

食品饮料

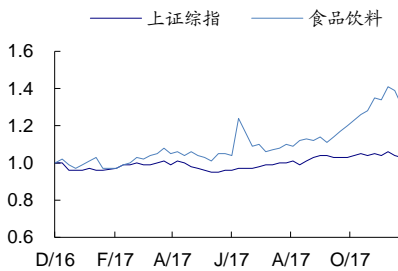
2020年下半年投资策略

超配

(维持评级)

2020年07月09日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《食品饮料 2020 年 4 月投资策略: 关注业绩兑现, 优选确定性龙头》——2020-04-14
 《健康食品产业链系列报告之一: 疫情引爆需求, 健康食品正当风口》——2020-04-09
 《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: 十年复盘再现食品饮料行业演变特征》——2020-02-28

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: guowei1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

行业策略

优选确定及改善龙头, 以更长视角挖掘空间

● 消费回暖, 外资流入, 板块估值提升

今年以来因受疫情冲击的影响, 市场整体风险偏好降低, 对需求刚性、业绩稳定性较强的食品饮料板块给予较高估值溢价, 行业涨幅居前。自 Q2 以来疫情受控后, 3-5 月社消数据逐月改善, Q1 受影响较明显的如白酒、啤酒、乳制品等行业产量也逐月回正, 消费回暖趋势显著。餐饮、商超等终端动销回升、产品价格坚挺朝上, 市场信心快速恢复, 加上外资流入等支撑, 近期以白酒、啤酒等板块估值进一步提升至历史高位。

● 拉长视角, 疫情后挖掘新兴投资机会

从更长视角看, 疫情推动了行业洗牌、渠道升级转型、新品类新消费习惯快速养成, 形成新投资机会。疫情期间艰难环境下更体现企业应对能力及管理内功, 中小企业风险承受能力弱, 疫情后将加速洗牌, 市场份额将向龙头集中; 疫情也加快了消费者行为习惯的培育转型, 包括线上电商、社区团购等新兴渠道对冲了传统渠道影响, 未来新消费习惯有望保留和强化, 速冻食品、复合调味品、保健品等行业有望进入发展快车道。

● 下半年投资三主线: 确定性强、边际改善、长期空间

1. 优选业绩确定性强、具估值提升空间的龙头: 疫情后市场份额加速集中, 行业龙头抗风险能力强, 业绩持续增长确定性高, 有望享受竞争红利、定价优势、产业链优势, 获得市场更长期的估值溢价, 推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 调味品海天味业, 肉制品双汇发展。2. 优选边际改善显著, 具有估值性价比的公司: 部分企业由于产品属性及渠道特征, 在疫情初期受冲击较明显, 但近期动销恢复积极, 预期具有边际改善空间, 推荐伊利股份, 汤臣倍健。3. 优选成长潜力充足的赛道, 以长期视角审视公司价值, 虽然其中部分企业当前估值较高, 但成长潜力充足, 长期价值广阔, 推荐安井食品、三只松鼠、妙可蓝多、千禾味业、安琪酵母、重庆啤酒、青岛啤酒, 关注休闲食品、复合调味品等行业。

● 投资建议

推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、伊利股份、双汇发展、海天味业、汤臣倍健、重庆啤酒、青岛啤酒、安井食品、三只松鼠、妙可蓝多、千禾味业、安琪酵母。风险因素: 宏观经济波动; 成本波动; 食品安全风险。

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	
					2019	2020E	2019	2020E
600519	贵州茅台	买入	1,681.34	21,121	32.8	38.7	51.3	43.4
000858	五粮液	买入	203.36	7,894	4.48	5.3	45.4	38.4
000568	泸州老窖	买入	114.89	1,683	3.17	3.67	36.2	31.3
600887	伊利股份	买入	34.84	2,120	1.14	1.09	30.6	32.0
603345	安井食品	买入	123.44	292	1.58	1.76	78.1	70.1
300783	三只松鼠	买入	77.96	313	0.6	0.8	129.9	97.5
000895	双汇发展	买入	47.22	1,567	1.64	1.82	28.8	25.9
300146	汤臣倍健	买入	21.33	338	-0.22	0.84	N.A.	25.4
603027	千禾味业	买入	33.50	223	0.3	0.45	111.7	74.4
603288	海天味业	买入	127.77	4,140	1.65	1.95	77.4	65.5
600298	安琪酵母	买入	54.65	450	1.09	1.26	50.1	43.4
600882	妙可蓝多	买入	38.69	158	0.04	0.35	310.4	104.3
600132	重庆啤酒	买入	70.50	341	1.36	1.18	51.8	59.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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

内容目录

板块回顾：行业涨幅明显，估值临高位	5
重视外资流入影响，食品饮料获强支撑	7
关注业绩改善及确定性，下半年投资三主线	9
拉长视角挖掘优质企业，关注细分行业趋势	11
白酒：下半年望加速回暖，高端龙头确定性更强	11
非白酒板块：龙头业绩表现稳健，关注优质赛道的成长机会	12
乳制品：动销加速恢复，龙头份额集中，消费需求升级	13
调味品：餐饮恢复拉动，龙头后续仍存提价可能	17
啤酒：Q2 销量增长望增厚业绩，长期盈利改善空间大	19
速冻食品：B+C 同发力，规模化提效赋能，关注方便食品空间	21
休闲食品：龙头潜力足，消费升级边界广阔	26
保健品：龙头业绩有望改善，渠道及品类结构持续升级	30
投资建议	33
风险提示	33
宏观经济波动	33
行业竞争风险	34
食品安全风险	34
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

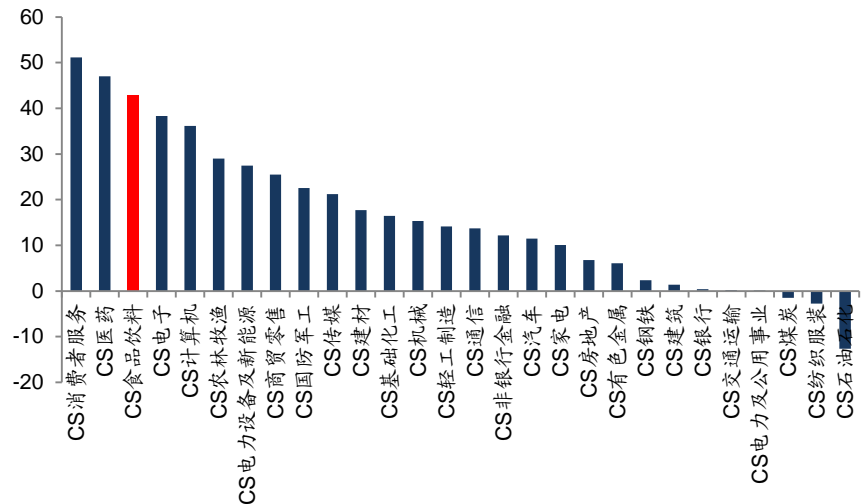
图 1: 年初至今食品饮料板块涨幅排名第三	5
图 2: 近十年食品饮料板块估值表现	5
图 3: 年内行业分板块涨跌幅 (%)	6
图 4: 年内食品饮料行业分板块估值对比	6
图 5: 陆股通一级行业 4 月持仓占比变化	7
图 6: 贵州茅台外资持股变化	8
图 7: 五粮液外资持股变化	8
图 8: 海天味业外资持股变化	8
图 9: 伊利股份外资持股变化	8
图 10: 重点行业产量当月产量同比增速	9
图 11: 社会消费品零售总额等指标当月同比变化	9
图 12: 批发与零售业分品类零售额当月同比	10
图 13: 2002-2018 年中国新出生人口数量 (万人)	14
图 14: 2012-2020 年中国婴童消费市场规模及增速 (亿元)	14
图 15: 2013-2019 年中国牛奶产品销售额 (亿元)	14
图 16: 2010-2017 年液态奶线上销售占比	14
图 17: 消费者对乳制品的需求	15
图 18: 乳制品使用场景扩展	15
图 19: 蒙牛“恬醒”葛根风味酸奶	15
图 20: 消费者对乳制品口味的要求	16
图 21: 疫情期间, 乳制品是唯一一个消费量提升的非必需品	17
图 22: 低温牛奶渗透率持续提升	17
图 23: 减脂/低糖乳制品增长领先	17
图 24: 对比其他品类调味品 CR10 偏低较低	18
图 25: 各国调味品 CR10 对比	18
图 26: 调味品子品类集中度差异大	18
图 27: 调味品各品牌净利率比较	19
图 28: 啤酒行业产能利用率低, 龙头产能利用率仅能维持在 70%	20
图 29: 速冻食品市场规模	22
图 30: 速冻食品细分品类产量占比	22
图 31: 中国人均速冻消费量仅为发达国家的 20%-50%	22
图 32: 冷链物流行业市场规模迅速爆发 (单位: 亿元)	23
图 33: 速冻食品产业链	23
图 34: 速冻面食行业竞争格局	23
图 35: 速冻面食企业数量及规模情况	23
图 36: 速冻火锅料行业竞争格局	24
图 37: 火锅市场子类规模	24
图 38: 千味央厨发力速冻菜肴品类丰富	25
图 39: 安井、三全、思念生产基地分布图	26
图 40: 休闲零食市场规模快速攀升	27
图 41: 线上零食健康概念转变	27
图 42: 休闲食品三巨头消费客群以年轻女性为主	27
图 43: 零食食用场景呈现多元化	28
图 44: 消费者食用零食的驱动因素	28
图 45: 消费者选择零食的关注因素	28
图 46: NatureBox“零食盒子”	29
图 47: 莫斯利安低脂肪减蔗糖酸奶	30
图 48: 洽洽小黄袋每日坚果	30
图 49: 中国保健品市场分人群/功能分析	30
图 50: 中国保健品电商销售规模持续增长	31
图 51: “零食态”保健品代表产品	31
图 52: 消费者对保健品的功能需求愈加细分化	32
图 53: 中国保健品销售渠道分布情况	32
图 54: 2013-2018 年保健品细分渠道 CAGR	32
表 1: 年内食品饮料板块及白酒板块涨跌幅榜	6

表 2: 食品饮料行业上市公司外资持股情况.....	8
表 3: 白酒板块重点公司 2019 年及 2020Q1 财务数据一览.....	12
表 4: 非白酒板块重点公司 2019 年及 2020Q1 财务数据一览.....	12
表 5: 五大啤酒龙头企业产品分类.....	20
表 6: “百日行动”对保健品直销渠道的影响.....	32
表 5: 食品饮料行业重点推荐公司估值表.....	33

板块回顾：行业涨幅明显，估值临高位

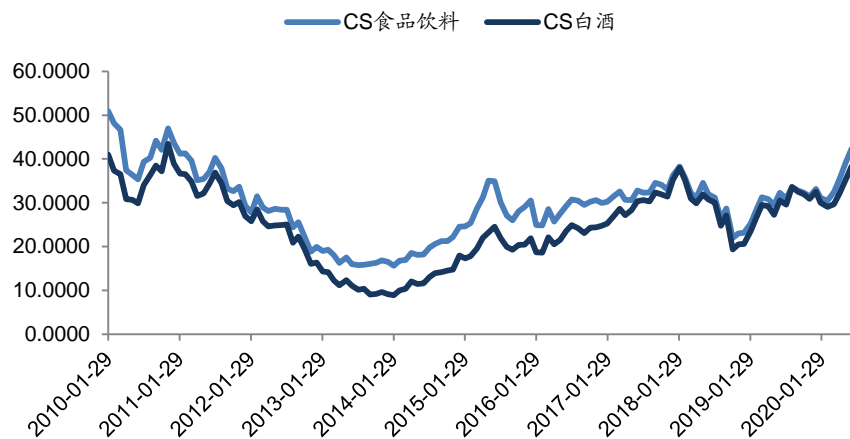
回顾今年以来行情，由于整体经济环境受到疫情冲击的影响，市场整体风险偏好降低，对需求刚性、业绩稳定性较强的食品饮料板块更为青睐，给予行业较高的估值溢价，年内食品饮料行业涨幅居前。年初至今食品饮料板块加权平均涨幅42.7%，中信食品饮料绝对涨幅为40%，而同期沪深300指数涨幅为14.7%，板块跑赢大盘25pcts；横向对比，食品饮料行业涨跌幅在中信28个子行业中排第三，仅次于消费者服务及医药行业；从估值角度来看，当前食品饮料行业的PE(TTM)估值为42.3倍，处于近3年来高位。

图1：年初至今食品饮料板块涨幅排名第三



资料来源：

图2：近十年食品饮料板块估值表现

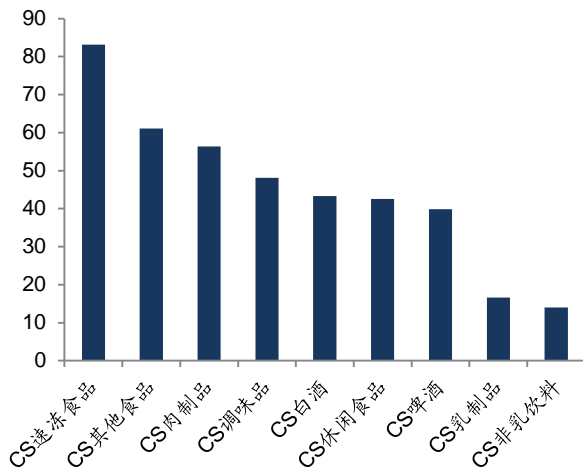


资料来源：

食品饮料各子板块中，速冻食品上涨83%、其他食品上涨61%涨幅领衔领先，受益“宅经济”下速冻及方便类食品快速放量、业绩增长确定，调味品、肉制品、休闲食品等板块涨幅在40-60%之间，由于需求刚性及核心企业调整速度较快，业绩受疫情影响较小；白酒、啤酒、乳制品等板块自Q2以来疫情受控下市场消费环境好转，餐饮、商超等终端动销回升、产品价格坚挺朝上的带动下，市场信心快速恢复，加上资金面利好，近期估值回升、涨幅更积极。从估值来看，当前白酒38.3X，乳制品43.0X，啤酒81.6X，饮料17.2X，调味品70.6X，肉

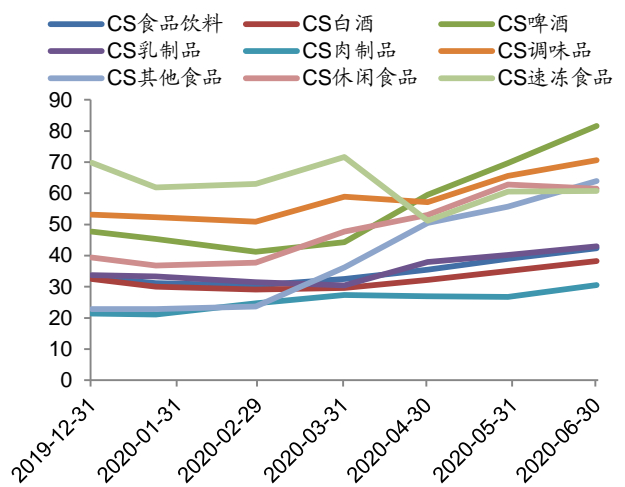
制品 30.5X，其他食品 64.0X。

图 3：年内行业分板块涨跌幅（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：年内食品饮料行业分板块估值对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股来看，年内食品饮料板块个股主要来自速冻食品、调味品、休闲食品等板块，疫情期间，宅经济下家庭消费对于速冻食品需求量增长，带动像安井食品、三全食品等企业业绩较快增长，同时由于商超、电商渠道放量，渠道上有优势的如千禾味业、妙可蓝多整体受冲击影响也较小；另外抓住新兴消费习惯的培育，产品加速放量形成规模优势贡献业绩，像天味食品、日辰股份、西麦食品等复合调味料及方便食品企业也受市场青睐；从白酒来看，行业调整至3月下旬开始逐步修复，年报及一季报披露后业绩更稳定的高端白酒及优质名酒企业表现更加稳定。

表 1：年内食品饮料板块及白酒板块涨跌幅榜

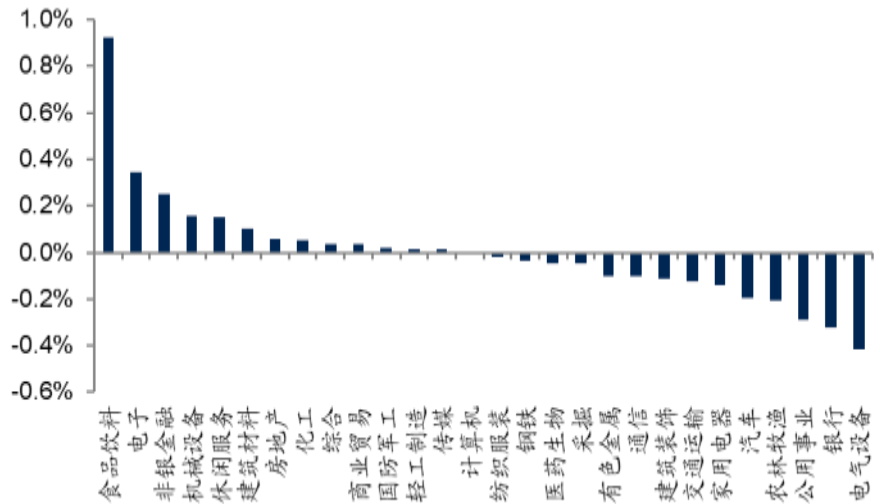
食品饮料行业个股涨幅前十	涨幅 (%)	白酒股跌幅前十	跌幅 (%)
良品铺子	343.8	酒鬼酒	118.4
盐津铺子	177.7	山西汾酒	70.7
妙可蓝多	147.0	五粮液	53.8
双塔食品	128.9	贵州茅台	44.4
酒鬼酒	118.4	金徽酒	33.7
千禾味业	114.7	今世缘	33.1
安井食品	110.0	泸州老窖	32.5
克明面业	107.6	金种子酒	30.0
西麦食品	94.3	老白干酒	28.6
仙乐健康	92.5	水井坊	27.5
三全食品	91.3	舍得酒业	26.8
海欣食品	91.1	迎驾贡酒	26.2
天味食品	90.7	古井贡酒	25.7
百润股份	90.5	洋河股份	25.5
华宝股份	85.7	伊力特	21.2
安记食品	81.3	古井贡 B	16.4
日辰股份	73.5	顺鑫农业	12.8
山西汾酒	70.7	青青稞酒	6.2
双汇发展	67.1	口子窖	0.2
安琪酵母	64.4	*ST 皇台	0.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理，数据截止至 7 月 7 日

重视外资流入影响，食品饮料行业获强支撑

重视外资对 A 股市场的影响，Q1 由于受全球疫情以及海外金融市场波动的影响，国内市场中的外资不断流出，消费等板块也出现震荡调整。4 月份以来，受全球货币政策宽松以及国内疫情防控进展下经济有望率先复苏的乐观预期刺激下，外资由大幅净流出转为流入，陆股通 4 月累计净流入 533 亿元，其中沪股通当月累计净流入 236.96 亿元，深股通当月累计净流入 295.61 亿元。从持股市值的板块分布上看，消费和金融类依然是配置重点，其中食品饮料行业仍旧占据陆股通配置榜首。从行业持仓占比的变化角度看，外资加仓食品饮料、电子和非银金融等行业，食品饮料、家用电器、建筑材料和医药生物行业中的陆股通占比分别提升 0.43、0.41、0.32 和 0.20 个百分点。据统计，上半年北向资金累计净流入达 1182 亿元，较上年同期增加约 23%。从长期来看，国内资本市场对外开放、加紧国际化进程，证监会取消了期货公司、证券公司和基金管理公司的外资股比限制，并且随着三大国际指数（MSCI、标普道琼斯以及富时罗素）纳 A 举措进展，外资对于 A 股的话语权及支撑作用将更明显。

图 5：陆股通一级行业 4 月持仓占比变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所策略组整理

食品饮料龙头有望受益外资利好。从外资选股偏好看，更青睐高流通市值、盈利能力及流动性强的个股，资金属性偏中长期，对于标的基本面非常重视。消费中外资机构投资偏好家电、食品饮料等子行业，结合金融、电子、医药生物等行业，上述行业投资市值占总投资市值近 70%，外资定价权趋强，食品饮料行业龙头也望受益外资流入的利好。

个股方面，从 A 股最新获外资持仓市值前 20 名股票中，贵州茅台（1810 亿元）、五粮液（662 亿元）、海天味业（269 亿元）、伊利股份（254 亿元）分别排名 1、4、11、12 名，其中茅台持股市值年内提升 49%，五粮液提升 48%，海天味业及伊利股份分别提升 59% 及 11%，持股排名前列的企业外资占自由流通股比例平均接近 20%，在外资的强力支撑下，具有业内竞争优势的龙头企业市场价值不断提升，随着更多优质企业被挖掘以及对应的成长逻辑及行业红利不断兑现，国内优质企业对标海外中长期估值将有进一步提升的空间。

图 6: 贵州茅台外资持股变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 五粮液外资持股变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 海天味业外资持股变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 伊利股份外资持股变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 食品饮料行业上市公司外资持股情况

公司名称	持有外资机构家数	持股市值(亿元)	总市值比例(%)	占自由流通市值比例(%)	ROE(TTM)	PE(TTM)	PB(MRQ)	最新收盘价
贵州茅台	92	1,810.6	8.5	23.9	28.9	49.2	14.2	1,688.00
五粮液	85	662.0	8.4	19.7	22.7	42.1	9.6	201.89
海天味业	60	269.3	6.5	25.7	30.2	75.6	22.8	128.05
伊利股份	74	253.9	12.4	14.1	21.6	35.2	7.6	33.60
洋河股份	47	141.4	7.0	20.4	18.4	27.6	5.1	134.90
中炬高新	38	62.0	13.8	21.5	17.7	61.0	10.8	56.28
安琪酵母	43	60.8	14.8	27.2	18.7	42.5	8.0	49.92
山西汾酒	46	47.8	3.6	12.4	26.3	58.0	15.3	152.05
泸州老窖	57	42.9	2.5	5.2	22.9	34.8	8.0	114.85
双汇发展	39	40.3	2.6	9.7	31.3	27.9	8.7	47.28
重庆啤酒	27	33.0	9.7	24.2	41.7	56.3	23.5	70.41
顺鑫农业	32	27.4	6.2	10.1	9.4	59.9	5.6	59.25
洽洽食品	36	24.5	9.1	17.1	16.9	42.4	7.2	53.40
水井坊	39	21.5	6.7	18.1	34.7	40.4	14.0	66.00
涪陵榨菜	37	19.9	6.7	11.5	20.3	48.0	9.7	37.39
青岛啤酒	40	18.2	1.7	7.9	8.1	68.0	5.5	79.63
今世缘	39	18.1	3.3	6.1	17.9	38.7	6.9	43.10
口子窖	33	12.5	3.9	6.5	19.6	22.6	4.4	53.39
汤臣倍健	20	11.2	3.4	7.4	-5.0	-104.6	5.2	21.07
古井贡酒	39	9.8	1.1	5.1	20.4	44.1	9.0	170.89
百润股份	25	9.4	3.6	8.4	15.5	81.4	12.6	50.05
双塔食品	34	7.8	3.5	6.9	7.8	102.4	7.9	18.15
绝味食品	31	7.4	1.8	4.1	14.7	60.1	8.9	67.40

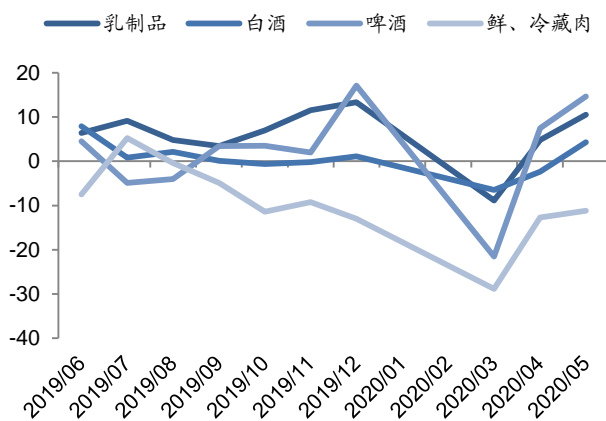
千禾味业	31	7.1	3.3	7.2	13.1	99.2	13.3	32.50
酒鬼酒	38	6.3	2.5	3.6	12.8	78.5	10.0	77.99
桃李面包	26	5.6	1.7	5.2	19.2	44.4	8.9	50.93
光明乳业	35	5.6	2.9	6.0	7.8	44.0	3.4	15.61
三全食品	27	3.8	1.8	5.2	17.6	49.8	8.8	27.28
天味食品	23	3.6	1.0	4.8	15.7	117.2	18.3	58.77
恒顺醋业	34	3.4	1.8	3.3	14.1	57.6	8.1	18.85
承德露露	28	3.2	3.9	6.6	19.5	19.1	3.7	7.56
张裕 A	25	2.9	1.2	7.4	8.6	27.0	2.3	35.64
燕京啤酒	32	2.5	1.2	3.0	-0.6	-275.3	1.6	7.33
伊力特	27	2.4	2.9	4.9	10.7	27.0	3.1	19.01
舍得酒业	29	2.2	1.7	2.6	14.1	29.5	4.2	38.06
华致酒行	14	2.0	1.4	5.6	12.6	44.1	5.6	34.74
迎驾贡酒	25	2.0	1.0	4.0	16.3	24.1	3.9	24.38
华宝股份	14	1.8	0.5	2.9	15.1	27.4	4.1	53.83
中宠股份	3	1.5	2.2	5.7	9.5	87.2	8.8	39.32
珠江啤酒	29	1.5	0.7	4.9	5.7	46.2	2.6	10.20
龙大肉食	20	1.3	1.4	3.8	12.3	30.6	3.8	9.30
老白干酒	40	1.0	0.8	1.2	10.5	36.2	3.8	14.24
煌上煌	15	1.0	0.7	2.1	10.0	59.7	6.0	25.80
三只松鼠	13	0.8	0.3	2.5	8.5	177.8	15.1	78.68
香飘飘	22	0.8	0.6	5.1	8.4	61.1	5.2	30.67
新乳业	19	0.5	0.3	1.7	11.4	78.1	8.9	17.80
佩蒂股份	1	0.3	0.4	1.5	5.4	115.5	6.2	37.86
西麦食品	1	0.1	0.1	0.2	10.5	58.0	6.1	52.33

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

关注业绩改善及确定性，下半年投资三主线

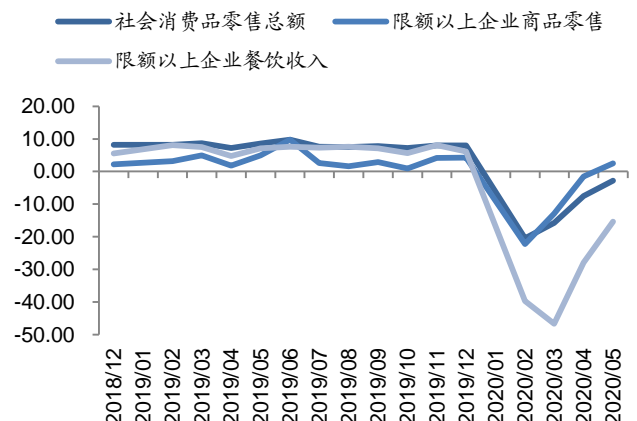
经济逐季回暖，消费需求恢复明显。Q1 尤其是 2 月以来疫情影响对行业需求产生冲击，但随着复工复产及疫情控制效果显现，3-5 月数据逐月改善明显，从社会消费品零售总额数据来看，3/4/5 月分别同比下降 15.8%/7.5%/2.8%，降幅逐季收窄。同期消费客流及信心均在恢复。餐饮收入由 2-3 月 40% 的降幅收窄至 5-6 月的 20% 以内，批发零售中粮油、食品类等必需品受影响较小，3-5 月从此前 10% 增速回升到接近 20% 增长，受影响较大的烟酒、饮料类也有明显改善，当月增速分别从 2 月的 -15.7%、3.1% 提升到 5 月的 10.4%、16.7%。而像行业内 Q1 受影响较明显的如白酒、啤酒、乳制品等行业产量也逐月回正，呈现消费回暖确定性趋势。

图 10: 重点行业产量当月产量同比增速



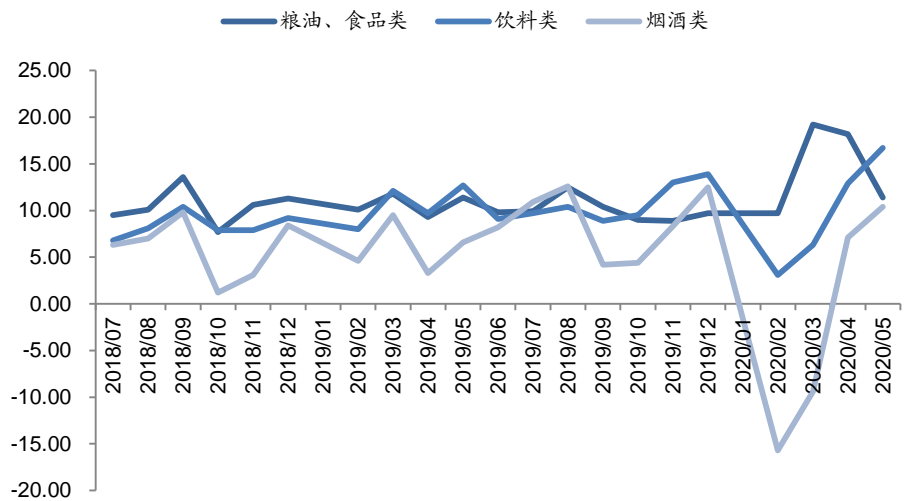
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 社会消费品零售总额等指标当月同比变化



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 12: 批发与零售业分品类零售额当月同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

结合政策层面相关的消费刺激(如发展地摊经济、发放城市消费券等),不断提高居民消费意愿和能力,支持餐饮、旅游等消费服务业的发展,推动线上线下的渠道融合,我们预计下半年整体经济仍将逐季恢复,餐饮行业终端需求加速回暖将有利于龙头业绩增长企稳回升。

从更长视角看,疫情推动了行业洗牌、渠道升级转型、新品类新消费习惯快速养成,形成新投资机遇。疫情期间艰难环境下更能体现企业应对能力及管理内功的差异,中小企业风险承受能力偏弱,面临明显现金流压力,疫情后有望加速洗牌,市场份额将向龙头企业进一步集中;此外疫情也加快了对于消费者行为习惯的转型,包括线上电商、社区团购等新兴渠道很好的对冲了传统渠道所受的影响,随着 5G 时代的到来,技术进步继续赋能线下零售场景升级,而线上直播电商模式提升消费者购物体验,提高消费转化率,加快流量变现,在技术加持之下有望迎接更好的机遇,在这些渠道有领先布局的企业有望优先获益;疫情期间方便食品较大程度补充居家饮食需求,销售获爆发性增长的同时加速了对消费者习惯的培育及渗透,结合中产阶级群体强支付能力及对品质的支付意愿,积极推广兼具品质、健康、方便的食品,未来新消费习惯有望保留和强化,像速冻食品、复合调味品、保健品等有望进入发展快车道。

综合当前行业发展及市场表现情况,建议下半年投资关注三条主线:

1. 优选业绩确定性强、具估值提升空间的龙头:疫情后市场份额加速集中,行业龙头抗风险能力强,通过此前积极的调整很好应对疫情的冲击,业绩持续增长确定性高,有望享受竞争红利、定价优势、产业链优势,获得市场更长期的估值溢价,推荐高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖,调味品海天味业,肉制品双汇发展。

2. 优选边际改善显著,具有预期差、较高估值性价比的公司:部分企业由于产品属性及渠道特征,在疫情初期受冲击较明显,业绩有所波动,但近期动销恢复积极,市场预期较低,具有边际改善的潜力,并且从资金配置性价比及防御属性上更具投资价值。推荐伊利股份,汤臣倍健。

3. 优选成长潜力充足的赛道,以长期视角审视公司价值:选择行业规模仍有较大提升空间、景气度立稳朝上的赛道,虽然其中部分企业短期估值较高,但长期成长潜力充足,业绩充分释放下价值广阔,从中挑选品牌壁垒强、经营规范、管理能力突出的公司进行重点配置。关注速冻食品、休闲食品、奶酪、复合调味品等行业,推荐安井食品、三只松鼠、妙可蓝多、千禾味业、安琪酵母、重

庆啤酒、青岛啤酒。

拉长视角挖掘优质企业，关注细分行业趋势

白酒：下半年望加速回暖，高端龙头确定性更强

动销需求环比改善，库存回落、批价朝上。受宽松经济环境、消费刺激政策下餐饮渠道消费场景恢复等因素影响，近期白酒终端消费需求进一步回升，其中高端名优白酒动销表现积极，整体价格水平坚挺向上，库存水平进一步下降，更积极的打款及出货支撑公司上半年销售目标较好完成。其中茅台批价上涨至2450-2500元，6月已陆续开启Q3打款，7月飞天陆续到货，公司通过非标酒及直销签约比例的提升管控价格，终端动销积极、渠道库存水平低于1个月，上半年完成任务过半的目标实现无虞，预计Q2收入利润均有双位数增长；普五批价环比提升至940-950元左右，前期股东会强调，5月份普5及系列酒均有明显恢复，普五5月动销已经达到正常情况70%以上，端午节动销进一步恢复至近九成，而尖庄光瓶酒的动销还超越了去年同期的水平，公司进一步明确全年的改革深化目标，以确保全年实现营业收入两位数的增长，公司控量挺价决心较足，重点发展团购、零售等渠道，预计在中秋前批价仍有提升空间。另外，国窖1573自4月恢复动销，近期批价升到830-840元，环比提升10-20元，公司此前积极控制配额策略收获成效，库存水平逐步恢复良性，目前库存已经回落至1个月左右，终端动销已恢复已达80%以上，上周西南地区提升国窖终端指导价300元至1399元，结合此前对河南区52度国窖1573经典装结算价提价10元/瓶，终端供货价将调整至920元/瓶，表明了公司挺价决心，渠道经销商反馈积极，为中秋准备充分，Q2特曲动销恢复，新特曲已逐步站上300元价格带，产品价值将不断回归。

高端酒确定性较强，提价稳定品牌价值。从前期业绩表现来看，不同酒企的业绩表现有所分化，高端龙头茅台、五粮液由于疫情前打款完成度高，需求属性更坚定，强品牌力及渠道掌控助力企业在疫情中抵御了风险，实现了稳健的双位数增长，体现了更强的确定性及抗压力；次高端受疫情冲击更明显，但其中山西汾酒逆势保持增长，区域龙头今世缘、古井的跌幅最小，显示了地方龙头抗风险及调节能力，区域内市场集中度逆势提升。整体来看，疫情影响主要体现在H1，各家酒企理性应对，在合理目标指引下对渠道发货及价格进行了不同程度的管控，尽可能减少疫情带来的冲击，维护经销商的生存空间，高端白酒在期间受影响较小。近期白酒提价势起，结合已经提价的老窖、今世缘、酒鬼酒、剑南春、汾酒，我们认为这一方面是以茅台酒为代表的高端酒价格企稳回升为后续价格带产品打开价格空间，而酒企在旺季前通过提价站稳次高端价格定位，抬升品牌形象利于承接对应消费需求，提价也将支撑渠道销售信心、稳定渠道价格和盈利空间、促进回款发货节奏，预计具有较强品牌力及产品品质的酒企具备更强的提价空间，伴随提价相关动作出台，行业头部品牌发展稳定度更强，进一步为中秋国庆消费形成有力支撑。此外，郎酒近期正式披露招股说明书，作为中国两大酱香白酒之一，郎酒此前通过将发展重心从红花郎转移至青花郎，成功站稳在高端及次高端价格带市场，募集资金用于优质白酒产能建设等项目，有望继续强化品牌、产品及渠道优势，也将承接酱香酒品类崛起获得更好的投资价值，

H2有望加速改善，品牌集中下看好高端龙头机会。疫情更多只是短暂的冲击，并没有改变白酒行业长期向上的趋势，白酒产业链条清晰，不同价位带市场发展情况存在差异性，其中高端白酒龙头品牌力强，渠道话语权大，中长期受益消费升级和品牌集中化趋势的行业增长逻辑确定性强，次高端增量在前几年爆发后逐渐趋稳，存量竞争下更要关注他们在渠道掌控和渗透布局的活力。预计疫情受控后有望迎来补偿性消费活力，日常餐饮、小规模聚会需求正陆续恢复，

有望加快消化渠道库存压力，后续将经历回款、动销加快恢复的过程，H2 业绩有望环比改善，关注中秋、国庆的动销备货节奏。由于部分中小企业经营压力加大、疫情后加速退出市场，高端龙头及区域名酒仍将是兼具确定性及中长期估值溢价空间的优质标的，从确定性的角度优先推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖，关注山西汾酒、今世缘、洋河股份。

表 3：白酒板块重点公司 2019 年及 2020Q1 财务数据一览

白酒	2019 年营收(亿元)	2019 年营收 yoy(%)	2019 年归母净利润(亿元)	2019 年归母净利润 yoy (%)	2020Q1 营收(亿元)	2020Q1yoy (%)	2020Q1 归母净利润(亿元)	2020Q1 归母净利润 yoy (%)
贵州茅台	888.5	15.1	412.1	17.1	253.0	12.5	130.9	16.7
五粮液	501.2	25.2	174.0	30.0	202.4	15.1	77.0	19.0
洋河股份	231.3	-4.3	73.8	-9.0	92.7	-14.9	40.0	-0.5
泸州老窖	158.2	21.2	46.4	33.2	35.5	-14.8	17.1	12.7
顺鑫农业	149.0	23.4	8.1	8.7	55.2	15.9	3.5	-17.6
山西汾酒	118.8	25.8	19.4	28.6	41.4	1.7	12.2	39.4
古井贡酒	104.2	19.9	21.0	23.7	32.8	-10.6	6.4	-18.7
今世缘	48.7	30.3	14.6	26.7	17.7	-9.4	5.8	-9.5
口子窖	46.7	9.4	17.2	12.2	7.8	-42.9	2.4	-55.4
老白干酒	40.3	12.5	4.0	15.4	7.6	-34.2	0.7	-44.0
迎驾贡酒	37.8	8.3	9.3	19.5	7.7	-33.5	2.3	-34.1
水井坊	35.4	25.5	8.3	42.6	7.3	-21.6	1.9	-12.6
舍得酒业	26.5	19.8	5.1	48.6	4.0	-42.0	0.3	-73.5
伊力特	23.0	8.4	4.5	4.4	1.5	-70.4	0.1	-94.4
金徽酒	16.3	11.8	2.7	4.6	3.4	-33.4	0.6	-47.0
酒鬼酒	15.1	27.4	3.0	34.5	3.1	-9.7	1.0	32.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

非白酒板块：龙头业绩表现稳健，关注优质赛道的成长机会

非白酒板块虽然 Q1 受制于疫情影响，终端销售及企业生产发货节奏有所回调，但随疫情逐步受控，近期市场消费回暖，经营恢复的确定性较强，乳制品：高端液奶赠礼属性受疫情冲击明显，当前需求已呈现好转趋势，产品新鲜度提升，临期产品库存清理工作也基本完成；调味品龙头企业抗风险能力突出、保持稳健增长，千禾味业商超为主的渠道模式受影响较小，保持了较快增长；啤酒前期受疫情冲击餐饮、夜场等核心消费渠道下销量大幅下滑，Q2 以来旺季消费及餐饮恢复后的销量及价增效应值得期待；速冻食品龙头安井、三全终端需求积极，费用投入压力减轻，业绩表现亮眼。随着线下客流恢复，如休闲食品、保健品等龙头企业销售有望环比改善。推荐速冻食品、休闲食品、保健品、肉制品等行业龙头，调味品、啤酒、乳业龙头业绩环比存有改善空间。前期板块估值提升幅度较大，较高估值下应更关注赛道的长期空间以及公司的业内竞争优势，从更长远的视角进行投资选择。

表 4：非白酒板块重点公司 2019 年及 2020Q1 财务数据一览

重点上市公司	2019 年营收(亿元)	2019 年营收 yoy(%)	2019 年归母净利润(亿元)	2019 年归母净利润 yoy (%)	2020Q1 营收(亿元)	2020Q1yoy (%)	2020Q1 归母净利润(亿元)	2020Q1 归母净利润 yoy (%)
啤酒								
青岛啤酒	279.8	5.3	18.5	30.2	62.9	-20.9	5.4	-33.5
燕京啤酒	114.7	1.1	2.3	27.8	20.0	-41.9	-2.5	-518.0
重庆啤酒	35.8	3.3	6.6	62.6	5.6	-33.4	0.3	-60.2
珠江啤酒	42.4	5.1	5.0	35.8	5.5	-26.3	0.2	-31.1
大众食品								
养元饮品	74.6	-8.4	27.0	-5.0	12.8	-48.8	5.3	-38.2
香飘飘	39.8	22.4	3.5	10.4	4.3	-48.6	-0.9	-264.7
伊利股份	902.2	13.4	69.3	7.7	206.5	-10.7	11.4	-49.8
光明乳业	225.6	7.5	5.0	45.8	51.3	-5.8	0.8	-45.4
三元股份	81.5	9.3	1.3	-25.5	15.2	-21.9	-1.2	-325.0
新乳业	56.7	14.1	2.4	0.4	10.6	-13.7	-0.3	-216.8
贝因美	27.9	11.8	-1.0	-350.7	7.1	12.8	0.1	45.2

妙可蓝多	17.4	42.3	0.2	80.7	4.0	32.7	0.1	319.1
双汇发展	603.5	23.4	54.4	10.7	175.9	46.9	14.6	13.8
海天味业	198.0	16.2	53.5	22.6	58.8	7.2	16.1	9.2
中炬高新	46.7	12.2	7.2	18.2	11.5	-6.3	2.1	8.9
涪陵榨菜	19.9	3.9	6.1	-8.6	4.8	-8.3	1.7	6.7
恒顺醋业	18.3	7.5	3.2	5.7	4.7	0.3	0.8	3.7
天味食品	17.3	22.3	3.0	11.4	3.4	9.8	0.8	4.7
千禾味业	13.6	27.2	2.0	-17.4	3.6	23.6	0.7	39.3
三只松鼠	101.7	45.3	2.4	-21.4	34.1	19.0	1.9	-24.6
良品铺子	77.1	21.0	3.4	42.7	19.1	4.2	0.9	-19.4
好想你	59.6	20.4	1.9	48.7	17.7	-7.7	0.3	-78.0
桃李面包	56.4	16.8	6.8	6.4	13.2	15.8	1.9	60.5
绝味食品	51.7	18.4	8.0	25.1	10.7	-7.6	0.6	-65.3
洽洽食品	48.4	15.3	6.0	39.4	11.5	10.3	1.5	30.8
元祖股份	22.2	12.7	2.5	-2.4	3.1	-7.9	-0.3	-352.4
盐津铺子	14.0	26.3	1.3	81.6	4.6	35.4	0.6	100.8
三全食品	59.9	8.1	2.2	115.9	22.2	16.1	2.6	541.1
安井食品	52.7	23.7	3.7	38.1	12.8	16.6	0.9	35.3
安琪酵母	76.5	14.5	9.0	5.2	20.5	12.7	3.0	28.0
西王食品	57.3	-2.0	-7.5	-260.5	12.1	-12.7	0.8	-15.4
汤臣倍健	52.6	20.9	-3.6	-135.5	15.0	-4.8	5.3	7.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

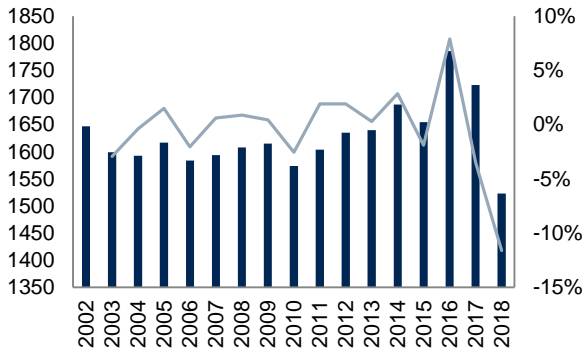
乳制品: 动销加速恢复, 龙头份额集中, 消费需求升级

乳制品存在春节礼品属性, 疫情冲击一定程度拖累业绩表现。伊利作为以常温液奶为主要业务的企业, 受疫情影响, 2、3月高端液奶节庆赠礼需求下降, 在加上春节提前、清理跨期库存加大期内促销力度已经并表 Westland 等一次性因素利业绩有所承压。Q2 以来, 随着疫情受控后复工复产, 终端需求已呈现好转趋势, 产品新鲜度提升, 临期产品库存清理工作也基本完成。今年原奶价格仍有小幅上涨, 龙头公司加大上游原奶收购量控制成本压力, 随着消费回升, Q2 呈复苏势头, 4月白奶已实现增长, 5-6月液奶增长加速, 并且安慕希、金典等重点、高端品类价格恢复势能较好、促销压力有所减轻, 近期伊利更推出成人奶酪、儿童奶等新品, 产品结构进一步升级, 叠加公司一直强调费用控制、提升费效比, 盈利能力有望逐季改善。此次疫情对中国消费者的健康意识具有较大的提振作用, 牛奶代表营养和健康, 疫情之后预计乳品行业依然将稳定朝上, 未来在新的乳业需求升级、多元化消费场景的诉求下, 乳业高端驱动及营销创新仍将是核心动力, 看好伊利内生外延的长期增长趋势。

目前国内乳业格局相对稳定, 双寡头实力突出。伊利股份、蒙牛乳业公司为代表的全国性乳制品企业占据第一梯队, 销售网络覆盖全国, 收入水平和市场占有率处于领先地位, 两大巨头渠道和品牌优势明显, 随着国内奶牛存栏持续缩减, 生鲜乳供给日益紧俏, 2019年原奶供需较18年将更紧张, 价格继续温和上涨, 相关原奶企业盈利效率有望改善, 而成本上扬背景下也将让龙头采购规模优势及定价权有更直接的体现。

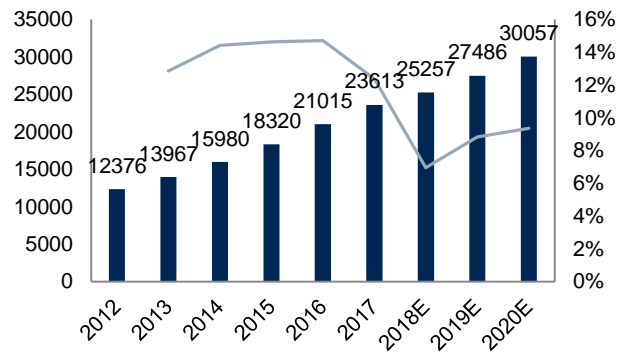
母婴市场空间广阔。2016年“二胎政策”实施元年给我国新生儿人口带来了增长红利, 与婴童相关的产业也受益。2017、2018年随着全面两孩政策累积势能释放逐渐趋缓, 人口增长趋势逐渐趋缓进入常态, 并最终将进入负增长。但根据 CBME 报告显示, 出生率的降低对于现阶段我国母婴消费市场并未造成巨大冲击, 相关产品销量都在稳步提升, 中国未来母婴消费市场空间广阔。中国奶粉行业自17年来正改变“小而散”格局, 国产品牌跟随龙头飞鹤、伊利与外资大牌正面竞争, 逐步收复失地。注册制前生产的老产品渠道甩货结束, 格局加速演变, 国产龙头有望重夺市场话语权。乳品在同质化严重的市场中, 企业通过产品升级、换新口味、品类多样化发展满足消费者不同的场景下的消费需求, 将会形成更稳定的消费增长。

图 13: 2002-2018 年中国新出生人口数量 (万人)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

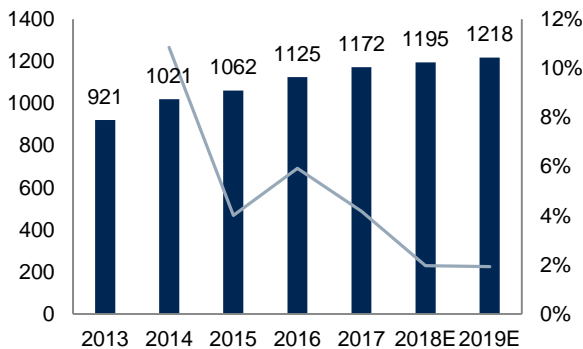
图 14: 2012-2020 年中国婴童消费市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

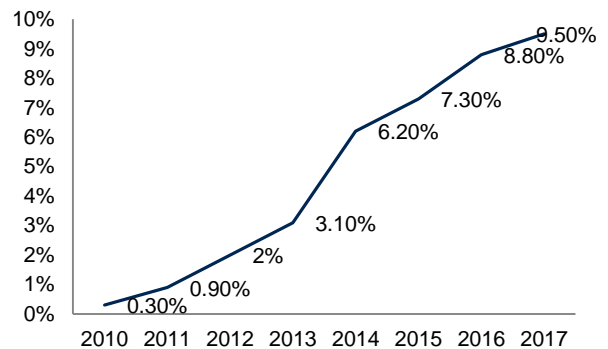
线上渠道快速发展。根据《中国奶业质量报告》: 2011 至 2015 年, 中国乳制品消费量从 2481 万吨增至 2958 万吨, 年复合增长率为 4.5%。2015 年, 中国人均乳制品折合鲜乳消费量 36kg, 约为世界平均水平的 1/3。2016 年, 中国全年进口乳制品 195.6 万吨, 同比增长 21.4%。2013 至 2017 年, 中国牛奶 (包括牛奶、鲜牛奶、脱脂牛奶等) 销售量从 890 万吨增至 979 万吨, 年复合增长率为 3%; 中国牛奶销售额从 921 亿元增长至 1172 亿元, 年复合增长率为 7%, 销售量呈现稳步增长的趋势。随着近年来电商行业爆发, 乳制品线上销售快速放量, 液态奶线上销售占比从 2010 年的 0.3% 快速提升到 2018 年 10.6%, 线上消费持续高增拉动乳制品行业放量。

图 15: 2013-2019 年中国牛奶产品销售额 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2010-2017 年液态奶线上销售占比



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

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 17: 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 18: 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 19: 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 20: 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%。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。

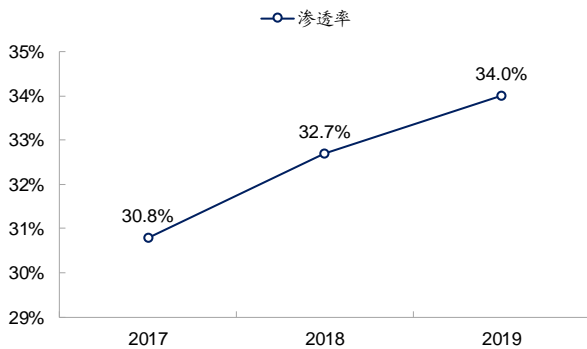
- **高优质蛋白:** 高端奶乳蛋白含量达到 3.6 克,持续引领乳制品品类增长。凯度消费者指数研究显示,高端白奶 2017-2019 三年平均复合增长率达到 10.5% (整体液态乳 2.7%)。与此同时一些更容易吸收的优质蛋白产品也备受关注,如 A2B-酪蛋白等产品受到消费者的高度青睐。
- **活性益生菌:** 活性益生菌在低温酸奶中主打其活性菌的功能性,受到消费者,特别是高收入群体的追捧。凯度消费者指数研究显示,健康功能性酸奶在高收入家庭(家庭收入>12000 元)中 2017-2019 三年平均复合增长率达到 11.6%。新冠疫情期间,央视新闻播出德国的一项研究,乳酸菌可“激活”人体免疫系统,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 21：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 22：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 23：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

调味品：餐饮恢复拉动，龙头后续仍存提价可能

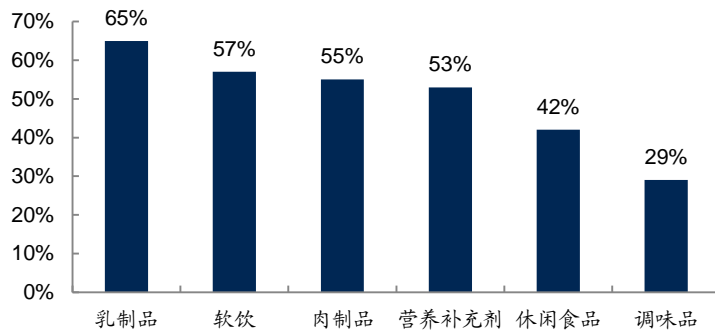
从前期业绩表现来看，龙头企业受影响较小，保持稳健增长，其中千禾味业以商超为主的渠道模式在疫情下冲击较小，保持了高端产品的快速增长，个别中小企业受物流及停工影响，业绩有所下滑。从利润来看，由于市场费用下降，利润普遍有正增长优于收入表现。调味品具有消费刚性，餐饮渠道短期受疫情影响明显，但严峻环境下，龙头企业如海天依然全力保证企业正常复工，多措施帮助渠道恢复发展，行业需求稳定性、强品牌力及渠道掌控力也是海天继续维持 15% 收入增长及 18% 利润增长目标的关键。此外，流通渠道中批发市场仍由于疫情问题处于关闭或半开放状态，但家庭消费增长带来的需求转移能部分弥补影响，商超、便利店等现代渠道受冲击程度弱于其他渠道、快速渗透发展，推动企业未来渠道多元化的布局。近两个月以来，餐饮行业逐渐恢复到 80%，调味品出货及终端动销有明显改善，龙头海天经销商库存已恢复至正常水平，凭借较强的渠道掌控力及品牌力推进蚝油、醋等重点品类的拓张，此前为消化库存进行的渠道支持性投入有所控制，若下半年大豆成本持续提升，仍存在提价的可能，结合近期动销恢复及线上销售数据表现，我们重点推荐海天味业、千禾味业，后者作为超高端酱油品牌龙头，品牌价值持续提升，产能建设布局长远，有望在赛道上获快速增长。

调味品行业品牌集中度低，龙头盈利优势明显。目前国内调味品行业竞争格局分散，整体及主要子品类集中度偏低，未来具备提升空间，从三个层面看：1)

Euromonitor 数据显示调味品零售市场 CR10 仅为 28.7%，远低于其他品类 CR10 如乳制品（65%）、软饮（57%）、肉制品（55%）、营养补充剂（53%）、休闲食品（42%），在消费品子行业中较分散；调味品内部各子类集中度差异大，鸡精鸡粉、食用油较高，而缺乏平台型企业的醋、料酒等子类市场集中度较低。

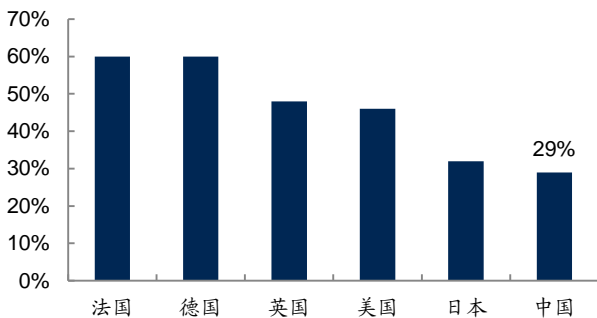
2) 国际对标看，国内调味品行业 CR10 较欧美有近 20pcts 的差距，较饮食习惯接近的日本亦有约 5pcts 的空间，集中度处于明显低位；3) 分类上看，酱油醋等子类的市场集中度较低，CR5 分别为 27%/20%，而在日本酱油 CR3 达 50%，龙头龟甲万一家 30% 份额已超过国内酱油 CR5 的份额；国内食醋企业集中度较低，龙头恒顺仅占 4.8% 份额，市场还存在大量区域性小生产作坊，据统计食醋生产企业超过 5000 家，面临整合契机；而酱类中由于品类细分度高、专业化强，品牌上相对较集中。随着龙头品牌基于已有技术及渠道优势驱动规模扩容，行业集中度具备提升空间。

图 24：对比其他品类调味品 CR10 偏低较低



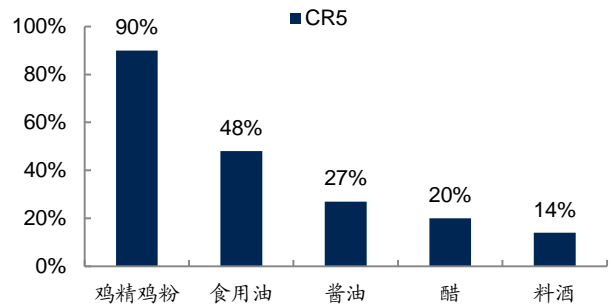
资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图 25：各国调味品 CR10 对比



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

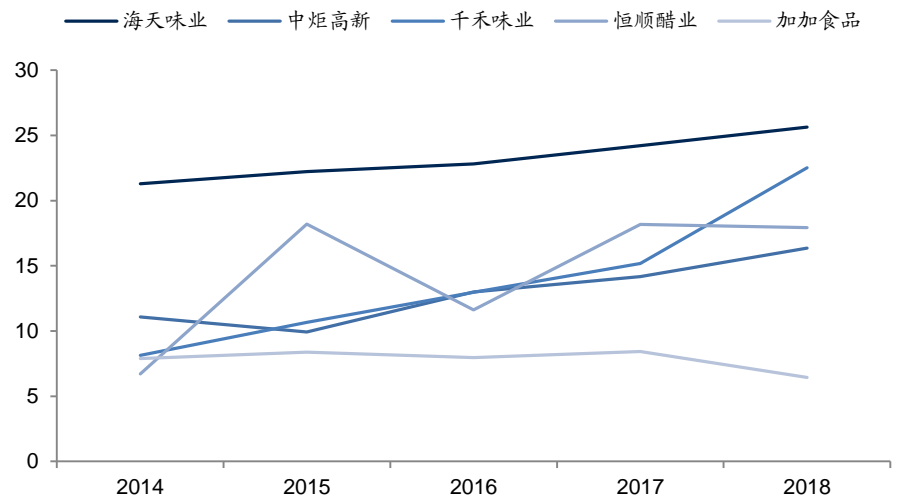
图 26：调味品子品类集中度差异大



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

一超多强格局决定龙头企业具备定价权，盈利能力持续优于对手。作为国内调味品龙头，海天味业净利率高于其他调味品品牌，ROE 在整个食品饮料行业能入三甲，海天之于酱油行业与涪陵榨菜之于腌菜行业、茅台之于白酒行业相似，彰显龙头对于行业的定价权。未来有望通过内延外扩逐步形成多品类的平台型企业。海天之所以较高的净利率及高 ROE，工艺技术、产能规模与上下游议价能力和成本优势、品牌力以及龙头企业的定价能力均有贡献，具备长期的估值溢价潜力。

图 27：调味品各品牌净利率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

啤酒：Q2 销量增长望增厚业绩，长期盈利改善空间大

从报表表现来看，疫情冲击餐饮、夜场等核心消费渠道导致啤酒销量大幅下滑，量能下滑导致摊薄成本提升，因此业绩表现亦有回落，2020Q1 青啤、重啤收入分别同降 21%、33%，归母净利润同降 36%、60%，但结合 2019 年报仍可以看到 ASP 提升仍是趋势，关厂提效、结构升级的大逻辑没有变化，各家龙头企业仍在积极在中高端产品进行创新发力。从市场调研来看，龙头啤酒公司 4-6 月销售情况取得较明显的恢复，在炎热气候及旺季补库存需求下，部分区域销量增速恢复到双位数增长，餐饮、流通等渠道市场受冲击基本消退，夜场等渠道恢复仍有一定空间，消费回流有望带动业绩改善，同时家庭装产品、灌化率的提升提升盈利能力，中长期以中高端产品发力拉动吨价提升、生产管理 etc 经营条件优化将持续改善利润率水平，龙头发展逻辑明确，建议重点关注近期推进嘉士伯资产注入事项的重庆啤酒，品牌力强、动销恢复积极的青岛啤酒，以及产品序列及组织架构完善、渠道掌控突出的华润啤酒。

啤酒龙头具备中长期投资机会。 中长期看，我们认为啤酒行业面临确定的拐点性投资机会，部分企业已经提前完成或正在践行新品高端化、消费群年轻化以及产能提效优化，其中很多措施已经得到业绩和市场的印证，随着啤酒消费均价提升以及企业经营改良、区域竞争格局边际改善引导利润率回归良性，国内啤酒行业仍存较大投资配置机会。尽管当前国内啤酒行业整体估值偏高，但与海外均价、利润率、吨酒市值相比仍有较大空间，毛利率低 15-20pcts，EBITDA 利润率有成倍差距，未来国内啤酒企业可以通过多类产品升级、提质提价、关厂提效控本等方式提升盈利能力，并且通过合作收购的方式集中优质资源发展，改善区域竞争格局减缓费用投入，将打开中长期业绩成长空间。

消费价格敏感度降低，国内啤酒品牌加码布局高端。 随着消费升级推动，消费者愿意为喝好啤酒支付溢价，中高端产品将提升品牌价值增长空间。伴随消费需求结构性升级带来的提价环境改善，国内啤酒企业纷纷以内功或外力（如重啤借助嘉士伯、华润借助喜力）打造中高端产品，优化产品种类和品种结构，啤酒结构性提价长期将成为必然。以龙头品牌华润为例，华润啤酒在 2019 年 5 月份推出一款新产品“马尔斯绿”，该新产品价格定位在“匠心营造”15 元之下，在 Super X 的 8 元之上，终端价格定位为 12 元，借此形成酒四大主力产品：Super X、马尔斯绿、匠心营造、脸谱，分别对应 8-9 元，12 元，15 元，20 元四个终端价位段。其中 Super X 针对年轻群体，马尔斯绿针对潮流时尚阶层，

匠心营造主打餐饮终端美食主题，脸谱以中国文化为根陆续改造换包装计划实现出口。通过不同高端产品针对不同的群体将实现中高端群体啤酒消费需求最大化的满足。其余龙头企业也在中高端品类上持续推新，重啤新品基本处于 10 元以上价位，而青啤则着力打造 1903、奥古特、纯生等核心产品。

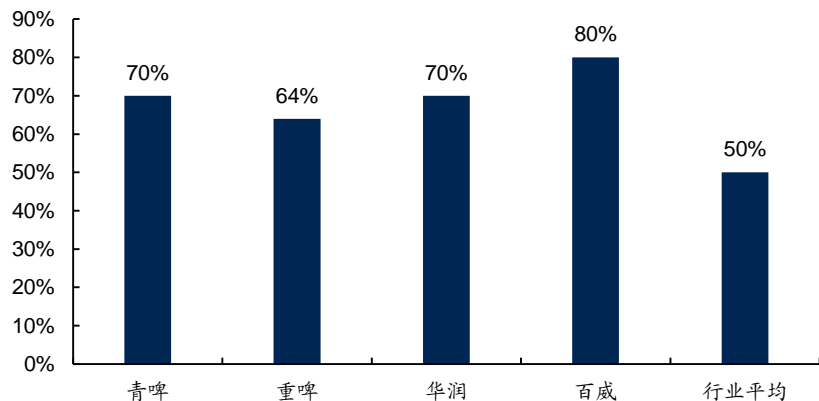
表 5: 五大啤酒龙头企业产品分类

企业	高端啤酒(>10元/500ml)	中档啤酒(6-10元/500ml)	经济啤酒(<6元/550ml)
华润雪花	雪花脸谱、雪花黑啤、匠心营造	雪花纯生、SuperX	勇闯天涯、冰酷、清爽
青岛啤酒	精酿 1903、青岛黑啤、皮尔森全麦	奥古特、全麦白啤、青岛纯生	淡爽欢动、崂山
百威英博	科罗娜、福佳、时代啤酒、乐飞啤酒	百威啤酒	哈尔滨啤酒、雪津啤酒
燕京啤酒	燕京白啤	燕京黑啤、燕京纯生、帝道	鲜啤、燕京无醇系列、燕京特色系列
重庆啤酒 (嘉士伯)	重庆纯生、克伦堡 1664 大师嘉选系列、自然泡苹果汽水	嘉士伯、怡乐仙地、重庆国宾系列、乐堡	山城

资料来源: 京东商城、国信证券经济研究所整理

关闭低效工厂，提升产能利用率。当前啤酒行业整体产能利用率低，国内龙头产能利用率也仅能维持在 60-70% 左右。关闭盈利能力低下的工厂，短期可以减少费用开支，提升利润；长期可以减少公司折旧，提升产能利用率，轻装上阵利润率加速回归。从企业厂能动态来看，外资关厂更坚决，而国企由于在扩张建厂时获得政府税收、土地等政策、资源优惠，实际关厂比建厂难度还大，处理关厂带来的遗留问题更是需要漫长周期。而几家龙头企业的关厂策略更坚决，除了前几年已基本完成产能调整的重庆啤酒外，近年来华润啤酒、青岛啤酒都持续推动优化产能布局，去除低效产能，尽管关厂短期带来减值压力，但长期有望提升产能效率、减少无效支出，从而拉升利润率。

图 28: 啤酒行业产能利用率低，龙头产能利用率仅能维持在 70%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

理性竞争，企业经营重心向利润倾斜。五大龙头企业在近几年都经历了不同程度的业务重组收购，管理层更迭，高层经营思路发生转变，利润指标也纳入了对管理层业绩的考核中。总体而言，各家都意识到在过去抢低端市场份额中恶性投费用、扩产能带来的非健康增长难以持续，未来龙头利润优先战略都更坚定。2018 年 1 月华润雪花 CEO 侯孝海提出在 2018 年公司将拉开行业竞争“大决战”的序幕，表示将用三到五年时间，实现“双翻番”的目标：利润翻番、市值翻番，意味着公司在坐稳中国啤酒老大的地位上转向更高质量、高价值的稳定发展，有赖于品牌形象、盈利能力、行业地位等护城河的全面构筑，随后

8 月份华润收购喜力中国业务，已表明其切入高端市场的利润诉求。

国内啤酒企业盈利增长空间巨大。国内啤酒企业盈利能力远低于国际啤酒巨头。行业龙头百威英博毛利率超过 60%，喜力和嘉士伯毛利率都达到 50%，国内啤酒企业毛利率仅为约 35-40%，远低于国际啤酒企业。百威英博 EBITDA 利润率接近 40%，喜力和嘉士伯 EBITDA 利润率均超过 20%，但国内几家啤酒企业数据为 12%-18%。从净利率来看，百威净利率达到 15-20%，摩森康胜和喜力也约 15%，而国内净利率最高的重啤仅 14%，华润、青啤、燕京均不到 10% 的净利率。对标海外企业，中国啤酒行业上市公司的盈利能力还有很大提升空间。

速冻食品：B+C 同发力，规模化提效赋能，关注方便食品空间

今年一季度疫情期间家庭消费增长，速冻食品龙头安井食品、三全食品终端需求表现积极，同时费用投入压力减轻，业绩表现亮眼。速冻食品的线下餐饮渠道受疫情冲击较大，但居家消费替代需求快速提升，很多商超渠道品类出现供给紧张情况，公司厂商为承接消费需求变化，及时调整产品和渠道结构，增加商超及家庭端产品的供给。Q2 以来餐饮恢复及产能的稳定供应将带动发货及收入增速环比进一步提升，安井近期推进二期可转债方案，前瞻性全国化布局产能进一步兑现公司逻辑。中长期来看，我们预计疫情冲击将加速行业整合和集中度提升，推动行业格局更加优化，有利于龙头规模优势的不断提升。受益标的主要是安井食品、三全食品等，关注西麦食品。

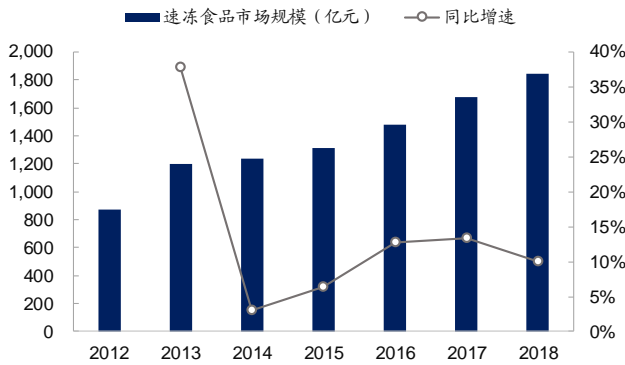
速冻食品等方便食品中长期仍将持续增长。疫情过后，我们认为方便食品品类升级、创新较大程度满足了现代新兴消费群体的需求，内在价值已不局限于单一的便利属性，一方面更好匹配中产阶级群体强支付能力及对高品质的支付意愿，积极推广产品品质化、高端化，并紧抓“懒”“宅”等年轻群体偏好，打造网红品类爆款效应，其次基于跨品类关联消费特征，凭借独特地域风味、健康及场景属性强化记忆，提高品类长期复购水平，此外从线上+线下全面发力，结合社区、生鲜等渠道覆盖及品牌营销，供应链物流体系升级整合提效，加快品牌传播覆盖。未来在消费习惯演变及新兴群体需求特征的绑定下有望实现持续扩容。从细分赛道看：

1) 速冻食品：速冻食品消费在家庭端仍有明显的拓张空间，除了传统 KA，如电商、社区零售业态仍有许多函待挖掘的机会，消费者对于品质的高要求支撑产品不断升级；万亿餐饮市场面临后厨人工成本增加、物业租金提高等因素制约，对于能节约成本、稳定标准化品质和提升上下游供应链规模化效率的成品和半成品菜肴制品有充分的需求，但当前预制菜肴还处于发展初期，其品类丰富度对企业的研发及经营效率提出更高要求。龙头整合聚焦区域内的生产、营销资源，规模化优势下经营效率有望不断提升。**2) 方便面：**短暂受挫后已经坚定走向以全面高端破局的道路，产品均价仍有提升空间。与时俱进创新营销思路，利于品牌形象重焕活力。**3) 其他方便食品：**自热食品时效性强，适用场景、口味丰富，快速形成爆款，疫情刺激宅家需求，资本加持加速自热食品发展。行业竞争日趋激烈格局下更要注重渠道运作及产品的持续创新；即食米/粥以及燕麦等冲泡品类也通过强化健康、营养属性加速升级，有望实现品牌价值提升。综合考虑方便食品行业中长期发展趋势，结合重点品类行业龙头的实践、收获及预期表现，重点推荐安井食品、三全食品，关注西麦食品。

国内速冻食品行业正维持较快增长。速冻食品以低温来保存食品原有品质，同时兼具安全卫生、营养美味、方便实惠的特点，受到现代社会中提倡高效快捷生活方式消费者的推崇。在发达国家速冻食品发展已具规模，全球 2018 年速

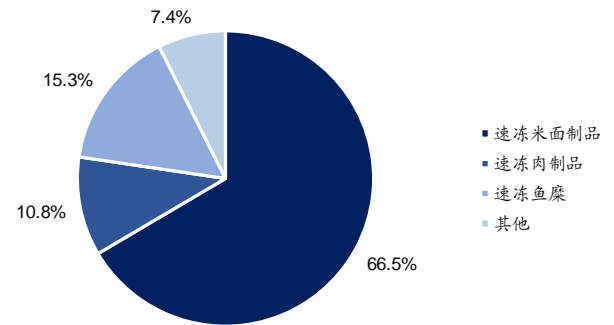
冻食品市场约规模 1800 亿美元，5 年复合年增长率为 4.5%。中国 2018 年速冻食品市场规模约为 1800 亿元人民币，从 2013 年过去 5 年复合年增长率为 9.7%，增速明显高于全球，其中速冻米面制品、速冻火锅料制品（速冻肉制品、速冻鱼糜等）和其他（速冻预制菜肴等）金额占比约为 4:3:3，产量占比约为 6:3:1。

图 29: 速冻食品市场规模



资料来源: 产业信息网, 国信证券经济研究所整理

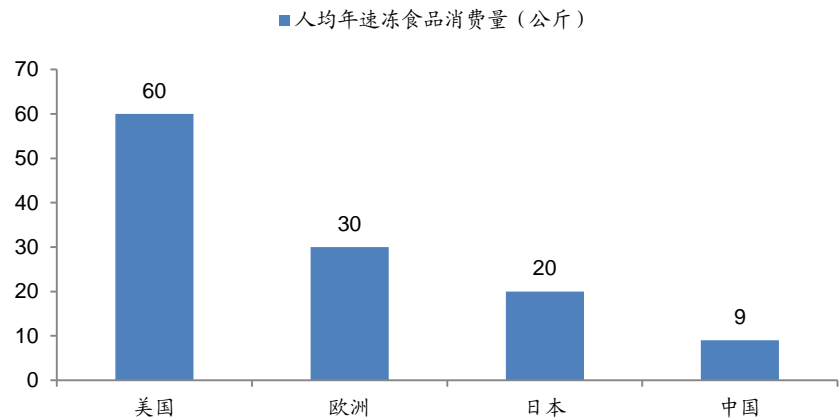
图 30: 速冻食品细分品类产量占比



资料来源: 产业信息网, 国信证券经济研究所整理

中国人均速冻消费量仅为发达国家的 20%-50%。美国是速冻食品产量最大、人均消费量最高的国家，人均年消费量 60 千克以上。欧洲速冻食品人均年消费量 30 千克。日本是世界第三大、亚洲第一大速冻消费市场人均年消费量为 20 千克。我国速冻食品起步较晚，虽然近些年发展速度快，但目前我国人均年消费量仅约 11 千克，与发达国家存在明显差距。随着居民消费水平提升，城镇化进程中生活节奏日益加快，速冻食品被更多人接受，我国速冻食品消费需求有望向发达国家靠拢。未来我国速冻食品人均消费仍有较大成长空间。

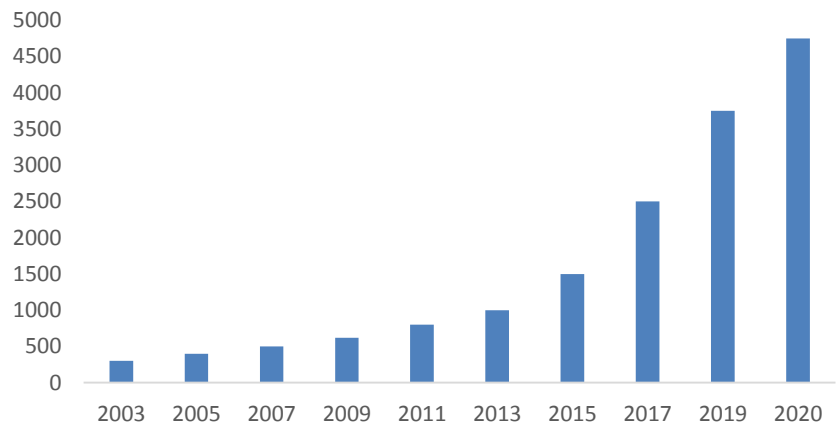
图 31: 中国人均速冻消费量仅为发达国家的 20%-50%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业受益冷链物流发展扩张。冷链物流水平的提高不仅能够减少浪费、降低食材损耗、增加产业收入，同时对速冻行业的产能增加有着重要的作用。我国冷链物流市场空间巨大，发展迅猛。据中国交通运输部官方数据显示，中国冷链物流行业未来三年的市场规模将接近 5000 亿元。未来，结合大数据技术应用，消费者线上线下购买冷冻产品也会更加便捷，速冻行业也会得到助力。

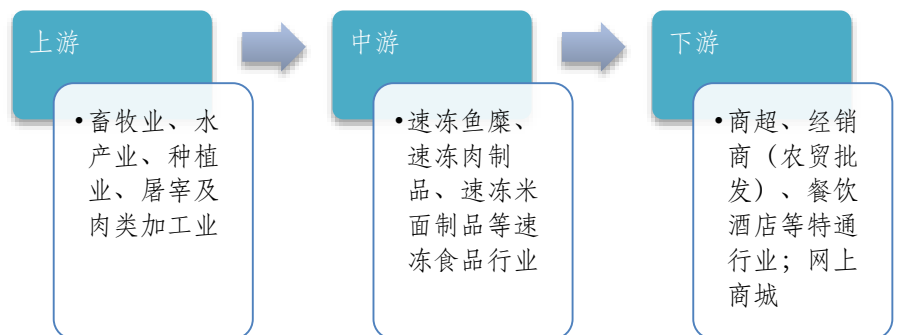
图 32: 冷链物流行业市场规模迅速爆发 (单位: 亿元)



资料来源: 物流学会, 国信证券经济研究所整理

速冻食品产业链较长, 分品类发展情况各异。行业上游是畜牧业、水产业、种植业、屠宰及肉类加工业, 市场竞争较为充分, 国内农副产品价格总体受国家调控, 近些年供需变化下原材料价格也相应波动。下游是经销商 (农贸批发)、商超 (卖场、超市等)、以及餐饮、酒店等。中游是包含速冻鱼糜、速冻肉制品、速冻米面等速冻食品制造子行业, 不同子行业存在差异化的竞争态势, 其中面食制品行业发展成熟度、集中度较高, 以经营水饺、汤圆为代表的三全、思念、湾子码头等龙头占据市场超过 60% 的份额, 但同时如安井等企业也通过如手抓饼、油条、糕点等差异化品类进行市场开拓, 有针对性的挖掘不同地方的消费需求增长点; 在速冻火锅料 (鱼糜、肉制品) 类别中, 安井占比近 10% 占据第一, 但整体市场格局仍较分散, CR3 不足 20%, 随着火锅消费及多样餐饮应用场景 (麻辣烫、关东煮、烧烤) 的普及, 有望拓展更丰富的子品类, 同时随着消费者品质要求提升以及环保监管的趋严, 龙头企业通过产品升级、产能全国化布局有望实现规模加速拓张, 市场有望日趋集中。

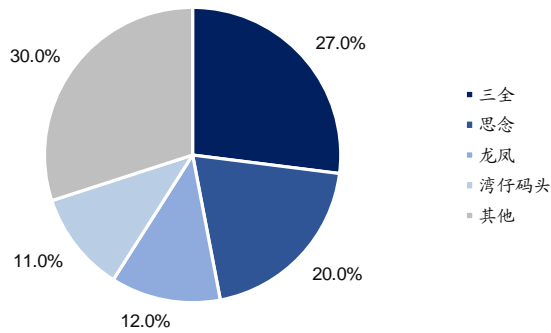
图 33: 速冻食品产业链



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

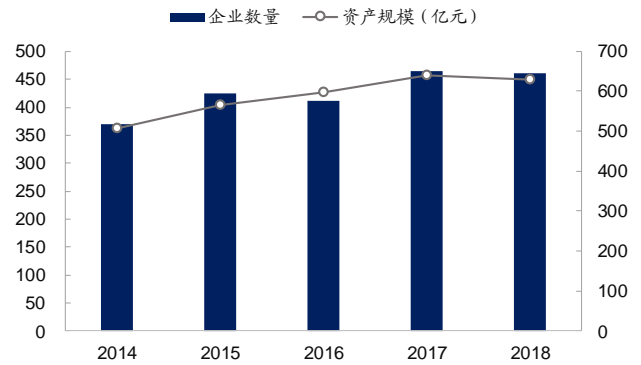
图 34: 速冻面米行业竞争格局

图 35: 速冻面米企业数量及规模情况



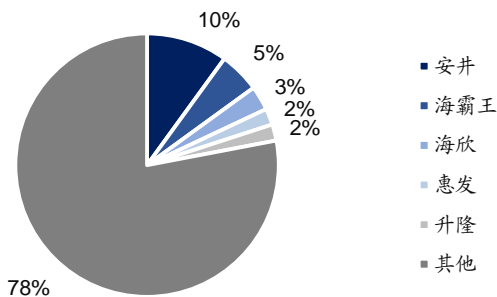
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 速冻火锅料行业竞争格局

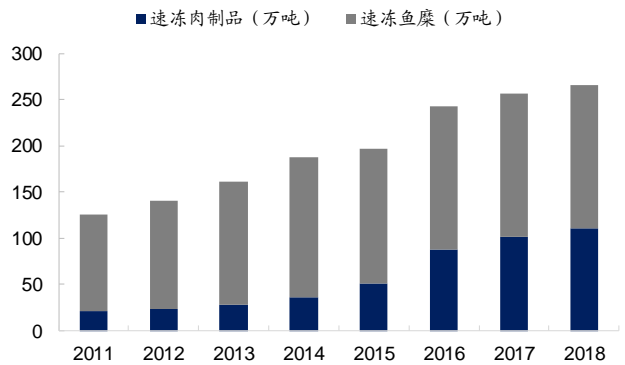


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 火锅市场子类规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近期在疫情影响期间家庭内就餐频次提高，速冻食品需求量快速增长，但从渠道端看，流通渠道受影响较大，农贸市场关闭、餐饮停摆，但 KA、BC、电商需求旺盛，出现此消彼涨的情况，这些渠道中不少品类均出现产品短期供不应求的现象，一季度速冻行业较其他行业更好销售及业绩表现，但同时也引申对速冻行业未来渠道布局、产品定位升级以及产能建设布局的思考：

- **重视 C 端消费驱动力，多渠道布局，拉动产品品质升级：**通过疫情可以看到，速冻食品消费在家庭端仍有明显的拓张空间，除了传统 KA，如电商、社区零售业态仍有许多亟待挖掘的机会，消费者对于品质的高要求能够为相应产品带来更高的溢价效应，支撑企业的不断创新升级。不少企业已经意识到并开启尝试，如安井食品在 2020 年计划中强调“BC 兼顾、双轮驱动”，即 B 端和 C 端渠道同步发力，加大超市、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发，合理渠道组合实现效益最大化，公司之前已敏锐意识到家庭端消费的高端化趋势，适时推出“锁鲜装”和“三大丸”中高端产品，利用销售渠道优势形成；三全也提出 2020 年将探索新渠道，发掘电商、生鲜电商、社区及小零售的商业业态的布局及合作机会，此前三全先后在家庭用速冻食品领域推出了私厨“超级海鲜”水饺、炫彩甜品汤圆、儿童虾仁水饺等多个新产品，加大产品结构的优化与调整，渠道质量改善，有效改善公司利润率。
- **餐饮通路提效，预制菜肴发力，强化品类创新能力。**从日本等国家速冻食品需求结构来看，餐饮渠道占据 60% 以上的通路需求，而国内比例不足 30%，仍有较大的发展空间，此外 4 万亿的餐饮大市场面临着后厨人工成本增加、物业租金提高等因素制约，对于能节约成本、稳定标准化品质和提升上下游供应链规模化效率的成品和半成品菜肴制品有充分的需求，但当前预制菜肴还处于发展初期，其品类丰富度对企业的研发及经营效率提出更高要求。因此进一步深耕餐饮渠道，强化供应链体系，提高公司品类

创新能力仍将是企业重要课题。思念集团旗下千味央厨最早 2012 年就进入速冻菜肴领域，成立后保持 20% 以上的复合增速，目前已开拓如必胜客、肯德基、真功夫、德克士、永和豆浆等重量级餐饮客户，其后速冻食品企业陆续进入赛道，2018 安井食品开始精确定位于餐饮食材类，餐饮市场中央厨房概念，及时推出的菜肴制品蛋饺、天妇罗系列销售反响积极，今年还计划推出虾滑进一步丰富产品体系，2019 年速冻菜肴制品占比 10.4% 同比提升 1.1pcts，2020Q1 实现增长 17.3% 超越公司整体增速。三全近年来加强餐饮系统渗透，构建专业餐饮经销商体系，并推出茴香小油条、馅饼系列、点心系列等预制速冻食品，丰富产品品类，也得到了市场的积极反馈，2019 年公司餐饮渠道的营业收入已经达到 7.8 亿元同比增长 40%，占到总营收的 13.1% 同比提升 3pcts。

图 38: 千味央厨发力速冻菜肴品类丰富



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

- ▶ **产能布局加快，规模化提升经营效率。** 为了满足更多区域的速冻食品消费需求，并且降低运输半径、整合区域营销资源、获取规模化生产红利，近年来以安井为代表的龙头企业加快产能全国化布局，不断优化经营效率。安井遵循“销地产”的生产基地布局策略，先后在福建厦门、江苏无锡、江苏泰州、辽宁鞍山、四川资阳、湖北潜江、河南汤阴等地生产基地和工厂，近期更于广东佛山落子打造华南生产基地，投资 6 亿元人民币，占地约 118 亩，主要建设速冻火锅料车间、速冻面点车间、全自动立体冷库和污水处理系统，基地全部达产后年产值预计达到 15 亿元，形成年产 10 万吨以上速冻食品生产规模，有利于强化公司在东南市场的优势地位。目前安井在全国布局了 8 个生产基地、10 座现代化工厂，在产能布局纵深维度上较同行更广。

图 39: 安井、三全、思念生产基地分布图



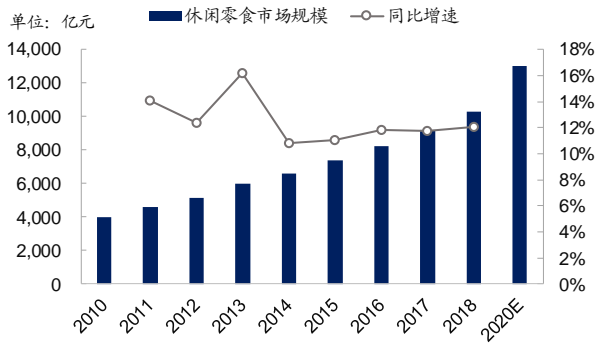
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

休闲食品: 龙头潜力足, 消费升级边界广阔

受益于消费升级, 休闲食品行业规模不断扩大, 行业中诞生了像三只松鼠、良品铺子、百草味、洽洽等知名品牌。近几年来, 即使经济处于下行期, 我国休闲食品市场规模依旧稳健增长, 市场需求额每年超过千亿元。但是休闲食品的发展已经由增量时代转换到存量时代, 未来品牌的发展需要不断进行产品创新和营销创新。我们优选渠道渗透仍有潜力的行业, 配置具有较强发展壁垒、模式覆盖性高、创新意识强、能依靠内生增长支撑中长期发展持续性、吃透行业增长空间的公司。以龙头三只松鼠为例, 近期公司持续推动产品升级、加强市场推广及全渠道并进策略, 虽受到全国疫情的影响, 但公司通过多种举措保障了经营业务的稳步提升, 一季度营收同比实现一定增长; 因疫情影响线下业务, 销售费用及固定费用摊销提升, 利润端有所下滑, 但随着疫情受控后, 公司 Q2 经营情况不断恢复, 产品结构持续提升, 结合线上销售数据表现, 预计 Q2 利润降幅将明显收窄。

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 40: 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 41: 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 42: 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、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。

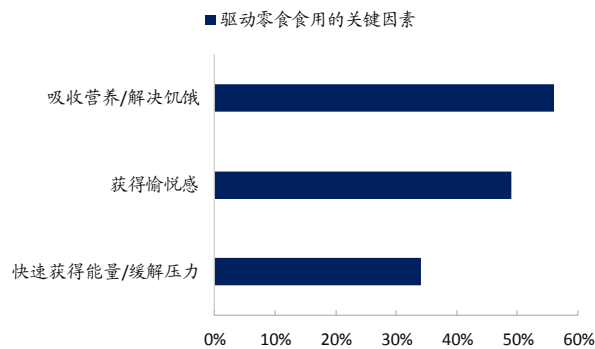
图 43: 零食食用场景呈现多元化



资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

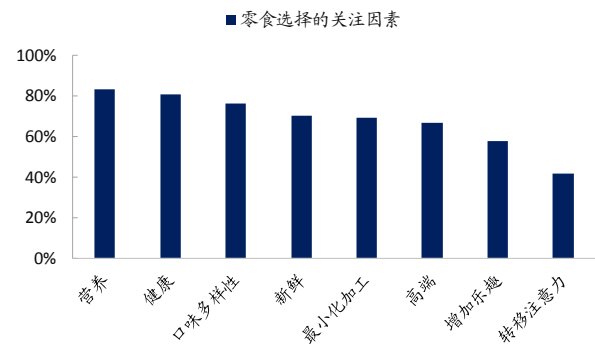
零食正餐化正当时, 健康需求走在前面。随着消费者对零食的需求逐步攀升, 吃零食不再是简单的消遣或过嘴瘾, 零食正在成为一日三餐之外的“第四餐”般的存在, 有 56% 的消费者食用零食的驱动因素为吸收营养/解决饥饿, 零食角色的转变, 倒逼着零食行业朝着品质、健康的方向发展。消费者对零食的期望已经超出了以往即刻放纵和饱腹感的需求, 希望能随时随地获得针对特定场合的零食, 除了能在紧张的工作中享受片刻放纵, 还能确保配料和营养能符合一天中的特定需求, 超 80% 的消费者将营养和健康列为选择零食时的关注因素。

图 44: 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 45: 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 46: 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 66kal 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 47: 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 48: 洽洽小黄袋每日坚果



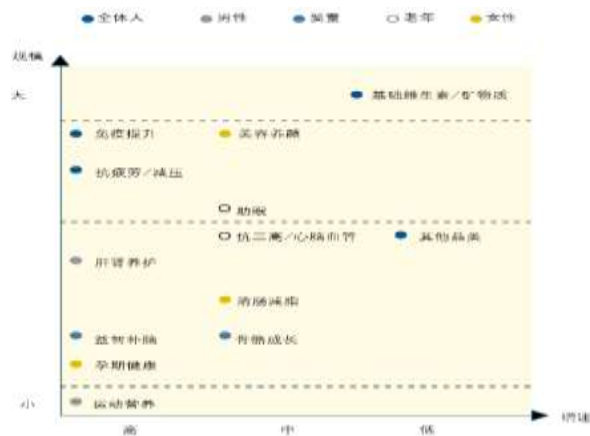
资料来源: 天猫, 国信证券经济研究所整理

保健品: 龙头业绩有望改善, 渠道及品类结构持续升级

行业龙头汤臣倍健 2020Q1 年实现营收 14.95 亿元(-4.84%), 归母净利润 5.35 亿元 (7.46%), 因疫情影响线下客流量减少, 尽管线上消费获得较快增长, 但因占比小于线下渠道, 未能拉平整体营收。往后看, 我们认为公司线上及海外经营有回暖趋势, 后续随着线下客流恢复、渠道裂变升级后销售有望改善。从行业层面看, 经过去年的监管施压, 国内直销份额明显下降, 电商渠道、药店、母婴等渠道份额提升, 在渠道多元发展、膳食营养功能化趋势下, 拥有良好口碑和规范经营的膳食营养龙头汤臣有望迎来行业风口, 尤其在近期新型肺炎疫情冲击之下, 消费者健康意识加速提升, 随着“大健康”理念兴起, 保健行业人均支出有望持续提升, 市场未来增长空间巨大。汤臣无论是产品品牌、渠道布局或内部管控上较同行优势持续扩大, 将持续收割市场份额。此前公司公告 36 亿定增计划以及第二期股权激励计划大幅扩大受益人员范围, 彰显公司对内在价值与长期发展的坚定信心, 同时业绩预告显示 2020 年 H1 利润同比增长 0-20%, 二季度随着疫情得到有效控制, 公司逐步恢复了一系列终端动销和品牌宣传活动, 结合 Q2 阿里线上数据回暖, 预计收入增速回正。

保健品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, 孕妇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



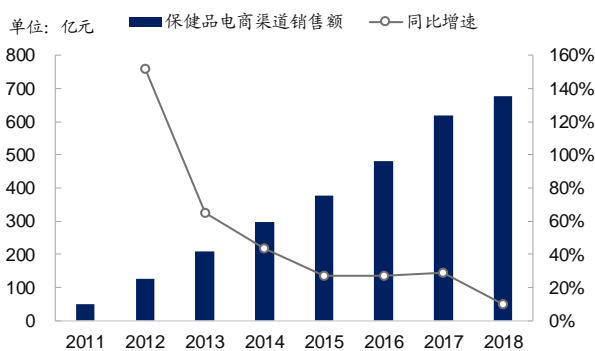
资料来源: 罗兰贝格, 国信证券经济研究所整理

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”，从只有纯天然的食品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

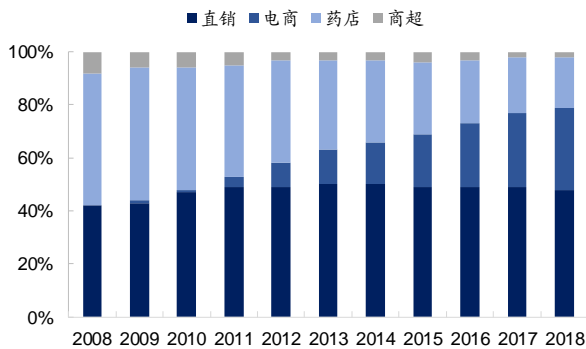
图 52: 消费者对保健品的功能需求愈加细分化



资料来源: CBNData, 国信证券经济研究所整理

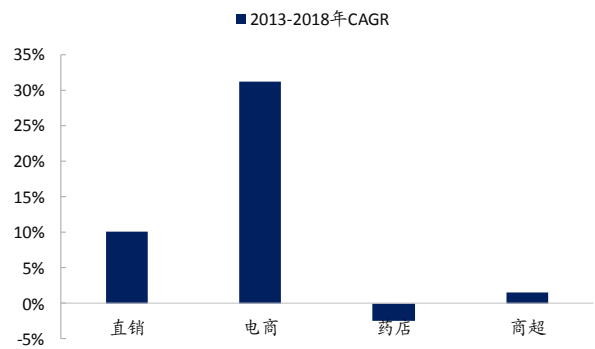
直销占据主导但趋势走弱, 电商紧随其后势头强劲。国内保健品销售渠道涵盖直销、电商、药店和商超等, 自 2015 年起直销渠道占比略有下滑, 但 2018 年仍以 48% 的份额占据主导; 伴随着互联网的崛起, 2012 年以来保健品电商销售占比快速攀升, 持续挤占药店和商超份额, 2018 年其占比约为 31%, 2013-2018 年电商渠道 CAGR 超 30%, 远高于直销渠道约 10% 的增速水平。

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 6: “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。

投资建议

综合当前行业发展及市场表现情况，建议下半年投资关注三条主线：

- 1. 优选业绩确定性强、具估值提升空间的龙头：**疫情后市场份额加速集中，行业龙头抗风险能力强，通过此前积极的调整很好应对疫情的冲击，业绩持续增长确定性高，有望享受竞争红利、定价优势、产业链优势，获得市场更长期的估值溢价，推荐高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖，调味品海天味业，肉制品双汇发展。
- 2. 优选边际改善显著，具有预期差、较高估值性价比的公司：**部分企业由于产品属性及渠道特征，在疫情初期受冲击较明显，业绩有所波动，但近期动销恢复积极，市场预期较低，具有边际改善的潜力，并且从资金配置性价比及防御属性上更具投资价值。推荐伊利股份，汤臣倍健。
- 3. 优选成长潜力充足的赛道，以长期视角审视公司价值：**选择行业规模仍有较大提升空间、景气度立稳朝上的赛道，虽然其中部分企业短期估值较高，但长期成长潜力充足，业绩充分释放下价值广阔，从中挑选品牌壁垒强、经营规范、管理能力突出的公司进行重点配置。关注速冻食品、休闲食品、奶酪、复合调味品等行业，推荐安井食品、三只松鼠、妙可蓝多、千禾味业、安琪酵母、重庆啤酒、青岛啤酒。

表 7：食品饮料行业重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	7月8日收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019	2020E	2019	2020E
600519	贵州茅台	买入	1,681.34	21,121	32.8	38.7	51.3	43.4
000858	五粮液	买入	203.36	7,894	4.48	5.3	45.4	38.4
000568	泸州老窖	买入	114.89	1,683	3.17	3.67	36.2	31.3
600887	伊利股份	买入	34.84	2,120	1.14	1.09	30.6	32.0
603345	安井食品	买入	123.44	292	1.58	1.76	78.1	70.1
300783	三只松鼠	买入	77.96	313	0.6	0.8	129.9	97.5
000895	双汇发展	买入	47.22	1,567	1.64	1.82	28.8	25.9
300146	汤臣倍健	买入	21.33	338	-0.22	0.84	N.A.	25.4
603027	千禾味业	买入	33.50	223	0.3	0.45	111.7	74.4
603288	海天味业	买入	127.77	4,140	1.65	1.95	77.4	65.5
600298	安琪酵母	买入	54.65	450	1.09	1.26	50.1	43.4
600882	妙可蓝多	买入	38.69	158	0.04	0.35	310.4	104.3
600132	重庆啤酒	买入	70.50	341	1.36	1.18	51.8	59.7
600600	青岛啤酒	买入	78.39	907	1.37	1.54	57.2	50.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

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

当前大部分线上餐饮行业集中度仍较分散，若在扩大线上份额的过程中出现恶性价格战将对线下销售带来冲击，不利于行业良性发展。

食品安全风险

受环保监管等因素影响，因食品安全因素采购和生产环节可能受到冲击。

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