

疫情影响下的食品饮料消费新常态

食品饮料行业 2020 年中期策略报告

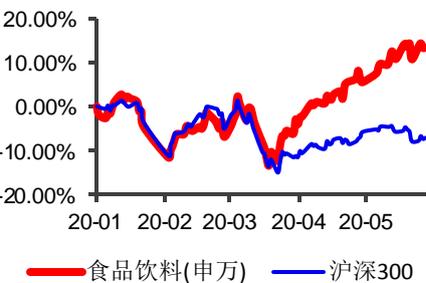
分析日期 2020年5月29日

行业评级： 标配(40)
证券分析师： 赵从栋
执业证书编号： S0630520020001

电话： 20333784

邮箱： zhaocd@longone.com.cn

行业走势图



研究逻辑图

历史回顾

- 行业指数跑赢大盘

行业研究

- 休闲食品
- 乳制品
- 保健品

投资策略

- 休闲、健康类产品

◎ 投资要点：

◆**板块指数跑赢沪深 300 指数。**截止至 5 月 29 日，沪深 300 指数较年初下跌 5.60%，食品饮料行业作为生活基础行业，需求恢复速度较快，板块防御属性较好等影响，板块指数表现较为突出，截止到 5 月 29 日，食品饮料申万行业指数上涨 13.52%，跑赢大盘 19.12 个百分点，在申万 28 个一级行业中排名第二。

◆**消费支出明显下降。**受疫情防控影响，单位停工、居家隔离，导致消费者可支配收入和消费支出均有所下降，2020 一季度全国居民人均可支配收入 8561 元，扣除价格因素实际下降 3.9%；全国居民人均消费支出 5082 元，扣除价格因素实际下降 12.5%。受此影响，2020 一季度我国社零总额 78580 亿元，同比下降 19.0%，其中 2 月份受疫情打击最大，社零总额下降 20.5%，3、4 月降幅逐月收窄，4 月社零总额同比下降 7.5%，出现回暖迹象。

◆**消费者加速向线上转移。**2020 年一季度线上零售增速随社零数据整体下滑，但降幅远小于社零整体，2020 年以来线上零售占社零总额比重明显提升，一季度线上零售占社零总额达到 23.6%，比上年同期提高 5.4pct，总体来看，线上渗透速度远胜以往。

◆**健康需求持续高涨。**疫情的冲击使得消费者对于健康、安全的需求大幅提升，并对消费者心理产生了持续影响。根据尼尔森的调查数据显示，80%的消费者表示在疫情过后将继续关注健康饮食，分别 75%、60%、59%的消费者表示未来将加大运动和锻炼支出、增加定期体检支出、增加保险理财支出。

◆**休闲食品：行业规模仍保持快速增长，健康化、高端化是未来发展趋势。**受疫情影响，2 月份休闲食品线上交易量增加 29%，疫情正在改变人们的消费习惯，叠加电商渠道渗透下沉到低线市场和休闲食品方便即食的消费属性，我们认为未来 3 年休闲食品行业收入将保持 11%左右的复合增速。消费者对于零食消费需求的升级，企业的竞争方向将从“流量为王”升级至“产品为王”，高端零食路线是行业未来趋势之一。消费者对健康认知不断提升，消费者对健康零食产生需求，因此独绿色健康、非转基因、低糖以及其它对于健康的诉求正成为零食市场关注的焦点。

◆**乳制品：产量增速平稳，行业集中度高，短期业绩承压，关注疫情之后带来的消费增长。**乳制品整体供应端已经从 2010 年前成长期的双位数增速，过渡至平稳发展阶段，但更符合消费升级无添加健康概念的巴氏奶和酸奶消费量保持着快速增长。在国内乳制品市场中，常温产品比重超 80%，占据绝对的主导。而常温产品中，伊利、蒙牛的市占率合计近 65%，并且逐年提升，双寡头地位愈发牢固。而低温方面，市占率靠前依然是老牌地方乳企。疫情之后消费者对于健康意识的提升，有望继续扩充乳制品的消费市场。新疫情短期内对乳制品的生产和销售都带来了负面影响，但是中长期来看，乳制品行业渗透率有望继续提升。同时受到疫情的影响，小企业快速退出，伊利、蒙牛有望加速抢占市场份额。

◆**保健品：保健食品行业特别是在药店、电商渠道深耕的保健品公司会进入 5-10 年的黄金发展期。**2018 年中国保健品行业市场规模达 1627 亿元，同比

增长 9.8%，预计 18-23 年 CAGR 为 9.10%。国内直销占比渠道过高，爆出的无限极事件和权健事件必然对直销渠道造成重大打击，长期来看，由于非直销渠道的持续发力及分流，直销原有的市场份额或将被强品牌、强产品、强渠道的非直销企业蚕食。我国人口老龄化严重，预计到 2050 年前后将达到 4.87 亿，约占总人口的三分之一，国内居民的预期寿命也相应地变长，我国膳食保健品行业必将迎来较大的增长。由于工作压力大和亚健康现象的社会化蔓延，青壮年群体对保健品需求越来越高。从人均消费金额来看，我国保健品人均消费金额偏低，为发达国家或地区的 1/8—1/6。人均消费金额的提升主要来自渗透率提升和购买者消费金额提升。

◆中期策略：受疫情影响，消费者可支配收入和消费支出均有所下降，居家隔离也使传统消费场景受到严重影响。但是疫情也改变了居民的消费习惯，消费场景向线上转移，消费者对食品的简单即食和健康等因素提出更高的要求。短期来看，疫情对食品饮料上半年的消费造成严重的冲击，但食品饮料作为刚性需求，在疫情得到控制后，行业的消费会逐渐恢复。同时根据棘轮效应，人的消费习惯形成之后有不可逆性，因此我们认为休闲和健康的产品将持续受到消费者的喜爱。因此建议重点关注行业中带有休闲和健康标签的上市公司，建议重点关注洽洽食品、伊利股份和汤臣倍健。

◆风险提示：经济持续走弱风险；消费环境持续恶化风险；原材料价格风险；食品安全等风险

正文目录

1.行情回顾	5
1.1.2020 年行业二级市场表现	5
1.2.各子行业表现	6
1.3.个股市场表现	7
2.消费环境分析	8
2.1.消费支出明显下降	8
2.2.消费者加速向线上转移	9
2.3.健康需求持续高涨	9
2.4.主要原材料价格走势	10
3.重点细分行业推荐	11
3.1.休闲食品	11
3.1.1.行业规模仍保持快速增长	11
3.1.2.行业存在较大的发展空间	13
3.1.3.高端化、健康化、多元化发展	14
3.2.乳制品	15
3.2.1.总体产量稳定，巴氏奶、酸奶消费量上涨	15
3.2.2.伊利、蒙牛优势明显，行业高度集中	17
3.2.3.短期业绩承压，中长期看好	17
3.3.保健品行业	18
3.3.1.行业增速接近 10%	18
3.3.2.审批制+备案制双制并行	19
3.3.3.国内直销渠道占比过高	19
3.3.4.消费群体众多	20
3.3.5.对标美、日，未来提升空间巨大	21
4.中期策略与研究覆盖	21

图表目录

图 1 食品饮料行业与沪深 300 走势图 (2020/1/1-2020/5/29)	5
图 2 申万一级行业涨跌幅对比 (2020/1/1-2020/5/29, %)	6
图 3 食品饮料个子行业涨跌幅对比 (2020/1/1-2020/5/29, %)	7
图 4 2019 年一季度至 2020 年一季度全国居民可支配收入和实际同比 (%)	8
图 5 2018 年-2020 年 4 月社会消费品零售总额:当月同比 (%)	9
图 6 社会消费品零售线上总额同比变化 (%)	9
图 7 消费者疫情过后加大支出的消费类型 (%)	10
图 8 一年内大米零售价格走势 (元/公斤)	10
图 9 一年内白条猪批发价格走势 (元/公斤)	10
图 10 一年内大白菜批发价格走势 (元/公斤)	11
图 11 一年内食糖零售价格走势 (元/公斤)	11
图 12 一年内牛奶零售价格走势 (元/升)	11
图 13 一年内瓦楞纸价格走势 (元/吨)	11
图 14 2013-2021 年休闲食品行业销售额和增速 (亿元, %)	12
图 15 我国休闲食品行业 CR5 (出厂口径), (亿元, %)	12
图 16 各子行业 5 年 CAGR (%)	13
图 17 各子行业 CR5 (%)	13

图 18	各国休闲食品人均消费量 (kg)	13
图 19	消费者城市等级占比 (%)	13
图 20	各国休闲食品人均消费量 (kg)	14
图 21	消费者城市等级占比 (%)	14
图 22	消费者购买零食关注的因素 (%)	14
图 23	消费者购买零食关注的因素 (%)	15
图 24	2010 年-2020 年 3 月中国乳制品产量和增速 (万吨, %)	16
图 25	2014 年-2019 年四大牛奶产品消费量增速变化 (%)	16
图 26	2010 年-2019 年四大牛奶产品消费量占比变化情况 (%)	17
图 27	伊利、蒙牛常温奶市占率变化 (%)	17
图 28	伊利、蒙牛低温总体市占率 (%)	17
图 29	乳制品产量当月同比变化情况 (%)	18
图 30	乳制品产量当月同比变化情况 (%)	18
图 31	2008 年-2018 年中国保健品行业市场规模 (亿元, %)	19
图 32	我国保健品销售渠道结构 (%)	20
图 33	中国 60 岁以上人口占比变化趋势 (%)	20
图 34	中日保健品购买人群消费金额对比 (元)	21

表格目录

表 1	2020 年 1-5 月食品饮料行业绝对涨幅与沪深 300 绝对涨幅的比较 (%)	6
表 2	各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较 (2020/1/1-2020/5/29, %)	7
表 3	2020 年行业个股涨幅前五位 (2020/1/1-2020/5/29, 去除新股)	7
表 4	2019 年行业个股跌幅前五位 (2019/1/1-2019/10/31, 去除新股)	8

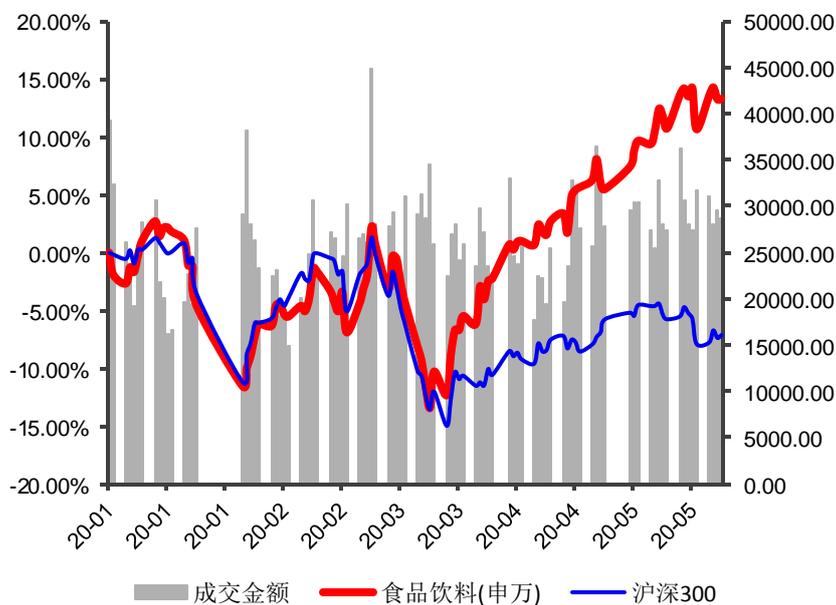
1.行情回顾

截止至5月29日,沪深300指数较年初下跌5.60%,食品饮料行业作为生活基础行业,具有需求恢复速度较快,板块防御属性较好等优点,板块指数表现较为突出,截止到5月29日,食品饮料申万行业指数上涨13.52%,跑赢大盘19.12个百分点,在申万28个一级行业中排名第二。

1.1.2020年行业二级市场表现

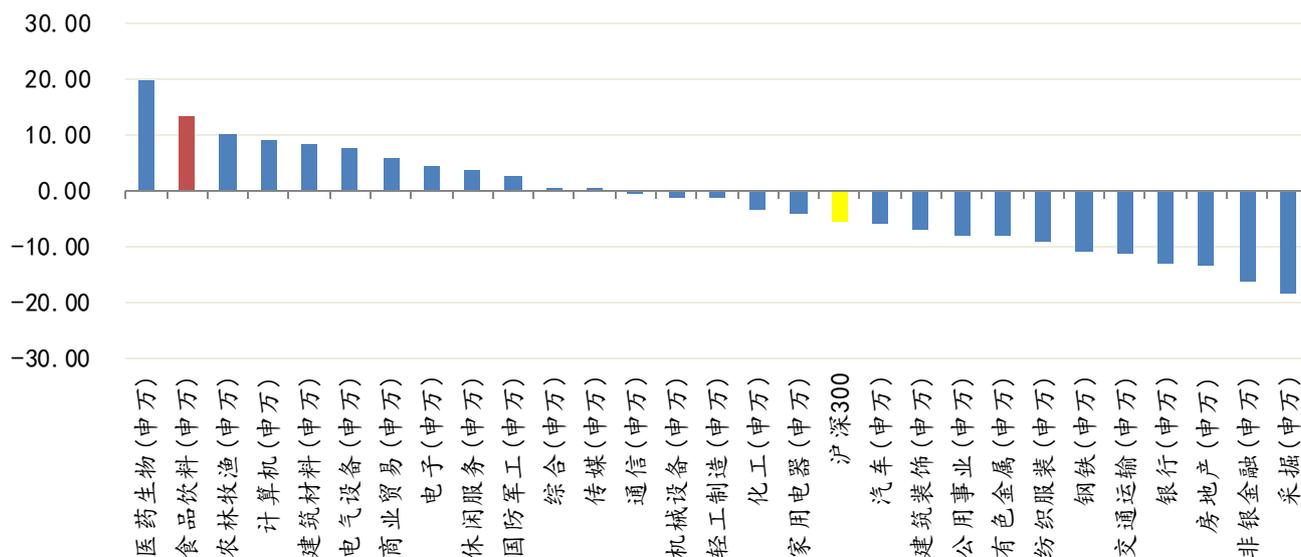
2020年1月,由于贵州茅台披露业绩预报利润增速低于市场预期,白酒板块下跌拖累食品饮料行情;2月初受疫情影响,行业指数持续下挫,但即食类、冷冻类和休闲食品类公司快速上涨;3月末随着疫情的减弱和消费环境的逐渐好转,调味发酵品、白酒、啤酒开始持续反弹,行业指数快速走高。

图1 食品饮料行业与沪深300走势图(2020/1/1-2020/5/29)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图2 申万一级行业涨跌幅对比（2020/1/1-2020/5/29，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表1 2020年1-5月食品饮料行业绝对涨幅与沪深300绝对涨幅的比较(%)

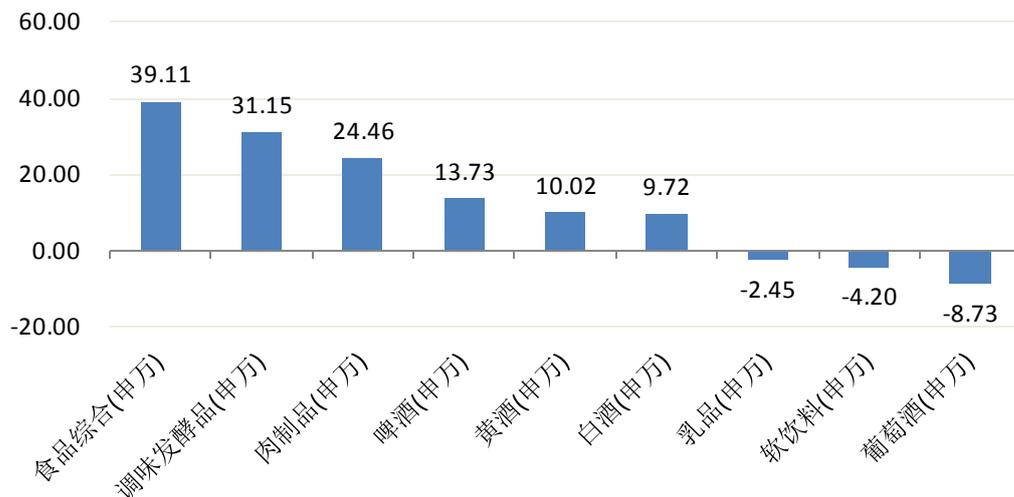
月份	食品饮料行业绝对涨幅	沪深300绝对涨幅	食品饮料相对沪深300涨幅
1	-5.87	-2.26	-3.61
2	-2.4	-1.59	-0.81
3	4.26	-6.44	10.7
4	8.66	6.14	2.52
5	9.07	-1.16	10.23

资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.各子行业表现

从子行业来看，疫情期间消费者受影响在家中不能出门，消费场景受限，食品饮料不同细分行业受到的影响有所不同。相对于酒类、乳制品即饮渠道的受限，自带“宅家属性”的速冻即食类和休闲食品在疫情期间不仅终端销售情况不错，并且在疫情期间进一步培育了新的消费者。子行业食品综合上半年表现最好，上涨39.11%。作为必选消费的调味品发酵品紧随其后，上涨31.15%。跌幅最大的是葡萄酒子行业，受到进口葡萄酒冲击，葡萄酒行业指数下跌8.73%，国产葡萄酒企业调整仍然在继续，但随着中澳关系紧张导致关税政策的收紧，或将迎来转机。

图3 食品饮料个子行业涨跌幅对比（2020/1/1-2020/5/29，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表2 各子行业与沪深300绝对涨幅比较（2020/1/1-2020/5/29，%）

子行业名称	自年初以来的绝对涨跌幅	相对沪深300涨跌幅	相对行业涨跌幅
食品综合	39.11	44.71	25.59
调味发酵品	31.15	36.75	17.63
肉制品	24.46	30.06	10.94
啤酒	13.73	19.33	0.21
黄酒	10.02	15.62	-3.50
白酒	9.72	15.32	-3.80
乳品	-2.45	3.15	-15.97
软饮料	-4.20	1.40	-17.72
葡萄酒	-8.73	-3.13	-22.25

资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3. 个股市场表现

受疫情影响，速冻类、即食类和休闲食品终端销售情况表现抢眼，在消费萎靡的大环境下更受资金的青睐。截止至2020年5月29日，盐津铺子、妙可蓝多和克明面业位列行业涨幅前三名，分别上涨185.21%、167.15%和103.92%。

表3 2020年行业个股涨幅前五位（2020/1/1-2020/5/29，去除新股）

涨幅排名	股票代码	公司名称	涨幅 (%)	市值 (亿元)	最新价格
1	002847.SZ	盐津铺子	185.21	132.09	102.00
2	600882.SH	妙可蓝多	167.15	159.44	38.95
3	002661.SZ	克明面业	103.92	75.48	22.93
4	603345.SH	安井食品	97.36	275.97	116.75
5	603027.SH	千禾味业	80.67	181.30	38.41

资料来源：Wind，东海证券研究所

*ST 麦趣、惠发食品、ST 椰岛跌幅靠前，分别下跌 43.95%、38.71%和 25.34%。

表 4 2019 年行业个股跌幅前五位 (2019/1/1-2019/10/31, 去除新股)

涨幅排名	股票代码	公司名称	涨幅 (%)	市值 (亿元)	最新价格
1	002719.SZ	*ST 麦趣	-43.95	11.46	6.58
2	603536.SH	惠发食品	-38.71	24.28	14.45
3	600238.SH	ST 椰岛	-25.34	19.81	4.42
4	000752.SZ	*ST 西发	-18.68	9.76	3.70
5	600365.SH	通葡股份	-18.62	13.64	3.41

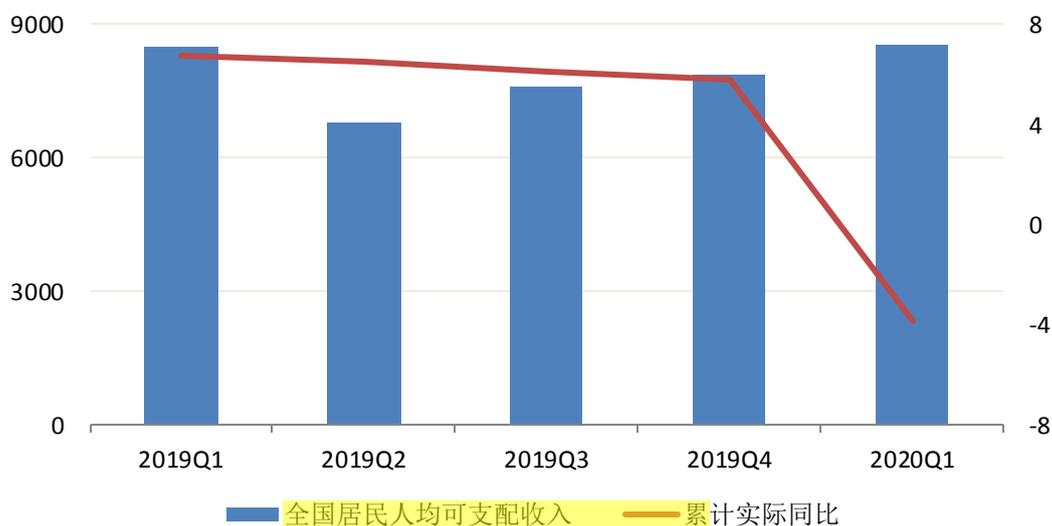
资料来源: Wind, 东海证券研究所

2. 消费环境分析

2.1. 消费支出明显下降

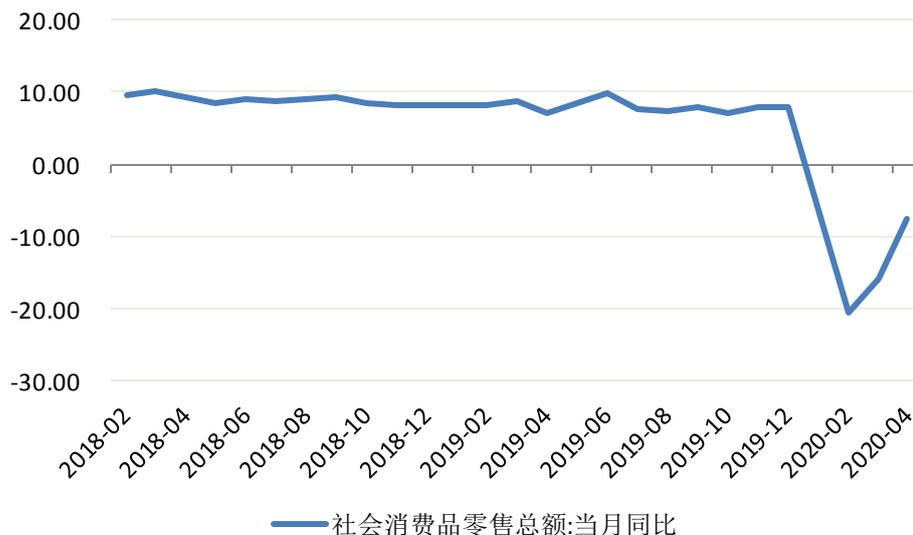
受疫情防控影响, 单位停工、居家隔离, 导致消费者可支配收入和消费支出均有所下降, 2020 一季度全国居民人均可支配收入 8561 元, 扣除价格因素实际下降 3.9%; 全国居民人均消费支出 5082 元, 扣除价格因素实际下降 12.5%。受此影响, 2020 一季度我国社零总额 78580 亿元, 同比下降 19.0%, 其中 2 月份受疫情打击最大, 社零总额下降 20.5%, 3、4 月降幅逐月收窄, 4 月社零总额同比下降 7.5%, 出现回暖迹象。

图 4 2019 年一季度至 2020 年一季度全国居民可支配收入和实际同比 (%)



数据来源: Wind, 东海证券研究所

图5 2018年-2020年4月社会消费品零售总额:当月同比 (%)

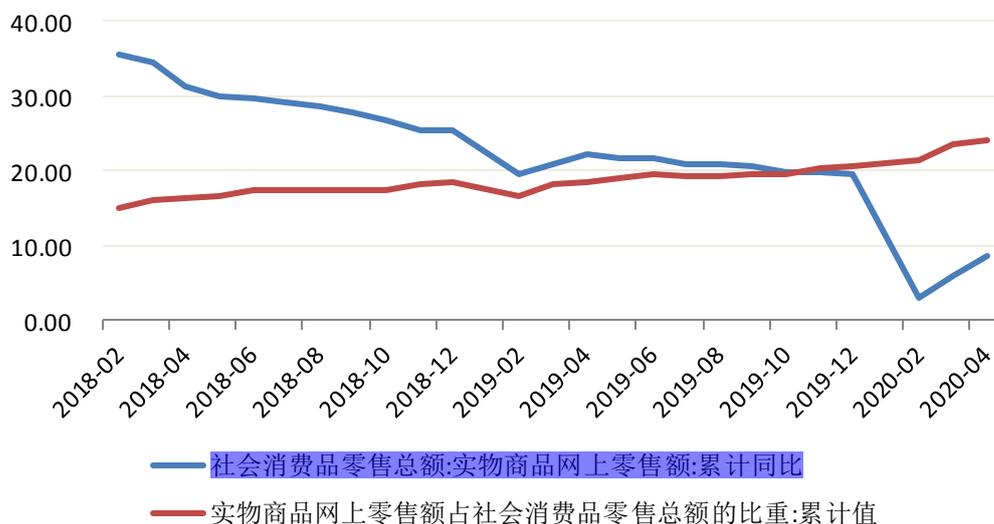


数据来源: Wind, 东海证券研究所

2.2. 消费者加速向线上转移

2020年一季度线上零售增速随社零整体下滑,但降幅远小于社零整体数据,2020年以来线上零售占社零总额比重明显提升,一季度线上零售占社零总额达到23.6%,比上年同期提高5.4pct,截止4月底已达24.1%。总体来看,线上渗透速度受疫情影响逐渐加快。

图6 社会消费品零售线上总额同比变化 (%)

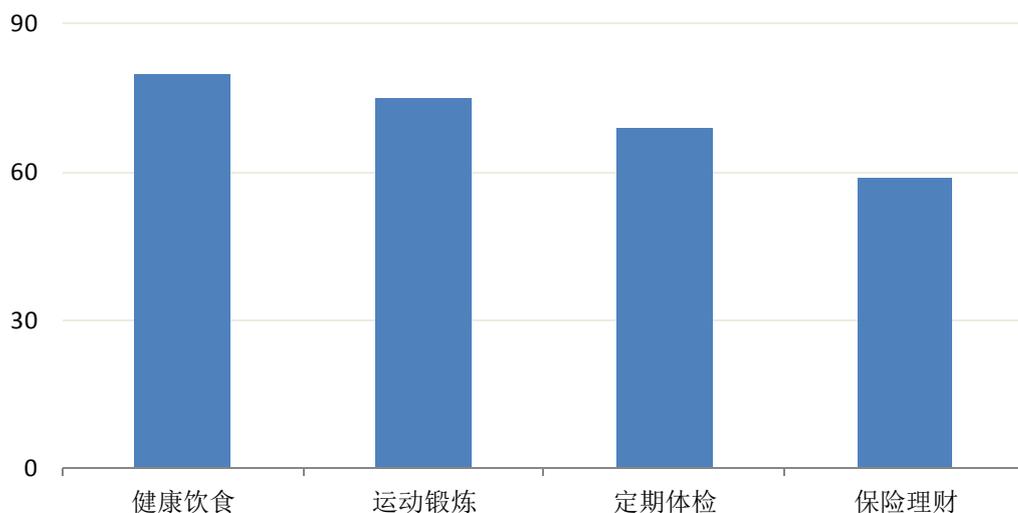


数据来源: Wind, 东海证券研究所

2.3. 健康需求持续高涨

疫情的冲击使得消费者对于健康、安全的需求大幅提升,并对消费者心理产生了持续影响。根据尼尔森的调查数据显示,80%的消费者表示在疫情过后将继续关注健康饮食,分别75%、60%、59%的消费者表示未来将加大运动和锻炼支出、增加定期体检支出、增加保险理财支出。

图7 消费者疫情过后加大支出的消费类型(%)

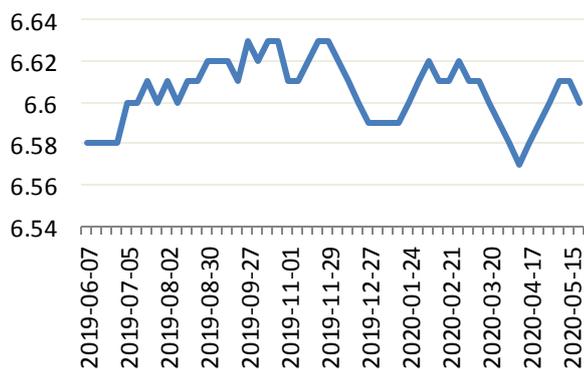


数据来源：尼尔森，东海证券研究所

2.4.主要原材料价格走势

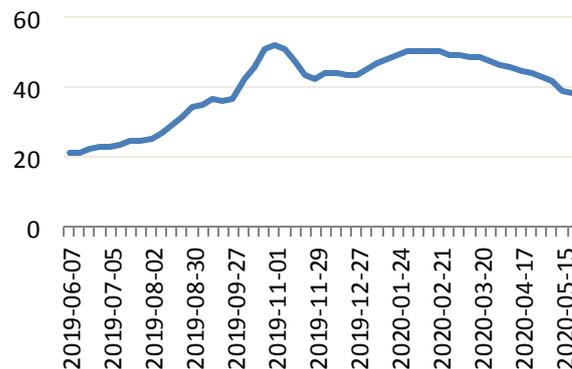
2020年的受疫情影响，部分原材料价格在1-2月份价格出现上涨，随后逐步下跌。猪肉方面，因为国家政策的大力扶持，生猪存栏量逐步恢复，猪肉价格在今年2月份后开始下跌，我们预计猪肉的价格在今年还会平稳下行。水果蔬菜方面由于受疫情影响，春节期间蔬菜价格飙升，随着国内疫情的好转和国家调控措施，价格在四五月份出现明显下滑。食糖方面，由于产糖大国巴西印度疫情持续泛滥，近年来持续疲软的糖价开始上涨。

图8 一年内大米零售价格走势(元/公斤)



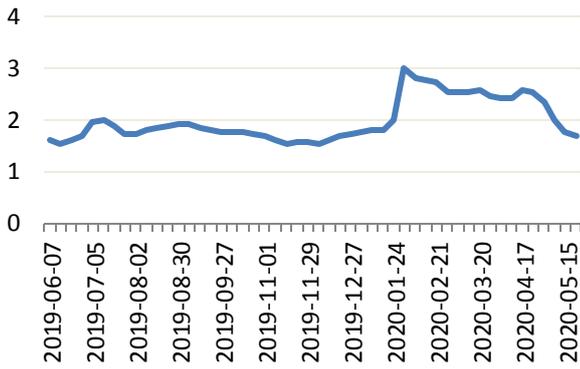
资料来源：商务部官网，东海证券研究所

图9 一年内白条猪批发价格走势(元/公斤)



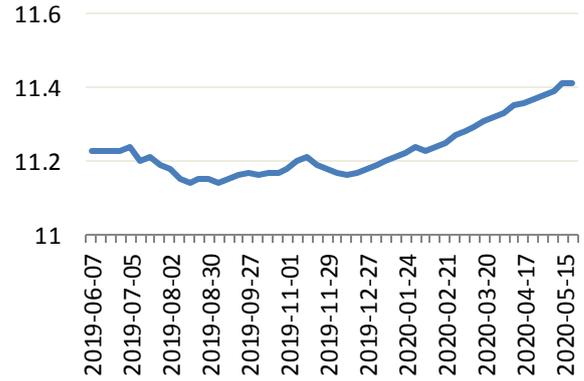
资料来源：商务部官网，东海证券研究所

图 10 一年内大白菜批发价格走势（元/公斤）



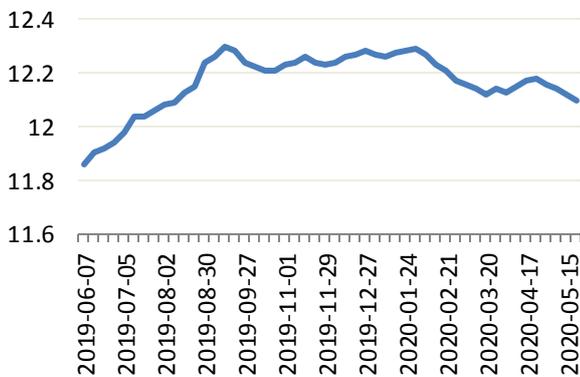
资料来源：商务部官网，东海证券研究所

图 11 一年内食糖零售价格走势（元/公斤）



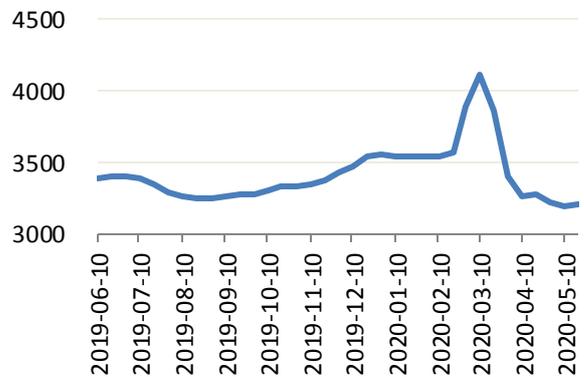
资料来源：商务部官网，东海证券研究所

图 12 一年内牛奶零售价格走势（元/升）



资料来源：商务部官网，东海证券研究所

图 13 一年内瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源：商务部官网，东海证券研究所

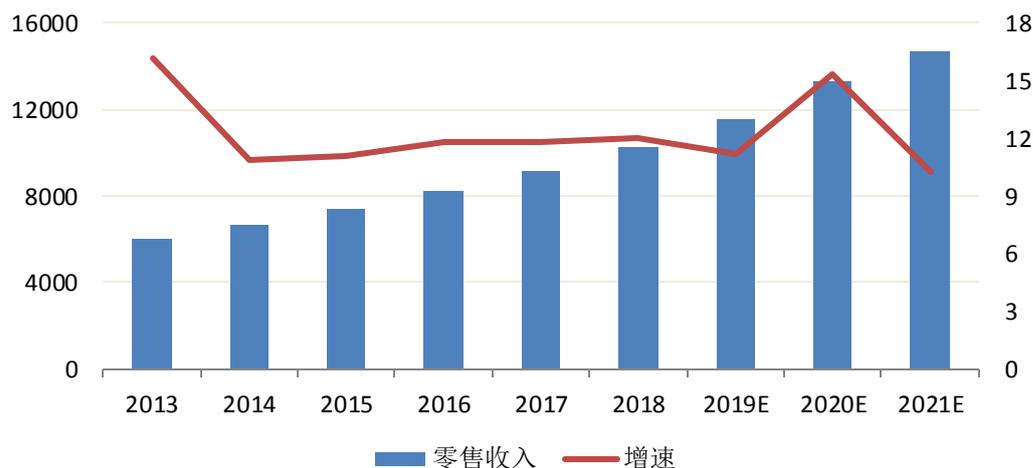
3.重点细分行业推荐

3.1.休闲食品

3.1.1.行业规模仍保持快速增长

2018 年国内休闲食品销售额达到 10297 亿元，2013-2018 年 CAGR 达到 11.8%。过去 5 年电商红利驱动行业较快增长，未来随着红利逐渐消退，行业增速或将放缓。但是受疫情影响，2 月份休闲食品线上交易量增加 29%，我们认为疫情正在改变人们的消费习惯，叠加居民消费习惯的改变、电商渠道渗透下沉到低线市场和休闲食品特殊的消费属性，休闲食品行业有望延续较快增长，我们认为未来 3 年休闲食品行业收入将保持 11%左右的复合增速。

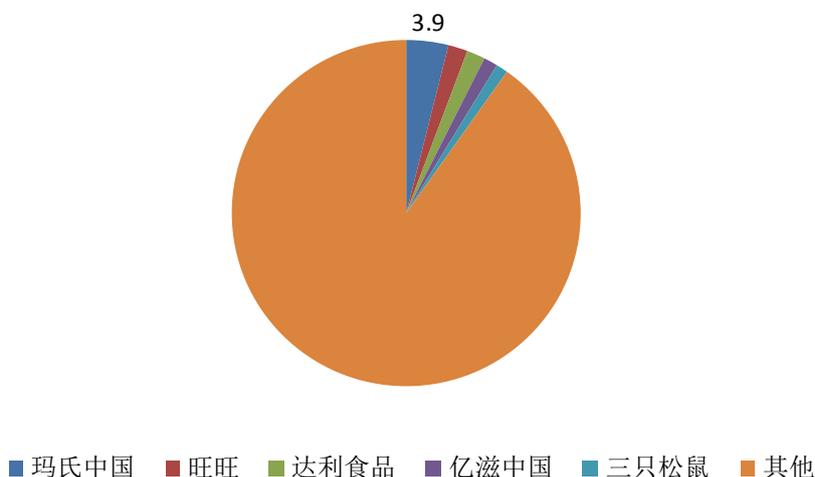
图 14 2013-2021 年休闲食品行业销售额和增速 (亿元, %)



资料来源：沙利文咨询、东海证券研究所

我国休闲食品行业存在着行业集中度低、集中度提升速度较慢的特征。因为休闲食品行业增长较快，利润可观，进入门槛低，行业参与者仍不断增加，玛氏、亿滋等国外龙头企业积极布局中国市场，参与者众多导致市场集中度较低。根据数据，我国休闲食品行业 CR10（出厂口径）为 14.4%，前五大企业玛氏旺旺、达利食品、亿滋和三只松鼠市占率分别为 3.9%、1.8%、1.7%、1.3%和 1.1%。

图 15 我国休闲食品行业 CR5（出厂口径），（亿元, %）



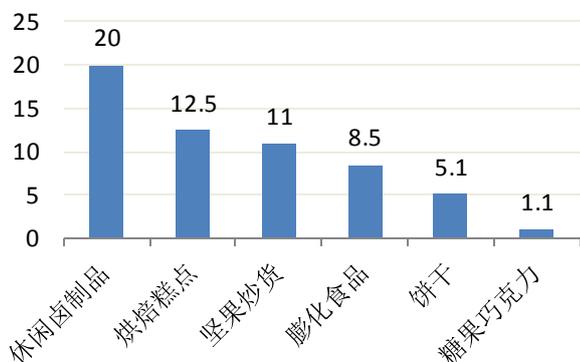
资料来源：沙利文咨询，东海证券研究所

休闲食品的主要分类包括烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品、坚果炒货、饼干和膨化食品。从子行业的增长率来看，休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速最快，13-18 年 CAGR 分别为 20.0%、12.8%和 11.0%，行业仍在快速成长期；膨化食品、饼干和糖果巧克力增速较低，13-18 年 CAGR 分别为 8.5%、5.1%和 1.1%，已步入成熟期。

从行业集中度来看，集中度较低的休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点子行业 CR5 分别为 20.2%、17.2%和 11.3%，未来集中度提升空间大。膨化食品、糖果巧克力、饼干行业

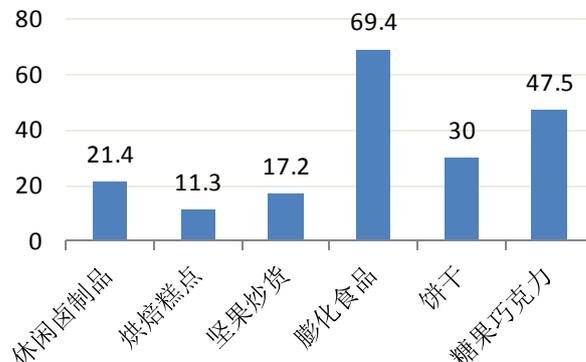
子行业 CR5 分别为 69.4%、48%和 31%，集中度较高，外企龙头已提前占领市场和销售渠道，竞争格局较为稳固。

图 16 各子行业 5 年 CAGR (%)



资料来源：沙利文咨询，东海证券研究所

图 17 各子行业 CR5 (%)



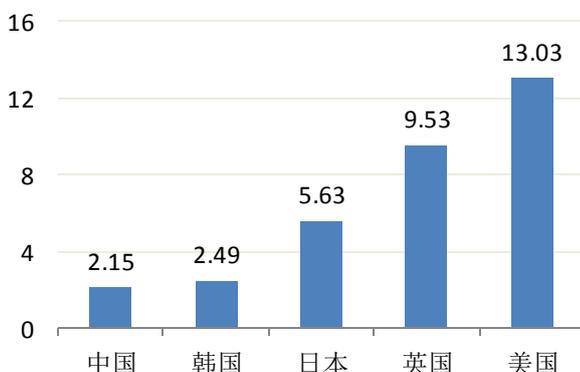
资料来源：沙利文咨询，东海证券研究所

3.1.2. 行业存在较大的发展空间

中国 2019 年全国居民人均可支配收入 30733 元，比上年名义增长 8.9%。同时，我国休闲食品人均消费量仅有 2.15KG，远低于主流发达国家，同我们饮食习惯相近的日本人消费量也达到了 5.63KG，说明消费量还有比较大的增长空间。

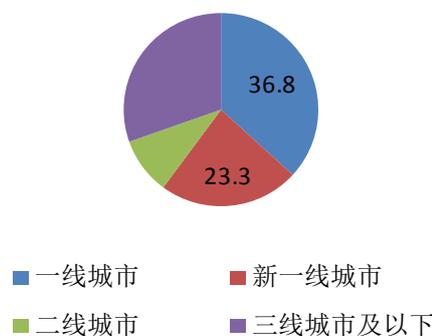
从休闲食品消费群体分类来看，一线城市的消费者占比为 37%，新一线城市的消费者占比为 23%，自 2016 年以来，新一线城市人口增速明显加快并高于一线城市，预计未来新一线城市的休闲食品消费者占比将快速增加。此外，伴随外出互联网信息传播和销售渠道的不断下沉，一二线城市消费观念、消费习惯和流行品牌会传导到低线城市，促进低线城市消费升级，从总人口和人均消费的角度看，新一线和低线城市的消费市场还有较大的增长空间。

图 18 各国休闲食品人均消费量 (kg)



资料来源：沙利文咨询，东海证券研究所

图 19 消费者城市等级占比 (%)

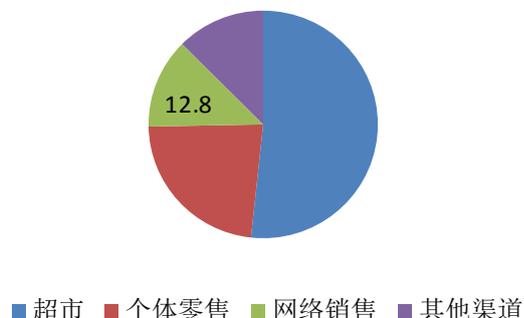


资料来源：沙利文咨询，东海证券研究所

电商渠道将不断扩张推动行业的扩张,2019 年我国休闲食品在超市、个体零售经销商、电商渠道和其他渠道收入占比分别为 51.7%、23.0%、12.8%和 12.5%。随着中国电商的

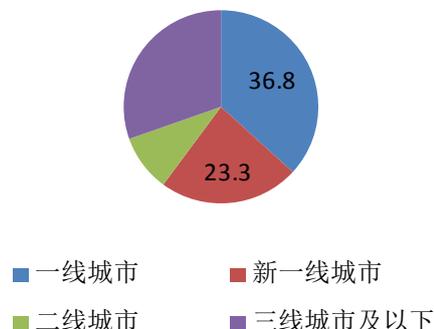
迅速发展，2010-2019 年中国休闲食品电商渠道零售额占比从 0.3%提升至 12.8%，虽然结构上线下渠道仍是主流，但是，电商渠道将是行业重要的品牌输出口和业绩增长点。

图 20 各国休闲食品人均消费量 (kg)



资料来源：沙利文咨询，东海证券研究所

图 21 消费者城市等级占比 (%)



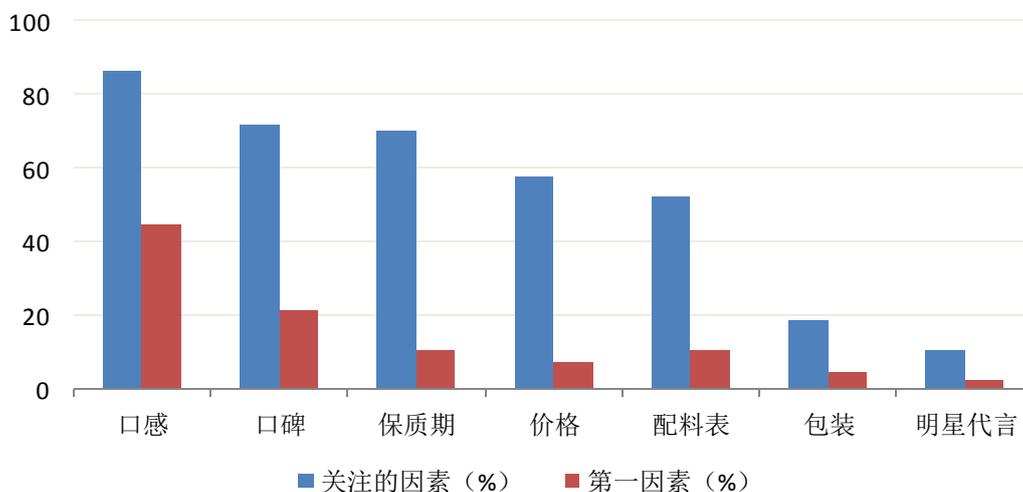
资料来源：沙利文咨询，东海证券研究所

我们认为疫情影响下居民的购买习惯发生改变，电商的未来渗透率仍将继续提升，未来 5 年有望提升至 18%左右。未来休闲食品电商有望不断通过向三四线城市、农村市场下沉以及向海外市场拓展，持续推动行业发展。同时伴随电商渠道渗透率的提升，传统商超、便利店、专卖店、杂货铺的零售渠道格局逐步和线上渠道相融合，为消费者提供更好的购物体验，为行业带来新的增长空间。

3.1.3. 高端化、健康化、多元化发展

随着人均可支配收入的提高，消费者对于休闲零食的产品质量的要求越来越高。数据显示，将零食口感作为最重要关注对象的消费者占比达到了 44.3%，对于产品口感和品牌口碑已经成为消费者最关注的两个要素。我们认为消费者对于零食消费需求的升级，企业的竞争方向将从“流量为王”升级至“产品为王”，高端零食路线是行业未来趋势之一。

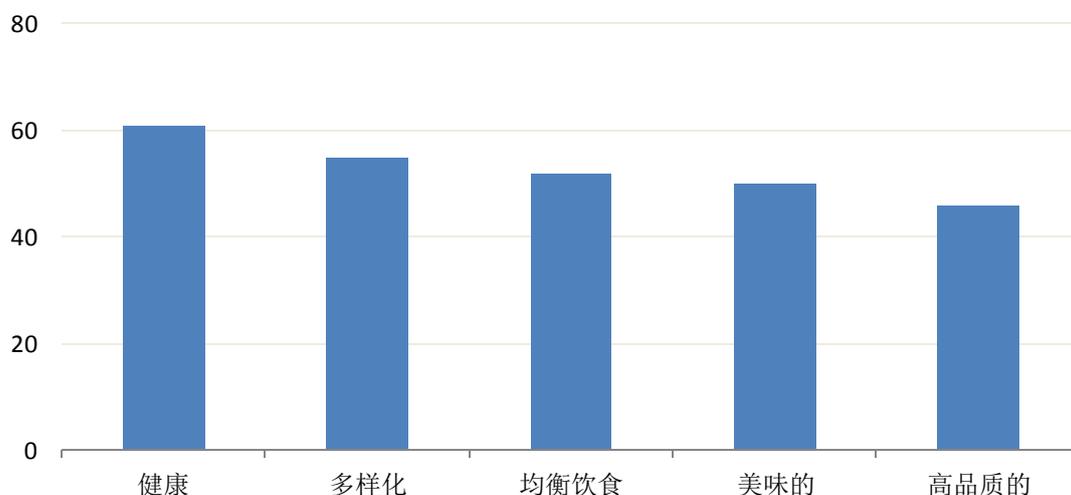
图 22 消费者购买零食关注的因素 (%)



资料来源：尼尔森咨询，东海证券研究所

调查显示消费者选择饮食时考虑因素中，约 61% 的受访者选择了健康，随着生活水平提高，消费者对健康认知不断提升，消费者对健康零食产生需求，因此独绿色健康、非转基因、低糖以及其它对于健康的诉求正成为零食市场关注的焦点。

图 23 消费者购买零食关注的因素 (%)



资料来源：尼尔森咨询，东海证券研究所

越来越多的工薪阶层需长时间工作，更多人会选择少食多餐的饮食方法。正餐和零食的界限在逐渐模糊，零食代餐化将给休闲零食很大机会，因此独立包装零食，如燕麦、谷物和肉类零食等的消费需求日益增长。而随着休闲食品的高端化和健康化，其附加价值也会不断提升，未来休闲食品的礼品化或将成为潮流。

3.2. 乳制品

3.2.1. 总体产量稳定，巴氏奶、酸奶消费量上涨

目前从统计局的乳制品产量来看，整体供应端已经从 2010 年前成长期的双位数增速，过渡至平稳发展阶段，近几年产量基本保持在 28000 万吨左右。今年由于受疫情影响，乳制品销量受到打击，同时一季度工厂关停，2020 年一季度乳制品产量下滑 9.48%。

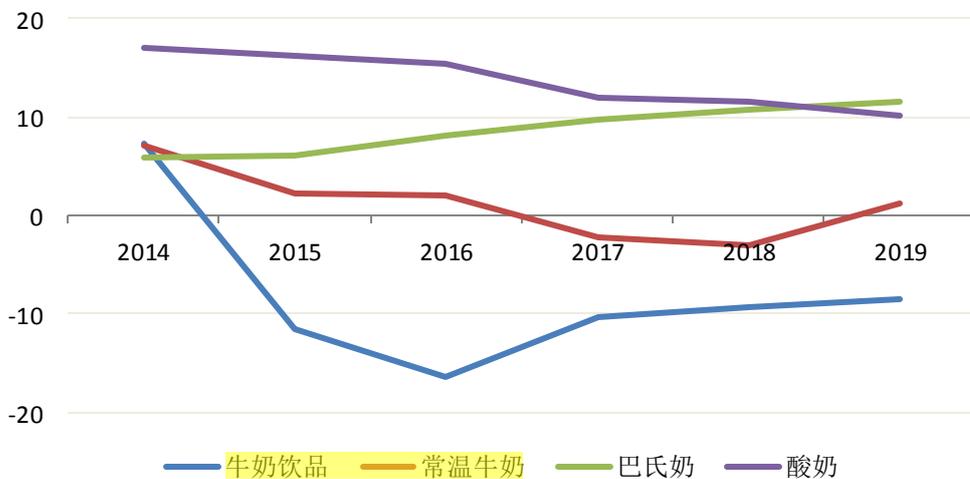
图 24 2010 年-2020 年 3 月中国乳制品产量和增速 (万吨, %)



资料来源: wind、东海证券研究所

前期支撑行业高速发展的牛奶饮品以及常温牛奶的消费量增速在最近 5 年都出现了较为明显的下滑，而受益于消费升级、无添加健康概念和电商平台配送销量的提升，巴氏奶和酸奶消费量近五年保持在 10% 左右增速水平，并且巴氏奶的消费量增速正在逐年上升。

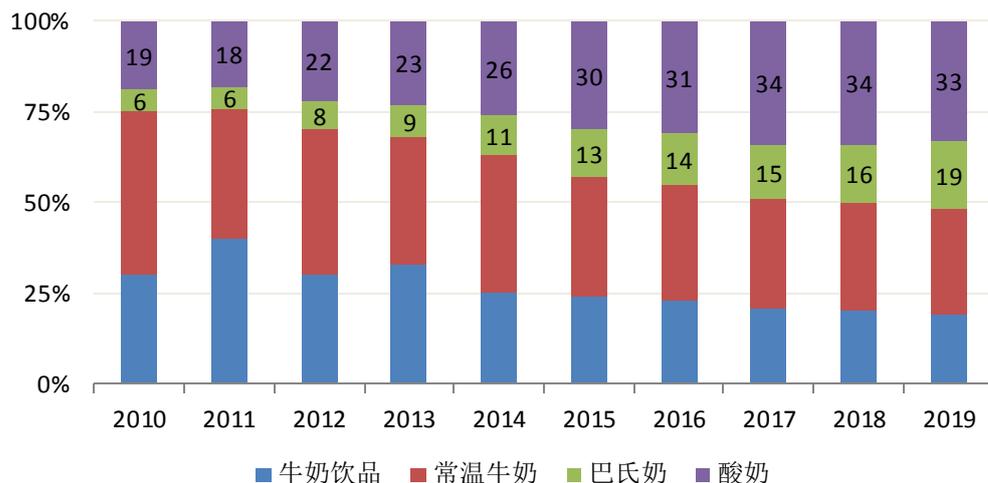
图 25 2014 年-2019 年四大牛奶产品消费量增速变化 (%)



资料来源: Euronmonitor、东海证券研究所

其中酸奶得益于伊利、蒙牛常温品类的投入，以及区域乳品公司在低温酸奶品类的研发创新，成为乳制品行业整体消费量 CAGR5 最高的品类，销量占比亦从 2010 年的 19% 上升至 2017 年的 34%，首次超过了常温牛奶的消费量占比，成为乳制品行业销量最高的子品类。巴氏奶从 14 年开始消费量占比逐步提升，预计未来有进一步增长空间。

图 26 2010 年-2019 年四大牛奶产品消费量占比变化情况 (%)

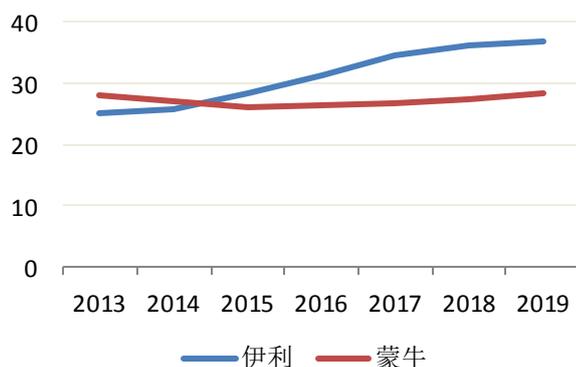


资料来源: Euronmonitor、东海证券研究所

3.2.2. 伊利、蒙牛优势明显，行业高度集中

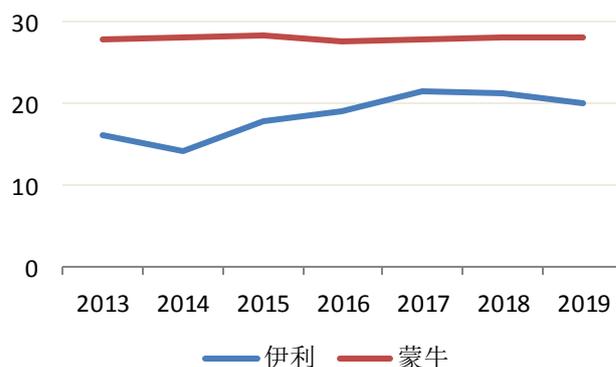
在国内乳制品市场中，常温产品比重超 80%，占据绝对的主导。而常温产品中，伊利、蒙牛的市占率合计近 65%，并且逐年提升，双寡头地位愈发牢固。而低温方面，巴氏奶品类受制于牧场奶源，终端冷柜配置以及物流成本等原因，市占率靠前依然是老牌地方乳企，而蒙牛凭借达能和君乐宝的低温产品技术以及渠道占有，在低温酸类占据 28% 的市场份额，排名第一。预计受到疫情的影响，小企业快速退出，伊利、蒙牛有望加速抢占市场份额。

图 27 伊利、蒙牛常温奶市占率变化 (%)



资料来源: 产研智库，东海证券研究所

图 28 伊利、蒙牛低温总体市占率 (%)



资料来源: 产研智库，东海证券研究所

3.2.3. 短期业绩承压，中长期看好

乳制品尤其是液态奶由于有礼品消费的属性，受疫情影响，春节礼品的消费萎缩，以及学校延迟开学，乳制品终端需求受到一定抑制，乳制品产量 1-2 月累计下滑 17.5%。同时为了照顾奶农的利益，大型乳企正常收购鲜奶，但采取喷粉的方式保存，成本压力增大。同时春节旺季不旺，企业库存增高，企业采取更大力度的促销，致使销售费用增加。我们预计乳制品企业 2020 年上半年业绩承压。但是乳制品具备必需品的消费属性，终端需求在疫情过后将得到释放，乳制品产量 4 月同比上升 4.80%，较 1-2 月已有明显改善。

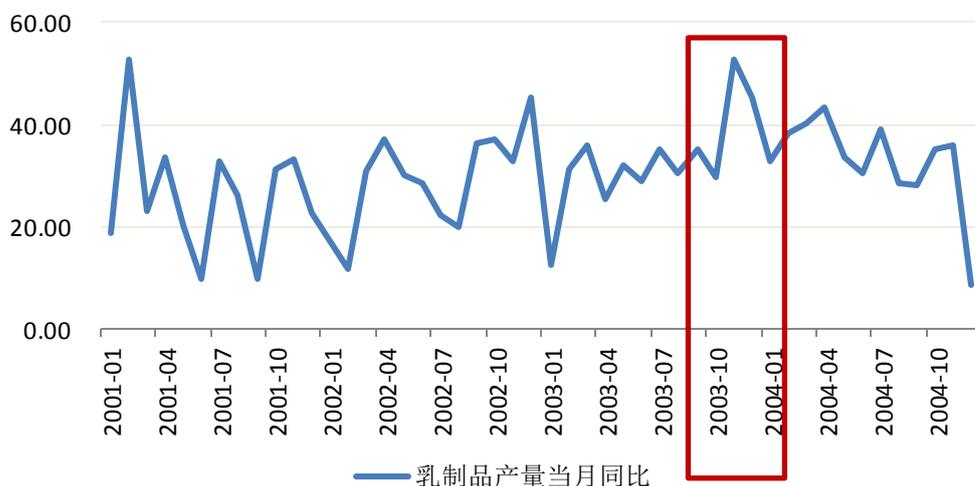
图 29 乳制品产量当月同比变化情况 (%)



资料来源: wind、东海证券研究所

疫情之后消费者对于健康意识的提升,有望继续扩充乳制品的消费市场。新冠疫情爆发,钟南山院士和张文宏教授都强调喝牛奶的重要性,疫情短期内对乳制品的生产和销售都带来了负面影响,但是中长期来看,乳制品行业渗透率有望继续提升。对比 2003 年非典疫情,从 2003 年下半年开始乳制品产量呈现加速的态势。

图 30 乳制品产量当月同比变化情况 (%)



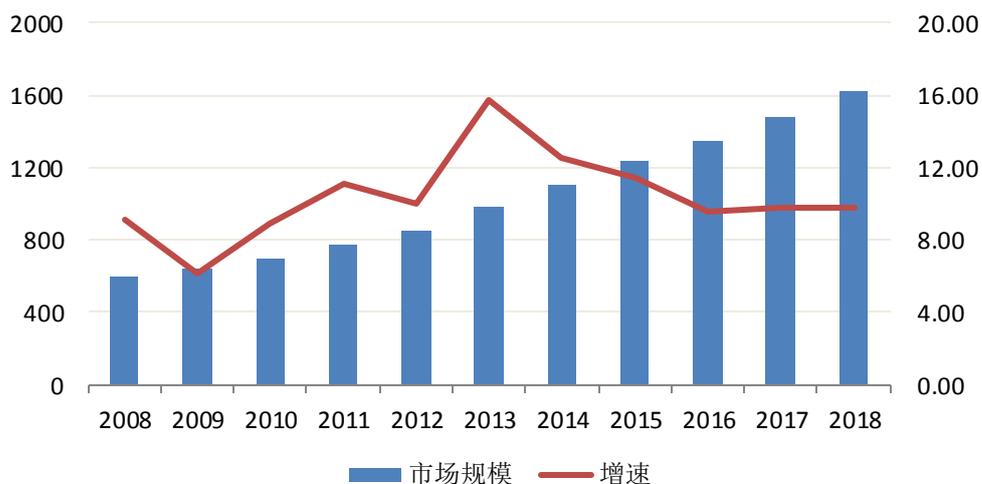
资料来源: wind、东海证券研究所

3.3. 保健品行业

3.3.1. 行业增速接近 10%

根据欧睿咨询数据,2018 年中国保健品行业市场规模达 1627 亿元,同比增长 9.8%,预计 18-23 年 CAGR 为 9.10%。

图 31 2008 年-2018 年中国保健品行业市场规模（亿元，%）



资料来源：欧睿咨询、东海证券研究所

3.3.2. 审批制+备案制双制并行

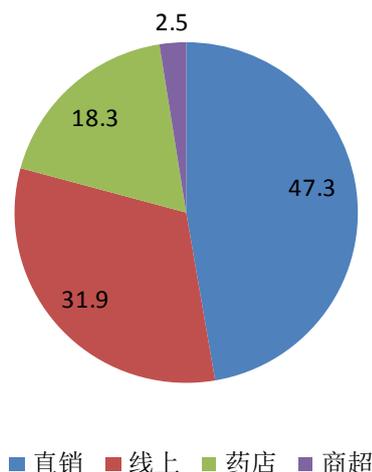
保健食品的注册由审批制改为审批制和备案制双制并行，此前管制带来的垄断局面将会被打破。一方面，新政策利好进口企业，此前，进口保健品多集中于线上销售，而新政策缩短了注册时间，企业通过备案后便可进入线下渠道销售，打开了进口保健企业进入我国市场的大门。另一方面，备案只能由生产性厂家来做，不允许贴牌，对市场上较为常见的连锁药店自有品牌保健品将造成约束。总的来看，未来我国保健品行业竞争将进一步加剧，行业整合加速，行业的规范将加速小企业的淘汰，拥有好产品、好品牌和好渠道的龙头企业将在激烈的竞争中脱颖而出

3.3.3. 国内直销渠道占比过高

对比其他国家，我国保健品渠道销售结构呈直销、线上占比高，药店增速缓慢，商超占比极小的特点。欧美保健品市场起步早，现阶段发展成熟，消费者教育经过了很长的周期，消费者已步入看重品牌和产品的阶段。

直销渠道的代表企业有安利、无限极和完美，非直销渠道的代表企业有汤臣倍健和东阿阿胶。在国内直销渠道会天然的传销挂钩，同时 2019 年开始爆出的无限极事件和权健事件必然对直销渠道造成重大打击，长期来看，由于非直销渠道的持续发力及分流，直销原有的市场份额或将面临被强品牌、强产品、强渠道的非直销企业蚕食。

图 32 我国保健品销售渠道结构 (%)

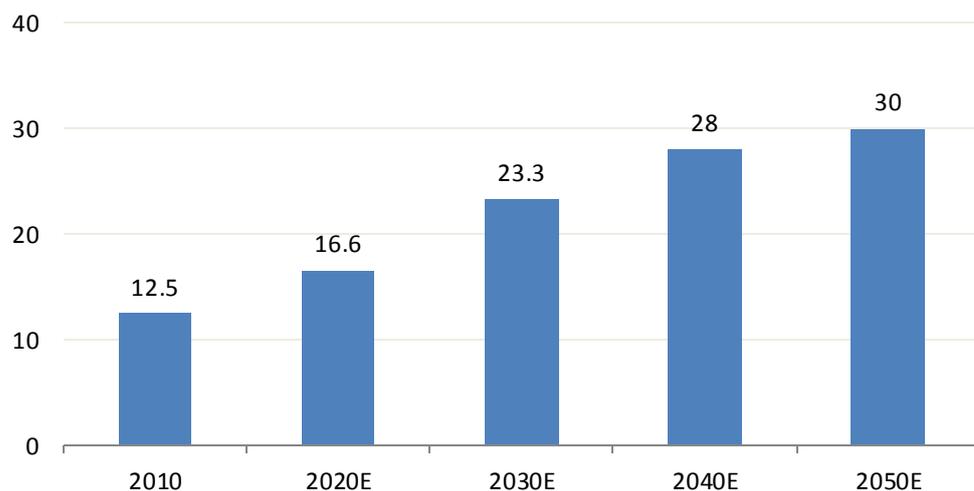


资料来源：欧睿咨询、东海证券研究所

3.3.4. 消费群体众多

我国第一个人口出生高峰期在 1960 年至 1975 年，从 2020 年开始，他们会步入 60 岁以上的年龄。截止至 2017 年底，我国 60 岁以上老年人口 2.41 亿，占总人口的 17.3%。预计 2033 年前后将翻番到 4 亿，而到 2050 年前后将达到 4.87 亿，约占总人口的三分之一，老年人口数量和占总人口比例双双达到峰值，人口老龄化问题的不断加重会使整个社会增加保健品的需求，这将推动我国膳保健品行业进入快速增长期。

图 33 中国 60 岁以上人口占比变化趋势 (%)



资料来源：新华网、东海证券研究所

以前市场普遍都认为健康养生是老年人才关心的事情，但目前这一格局正在发生变化，由于工作压力大和亚健康现象的社会化蔓延，青壮年群体对补充维生素、提高免疫力、美容养颜等方面保健品需求越来越高。同时 80 后、90 后年龄段的消费者更善于社交，他们经常和朋友和家人一起购物，会使用多种渠道购物，例如社交媒体、电商网站等，还会利用社交媒体与品牌沟通。

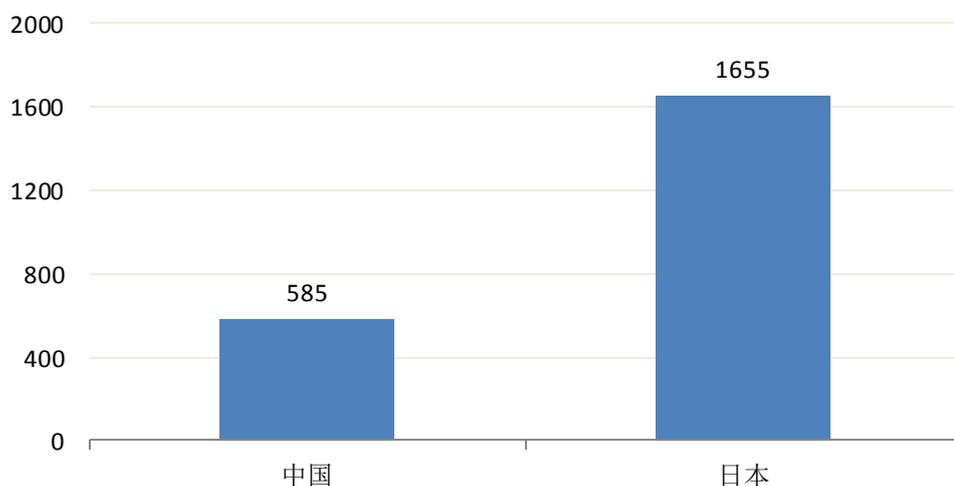
3.3.5.对标美、日，未来提升空间巨大

从人均消费金额来看，我国保健品人均消费金额偏低，为发达国家或地区的 1/8—1/6。人均消费金额的提升主要来自渗透率提升和购买者消费金额提升。

渗透率方面，美国保健品渗透率达 50%以上，其中 60%的消费者属于粘性用户，日本渗透率达 40%左右。而中国渗透率仅为 20%左右，其中粘性用户仅占 10%。随着我国人口老龄化的加剧，消费者营养意识的培育与提升，未来我国膳食补充剂用户数存在 2 倍左右增长空间。

由于日本整体消费习惯与我国类似，以日本为例，购买人群消费金额为 1655 元，而我国购买人群消费金额仅为 585 元，为日本的 1/3。随着我国人均 GDP 的提升以及对医疗保健支出水平的提高，我国保健品购买人群消费金额存在 2-3 倍的提升空间。

图 34 中日保健品购买人群消费金额对比（元）



资料来源：新华网、东海证券研究所

综上所述，我们认为消费者对保健品消费支出持续增加，中国保健食品行业特别是在药店、电商渠道深耕的保健品公司会进入 5-10 年的黄金发展期。

4.中期策略与研究覆盖

受疫情影响，消费者可支配收入和消费支出均有所下降，居家隔离也使传统消费场景受到严重影响。但是疫情也改变了居民的消费习惯，消费场景向线上转移，消费者对食品的简单即食和健康等因素提出更高的要求。短期来看，疫情对食品饮料上半年的消费造成严重的冲击，但食品饮料作为刚性需求，在疫情得到控制后，行业的消费会逐渐恢复。同时根据棘轮效应，人的消费习惯形成之后有不可逆性，因此我们认为休闲和健康的产品将持续受到消费者的喜爱。因此建议重点关注行业中带有休闲和健康标签的上市公司，建议重点关注洽洽食品、伊利股份和汤臣倍健。

5.风险提示

经济持续走弱风险；消费环境持续恶化风险；原材料价格风险；食品安全等风险。

分析师简介:

赵从栋, 食品科学与工程专业, 2017年加入东海证券。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089