技术的大力发展，更多微型可穿戴设备能动态检测人体的健康指标，智能物流则让消费者能方便地订购、存储和运输专属的食物，从而更快速和高效地帮助消费者确定健康营养定制方案。

图 18：科技主导食品行业向营养健康发展



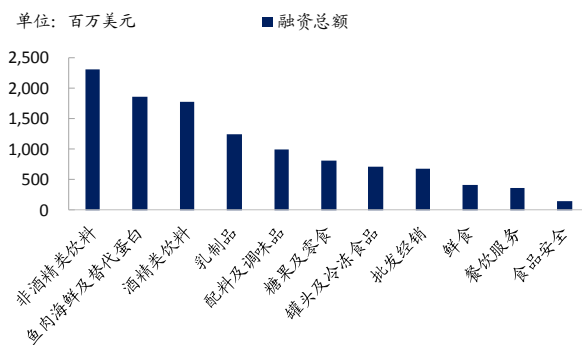
资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

制胜关键：“新产品+新包装+新营销”布局健康赛道

新产品：差异化打法切入市场，功能化和个性化需求凸显

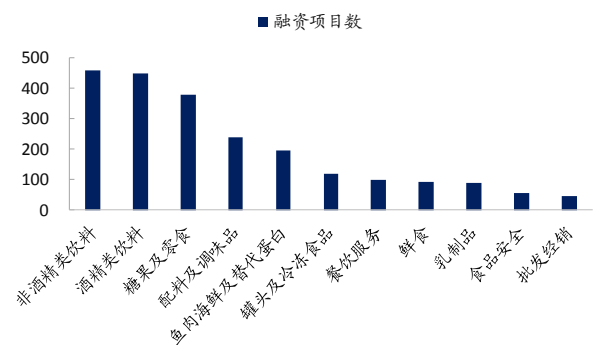
就全球食品饮料行业来看，新品牌不断涌现开始瓜分大型食品企业的市场份额，近年来食品板块投资热度火爆，据公开资料显示，过去两年全球食品行业投融资事件共计 2368 起，涉及金额约 117 亿美元，从细分品类来看，饮料类、乳制品、鱼肉海鲜及替代蛋白以及糖果和零食等板块投融资热度较高。国外食品巨头也持续加大新锐品牌的孵化力度，如通用磨坊、百威、玛氏、Chobani 等纷纷开始加大了对蛋白质类、植物基、有机果蔬类等细分品类品牌的关注度。

图 19: 2017Q3-2019Q2 食品饮料行业融资总额



资料来源: CBInsights, 国信证券经济研究所整理

图 20: 2017Q3-2019Q2 食品饮料行业融资项目数



资料来源: CBInsights, 国信证券经济研究所整理

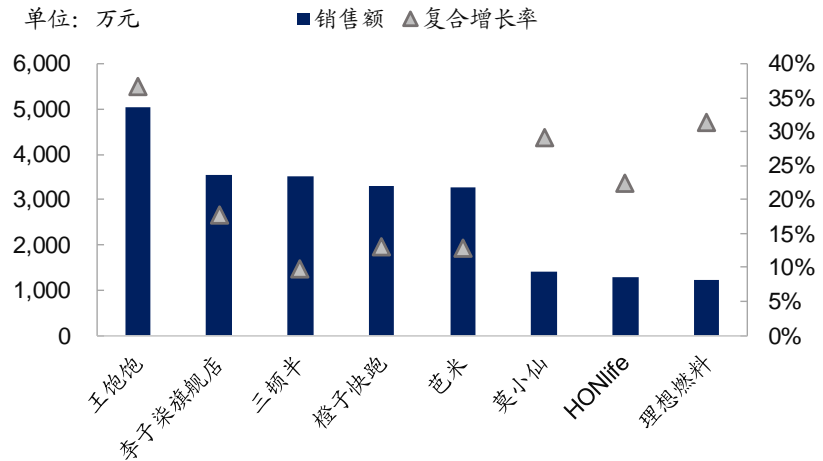
表 2: 国外食品巨头新食品品牌布局情况

公司	孵化器	蛋白质类	新风味类	植物基类	有机果蔬类	益生菌功能类	纯天然类(母婴)
通用磨坊	301 INC	1	2	3	4	1	
百威	ZX Ventures	2	17	2	2	1	
玛氏	Seeds of Change TM Accelerator	1	2	2	1		
达能	Danone Manifesto Ventures	2	3		1	1	1
Chobani	Chobani Incubator	6	15	1	8		3
卡夫亨氏	Springboard	2	2				
亿滋	Snack Futures		1			1	

资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

根据天猫销售数据显示, 2019 年王饱饱、李子柒、三顿半等新锐品牌的半年销售额均达到了千万级别, 平均复合增长率可达到 20%-30%, 部分新锐品牌销售额跃居品类前列, 如钟薛高、三顿半分别在冰淇淋、速溶咖啡类目中位居前两名, 相较于传统食品品牌增长乏力的态势, 新锐品牌势头正猛, 或将搅动传统食品行业的竞争格局。目前天猫已启动新锐品牌联盟计划, 未来 3 年计划在集团子品牌、新生代品牌、网红专属品牌、产业带品牌四条主赛道孵化 500 个以上新锐品牌、贡献至少 1000 亿销售额。

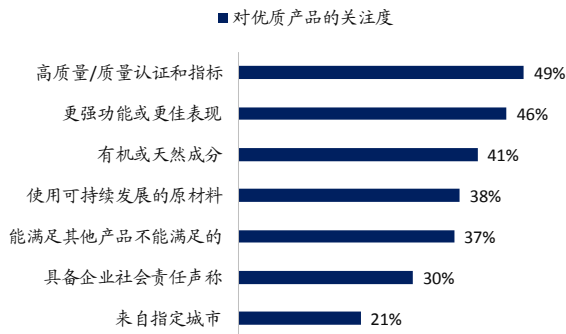
图 21: 新锐品牌天猫销售额及复合增速



资料来源:淘数据, 国信证券经济研究所整理
注: 数据区间为 2019 年 1-7 月

产品成功最为关键的在于挖掘消费者痛点。根据尼尔森全球消费升级研究, 亚太地区消费者对于带有高质量/质量认证和指标 (56%)、更强功能/更佳表现 (52%)、有机/天然成分 (50%) 等属性的产品更加青睐。目前众多品牌与制造商在营养产品领域不断创新, 唯有差异化的产品才能脱颖而出, 就产品创新而言, 基于具体场景进行产品改良, 相较于颠覆式的创新, 基于消费者的碎片化需求和微场景进行微创新往往更加高效。如王饱饱火爆全网的关键在于抓住了年轻消费者的痛点, “保温杯里泡枸杞, 燃烧我的卡路里” 是年轻群体真实的生活写照, 王饱饱打破普通麦片的口感缺陷和膨化类麦片高糖高热的局限, 找到口感和健康的平衡点, 补位传统麦片品类的空白需求获得消费者高度青睐, 在 2019 年“双 11” 打败桂格、家乐比等老品牌, 拿下天猫麦片 TOP1。

图 22: 消费者对优质产品的关注度



资料来源:尼尔森, 国信证券经济研究所整理

图 23: 王饱饱麦片热度火爆



资料来源:天猫, 国信证券经济研究所整理

随着消费者对功能性产品的诉求凸显, 富含纤维、益生菌或其他有益成分的功能性食品在市场上越来越受欢迎。如估值 40 亿的超级国货品牌元气森林主打“无糖新主张”, 力求打造健康模式, 旗下燃茶、宠肌系列及乳茶等产品“玩转”功能性, 掀起减脂及爱美人群的购买热潮, 其中燃茶中富含约合 3 个苹果的膳食纤维, “宠肌”胶原蛋白水每瓶宠肌中富含 2550mg 胶原蛋白肽, 乳茶定位无蔗糖低脂肪型奶茶。根据 ZionMarket Research 的数据, 预计到 2025 年全球功能性原料市场将达到近 1 亿美元, 具有功能性的原料会被以更多样的形式应用于食品饮料中。

图 24: 元气森林健康饮品系列

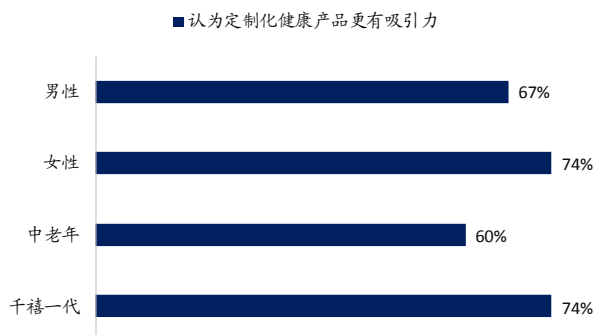


资料来源: 天猫, 国信证券经济研究所整理

伴随着消费者健康意识的觉醒，“平均化”的营养方案、“大众化”的口味配方已无法满足消费者的个体需求，根据消费者的差异需求定制个性化产品是健康食品的重要发展方向。GlobalData 的调查显示，全球 71% 的消费者认为根据他们个人的健康需求定制的产品更有吸引力，58% 的消费者在选择食品时，常常或总是被产品与需求或个性的契合程度影响。

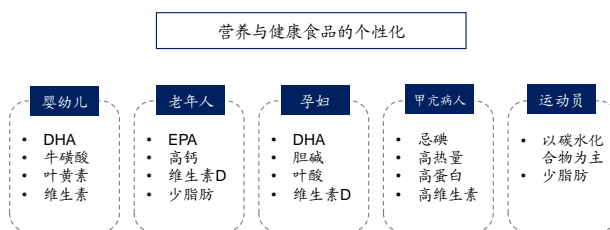
目前各大食品企业都与基因、营养学以及 AI 健康数据终端等企业展开了跨界合作，从而掌握客户的精准需求；同时也从天猫、京东、亚马逊等电商渠道上获得相关大数据的支持，为个性化的产品研发提供方向。例如雀巢与三星合作研发数字健康平台，开启“健康大使”计划，主要通过搜集客户健康以及饮食方面的数据为消费者提供专属的营养指导和膳食套餐，自 2017 年在日本试点以来，该计划已吸引约 10 万名日本用户参与。

图 25: 消费者对健康个性化定制的需求明显



资料来源: GlobalData, 国信证券经济研究所整理

图 26: 不同人群的食品营养需求



资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

新包装：“颜值+实用”双管齐下树立品牌形象

包装设计对于树立品牌形象起着至关重要的作用，一方面，高“颜值”的产品对消费者的吸引力更大，甚至使得消费者改变原有的消费选择和生活方式；另一方面，品牌可以通过包装传达价值观，从而获得消费者的信任，提高产品知名度和用户粘性。根据尼尔森研究显示，47% 的消费者认为创新包装是吸引其目光的重要因素，可见创意造型的包装设计可以让消费者有更高的购买意愿。

图 27: 消费者看重新品要素



资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理

真实简约, 激发关注度。食品包装上使用与产品不相符的图片的设计已经不再受新时代消费者的青睐, 84%的消费者希望透过包装可以看到真实的产品, 因此, 如今的产品包装应看起来尽可能真实。此外, 在包装上突出健康成分也能够提高注重健康的消费者的关注度, 在包装正面进行特殊印刷、添加描述性图片及产品营养价值等都可以增加品牌的竞争优势, 使得品牌产品脱颖而出。

图 28: 消费者对食品包装信息的关注情况



资料来源: IPSOS, 国信证券经济研究所整理

图 29: 品牌商在包装上突出健康及营养信息



资料来源: IPSOS, 国信证券经济研究所整理

细致便捷, 提升实用性。消费者对包装的便利性提出了更高的要求, 91%的消费者认为除了观赏与保护价值外, 便捷性是包装设计的重要方面。如每日坚果应用“锁鲜装”技术, 将每日坚果干湿分离, 方便消费者同时食用果干和坚果。此外, 目前消费者更喜欢迷你包装, 不仅便于消费者控制日常的卡路里摄入量, 还便于携带和储存。根据 Mintel 的研究, 54% 的英国消费者认同迷你包装的产品有助于摄入较少的能量, 40% 的德国消费者也认为, 控制零食分量是减少糖摄入量的绝佳选择。

图 30: 消费者注重食品包装的便捷性



资料来源: IPSOS, 国信证券经济研究所整理

黏性交互, 打造情感沟通。越来越多的消费者不仅关注商品的功能性, 还关注与商品的情感共鸣, 尤其是年轻群体更加青睐购买有情感共鸣、理念契合的产品, 而包装俨然成为消费者和商品情感的重要载体。比如味全每日 C 在包装上用温暖、有趣的文字与消费者产生沟通; 小茗同学“不要脸”的瓶身设计满足消费者的个性化追求; 安佳推出头条新闻瓶不仅帮助消费者及时了解资讯, 还让消费者对于牛奶的新鲜度产生信赖。

图 31: 消费者倾向于购买有情感共鸣的商品



资料来源: IPSOS, 国信证券经济研究所整理

图 32: 品牌商在包装上突出健康及营养信息



资料来源: IPSOS, 国信证券经济研究所整理

天然环保, 可持续发展。随着消费者对于生态可持续性越来越关注, 绿色环保理念已延伸至包装领域, 有 82% 的消费者愿意为环保包装支付更高的费用, 尤其是中高收入人群。目前, 品牌商们也开始在环保包装上进行了研究和投资, 如麒麟的 100% 再生树脂瓶的生茶 DECAF, 星巴克纸质吸管和打包袋等。

图 33: 消费者倾向购买环保包装产品



资料来源:IPSOS, 国信证券经济研究所整理

图 34: 品牌商采用天然环保包装



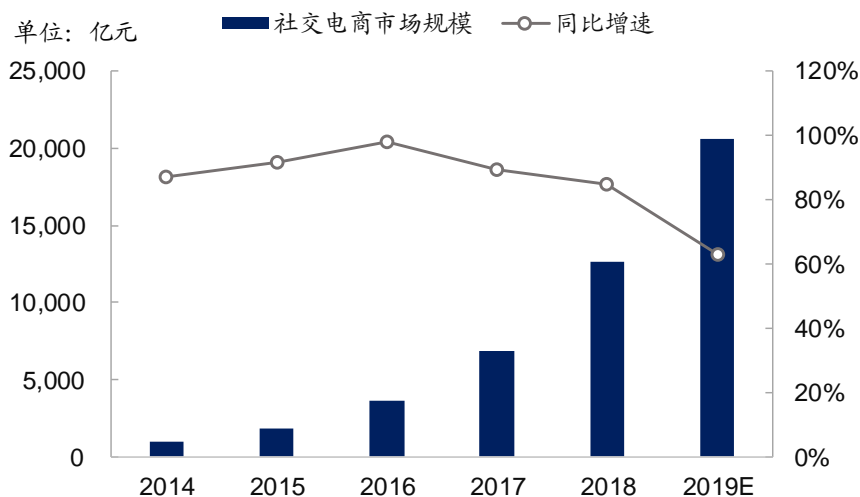
资料来源:IPSOS, 国信证券经济研究所整理

新营销: 跨界营销热度火爆, 直播电商正当风口

“酒香也怕巷子深”, 产品品质出色, 包装独出心裁, 也需要配合宣传营销, 成熟企业在日常运作中, 需要结合小而美的创新方式, 提高营销效率。

移动社交蓬勃发展为渠道导流提供了良好机遇。随着以微信为代表的社交 APP 全面普及, 为线上渠道的进一步发展提供了新的契机: 1) 社交媒体自带传播效应, 可促进商品信息在社交圈中快速传递, 并且基于强社交关系的传播方式, 往往消费者对商品更具信心, 购买转化率可达到 6-10%, 远高于传统电商 0.37% 的转化率; 2) 社交媒体覆盖人群广, 受众群尤为丰富, 可对电商用户群进行有效补充。目前随着社交流量和电商交易融合程度不断深入, 社交电商获得了快速发展, 近 5 年 CAGR 达 60%, 预计 2019 年社交电商规模将超 2 万亿元, 占网络零售额比重超 20%。

图 35: 社交电商市场规模持续增长



资料来源:中国互联网协会, 国信证券经济研究所整理

“跨界营销”作为时下品牌年轻化的重要手段, 呈现出“万物皆可跨界”的火爆局面。将品牌与其他品牌或 IP 进行融合, 彰显新锐的生活态度和审美方式, 契合新消费人群的个性化需求, 以此获得目标消费群的关注度, 实现双向导流。近两年大火的“喜茶”便是跨界玩法的集大成者, 在消费者注意力缺乏、内容碎片化的市场环境下, 通过频繁的跨界营销, 保持了始终新鲜的话题热度。此

外，奈雪的茶、大白兔、钟薛高等依托跨界营销也赚足了噱头。

表 3: 喜茶热门跨界合作活动汇总

时间	合作品牌	营销产品	营销方式	微博话题	阅读量	讨论量
2019.6.19	喜茶 X 徐福记	肉干查王脆筒、肉松咸蛋黄脆筒	KOL 推广	#灵感寻味计划#	1190.4 万	7370
2019.4.19	喜茶 X 杜蕾斯	喜茶 X 杜蕾斯七夕特别杯套	买茶赠送	/	/	/
2019.1.13	喜茶 X 太平鸟	新年限定服饰礼盒、粉色主题的 T 恤单品	KOL 推广	#PB 福利#	358.6 万	1.8 万
2018.10.11	喜茶 X 百雀羚	联名礼盒、会员卡、特别菜单	线上: 喜茶与百雀羚合作的短篇股市微信推文 线下: “芝芝士”在城市奔跑	#阿喜与阿雀#	581.5 万	1.1 万
2018.6.16	喜茶 X 欧莱雅	塑造二次元形象、美妆口号礼盒	微博推广和微信推送	#欧莱雅 X 喜茶能量巴士#	/	/
2018.3.31	喜茶 X emoji	黑白两款 emoji 表情限时杯套、随机 emoji 心情纸袋	买茶赠送	#HEYTEA 一下, 愚乐由你#	314.2 万	6240
2017.12.30	喜茶 X 小黄鸭	小黄鸭喜茶杯套、联名会员卡、礼品卡、表白卡、圣诞福袋	买茶赠送	#超喜欢你 ya#	67.8 万	1560

资料来源: 时趣洞察云, 网络公开资料, 国信证券经济研究所整理

图 36: 大白兔 X 气味图书馆推出快乐童年香氛系列



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

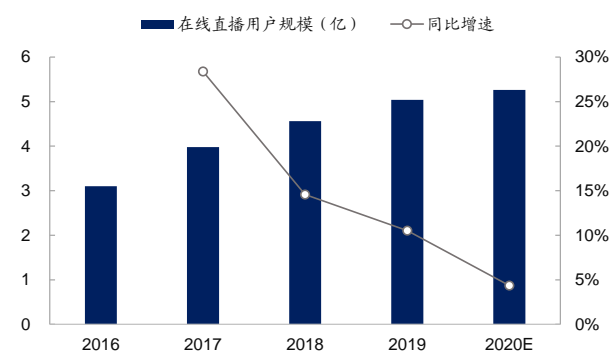
图 37: 奈雪的茶 X 旺旺推出新品和周边产品



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

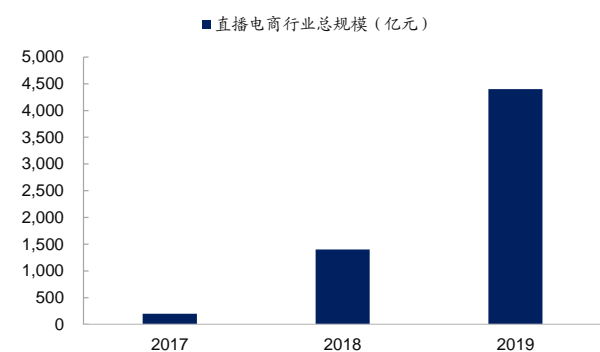
2019 年直播异军突起, 双 11 仅淘宝直播就贡献了 200 亿元的销售额, 有 10 个直播间破亿, 双 11 开场 1 小时 3 分钟, 淘宝直播引导的成交额已经超越 18 年双 11 全天的直播成交额, 其中薇娅双 11 期间直播的成交额超过 27 亿, 超过 18 年全年销售总额。预计 2019 年直播电商销售规模将达 4400 亿元, 增长势头强劲, 直播将成为继“拼团砍价”等社交玩法之后的主流购物形式之一, 逐渐趋于“常态化”。

图 38: 中国在线直播用户规模



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 39: 中国直播电商销售规模快速提升

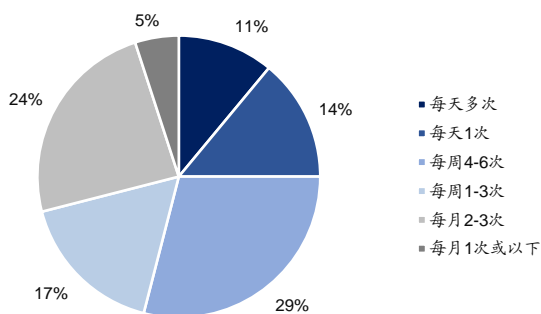


资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

直播电商快速兴起的核心在于其提升了用户的消费转化率, 根据艾媒咨询调研

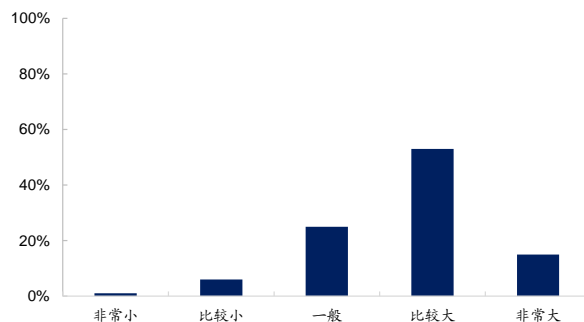
数据，直播电商用户中每周购物高于1次以上的用户占比合计达到54%，直播可在极大程度上唤醒用户的消费欲望，我们认为其原因在于提升了消费者的购物体验。传统电商仅仅依靠文字和图片造成了商家和消费者信息不对称性，直播电商基于视频形式使消费者更为直观且全面的了解商品信息，弥补了传统电商的劣势。此外，通过直播形式，消费者能够与主播们进行实时沟通，即时互动，拉近了消费者和商家之间的距离，通过情感互动提升了消费者的购物体验。

图 40: 2019H1 直播电商用户观看直播带货频次



资料来源:艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 41: 2019H1 用户观看直播带货引起消费欲望



资料来源:艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

紧贴直播电商风口，各大平台持续加码。电商平台内容化、内容平台电商化已成为大势所趋，自2019年以来不少电商平台和直播平台纷纷加大了“直播+电商”模式的建设力度，2月淘宝直播独立APP正式上线，并于7月推出“启明星计划”，2019年淘宝直播引导成交GMV超1000亿，超50%淘宝商家通过直播获得增长。诸如京东、拼多多、网易等均加大了直播电商领域的布局力度，伴随5G时代的到来，“宅经济”持续发酵，预计未来直播电商形式将获得进一步突破，继续维持高增态势。

表 4: 主流平台直播电商布局大事件

平台	时间	事件
淘宝	2019.02	淘宝直播APP正式上线
	2019.07	推出“启明星”计划
京东	2019.12	2020年京东将向直播间定向投入亿级资源扶持,针对不同发展阶段的商家分层定制营销方案,并推出商家赋能“2+2”计划
拼多多	2019.05	拼多多与快手达成合作,拼多多商家可接入快手主播资源做商品直播推广
	2019.11	拼多多孵化直播业务,11月24日首先内测微信小程序“好货内购”。
网易考拉	2019.08	网易考拉正式上线直播功能
腾讯	2019.12	腾讯直播宣布一项“引力播”计划,希望2020年内助力微信平台上10万商家更好的获取用户、完成商业变现,并扶持超过1000+商家通过直播电商模式突破1000万的年成交额。

资料来源: 新闻资料、国信证券经济研究所整理

细分赛道：健康需求正当时，细分领域迎接机遇

乳制品：场景拓展催生需求，疫情之下逆势增长

天然高品质为消费者购买乳品的核心驱动因素。乳制品自带健康基因，属于高健康度品类，益普索《2019年大健康白皮书》，牛奶、酸奶在消费者期待的更健康产品中，位列第二和第六位。乳制品的基本原料是牛奶，在消费者购买乳品的重要驱动因素中，成分天然、高品质、口味口感好等居于核心地位。根据益普索监测数据，94%的中国消费者注重乳品的“天然品质”，成分、奶源、工艺均其衡量乳品“高质量”的标准。物联网的发展、手机的普及也推动着“产品追溯”的购买习惯的形成，通过手机扫码，消费者可查看到乳品从生产、批

发到零售等环节的详细记录，获取方便、一目了然、信息更透明，盒马鲜生的监测数据显示，带有追溯的商品，销售额比其他商品高出 20%。

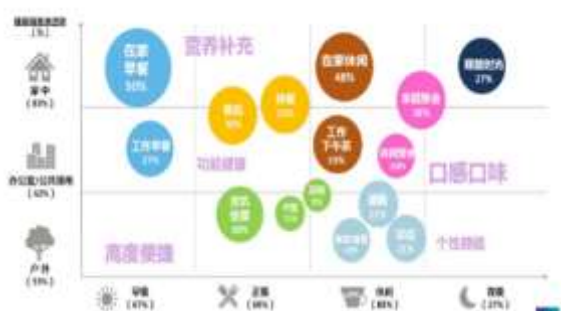
图 42: 消费者对乳制品的需求



资料来源:中国互联网协会, 国信证券经济研究所整理

细分场景寻求突破。消费者对于乳品的使用场景，从最初的在家早餐、在家休闲、睡前时光等场景，逐渐向伴餐、下午茶甚至代餐扩展。聚会场景、工作下午茶场景，交叉在家中/办公室/公共场所等地点的餐后、伴餐场景，其渗透率约 30%，且呈上升趋势。可见，伴随着使用场景的日渐多样化，消费者更为碎片化的需求，也为乳品研发与升级，提供着细小但关键的诸多切入点。2019 年蒙牛在新场景、细化消费者需求方面，做出了不少尝试，如“恬醒”葛根风味酸奶，瞄准商务应酬、聚会派对等需要饮酒的消费场景，开创了酸奶市场解酒功效的先河；针对代餐场景，推出的“半餐生活”轻食奶昔牛奶，通过膳食纤维垫饥、增强饱腹感。此外，工作、户外等场景的拓展催化了便捷性需求，80% 的中国消费者关注乳品的便利性，具体体现在携带便利（49%）、饮用便利（49%）、储存便利（39%）及购买便利（24%）上。

图 43: 乳制品使用场景扩展



资料来源:IPSOS, 国信证券经济研究所整理

图 44: 蒙牛“恬醒”葛根风味酸奶



资料来源:蒙牛官网, 国信证券经济研究所整理

口味创新和升级为突破点。根据益普索的乳品研究，78%的消费者关注乳品的口味与口感。同时，消费者对“口味/口感”提出了更为具体的需求，愈加多元化。从场景和品类角度，“口味/口感”对早餐、休闲、餐后、伴餐、充饥垫腹场景更为重要，低温酸奶、乳酸菌/乳味饮料、植物蛋白饮料具有更高的品类关联度。在口感突破上，卫岗乳业在 2019 年推出轻气酸奶，凭借奇妙的空气感

进军酸奶界，通过加入了无色无味的氮气，使酸奶的质构中有了细孔，造就了慕斯般的轻盈蓬松、入口即化的口感。在口味升级部分，蒙牛真果粒于 2019 年 9 月 20 日线上首发白桃树莓新口味产品，当天销售 3 万件，5 天中预售超过 10 万件。可见，创意或流行的口味对消费者具备高吸引力。

图 45: 消费者对乳制品口味的要求



资料来源:IPSOS, 国信证券经济研究所整理

随着疫情的发展，消费者对自身健康的关注度也达到了一个新的高度，乳品作为对健康有益的食品已经获得共识，疫情期间出现供不应求的现象，京东平台乳制品销量增长 370%，牛奶品类成交额同比增长 300%，其中有机牛奶品类成交额同比增长 200%。阿里渠道 1 月乳制品行业销售额 10.53 亿元，同比增长 115.08%，销售量 1594.87 万件，同比增长 80.43%。我国乳制品已经开始进入良性发展的轨道，预计在此次疫情催化之下，产品细分领域将继续有所表现。

- **高优质蛋白**：高端奶乳蛋白含量达到 3.6 克，持续引领乳制品品类增长。凯度消费者指数研究显示，高端白奶 2017-2019 三年平均复合增长率达到 10.5%（整体液态乳 2.7%）。与此同时一些更容易吸收的优质蛋白产品也备受关注，如 A2B-酪蛋白等产品受到消费者的高度青睐。
- **活性益生菌**：活性益生菌在低温酸奶中主打其活性菌的功能性，受到消费者，特别是高收入群体的追捧。凯度消费者指数研究显示，健康功能性酸奶在高收入家庭（家庭收入>12000 元）中 2017-2019 三年平均复合增长率达到 11.6%。新冠疫情期间，央视新闻播出德国的一项研究，乳酸菌可“激活”人体免疫系统，这或许给活性益生菌品类再次启动发展引擎。
- **低温鲜奶**：低温鲜奶使用低温杀菌工艺最大程度上保留了对人体有益的活菌以及微量元素，并保持了纯天然新鲜口感，逐步成为消费者日常生活必备的健康食品，2017-2019 三年时间渗透率增长了超过 3 个百分点。此外，各厂家均在努力甄选更优质奶源，通过改进加工工艺，致力于为更广泛的消费者提供更优质的健康元素。
- **低糖/低脂**：脂肪和糖分一直是健康管理的重要关注对象，近几年减糖、减脂越来越成为消费者选择产品的重要成分指标。低糖低脂乳制品越来越受到消费者的欢迎。在酸奶和活性乳酸菌饮料中，2019 年低糖/无糖产品金额增长超 20%，渗透率增长超 5%，常温牛奶中，低脂/脱脂产品金额增长高于 10%，渗透率增长 11%。
- **植物基乳品**：植物基乳品的营养价值在于“不含某些物质”（如某些过敏原、乳糖、胆固醇、饱和脂肪等），适用三高、肥胖、乳糖不耐受等人群，其健康特性越来越受到消费者的肯定，根据 Innova 的调查显示约有 32% 的消

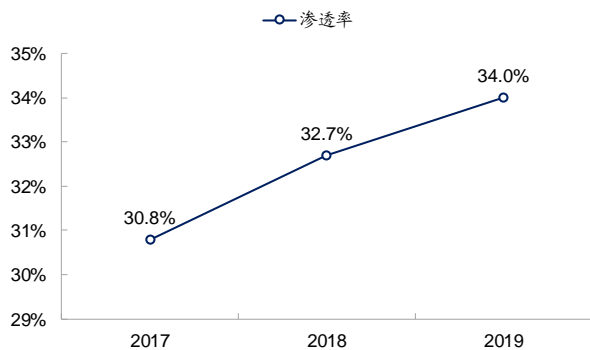
费者愿意为了“更健康”而购买替代产品，预计未来基于植物的乳制品有望实现多元化发展。

图 46: 疫情期间，乳制品是唯一一个消费量提升的非必需品



资料来源: IPSOS, 国信证券经济研究所整理

图 47: 低温牛奶渗透率持续提升



资料来源: 凯度, 国信证券经济研究所整理

图 48: 减脂/低糖乳制品增长领先

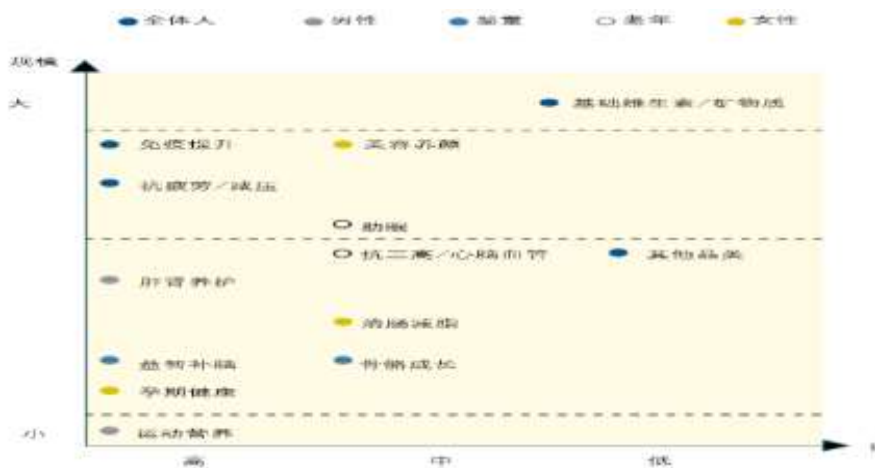


资料来源: 凯度, 国信证券经济研究所整理

保健品: 消费群体年轻化, 细分化需求凸显

消费群体: 从以老年为主向全年龄段发展。过去消费群体主要以老年为主, 且多为以滋补性保健品代替药物功效。如今年轻女性皮肤护理、经期调节, 孕妈妈预防产期妊娠高血糖、补充营养, 青年白领舒缓工作焦虑助睡眠, 中年男性护肝, 青少年儿童智力发展、提升免疫力等, 均有望通过保健品来进行预防性需求, 保健品的消费群体向年轻化发展。

图 49: 中国保健品市场分人群/功能分析 (2016)



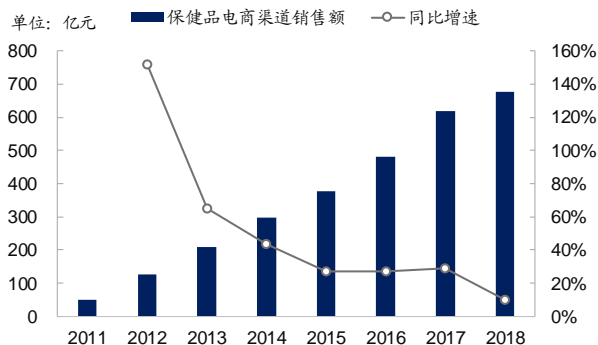
资料来源: 罗兰贝格, 国信证券经济研究所整理

消费理念: 对保健品认知更加科学与理性。 随着获取信息的渠道扩大和教育程度的提高, 新一代消费者接受了国外更加成熟的保健品理念, 更注重科学性与专业性, 在选择保健品时更关注原材料与具体功效。早期夸大宣传引发的消费者信任危机被逐渐解除, 对保健品的认知误区也得到纠正, 从“能治病”到“重预防”, 从只有纯天然的食物才是健康的到从保健品实质为膳食营养补充品而非“添加剂”等, 对保加品消费更加理性。

消费需求: 大类基础功能到更细分、多元。 我国消费者对于保健品的功能不仅仅满足于维生素、蛋白粉等大类基础功能, 更希望针对性的调节健康问题。根据罗三贝格分析, 针对肝肾养护、益智补脑、孕期健康几项需求的产品增速最高, 而免疫提升、抗疲劳/减压、美容养颜等增速与规模兼备。而在原材料上, 参照发达国家如日本市场, 其对于保健品的需求挖掘精准到年龄区间、性别、职业、生理特征等, 如朝日集团开发的“一本满足”能量棒定位于 30 岁左右处于事业打拼的男性, 并将食用场景设定在加班傍晚, 定位精准让产品一上市就迅速获得认可。

- **形态多元化:** 目前胶囊和片剂是保健品的主流类型, 但颗粒、粉剂和口服液等类型的产品也呈现消费高热度, 尤其是以果冻型、糖果型为代表的“零食态”保健品日渐风靡, 2018 年天猫国际消费金额同比增长 473%; 此外, 贴心的人性化设计也是不可或缺的部分, 如随时食用的迷你小包装设计等。可见, 多元化的产品形态有助于提升消费者服用体验, 更受新生代消费者的青睐。
- **功能全面化:** 除了传统的中老年群体, 其他消费群体对保健品的需求也呈现日益增长态势, 从而衍生了更为细分和全面的功能需求, 如白富美、加班党、健身族等对美白养颜、排毒养生、瘦身塑形等不同功效的保健品需求日益凸显。
- **品质专业化:** 由于保健品整体天花板较高, 发展初期呈现粗放式增长, 伴随市场逐步发展, 保健品品质标准不断提高, 因此如何坚守品质防线, 从而为消费者提供高质且专业的产品将成为重中之重, 以天猫国际为例, 已通过自建平台标准、政企联动、引入质量检测机构等加强品质把关。

图 50: 中国保健品电商销售规模持续增长



资料来源:前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图 51: “零食态” 保健品代表产品



资料来源:天猫, 国信证券经济研究所整理

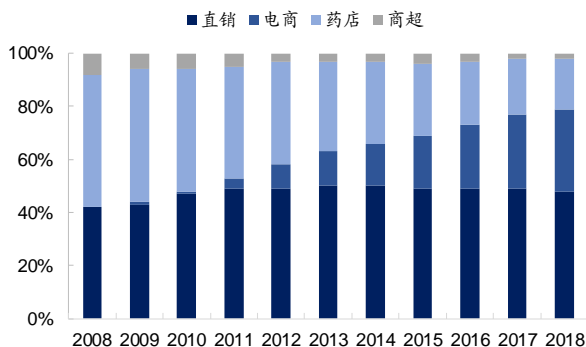
图 52: 消费者对保健品的功能需求愈加细化



资料来源:CBNData, 国信证券经济研究所整理

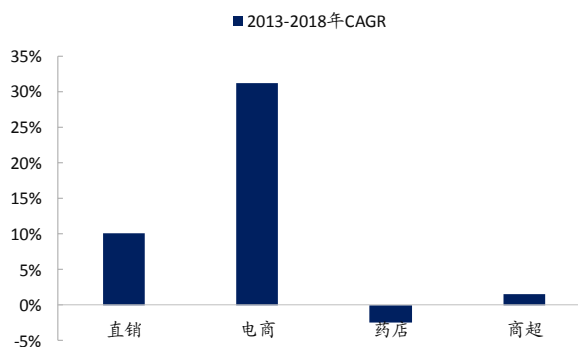
直销占据主导但趋势走弱，电商紧随其后势头强劲。国内保健品销售渠道涵盖直销、电商、药店和商超等，自 2015 年起直销渠道占比略有下滑，但 2018 年仍以 48% 的份额占据主导；伴随着互联网的崛起，2012 年以来保健品电商销售占比快速攀升，持续挤占药店和商超份额，2018 年其占比约为 31%，2013-2018 年电商渠道 CAGR 超 30%，远高于直销渠道约 10% 的增速水平。

图 53: 中国保健品销售渠道分布情况



资料来源:Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 54: 2013-2018 年保健品细分渠道 CAGR



资料来源:前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

站在当前时点，我们认为直销渠道份额或将持续下滑，电商渠道有望延续高速增长继续挤占其他渠道份额，或将逐步成为保健品消费的主导渠道。

直销渠道：早期凭借高市场教育力脱颖而出，政策管控推动直销规范化。在国内保健品发展初期，由于消费者对保健品消费认知较低，直销凭借其高效的市场教育能力脱颖而出，但随着消费者意识和习惯的转变，该渠道优势将逐步减弱。此外，针对“权健事件”引发的市场乱象，监管部门重拳出击，2019年1月开展“百日行动”重点整治直销产品，商务部备案的直销产品经复核后被砍近半，可见国家对直销渠道监管趋严，该渠道进入存量规范化发展期，其增速将继续放缓，份额将受到进一步挤压。

表 5：“百日行动”对保健品直销渠道的影响

项目	“百日行动”前	“百日行动”后	变动情况
直销企业数量	91	89	-2.2%
直销备案产品数量	4304	2387	-44.5%
直销培训人员	2935	2457	-16.3%
直销员（万人）	391.8	326.7	-16.6%

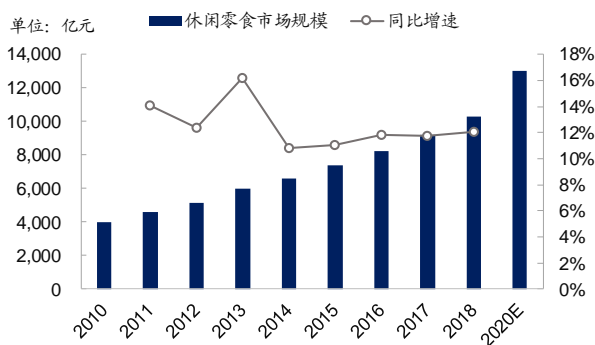
资料来源：商务部、国信证券经济研究所整理

电商渠道：借力互联网红利快速崛起，契合长尾需求长足发展。受益于互联网的普及，保健品电商渠道借势而起，并伴随着新生代消费力量的崛起录得持续高增长，2018年保健品电商渠道销售规模达667亿元，其中80后、90后为消费主力。相较于其他国外市场，目前国内保健品消费类型还相对单一，随着国内消费者保健品消费观念不断形成，叠加进口保健产品进入和跨境电商快速发展，电商平台为消费者提供类型更为丰富、功能更为多样的产品，高度契合了消费者的长尾需求，有望继续延续高增长。

休闲食品：从“过嘴瘾”到“养生流”，健康营养需求凸显

根据 Forest&sullivan 数据显示，2015年至2018年，我国休闲食品行业市场规模快速持续增长，从7355亿元飞增至10297亿元，且预计2020年可达12984亿元。根据《2018中国线上零食消费趋势报告》显示，2017年线上健康零食概念从天然、非油炸向无添加、粗粮、无糖发生转变，消费者对零食的健康及营养要求愈加凸显，零食健康化已成为大势所趋，从2013年至2017年，带有“健康标签”的零食产品数量增长了17%，带有“营养标签”的零食产品数量增长了22%。

图 55：休闲零食市场规模快速攀升



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 56：线上零食健康概念转变



资料来源：CBNData，国信证券经济研究所整理

消费人群结构复杂化，业务边界不断延伸。消费人群的拓展推动了休闲健康食品业务领域的延伸，其主流消费人群由儿童向年轻人群渗透，其中青年女性消费者已上升为休闲健康食品的主流消费者。根据现有数据显示，我国休闲零食的消费者主要集中在18-35岁年龄段，以女性（75.0%）白领（43.3%）为主。

图 57: 休闲食品三巨头消费客群以年轻女性为主



资料来源: Mob 研究院, 国信证券经济研究所整理

随着消费人群的拓展和生活节奏的变化，零食食用场景呈现出多元化趋势，逐步渗透上班、休闲等多维生活场景，场景化零食越来越受到消费者的青睐。如早餐时段针对单身上班族的体积小巧、高能量速食型的营养零食，办公室场景下的低脂、低糖、低热的休闲零食，适合夜间加班的能量补充型零食等等。

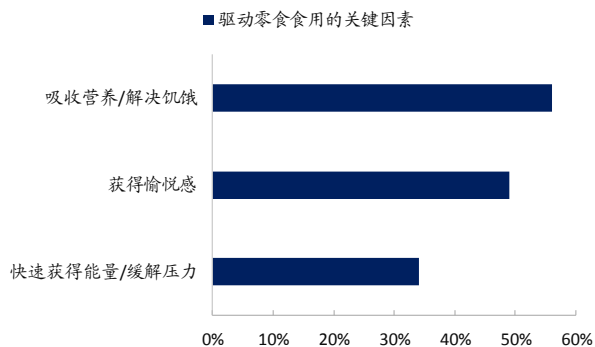
图 58: 零食食用场景呈现多元化



资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

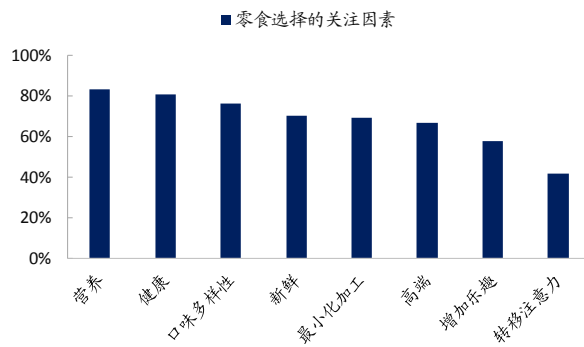
零食正餐化正当时，健康需求走在前面。随着消费者对零食的需求逐步攀升，吃零食不再是简单的消遣或过嘴瘾，零食正在成为一日三餐之外的“第四餐”般的存在，有 56%的消费者食用零食的驱动因素为吸收营养/解决饥饿，零食角色的转变，倒逼着零食行业朝着品质、健康的方向发展。消费者对零食的期望已经超出了以往即刻放纵和饱腹感的需求，希望能随时随地获得针对特定场合的零食，除了能在紧张的工作中享受片刻放纵，还能确保配料和营养能符合一天中的特定需求，超 80%的消费者将营养和健康列为选择零食时的关注因素。

图 59: 消费者食用零食的驱动因素



资料来源:吾德研究, 国信证券经济研究所整理

图 60: 消费者选择零食的关注因素



资料来源:吾德研究, 国信证券经济研究所整理

个性化订制, 打造专属健康零食。 目前国内的电商零食品牌虽然有零食大礼包这样的多品类组合产品, 但缺乏了对消费者个性化需求的重视。反观海外市场, NatureBox 创立于 2012 年, 并在极短的时间内成为美国增长最快的食品品牌之一, 其快速增长源于它独特的商业模式——消费者每月能以 19.95 美元的价格获得 NatureBox 递送的“零食盒子”, 盒中放有 NatureBox 为每个用户精心选择、搭配的健康零食; 此外, 用户还可以从配料、口味等角度对自己的零食盒子进行定制, 极大程度上满足了消费者对健康零食的个性化需求。

图 61: NatureBox “零食盒子”



资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

零食健康化趋势愈加凸显, 我们认为目前健康零食健康化的发展方向主要包含以下四个方面:

- **配方的改进:** 改进配方打造低糖或低盐、低脂、低卡的产品是实现零食健康化的关键方式之一。近年来, 许多大牌的经典产品都纷纷升级, 在配方上做减法。光明于 2019 年推出“减肥版”莫斯利安, 对比其经典产品, 此款减少了 50%的脂肪和 25%的蔗糖, 不仅如此, 包装上 66 的字样十分醒目, 意为每 100g 仅含 66kcal 的热量; 乐事的轻盐版薯片, 相比经典的原味薯片减少了 50%的钠含量; 而卡乐比的低糖版麦片, 减少了 25%的糖分。
- **成分的改善:** 目前市面上的许多零食, 都不再“单纯”, 而是添加了益生菌、膳食纤维、维生素等有益健康的成分。在成分上做加法, 是零食健康化的又一重要体现。美国著名能量棒品牌 Kind 就有添加益生菌的产品, 每份含 5 亿 CFU 益生菌。

- **工艺的改变**：膨化零食吃起来十分清脆，是减压良品。但许多膨化食品也都是油炸食品，高温油炸不仅会导致较高的热量，可能还会带来丙烯酰胺等有害物质。因而，用其他工艺代替油炸也是实现零食健康化的一个方式。如乐事的轻焙系列薯片，采用 360° 热风烘焙工艺，相比油炸薯片热量更低、脂肪更少。此外，从蔬果干的欢迎不难看出，追求健康的消费者越来越喜欢更简单的工艺。相比于真空油炸的蔬果干，冻干技术不仅不添加油，还保留了蔬果的营养。
- **包装的改动**：近两年，每日坚果的热度不断高涨，国内许多零食品牌都推出每日坚果、每日果干等“每日零食”。一日型的设计不仅能让消费者适量地吃零食，还能养成每天食用的习惯。可见，小包装已成为零食健康化的重要着陆点，如洽洽小黄袋每日坚果销售额已单月破亿元，并创造了两个“第一”：“国内线下销售额第一”，“出口销售额第一”。

图 62：莫斯利安低脂肪减蔗糖酸奶



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

图 63：洽洽小黄袋每日坚果



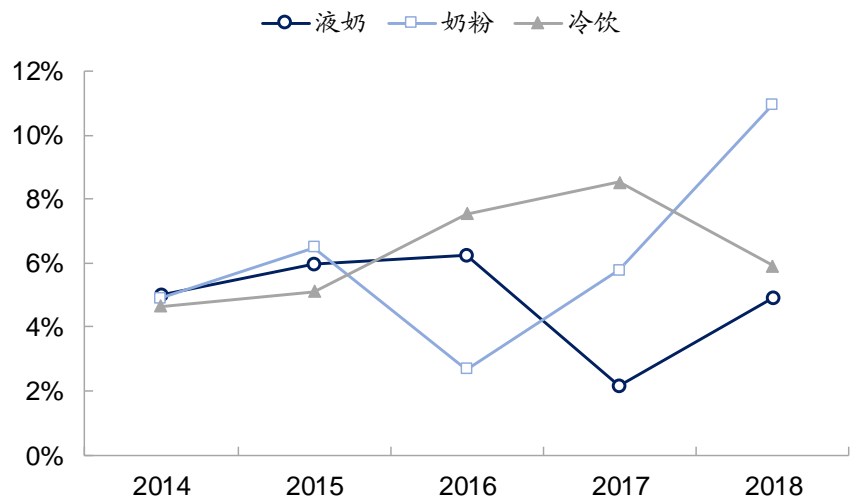
资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

推荐标的

伊利股份：产品升级+渠道深耕，致力打造健康集团

伊利持续推进产品升级，拉动盈利能力提升。近年受消费升级驱动，中高端乳品、健康功能型乳品及其它新包装、新口味乳品，倍受消费者青睐，伊利在以消费者为中心的发展理念驱动下，在产品创新上持续发力，加快优势产品的新口味研发，推出安慕希高端即饮柳橙凤梨、猕猴桃青提、咖啡口味，并聚焦有机业务，在“金典有机纯牛奶”“QQ 星有机纯牛奶”和“畅轻有机发酵乳”的基础上，推出了金典娟姗、金典脱脂有机纯牛奶、金领冠有机婴幼儿奶粉新品，不仅满足消费者追求健康生活、消费升级的需求趋势，提升公司盈利能力。2019 年 H1，公司新品销售收入占比 17.4%，比 2018 年提高了 2.6pcts，近年常温奶及奶粉的结构升级带来的收入增速贡献不断提升。

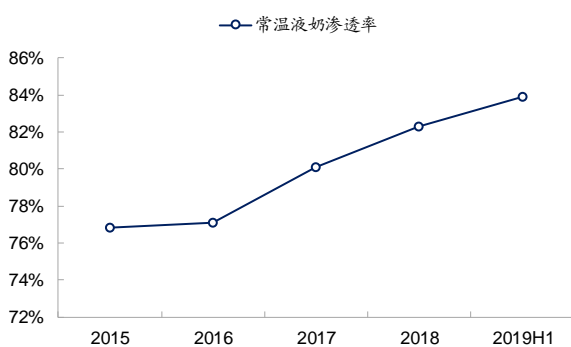
图 64: 伊利产品结构升级贡献比例提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

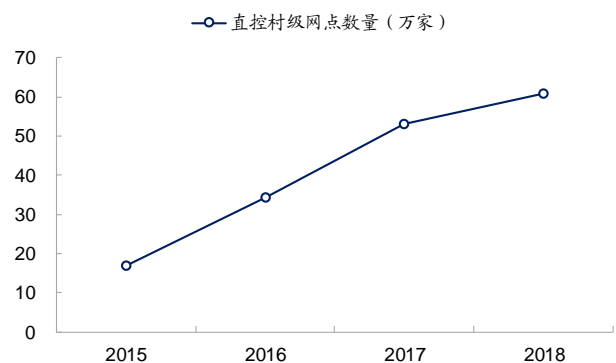
公司持续精耕渠道，逐步建立全球市场布局。公司专注渠道下沉扩展，全面覆盖国内市场，紧紧抓住下线县市乡镇的消费扩容空间，同时随着便利店、电商平台、母婴店等渠道的快速发展，线上线下融合的新零售模式对细分渠道的精细化运营，伊利与盒马鲜生、苏宁小店等 O2O 新零售平台建立合作关系，多重措施下产品在国内市场的渗透能力逐年提升。凯度数据显示，截至 2019 年 6 月，伊利常温液态奶市场渗透率为 83.9%，同增 2.7pcts，三、四线城市的渗透率为 86.2%，同增 2.3pcts。同时在“一带一路”指引下，公司推进全球织网战略，加快海外市场拓展，当前业务布局印尼、新西兰、泰国等市场，受当地消费者青睐，渠道渗透能力继续夯实。

图 65: 伊利常温液奶市场渗透率



资料来源: 凯度, 国信证券经济研究所整理

图 66: 伊利村级网点数量不断提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

创新品牌规划和精准营销，全球产业链资源布局。公司市场营销创新不断，与时下热门顶流带货主播李佳琦、明星王一博等合作推新，契合新传媒特征进行热点营销，并且针对不同品牌消费属性对应与大英博物馆、航海王、国家博物馆等一系列 IP 文创类资源合作，开展品牌跨界营销，拉近消费者与品牌的距离，使伊利品牌更加深入人心。此外公司在共建“全球健康生态圈”目标指引下，继续与全球百余家供应商保持合作关系，夯实乳业资源保障能力，在大洋洲基地生产的金典新西兰进口牛奶、柏菲兰牛奶，进一步满足高端消费需求。公司

先后收购泰国本土最大冰淇淋企业 THE CHOMTHANA 丰富品类实力，收购新西兰 Westland 乳业公司获取优质、稳定新西兰奶源进一步巩固乳业资源实力，推进全球产业链战略布局。

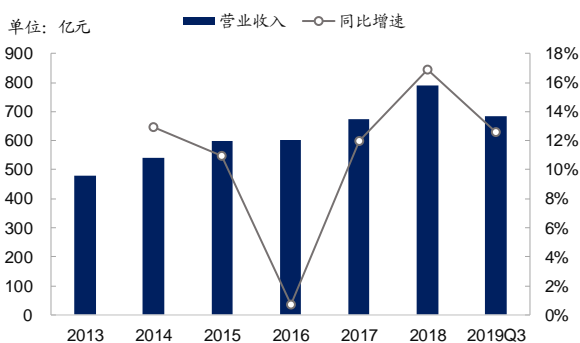
图 67: 伊利品牌营销升级



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

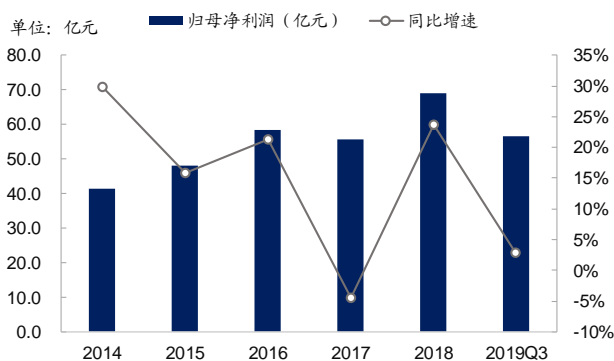
凭借清晰的战略布局、持续创新产品及营销策略, 公司不断夯实行业的领先优势, 2019 年前三季度公司营业总收入 686.77 亿元, 同比增长 11.98%; 归母净利润 56.31 亿元, 同比增长 11.55%, 实现高位双增长。截至 2019 年 11 月, 伊利液态奶市场占有率达 40%, 领先蒙牛约 10pcts。安慕希、伊利牛奶跨越 200 亿大关, 百亿级品牌金典、优酸乳支撑发力, 结合奶粉、低温、健康饮品等多个事业部核心品牌构成品牌矩阵, 贡献业绩稳定增长来源。

图 68: 伊利营业收入变化及增速

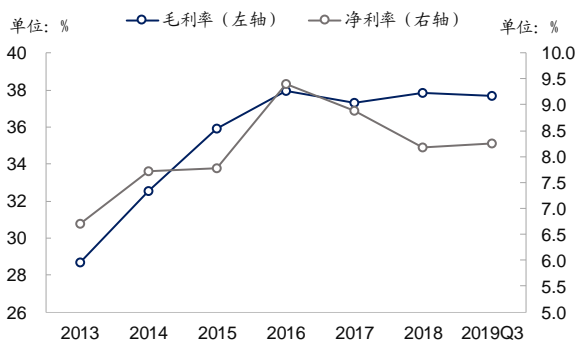


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

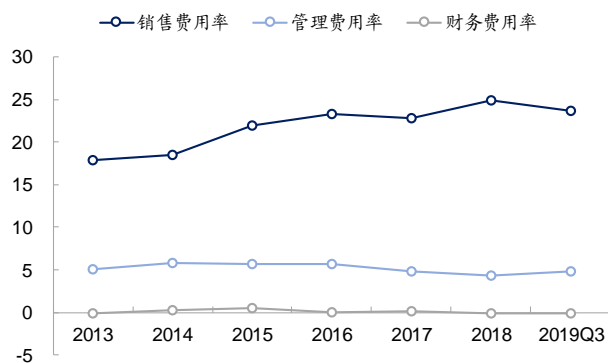
图 69: 伊利归母净利润变化及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 70: 伊利毛利率及净利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 71: 伊利销售费用率及管理费用率


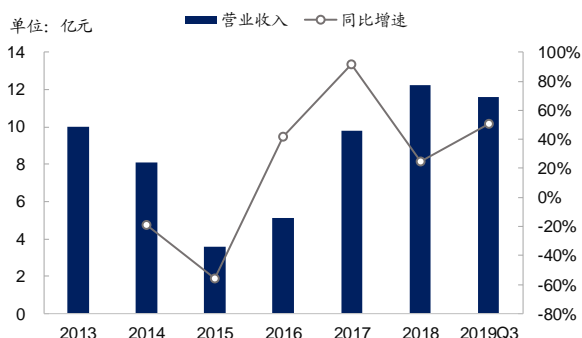
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

健康食品集团雏形已现, 千亿目标并非终点。展望 2020, 作为公司千亿五强的目标年, 我们认为伊利几大事业部将持续发力, 通过优势品牌纵深发展、提前开展新一轮产品升级以优化价格体系, 继续夯实渠道下沉渗透的布局优势, 同时以新品类外延扩张、提升市场覆盖度不断丰富产品矩阵, 逐步实现公司从单一乳企向综合性健康食品集团升级的长期愿景。从成本及费用来看, 预计原奶仍处于供不应求的状态, 未来 1-2 年仍将处于上升周期, 但伊利前期奶源基地建设以及与上游牧场的战略合作将有效缓解相应的影响; 成本加压下竞争环境有望缓和, 2019 年在竞品较大买赠倒逼形成的价格战怪圈较难持续, 企业内部费用投入结构优化及针对性加强, 将平抑销售费用率上行压力。公司通过的新激励方案有利于激发管理层活力, 激励业绩指标 2019-2023 五年复合增速不低于 8.2% (以 2018 年净利润为基数, 2019-2023 年净利润增长率 8%/18%/28%/38%/48%), 并对 ROE 及分红率提出更高要求 (ROE20%/分红率 70%), 意味着后千亿时代下公司在收入及利润两端将做更多平衡, 增速目标设置既稳定了市场预期, 亦赋予公司长期价值更大想象空间。

妙可蓝多: 奶酪转型卓有成效, 深耕渠道强化优势

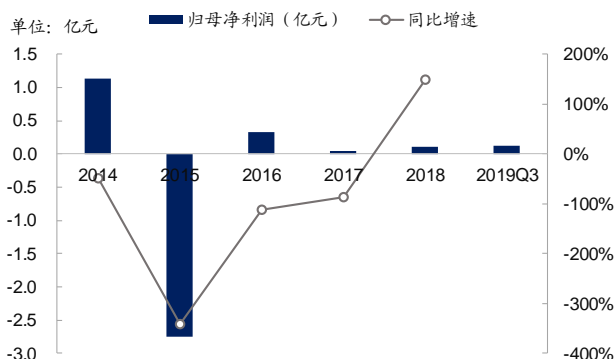
妙可蓝多前身为广泽乳业, 2015-2016 年公司转型加大力度发展奶酪, 收购天津妙可蓝多并完成重组上市。公司进军奶酪市场后, 首先发力餐饮渠道, 主力产品马苏里拉奶酪由于优良特性深受客户认可, 尤其在线上销售占据领先地位。2017 年公司启动奶酪零售战略, 2018 年进行全国化渠道建设, 加快以奶酪为核心的特色乳制品战略布局, 推出重磅零售新品奶酪棒, 打造出过亿大单品, 2019 年公司开启品牌全面建设。奶酪行业欣欣向荣, 加上公司聚焦奶酪发展和较为积极的战略, 从而使得公司业务取得快速增长, 公司 2019 年前三季度实现营收 11.59 亿元同增 50.77%, 归母净利润 1178 万元, 转型战略成效显著。

图 72: 妙可蓝多营业收入变化及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

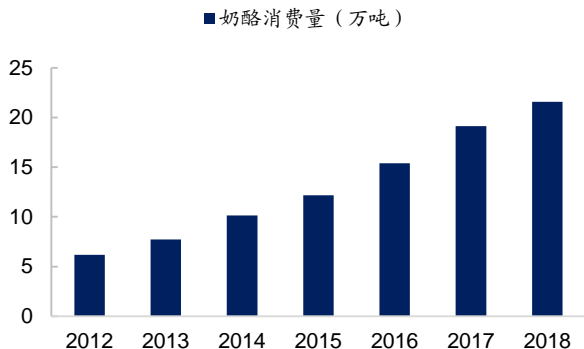
图 73: 妙可蓝多归母净利润变化及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

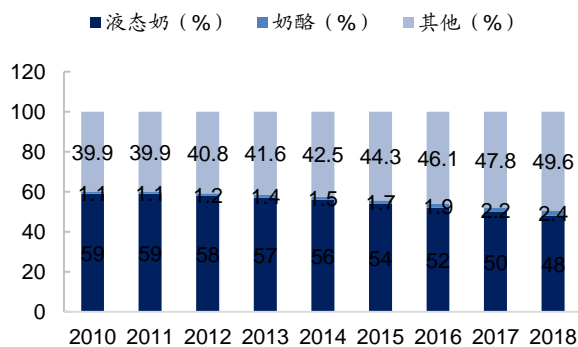
奶酪是乳制品消费的最高形态，营养丰富，消费价值高。随着消费水平提升和对营养健康生活方式的追求，奶酪受到国内越来越多消费者的认可，每 1 公斤奶酪由约 10 公斤的牛奶浓缩而成，可谓“牛奶的精华”、“奶中黄金”。奶酪含有丰富的蛋白质、钙、脂肪、磷和维生素等营养成分，其蛋白质含量是牛奶的 8-10 倍，钙奶的 6-8 倍，而经过乳酸菌等微生物及酶的作用，同样适合患有乳糖不耐症的消费者食用。目前奶酪在居民乳制品消费中占比很低，但是随着居民对营养健康的重视，奶酪消费占比呈现逐年上升趋势，未来发展空间可观。

图 74: 中国奶酪消费量



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 75: 2010-2018 年中国乳制品消费比例



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

公司营销网络分为传统线下渠道和电商渠道，其中传统线下渠道可进一步细分为餐饮渠道、工业渠道和零售渠道，目前公司已初步建立起覆盖全国的网络渠道。公司目前在河南、湖南、广东、福建等地全面铺开，从 2018 年 5 万终端提升到当前 7-8 万终端，2019 年随新品的开发将着重提升经销商单体规模，明年预计将进一步大规模招商，目标终端数达到 10 万。

图 76: 妙可蓝多营销网络



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

深耕餐饮工业渠道，强化先发优势。餐饮工业渠道是公司的传统优势领域，在马苏里拉品类领跑的同时，加强了芝士片、奶油芝士、黄油、稀奶油等产品的开发及推广，不断丰富产品组合，极大地增强了客户粘性，继续获得诸如萨莉亚、达美乐、海底捞、全家 FamilyMart、罗森 LAWSON、面包新语、85度 C、多乐之日、吉野家等知名餐饮烘焙连锁青睐外，19 年 H1 又新开拓出了汉堡王、星巴克、瑞幸咖啡等终端用户。

儿童棒棒奶酪为突破口拓展零售渠道。随着近年来中国人口老龄化问题的加重，国家开放二胎政策，我国 0-14 岁人口比例有所提升，在居民消费升级的大背景下，人们越来越重视新一代的营养问题。2017 年下半年公司开始以儿童棒棒奶酪为突破口拓展零售渠道，奶酪棒、奶油芝士、芝士片、鳕鱼奶酪、手撕奶酪、稀奶油等产品也开始逐步走向全国市场，尤其是随着奶酪棒等重磅产品的推出及产品体系的丰富完善，助力公司在奶酪零售市场取得突破。

线上渠道稳重有升，强化领军优势。“妙可蓝多”不断拓展线上平台，索新零售趋势，设立有赞妙可蓝多商城，开设拼多多品牌店、下厨房旗舰店，进入苏宁自营、每日优鲜等平台，进驻蜜芽等母婴电商；获得 2018 年京东最受消费者喜爱的奶酪品牌，并为京东生鲜类目的头部合作商家，不断夯实天猫、京东两大电商平台基础。据天猫数据显示，妙可蓝多马苏里拉奶酪在 2016 年-2018 年连续三年处于天猫渠道马苏里拉奶酪品类销售领先地位。在京东平台，妙可蓝多连续三次荣膺“最受消费者喜爱的黄油奶酪品牌”。

图 77: 妙可蓝多奶酪餐饮产品组合



资料来源:天猫,国信证券经济研究所整理

图 78: 妙可蓝多主要零售产品



资料来源:天猫,国信证券经济研究所整理

产能储备充分，规模效应明显。公司分别在上海、天津、长春（液奶工厂）和吉林（小产品）建有 4 间奶酪和液态奶加工厂，总产能近 15 万吨，其中奶酪产能约 4 万吨，是国内最大的奶酪生产企业。同时，“妙可蓝多”持续投入建设奶酪产能，主要项目包括上海工厂和吉林工厂产能的扩张。预计全部项目投产后，公司全部产能可达约 9 万吨，规模效应显著。

表 6：妙可蓝多产能储备充分

工厂	产能（万吨/年）	远期产能（万吨/年）	主要产品
上海工厂	1.5-2.0	4.2	奶酪棒、芝士片等
天津工厂	1.5	-	马苏里拉、成长杯、奶油芝士等
吉林工厂	0.2	4.1	手撕奶酪、鳕鱼奶酪、马苏里拉（零售渠道）等

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

汤臣倍健：大单品策略持续发力，电商渠道助推发展

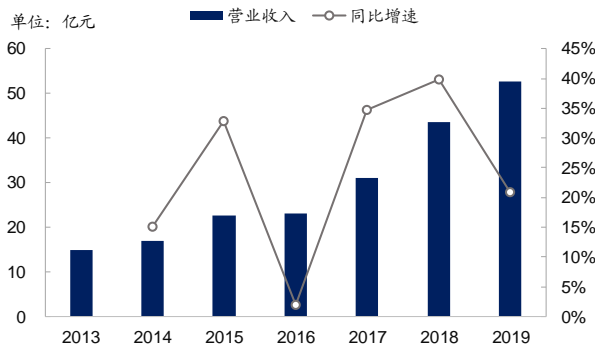
汤臣倍健创立于 1995 年，2002 年系统地将膳食补充剂引入中国非直销领域并于 2010 年在创业板上市。公司 2015 年起重新聚焦主业，推行“一路向 C”的核心战略，不断整合平台资源打造产品力、品牌力、渠道力，已成为中国膳食补充剂领导品牌和标杆企业。公司旗下品牌有汤臣倍健主品牌、健力多、无限能等，主要产品有蛋白粉、维生素、矿物质、氨糖软骨素等。

图 79：汤臣倍健旗下主要品牌


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

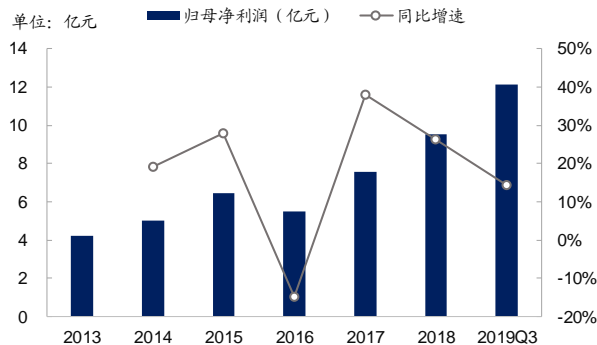
“大单品策略”持续发力有望带动高增。2017 年面对单品表现乏力的现象，汤臣果断调整市场战略，整合资源聚焦骨骼健康市场，打造十亿级大单品健力多氨糖软骨素钙片。当年实现营业收入 31.11 亿元，同比增长 34.72%，归母净利润 7.56 亿元，同比增长 38%，2017/2018 年健力多的运营公司广东佰嘉分别实现营收 3.8 亿元/9 亿元，净利润 3275 万元/1.34 亿元。在健力多的成功经验下，公司陆续将健视佳、LifeSpace 纳入大单品队列，或将持续带动公司业绩增长。

图 80: 汤臣倍健营业收入及增速



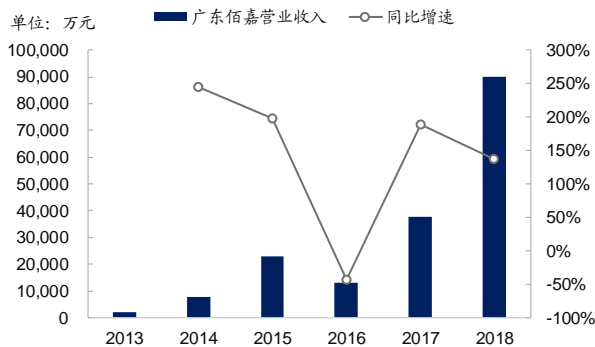
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 81: 汤臣倍健归母净利润及增速



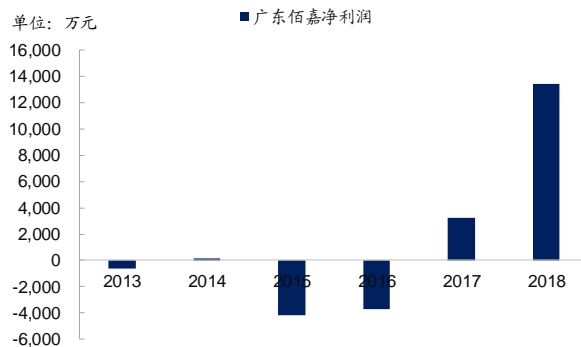
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 82: 汤臣倍健营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

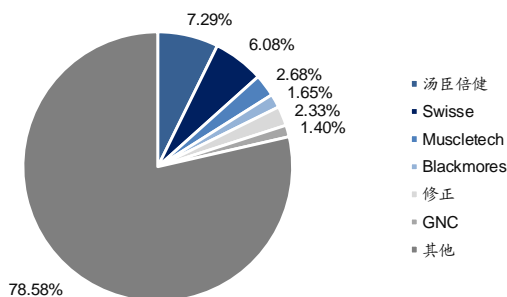
图 83: 汤臣倍健归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

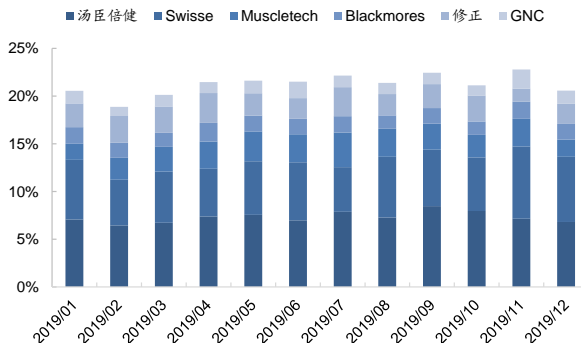
电商助力分享线上红利，品牌营销贴近年轻消费客群。汤臣倍健在 2017 年大力发展线上电商渠道。首次推出电商渠道专供产品 yep 系列，共包括 10 余款产品如胶原蛋白粉固体饮料（水蜜桃味），均以普通食品推出。Yep 系列聚焦年轻消费者，产品包装颜值高，邀请新晋偶像蔡徐坤和国际名模米兰达可儿代言，打造时尚、健康、年轻的品牌形象。汤臣凭借优质的产品力和服务力在线上渠道脱颖而出，2019 年线上销售份额占比为 7.29%，稳居线上销售龙头地位。

图 84: 2019 保健食品阿里线上竞争格局



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

图 85: 2019 年线上保健食品销售份额变动情况

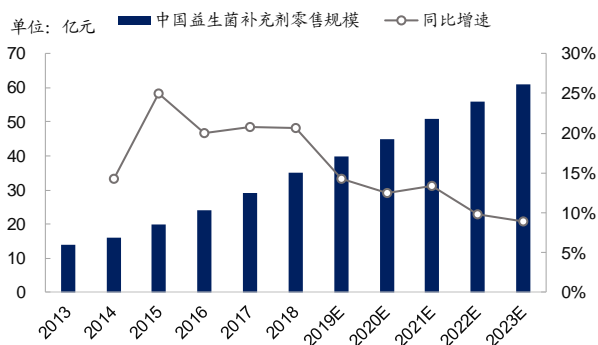


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

LifeSpace 蓝帽子落地，精准发力益生菌优质赛道。公司 2018 年以较高溢价收购了澳洲的益生菌品牌 LifeSpace，2019 年在 LSG 澳洲市场业绩不及预期，

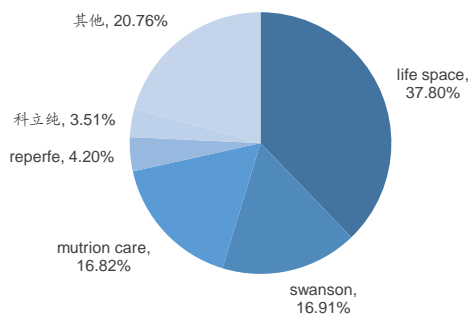
公司大额计提商誉与无形资产减值准备。目前 LifeSpace 产品在国内尚处于导入期，主要在药店、母婴、商超等渠道销售，2020 年 1 月 13 日，LifeSpace 益生菌粉获得保健食品批文，未来益生菌粉产品以保健食品的形式售卖将正面助力对公司业绩恢复。益生菌作为对人体肠道有益的保健品，满足消费者特定功能需求，是潜在的高成长的细分品类，LifeSpace 或有望成为健力多后的下一个大单品，为公司业绩贡献增量。

图 86: 中国益生菌补充剂终端零售规模及增速



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 87: LifeSpace 益生菌线上销量第一

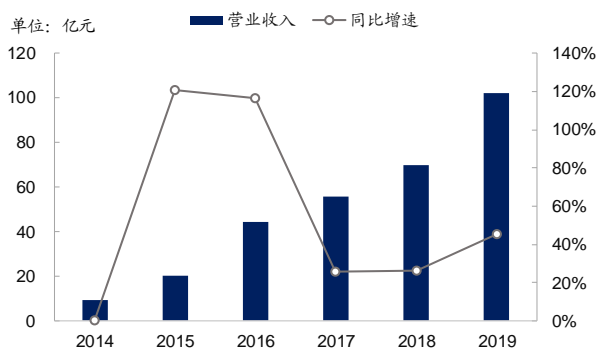


资料来源: 淘数据, 国信证券经济研究所整理

三只松鼠: 产品布局多元化, 积极发力健康品类

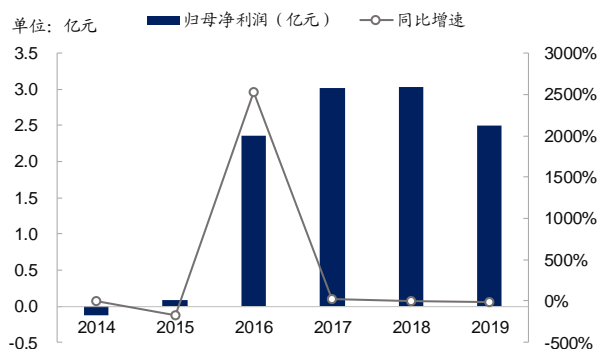
三只松鼠成立于 2012 年, 其总部位于安徽芜湖, 2019 年 7 月深交所上市。公司线上销售坚果起家, 凭借电商的红利, 逐步成长为休闲食品巨头, 其营收和归母净利润突飞猛进, 一路前行。公司营收从 2014 年 9.24 亿增长到 2018 年 101.94 亿, 5 年 CAGR 为 61.6%, 归母净利润从 2014 年 -0.13 亿增长到 2018 年 2.5 亿, 4 年 CAGR 为 129.7%。

图 88: 三只松鼠营业收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 89: 三只松鼠归母净利润及增速



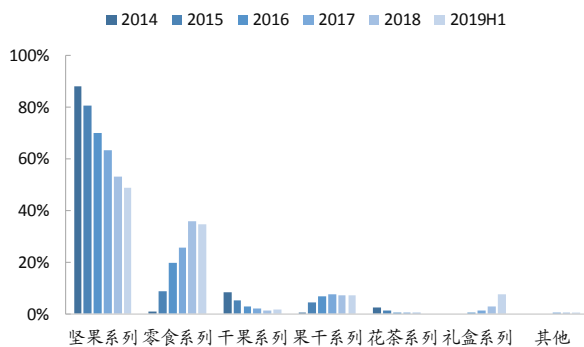
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

降低坚果比重, 产品类型走向多元化。由于碧根果、巴旦木、夏威夷果、开心果等坚果原材料主要采购海外市场, 价格方面存在一定的不确定性, 公司为避免业绩波动及减少对坚果类产品的依赖, 主要向零食领域拓展, 坚果比重从 2014 年 87.88% 下降至 2019H1 的 48.66%。

公司围绕消费者的健康生活主旨, 推出多款果干及茶叶冲饮产品, 成为推动公司销售增长的重要品类。其中果干和零食公司于 2014 年推出, 果干系列包括芒果干、榴莲干等, SKU 超过 30 个; 零食包括肉类即食品、糕点、烘焙类等在内的多品类零食组合, SKU 超 440 个, 营收从 2014 年 0.09 亿增至 2018 年 24.99 亿, 4 年 CAGR 为 308.21%, 占比从 2014 年 0.92% 提升至 2019H1 的

34.52%。干果系列主要包括葡萄干及红枣制品，目前主推“新疆系列”干果。花茶系列推出是为了满足消费者差异化需求，采用“松鼠小美”为品牌形象，主要产品包括传统炒制茶叶以及菊花茶、大麦茶、柠檬片等泛植物类冲饮产品。此外，为满足消费者多元化需求，于 2016 年推出包括果干、坚果、干果等单品的礼盒装。

图 90：三只松鼠产品结构变动情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

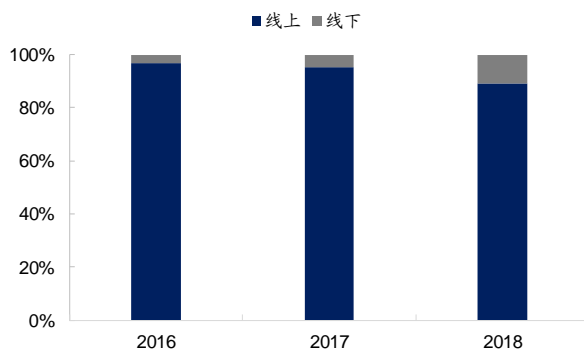
图 91：三只松鼠果干系列产品



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司从线上起家，凭借电商红利期获得快速发展，但随着电商红利期的逐步消失，线上增速放缓成为趋势。此时，开拓线下渠道成为必然选择。公司于 2016 年 9 月底启动线下投食店，采取直营模式。截止 2019H1，公司共开设 73 家线下体验店，坪效为 1.75 万元，其营收为 2.14 亿 (+91.16%)，净利润为 0.16 亿 (+72.09%)，线下投食店主要分布在江浙皖等 17 个省及直辖市。此外，公司成立联盟小店，又称“松鼠小店”，未来目标 1 万家。2018 年 9 月第一家松鼠小店在山东淄博开业，开业当天成交金额 1.4 万元。随着线下渠道的开拓，公司线下占比稳步提升，从 2015 年 2.01% 提升至 2018 年 10.73%。截止 2019H1，公司共开设 78 家线下联盟小店，坪效为 2.09 万元，其 2019H1 营收为 0.59 亿，主要分布在江浙鲁等 11 个省。

图 92：三只松鼠线上及线下营收占比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 93：三只松鼠“松鼠小店”陈设一览



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

投资建议

本文从消费人群、消费意识、政策和技术等多维度深挖健康食品行业的核心驱动因素，聚焦健康食品品牌在产品、包装、营销方面的制胜关键，挖掘行业发展机会，重点聚焦乳制品、保健食品、休闲食品等细分领域的投资机会。

随着健康需求渗透日常生活场景，食品行业优先步入健康化重塑，其核心驱动因素为：1) 消费人群：老龄化程度加剧，中老年人群仍是需求主力军；同时，对健康的担忧推动年轻一代投入更多的资源来抵抗不健康因子；2) 消费者健康意识逐步提升，尤其是在饮食营养领域，然而当前消费者对自身饮食的满意程度仍处于较低水平，叠加新冠疫情加速提振健康意识，消费者对食品的健康营养需求将迎来跨越发展；3) “健康中国”已上升为国家战略，食品相关政策频出为健康食品发展提供坚实保障，科技进步为健康化变革提供支持。

“新产品+新包装+新营销”是品牌的制胜关键：1) 产品：核心在于挖掘消费者痛点，随着消费者对功能性产品的诉求凸显，功能型和个性化定制健康食品在市场上愈受青睐；2) 包装：包装设计对于树立品牌形象起着至关重要的作用，真实简约、细致便捷、天然环保的包装可提高对消费者的吸引力；3) 营销：配合创新高效的营销手段也是品牌成功的关键所在，依托社交场景、IP 跨界、直播电商等手段有望提升营销效率。

细分领域有望迎接发展新机遇：1) 乳制品：乳制品自带健康基因，天然高品质为消费者购买乳品的核心驱动因素；乳制品在餐后、伴餐等场景的渗透率达 30%，场景的拓展带来更多发展切口；疫情期间乳制品逆势录得 36% 增长，未来高优质蛋白、活性益生菌、植物基乳品等细分领域有望迎来更好表现。2) 保健品：消费群体从中老年向全年龄段拓展，消费者对保健品的认知趋于理性，需求呈现细分和多元趋势；渠道方面，监管趋严直销承压，电商契合长尾需求，有望延续高增。3) 休闲食品：市场规模已超万亿元，健康零食呈现高增态势，消费人群拓展为其增长托底，此外，随着消费场景拓展，正餐化趋势倒逼健康需求释放，超 8 成用户将健康营养视为零食选择要素。

对健康的高需求倒逼食品行业优先进行健康化重塑和升级，叠加新冠疫情催化，健康食品行业有望迎来发展契机。综合考虑重点行业产业链情况、中长期消费升级趋势，结合短期疫情影响情况，优选发展确定性较高、升级空间较广的行业龙头，重点推荐伊利股份、妙可蓝多、汤臣倍健、三只松鼠。

表 7：食品行业重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	市值(亿)	股价(元) 2020-04-07	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600887	伊利股份	买入	1,831	30.19	1.30	1.51	23.22	19.99
600882	妙可蓝多	买入	92	22.42	0.37	0.60	60.59	37.37
300146	汤臣倍健	买入	268	16.92	0.84	1.00	20.14	16.92
300783	三只松鼠	买入	316	78.83	1.22	1.53	64.61	51.52
002946	新乳业	买入	112	13.10	0.36	0.44	36.39	29.77
2319.HK	蒙牛乳业	增持	1,116	28.35	1.17	1.43	24.23	19.83

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

注：蒙牛乳业、新乳业预测来自 Wind 一致预期，蒙牛乳业为港元

风险提示

宏观经济波动

由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性，若经济增长信心回落，消费需求存在下降风险。

行业竞争风险

当前大部分食品饮料行业集中度仍较分散，若出现恶性价战将对销售带来冲击，不利于行业良性发展。

肺炎疫情风险

受年初肺炎疫情、出行管制等因素影响，部分行业的采购和生产环节可能受到冲击，不利于产品的销售。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032