

证券研究报告 | 中期策略

2020年7月18日

业绩为王，分化中寻找真成长

食品饮料2020年中期投资策略

分析师：符蓉

执业证书编号：S0680519070001

2020年7月

目录

第一章 上半年回顾：业绩为王，高增长高溢价

- 1.1 2020上半年涨跌幅情况回顾
- 1.2 EPS水平探讨
- 1.3 估值水平探讨

第二章 宏观层面：通过PPI和CPI看食品饮料行业周期变化与投资机会

- 2.1 PPI——白酒行业景气度变动的风向标
- 2.2 CPI——原材料成本上涨是食品公司提价的诱因

第三章 下半年展望：分化中寻找真成长

- 3.1 推荐思路1：坚守长跑冠军，不惧短期波动
 - 3.1.1 高端白酒：量价齐升，空间大
 - 3.1.2 地产酒龙头：消费迭代，市占率提升
 - 3.1.3 调味品龙头：市占率提升，品类扩充
- 3.2 推荐思路2：探寻高成长，消化高估值
 - 3.2.1 火锅产业链：“专业化”趋势明显，标品放量可期
 - 3.2.2 啤酒：吨价提升，业绩进入释放期
 - 3.2.3 卤制品：连锁化经营，龙头赢家通吃

第一章

上半年回顾：业绩为王，高增长高溢价

2020上半年涨跌幅情况回顾

- 板块涨幅约45%，位居全行业第三
- 食品综合及调味品板块表现较优，可选板块后来居上
- 业绩为王，货币面相对宽松，高增长高溢价

EPS水平探讨

- 一季度板块业绩相对市场排位更进一步，“必选板块”表现相对较优
- 二季度调味品预计稳中有进，可选板块基本面边际向好，小食品出现分化
- 下半年可选板块向好趋势不变，高端品价格弹性显现

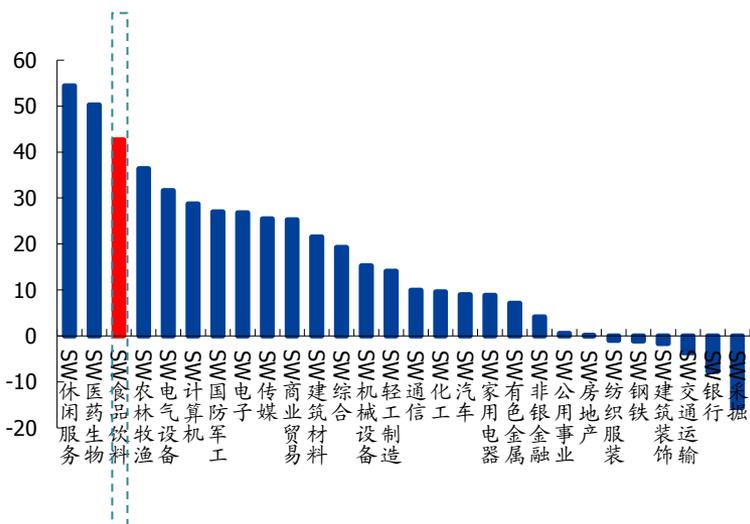
估值水平探讨

- 估值处于近五年高点，但相对2007年“大牛市”相比，仍有较大差距
- 基本面预期边际好转，估值先行
- 龙头公司未见明显泡沫化，部分公司估值未触及近五年高点

1.1 2020上半年涨跌幅情况回顾

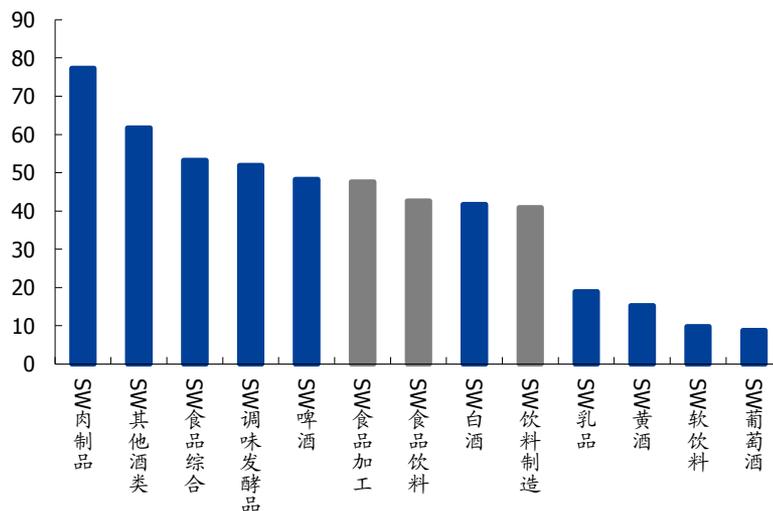
- **年初至今食品饮料板块涨幅约45%，位居全行业第三。** 2020年初至春节前，食品饮料板块开局跑输大盘，在申万28位列21位。随着新冠疫情的全球化蔓延，货币宽松化，投资人追求确定性聚焦必选板块，食品饮料板块以其强确定性成为首选，估值不断修复，同时伴随着可选板块的复苏，白酒/啤酒板块股价随即上扬。年初至今（2020年7月17日），我们统计申万28个子行业的涨跌幅情况，食品饮料板块以42.65%的涨幅位居第三位。
- **细分板块来看，食品综合及调味品板块表现较优，白酒板块后来居上。** 在食品饮料板块的各细分品类中，休闲食品因疫情影响，终端动销有所优化，涨幅居前（+53.27%）。同时，调味发酵品作为必需品，确定性较强，同时复合调味料因疫情影响加速了C端渗透进程，年初至今涨幅为51.89%。肉制品板块受益猪肉价格下行，整体板块年初至今涨幅为77.28%，位居第一。进入7月，随着经济的复苏，白酒板块领涨，后来居上。

图表1：年初至今各板块涨跌幅（%）



数据来源：wind，国盛证券研究所（注：截至2020年7月17日，总市值加权平均涨跌幅）

图表2：年初至今食品饮料各子板块涨跌幅（%）



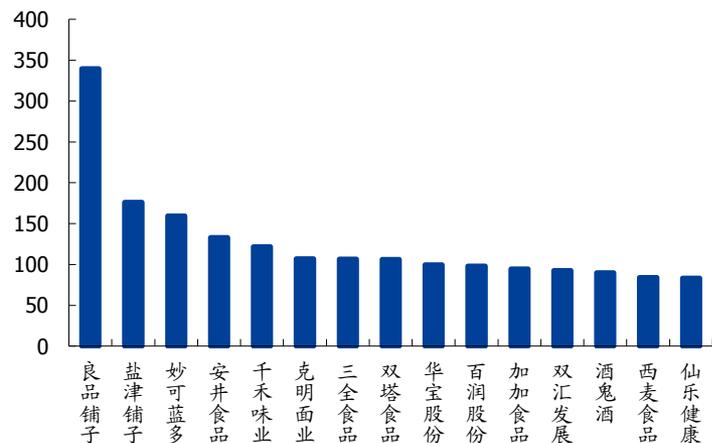
数据来源：wind，国盛证券研究所（注：截至2020年7月17日，总市值加权平均涨跌幅）

1.1 2020上半年涨跌幅情况回顾

■ 从个股表现来看，食品综合板块个股涨幅靠前。我们梳理了年初至今食品饮料个股的涨幅情况，在涨幅TOP15的公司中食品综合板块公司占据9席。其中良品铺子（新股）以339.4%的涨幅稳居第一，其次为盐津铺子（+176.2%）。

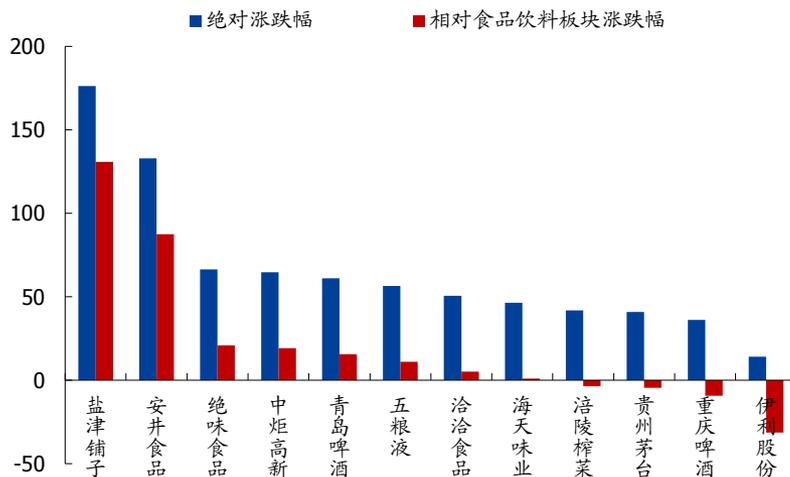
■ 细分板块龙头多跑赢食品饮料板块。若从各板块龙头公司涨跌幅的角度来看，除重庆啤酒及伊利股份未跑赢食品饮料板块以外，其他龙头均跑赢食品饮料板块整体涨幅。同时我们将试图从EPS提升以及估值两个角度探讨股价上行的驱动因素。

图表3：年初至今食品饮料公司涨幅TOP15 (%)



数据来源：wind，国盛证券研究所（注：截至2020年7月17日）

图表4：年初至今食品饮料各子板块龙头涨跌幅 (%)

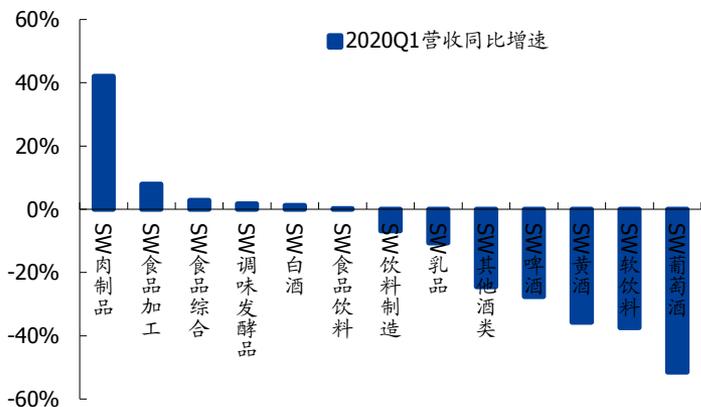


数据来源：wind，国盛证券研究所（注：截至2020年7月17日）

1.2 EPS水平探讨——板块业绩增速及展望

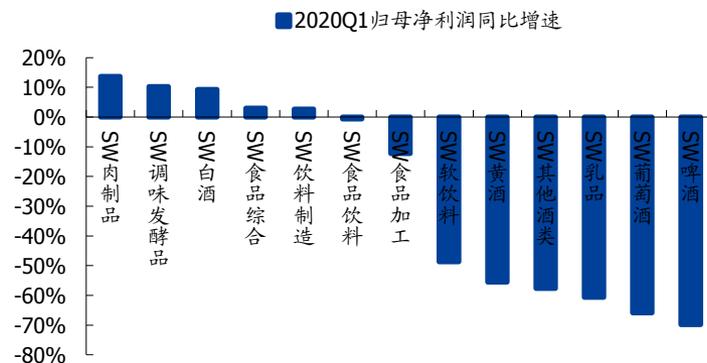
- **2020Q1业绩稳健增长，板块排位更进一步。**2020Q1受疫情影响，上市公司业绩表现不佳，而食品饮料板块由于一定的“刚需”属性，在“必选板块”的带动下，板块收入增速和利润排位更进一步，至4/28和5/28。在此背景下，上半年板块股价表现亦有一定的业绩支撑；同时在板块内部，上半年必选板块（休闲零食、调味品）表现相对较优。
- **2020Q2业绩预计延续一季度趋势，可选板块边际有变化。**调味品、休闲食品等“必选板块”预计Q2业绩继续向好（预收款确认/受经济面影响相对较小），啤酒板块业绩环比大幅改善（旺季补库存/动销超预期/未见价格战），白酒终端需求逐步回暖（6月恢复至80%以上）
- **下半年经济面企稳，白酒环比或加速，估值先行。**茅台打开价格空间，五泸携手挺价，中秋动销预计基本正常，明年春节低基数。必选板块业绩增速理性回归，“可选-必选跷跷板”随着经济面企稳更加均衡。

图表5：食品饮料个子板块2020Q1营收同比增速情况



数据来源：wind，国盛证券研究所

图表6：食品饮料个子板块2020Q1归母净利润同比增速情况

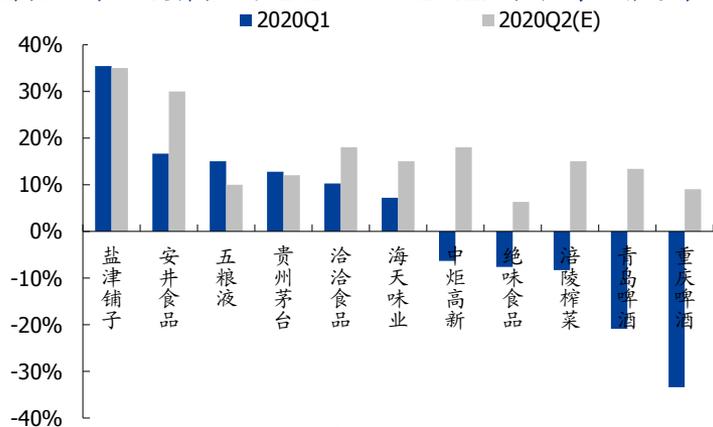


数据来源：wind，国盛证券研究所

1.2 EPS水平探讨——龙头公司营收及净利润的增速情况

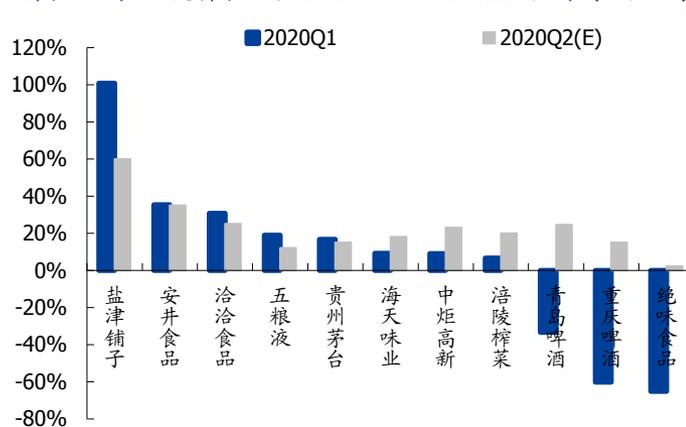
- **整体来看，Q2业绩逐渐走出“疫情阴霾”。**Q1龙头业绩跑赢行业，Q2多数龙头公司业绩转正，啤酒、调味品业绩加速，白酒趋势向好，小食品出现分化。
- **2020下半年可选板块向好趋势不变，高端品价格弹性显现。**随着经济面的复苏，预计下半年可选板块业绩向好趋势不变，同时随着货币的相对宽松，高端品价格表现预计由于大众品。

图表7：食品饮料各龙头2020Q1及Q2（E）营收同比增速情况



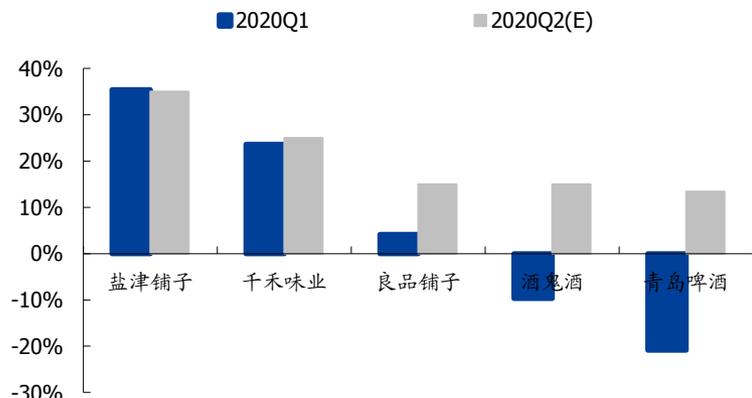
数据来源：wind，国盛证券研究所

图表8：食品饮料各龙头2020Q1及Q2（E）归母净利润同比增速情况



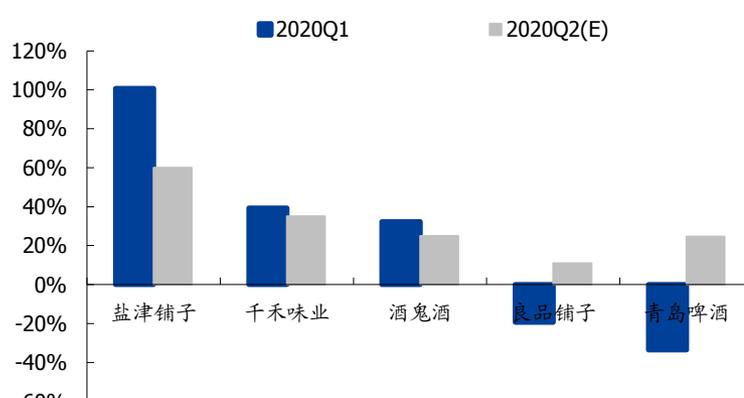
数据来源：wind，国盛证券研究所

图表9：食品饮料各子板块今年以来涨幅最高个股2020Q1及Q2（E）营收同比增速情况



数据来源：wind，国盛证券研究所

图表10：食品饮料各子板块今年以来涨幅最高个股2020Q1及Q2（E）归母净利润同比增速情况

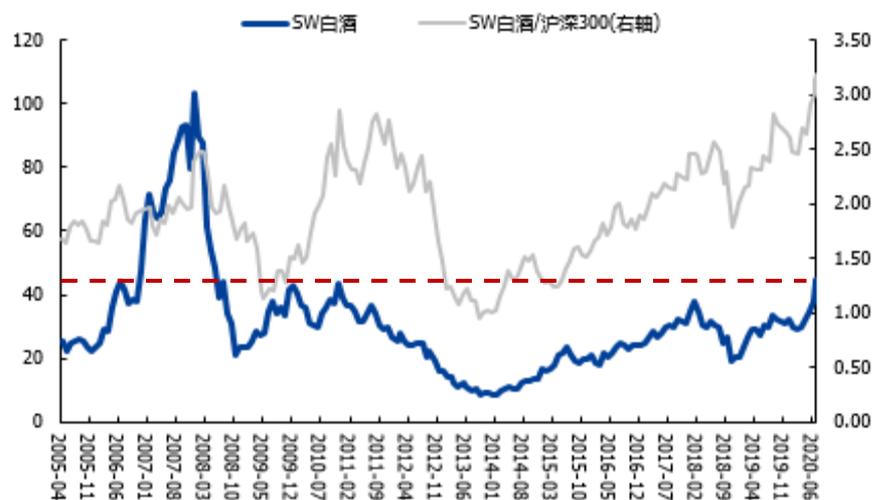


数据来源：wind，国盛证券研究所

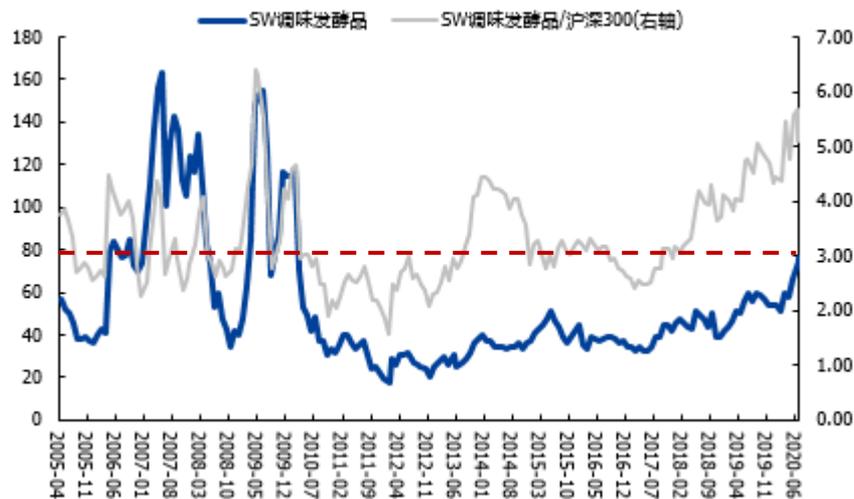
1.3 估值水平探讨——各子板块PE（TTM）的情况

- 我们尝试从各板块来看估值水平的提升情况：整体来看，随着基本面的边际向好和资金面的驱动，年初至今各子板块估值水平逐步攀升，基本处于近五年估值高点，但相对2007年“大牛市”相比，仍有较大估值差。
- 白酒：截至2020年7月17日，SW白酒PE(TTM)为44倍，约处于2006年11月、2008年7月及2010年1月的估值水平。从历史上看，白酒的估值最高峰在2007年底达到，约为103倍。
- 调味品：截至2020年7月17日，SW调味发酵品PE(TTM)为约76倍，约处于2006年7月、2006年12月、2008年5月以及2009年9月的估值水平。历史上看，调味品估值在2007年5月（164倍）及2009年6月（155倍）达到两个峰值。

图表11: SW白酒市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)



图表12: SW调味品市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)

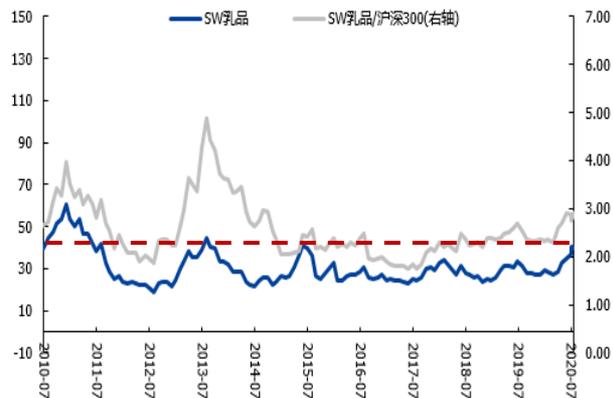


数据来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 截至2020年7月17日)

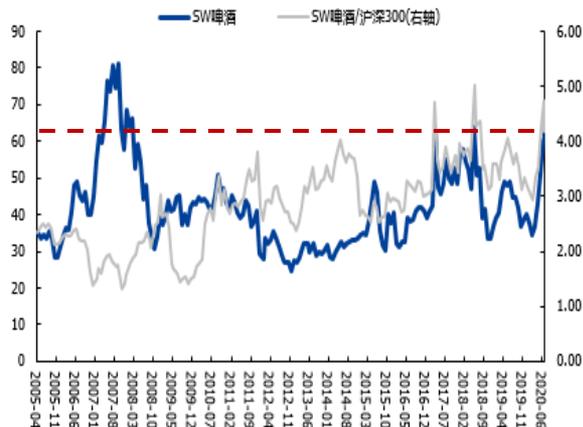
1.3 估值水平探讨——各子板块PE (TTM) 的情况

- **乳制品：**从历史走势来看，2009年乳制品板块的估值曾一度高达380倍，但若剔除极端高估值，乳制品板块的整体估值水平多处于50以下。截至2020年7月17日，SW乳制品PE(TTM)为40，约处于2006年6月、2010年1月、2013年8月以及2015年5月的估值水平。我们认为目前板块的估值仍较为合理，同时相对沪深300的估值水平在各食品饮料子板块中最低（约2.8）。
- **啤酒：**截至2020年7月17日，SW啤酒板块PE(TTM)约为64倍，估值水平处在历史偏高位置，2007年9月，啤酒板块估值曾一度高达81，但从近15年的估值走势情况来看，啤酒板块的估值水平均在60以下。在高端化趋势不断显现的背景下，龙头重庆啤酒、青岛啤酒亦通过推进股权激励，实现基本面水平的显著改善，从而拉动估值水平上移。
- **食品综合：**年初至今食品综合板块估值由30倍快速提升至54倍，但若拉长视角来看，2005年初至今的估值中枢大约为123倍，目前的估值水平尚未到达历史高位。

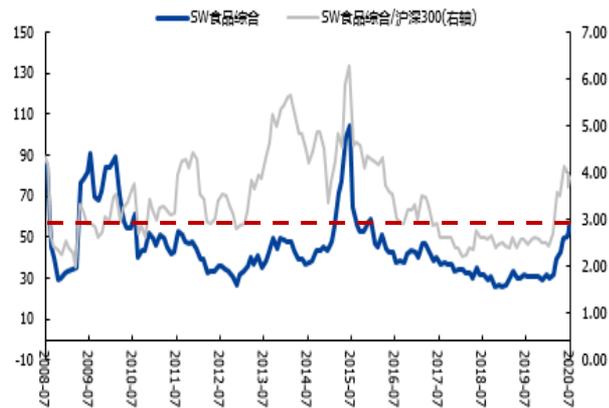
图表13: SW乳制品市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)



图表14: SW啤酒市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)



图表15: SW食品综合市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)

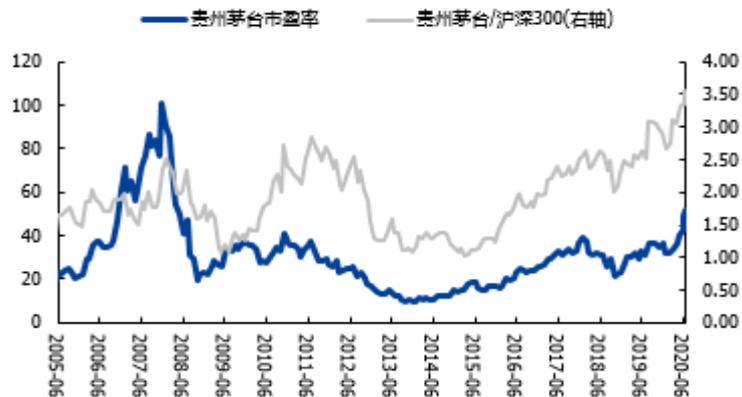


数据来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 截至2020年7月17日)

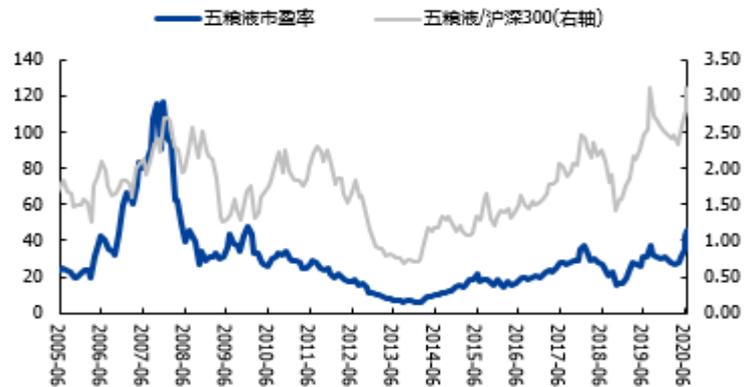
1.3 估值水平探讨——白酒/调味品龙头估值水平

■ **白酒板块龙头：**2019年底，贵州茅台和五粮液PE(TTM)分别为36、31倍，一季度受到疫情的影响，估值水平分别短暂回调至32、27倍，随后估值水平稳步提升至48、43倍水平。同时相对沪深300的倍数分别提升至3.5倍、3.1倍。

图表16：贵州茅台市盈率走势及相对沪深300倍数（PE-TTM）

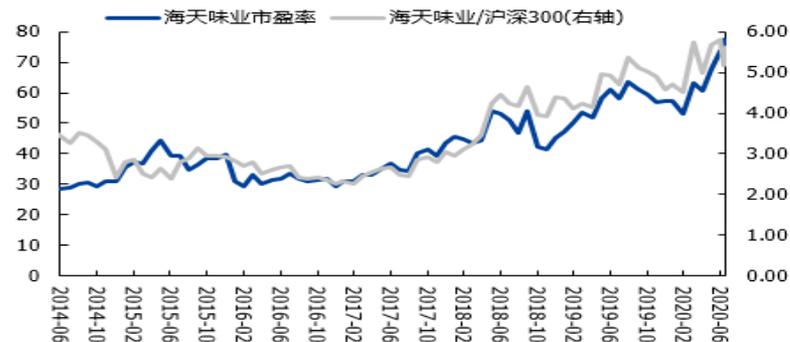


图表17：五粮液市盈率走势及相对沪深300倍数（PE-TTM）



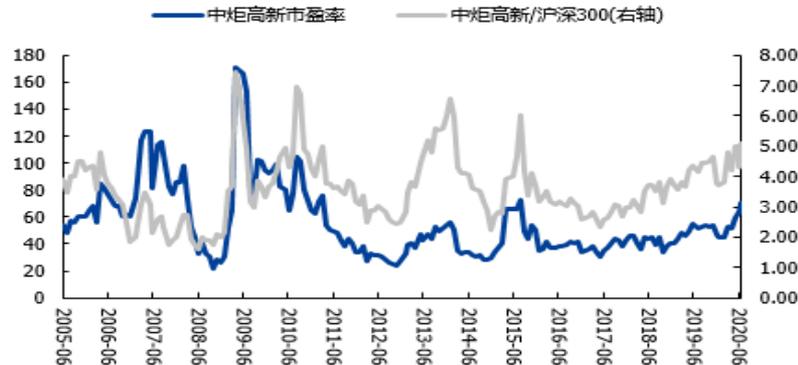
■ **调味品板块龙头：强确定性奠定估值溢价基础。**海天味业行业的绝对龙头，依赖其强确定性，自上市以来估值水平不断攀升，截至2020年7月17日，海天味业PE(TTM)水平探至历史最高水平（77倍），相对沪深300的倍数提升至5.6倍。中炬高新PE(TTM)水平由2019年底的47倍提升至70倍。随着全国化市场布局以及餐饮渠道的稳步渗透，叠加内部激励机制的完善，中炬高新估值水平仍有望进一步提升。

图表18：海天味业市盈率走势及相对沪深300倍数（PE-TTM）



数据来源：wind，国盛证券研究所（注：截至2020年7月17日）

图表19：中炬高新市盈率走势及相对沪深300倍数（PE-TTM）

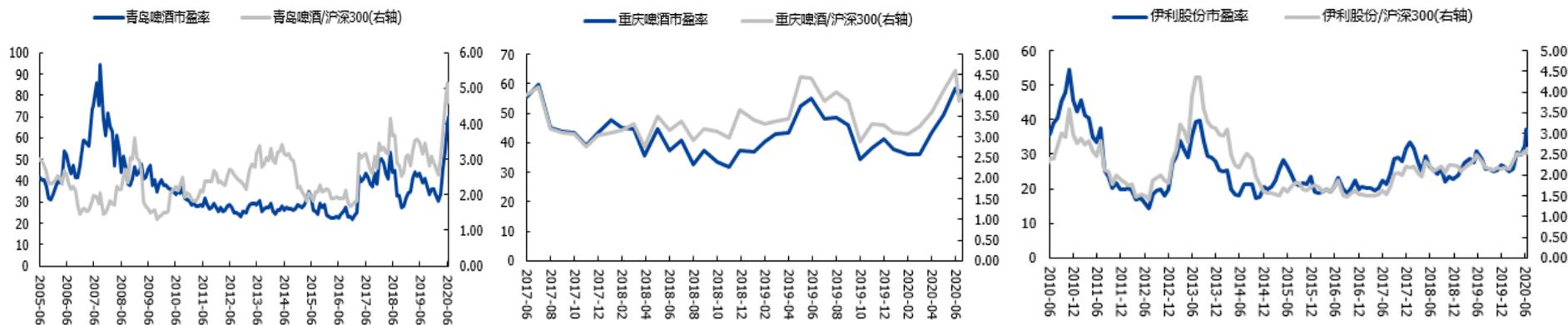


数据来源：wind，国盛证券研究所（注：截至2020年7月17日）

1.3 估值水平探讨——乳制品/啤酒板块龙头估值水平

- **乳制品龙头：伊利股份估值水平仍处低位。**对比来看，伊利股份估值水平的提升幅度在食品饮料板块各龙头公司中相对较小。2019年底伊利股份PE(TTM)约为27倍，疫情期间估值水平略有走低，2020年3月底PE(TTM)下调至26倍，随后开始逐步修复至目前的36倍水平，但仍处于历史估值的低位。
- **啤酒板块龙头：基本面改善带来估值水平迅速修复。**疫情对餐饮渠道尤其是夜场渠道的冲击导致啤酒公司估值均有所回调，但随着青岛啤酒、重庆啤酒股权激励计划相继推出，二者估值水平均得到迅速修复。2020年2月底，青岛啤酒、重庆啤酒的估值水平分别为30倍、36倍，截至2020年7月17日，估值水平分别快速提升至70、55倍。

图表20：青岛啤酒、重庆啤酒、伊利股份市盈率走势及相对沪深300倍数（PE-TTM）

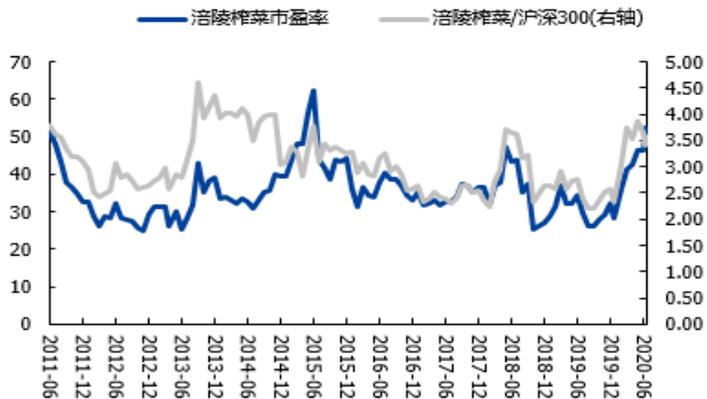


数据来源：wind，国盛证券研究所（注：截至2020年7月17日）

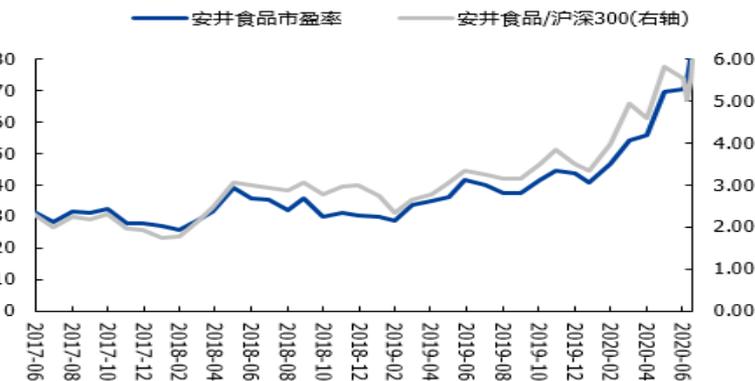
1.3 估值水平探讨——食品综合板块PE (TTM) 的情况

■ **食品综合板块龙头：多龙头探至历史估值高点。** 疫情期间，食品综合板块公司终端动销普遍加强，估值水平也同步走高，安井食品、绝味食品、洽洽食品、盐津铺子等龙头纷纷达到近年来的估值高点。相比较而言，涪陵榨菜目前PE(TTM)约为48倍，相较于此前2010年11月（86倍）及2015年6月（62倍）的估值高点仍有所差距。

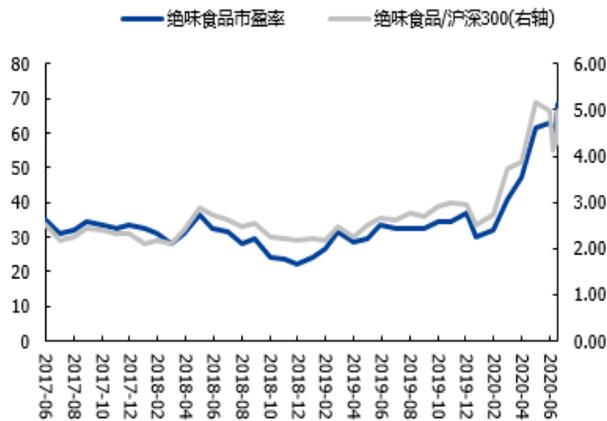
图表21：涪陵榨菜市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)



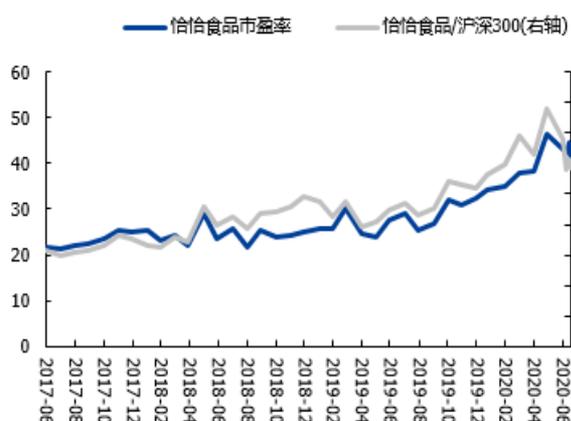
图表22：安井食品市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)



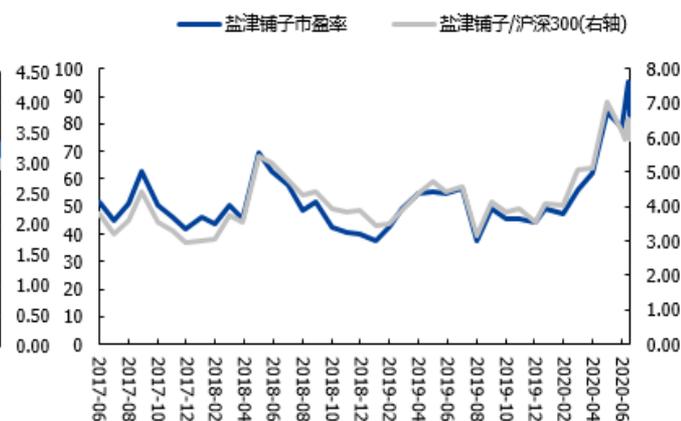
图表23：绝味食品市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)



图表24：洽洽食品市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)



图表25：盐津铺子市盈率走势及相对沪深300倍数 (PE-TTM)



数据来源：wind，国盛证券研究所（注：截至2020年7月17日）

第二章

宏观层面：通过PPI和CPI看食品饮料行业周期变化与投资机会

PPI——白酒行业景气度变动的风向标

终端价格与PPI具有较强相关性：十余年来茅台终端价增速和PPI保持近乎同步的节奏，2019年PPI前高后低，高端酒批价也呈现出先增后降的态势。受疫情影响，2020年1-4月PPI下行明显，随着经济逐渐走出阴霾PPI趋升，预计下半年有望逐步向好；在此背景下，我们认为白酒行业的基本面向好趋势不变。

CPI——原材料成本上涨是食品公司提价的诱因

原材料成本上涨是食品价格变动的诱因之一，展望2020下半年，受加税影响麦芽价格预计走高，侧面助推啤酒行业提价。此外，下半年预计CPI回落后趋稳，猪肉价格回落，肉制品成本端下移；调味品原材料价格预计略有上行。

PPI——白酒行业价格变动的风向标

- **历史回溯：PPI指标与白酒周期同步性较强。**白酒行业是消费品里的周期，受经济环境影响波动，国运决定消费升级速度。2003年中国加入WTO以来，白酒行业经历了2002-2012年的黄金十年。2012年三公消费叠加经济降速，行业深度调整，2015年以来行业回暖复苏，龙头酒企利润增速亮眼。
- **2019年短暂背离后，茅台终端价增速和PPI保持近乎同步的节奏。**PPI是反映生产领域价格变动情况的重要经济指标，在过去十余年的历史回溯中，我们发现了茅台价格与PPI的同步性，超强同步性的原因我们认为主要是源于茅台的饮用场景，在经济上行周期价格上涨幅度较大，而中低端酒价格较为平稳，随通胀水平温和上涨。

图表26：茅台终端价增速和PPI相关性较强



数据来源：wind，国盛证券研究所

图表27：白酒行业与经济周期相关度较高 (%)

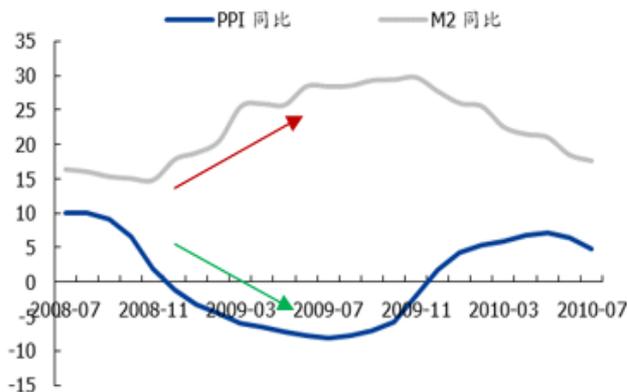


数据来源：wind，国盛证券研究所经济危机

下半年展望：PPI有望起底回升

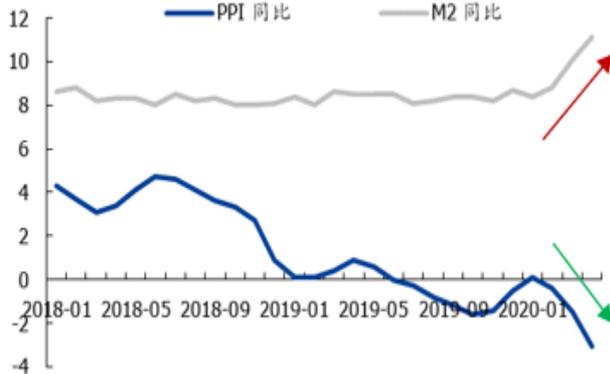
- **回顾2009年：**2008Q3开始经济环比降速明显，2008年11月出台4万亿刺激计划，资金面逐渐宽松，2009年上半年食品公司跑赢白酒，涨幅Top10白酒仅有山西汾酒和酒鬼酒，茅五泸涨幅靠后，食品公司中炬、天润、妙可蓝多等公司涨幅靠前。2009年7月开始PPI触底反弹，并于2009年12月转正，经济走出阴霾。2009年下半年随着经济的回暖，白酒公司业绩环比改善明显。
- **目前PPI走势与2009年相似，期待下半年PPI触底反弹。**目前我国PPI走低的同时，M2同比增速呈抬头趋势，与2009年初经济走势较为相似。我们认为随着经济的回暖，下半年PPI有望触底反弹，带动白酒板块的业绩修复。

图表28：PPI同比与M2同比（2008年7月-2010年7月）单位：%

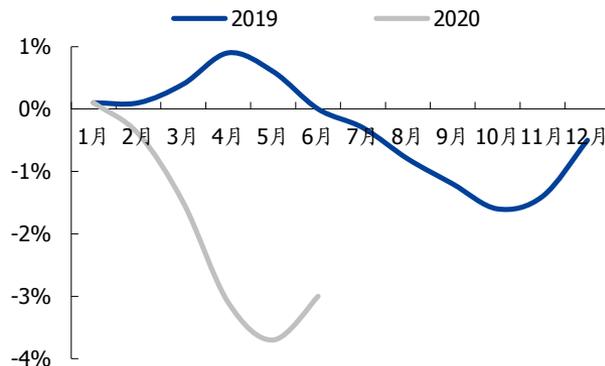


数据来源：wind，国盛证券研究所

图表29：PPI同比与M2同比（2018年1月至今）单位：% 图表30：PPI同比增速（2019年VS 2020年）



数据来源：wind，国盛证券研究所



数据来源：wind，国盛证券研究所

下半年展望：看好白酒板块环比改善

■ 自上而下讨论2020下半年白酒行业：

- 1) 经济回暖，下半年需求端逐步恢复正常，利好中高端白酒基本面边际改善；
- 2) 茅台作为行业风向标，疫情作为试金石，验证价格有强支撑，熨平周期性；五粮液国窖价格空间打开，开启新一轮发展周期；
- 3) 库存处于历史低位，疫情催化去库存，旺季终端补库存可期（类二季度啤酒行情）。

图表31：高端白酒近几年旺季批价和量价政策

	批价（元）			量价政策		
	茅台	五粮液	国窖	茅台	五粮液	国窖
2017春节	1200	780	680	量价齐升	量价齐升	量价齐升
2018春节	1500	810	730	淡季挺价，旺季放量	放量为主，库存加大，批价环比回落	跟随策略，库存加大，开始控量
2019春节	1800	800	720	量基本持平，价格持续提升	春节价低放量，库存较低	节前挺价控量，平稳放量
2019中秋	2300	940	790	直销放量，供需紧平衡	节前挺价，旺季放量	旺季放量，节后挺价
2020春节	2250	910	800	调渠道结构，量基本持平	旺季放量，渠道库存合理	节前价格三连涨，量价平衡
2020中秋 (预计)	2500	960	860	——	——	——

数据来源：草根调研，国盛证券研究所

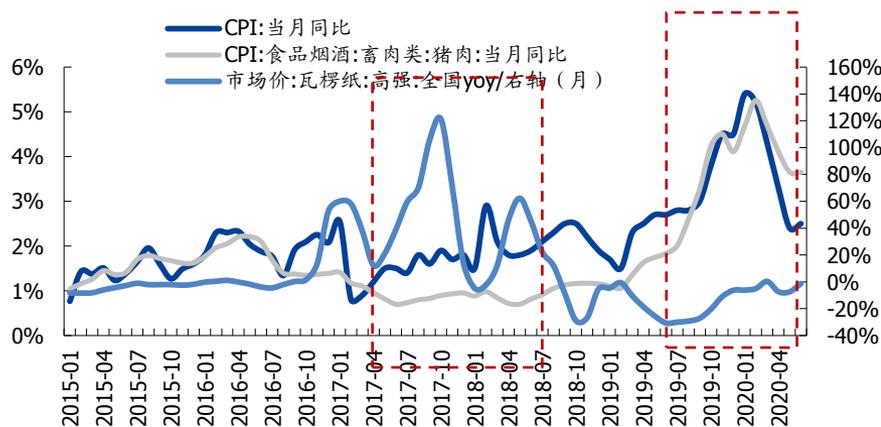
CPI: 调味品提价周期延长, CPI回落后预计企稳

■ **原材料成本上涨是食品价格变动的诱因。**在此前的策略报告中, 我们论证了CPI与调味品CPI之间的相关性, 原材料成本上行为驱动调味品行业提价的首要因素。同时我们发现CPI同比变动幅度呈现出持续收窄且中枢下移的趋势。

■ **成本端价格略有上行, 调味品提价周期延长。**2020年上半年, 除包材外, 调味品的主要原材料大豆、白砂糖市场价格略有上行。但目前行业尚未出现提价行为, 我们认为主要原因系: 1) 龙头对于成本压力的消化能力提升; 2) 提价周期延长有望加速行业整合出清。

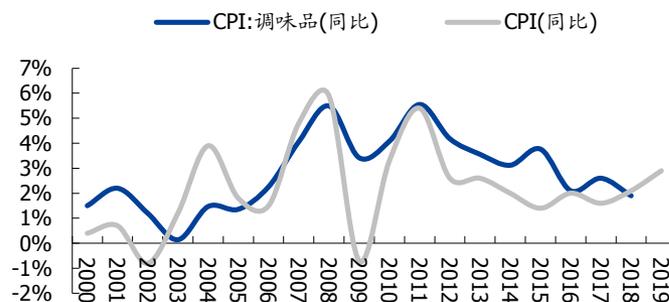
■ **受加税影响, 麦芽价格预计走高, 侧面助推啤酒行业提价。**2020年5月19日开始对澳麦征收反倾销税和反补贴税, 预计啤酒企业麦芽采购价格上涨幅度在10-20%之间概率较大, 复盘历此成本上行阶段, 会出现啤酒行业集体性提价。

图表34: 今年以来CPI呈现抬头态势



数据来源: wind, 国盛证券研究所

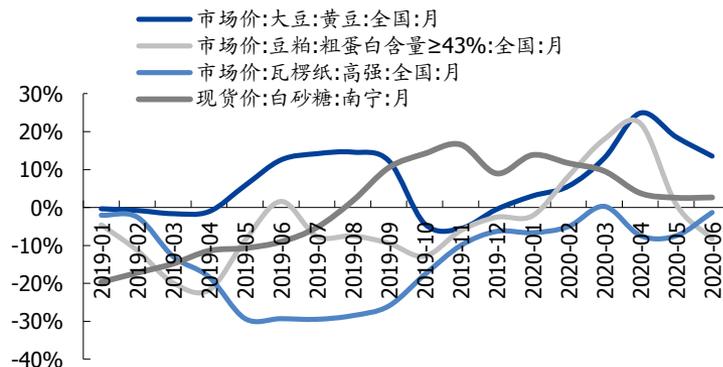
图表32: 调味品CPI与CPI的拟合程度较高



图表33: 今年以来CPI呈现抬头态势 (%)



图表35: 2019年以来调味品主要原材料价格变动情况



第三章

下半年展望：分化中寻找“真成长”

推荐思路1：坚守长跑冠军，不惧短期波动

- 高端白酒：量价齐升，空间大
- 地产酒龙头：消费迭代，市占率提升
- 调味品龙头：市占率提升，品类扩充

推荐思路2：探寻高成长，消化高估值

- 火锅产业链：“专业化”趋势明显，标品放量可期
- 啤酒：吨价提升，业绩进入释放期
- 卤制品：连锁化经营，龙头赢家通吃

从量价变动看食品饮料龙头公司

- 白酒（尤其高端酒）价增贡献大，品牌拉力提升。2015年开始，白酒板块整体吨价提升明显，高端酒吨价领涨，带动业绩高增长。
- 大众品龙头量增明显，市占率显著提升。近年来随着行业格局的变化，赢家通吃的效应明显，反应在大众品板块，就是龙头的市占率显著提升。

图表36：食品饮料龙头公司销量同比变化情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
白酒								
贵州茅台	21%	-2%	-4%	14%	34%	63%	4%	4%
五粮液	15%	-1%	-21%	16%	8%	21%	6%	-14%
泸州老窖	35%	13%	-13%	0%	-6%	-14%	-5%	-3%
洋河股份	0%	1%	-3%	-1%	-5%	9%	-1%	-3%
古井贡酒	47%	18%	3%	8%	14%	3%	-1%	9%
山西汾酒	33%	-3%	-1%	-8%	17%	26%	38%	74%
今世缘			-1%	-4%	-2%	-5%	-1%	18%
口子窖		-10%	-14%	0%	2%	16%	1%	3%
顺鑫农业		28%	21%	10%	14%	29%	45%	16%
啤酒								
青岛啤酒	10%	10%	5%	-7%	-7%	1%	1%	0%
重庆啤酒	5%	5%	-13%	-2%	-8%	-6%	6%	0%
珠江啤酒	-8%	-5%	5%	-1%	0%	4%	2%	1%
调味品/食品								
伊利股份				9%	2%	11%	11%	8%
光明乳业				5%	5%	12%	-2%	2%
绝味食品			9%	5%	12%	15%	5%	14%
涪陵榨菜	-10%	19%	-8%	2%	14%	18%	10%	-4%
安井食品			30%	25%	24%	13%	21%	18%
海天味业	16%	15%	14%	9%	9%	11%	16%	17%
中炬高新	17%	24%	22%	14%	10%	34%	11%	15%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

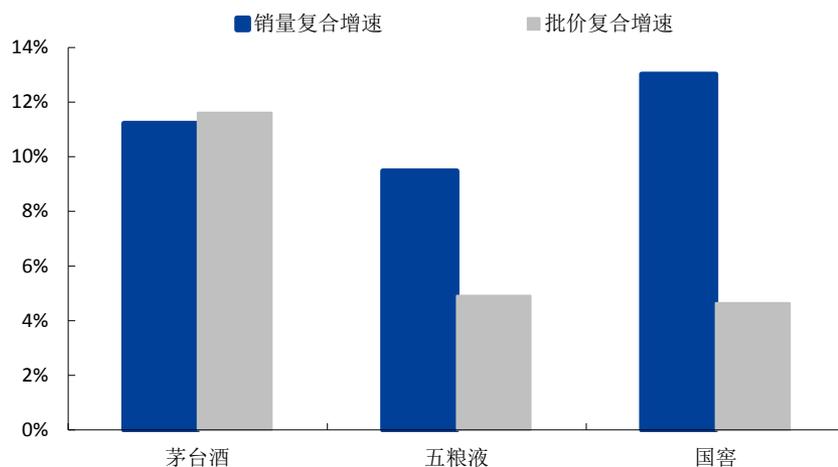
图表37：食品饮料龙头公司吨价同比变化情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
白酒								
贵州茅台	19%	20%	8%	-9%	-11%	-7%	22%	11%
五粮液	16%	-8%	8%	-11%	5%	2%	25%	45%
泸州老窖	1%	20%	-41%	28%	28%	45%	32%	24%
洋河股份	35%	-14%	1%	10%	13%	6%	22%	-1%
古井贡酒	-14%	-8%	-2%	5%	1%	13%	26%	10%
山西汾酒	9%	-4%	-35%	14%	-9%	9%	12%	-27%
今世缘			-4%	5%	7%	22%	27%	11%
口子窖		9%	7%	4%	7%	9%	17%	7%
顺鑫农业		15%	14%	-8%	2%	19%	29%	7%
啤酒								
青岛啤酒	1%	0%	-2%	3%	1%	0%	0%	5%
重庆啤酒	1%	2%	7%	7%	4%	6%	3%	3%
珠江啤酒	6%	2%	0%	1%	1%	2%	5%	4%
调味品/食品								
伊利股份				1%	-1%	2%	5%	5%
光明乳业				-10%	0%	-4%	-1%	6%
绝味食品			7%	6%	0%	2%	8%	4%
涪陵榨菜	2%	0%	7%	1%	6%	5%	5%	8%
安井食品			-5%	-8%	-5%	3%	1%	4%
海天味业	0%	3%	3%	5%	1%	6%	1%	-1%
中炬高新	7%	-1%	-4%	-1%	1%	-11%	0%	1%

推荐思路1：高端白酒

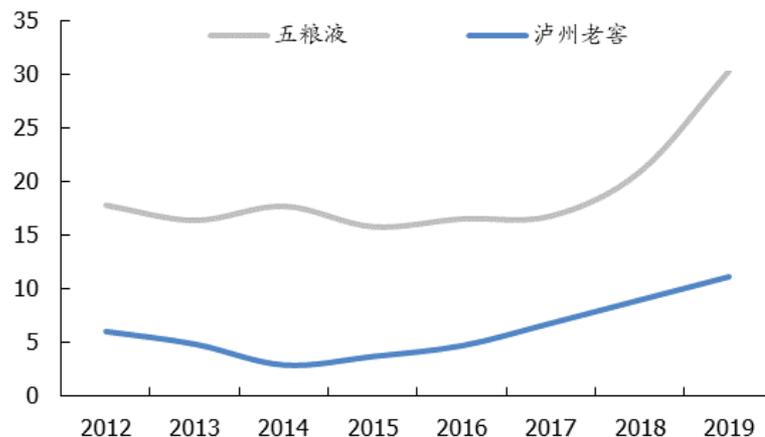
- **高端酒具备“奢侈品属性”，价格弹性较大。**龙头茅台为行业打开价格天花板，同时依靠超强品牌力熨平业绩波动，目前批价创新高，疫情作为行业稳定性的试金石，验证了茅台价盘的较强支撑性，同时亦强化了产业链的信心。全年收入两位数增长确定性较强，且终端-出厂价差扩大，吨价提升空间较大，未来五年增长确定性较强。
- **茅台价盘高企，千元价格带有望量价齐升。**4-6月五泸积极控货，五粮液大力发展团购渠道并提出传统商家不增量，国窖缩减配额价盘为先，近日下发通知上调团购成交价至980元，挺价信号明显。目前渠道库存良性，茅台打开价格空间，随着需求的恢复和终端的补库存，千元价格带有望量价提升。
- **核心推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖**

图表38：2014-2019茅五泸量价复合增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表39：五泸吨价对比（万元/吨）

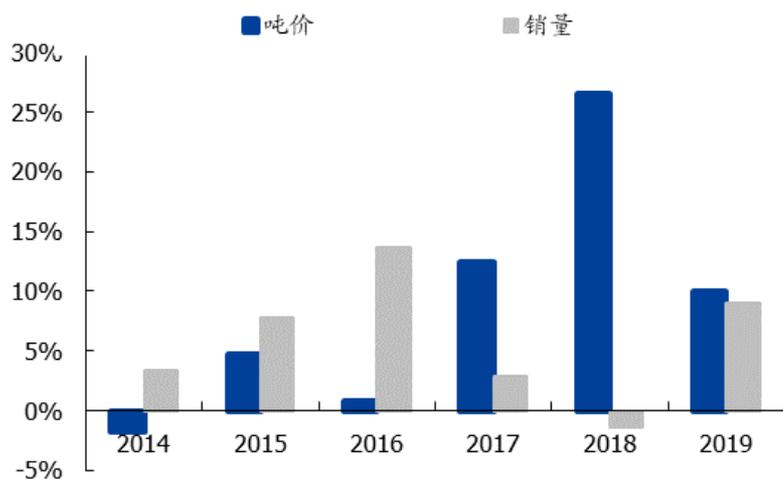


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

推荐思路1：地产酒龙头

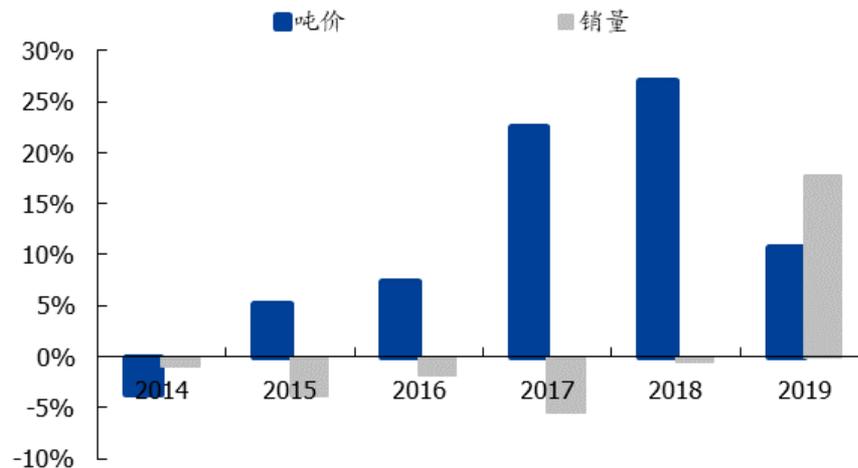
- **消费迭代促使吨价提升：**消费升级持续进行，主流消费价格带跃迁促使大单品更替。在此过程中，品牌酒企通过产品迭代推动吨价提升。（例如：古井从古5到古8再到古20；今世缘从今世缘到国缘四开对开再到V系列）
- **强者恒强，市占率提升：**白酒行业集中化趋势明显，强势品牌市占率持续提升，在此背景下，在主流消费价格带，龙头的份额稳步提升，中小企业逐渐退出市场。
- **核心推荐：**古井贡酒、今世缘、洋河股份

图表40：古井贡酒吨价和销量同比变化情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表41：今世缘吨价和销量同比变化情况

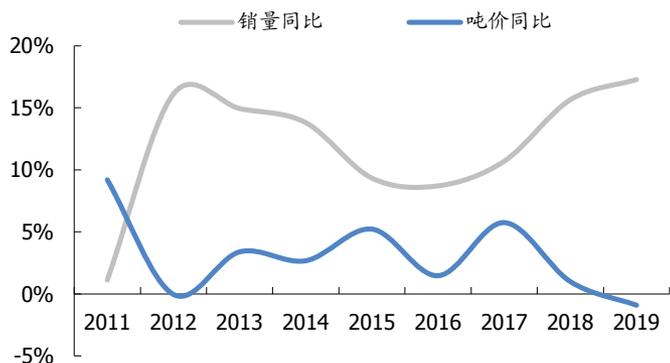


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

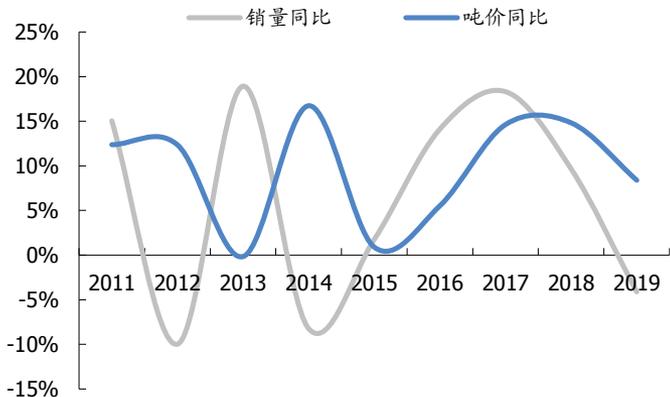
推荐思路1：调味品龙头

- **调味品龙头具备穿越周期的能力，市占率持续提升。**基础调味品龙头海天味业及中炬高新（调味品业务）收入增速较为稳定，量增驱动收入增长，在行业调结构的背景下，龙头加速行业份额收割。涪陵榨菜提价周期波动，带动收入弹性释放，保持较高增速。疫情扰动加速行业出清，龙头市占率提升。
- **打造多元化品类平台。**海天推出酱油、蚝油、酱三大核心产品，同时中炬高新开拓蚝油、料酒、食醋品类，打造“1+N”的多元品类平台。
- **核心推荐：海天味业、中炬高新、涪陵榨菜**

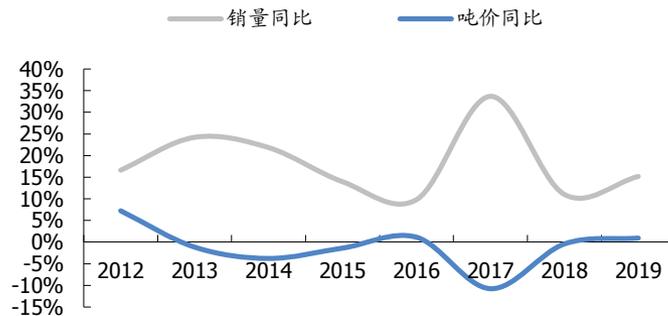
图表42：海天味业量价变化——稳定、波动小、长跑



图表44：涪陵榨菜量价变化——稳定、波动小、长跑



图表43：中炬高新调味品业务量价变化



图表45：中炬高新其他业务（蚝油、料酒等）拓展情况

品类	中山基地		阳西厨邦				阳西美味鲜
	2019年	2022E	2014（一期）	2016（二期）	2018（三期）	2020E（达产）	2023E
酱油	23.00	48.00	5.10	13.46	22.97	33.37	—
酱类	2.36	2.36	0.17	0.58	1.09	1.71	—
蚝油	4.00	4.00	0.27	1.15	2.76	5.59	20.00
醋类	2.07	2.07	0.11	0.38	0.73	1.22	10.00
料酒	0.00	2.00	—	—	—	—	5.00
食用油	—	—	0.18	0.65	1.16	1.83	30.00
鸡精鸡粉	—	—	0.31	1.08	1.98	3.16	—
合计	31.43	58.43	6.14	17.30	30.69	46.88	65.00

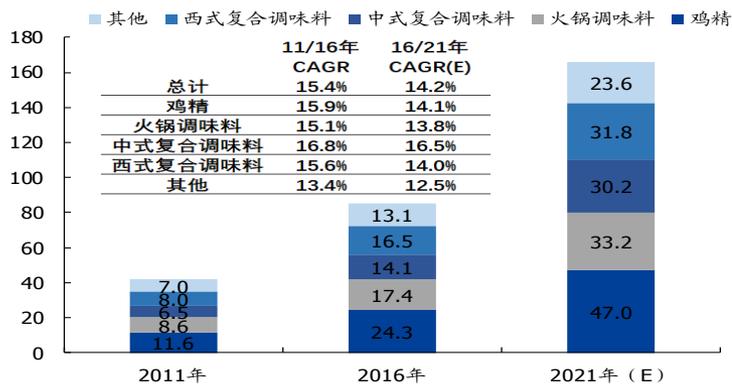
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

推荐思路2：火锅产业链

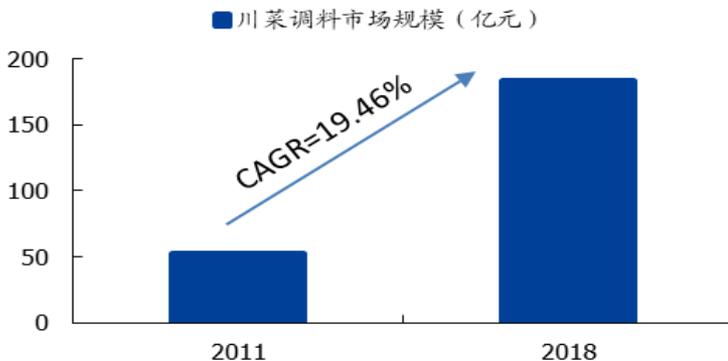
- **复合调味品尚处“跑马圈地”阶段，集中度提升空间大。**复合调味品行业整体保持双位数高增，同时火锅底料及川菜调料增速较快，在复合调味品渗透率较低背景下，行业仍有较大的发展空间。监管宽松等背景下，行业玩家众多且层出不穷，行业集中度较低。
- **天味底料川调双轮驱动，日辰享受复合调味品及餐饮连锁化双重红利。**天味食品上市后开启“二次创业”时代，产能扩充+股权激励落地+营销费用投放赋予其先发优势。日辰股份享受连锁餐饮及复合调味料行业发展红利，看好其长期发展。

图表46：我国复合调味料行业增速预测



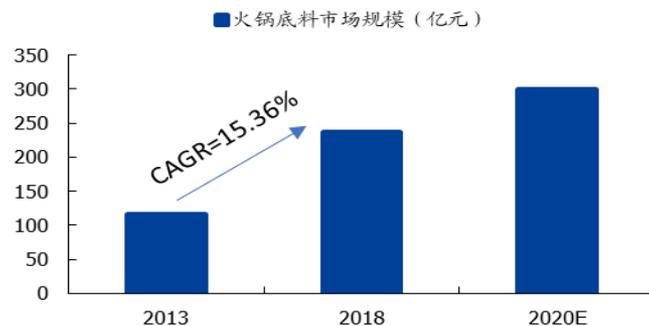
资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表48：我国川菜调料市场规模及增速



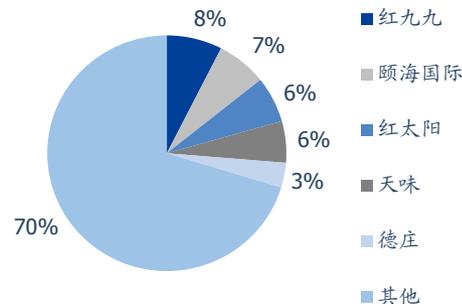
资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表47：我国火锅底料市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表49：我国火锅底料行业竞争格局（2015年）

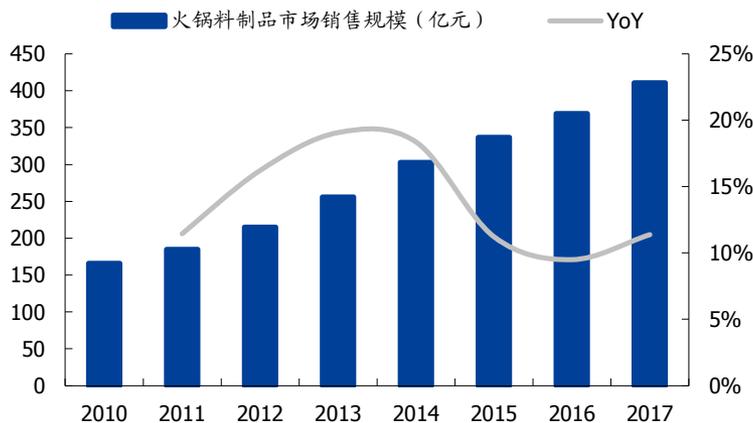


资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

推荐思路2：火锅产业链

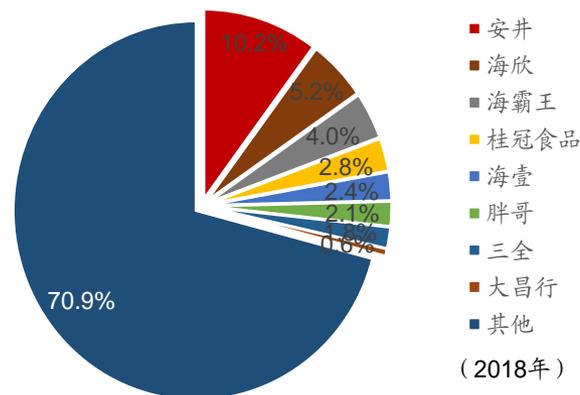
- **受益下游餐饮连锁化及消费场景扩充，速冻食品行业成长性良好。**我国速冻火锅料制品自2008年以来行业增速保持在13%左右，2017年市场规模达到411亿元，预计未来保持15%左右的增速。从竞争格局来看，速冻火锅料市场目前行业格局较为分散，龙头安井2018年市占率为10.2%，CR3不到20%。
- **安井竞争优势明显，成长路径清晰。**短期来看，公司针对疫情影响及时调整渠道结构，加大C端产品占比，疫情影响总体有限，公司反而有望借此机会加快份额提升；中长期来看，公司竞争优势明显，市场份额提升路径清晰，规模优势有望持续显现。
- **核心推荐：天味食品、安井食品、日辰股份**

图表50：速冻火锅料制品行业增速



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表51：速冻食品行业集中度

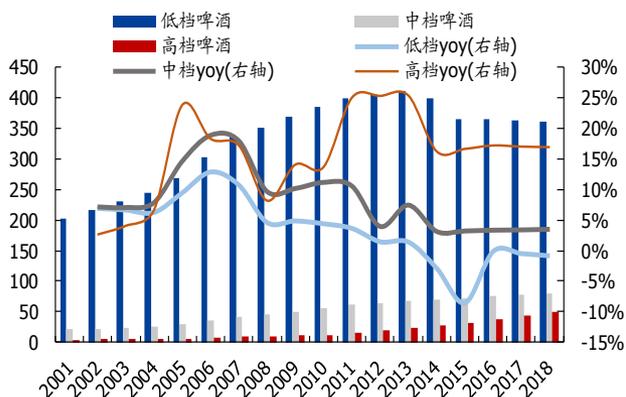


资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

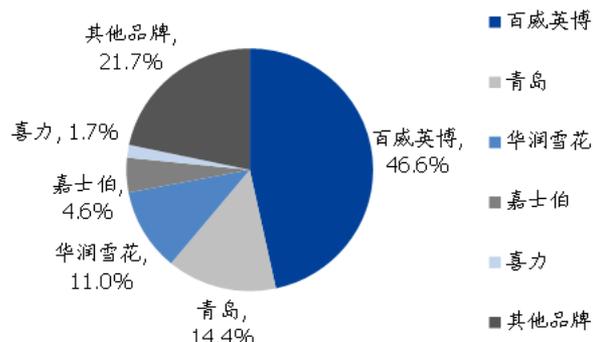
推荐思路2：啤酒行业

- **量稳价增，头部企业加速推进高端化。**啤酒行业自2014年后进入存量期，低档酒销量萎缩，中档酒销量个位数增长，高档酒销量保持双位数增长，行业进入高端化加速推进阶段。2019年华润啤酒收购喜力中国业务构建“本土+国际”品牌组合，2020年青岛啤酒股权激励落地，以及嘉士伯中国资产注入重啤方案出台，头部企业加速抢占高端市场份额。预计头部啤酒企业通过产品结构改善、直接提价，吨酒价未来3-5年增幅保持5%左右。
- **推进产能优化，开源+节流释放业绩弹性。**头部啤酒企业推动产能优化，关闭亏损工厂、整合小型落后工厂，提升产能利用率，推动中长期盈利能力改善。吨酒价提升，叠加供应链效率改善，啤酒行业业绩弹性逐步释放。
- **核心推荐：重庆啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒**

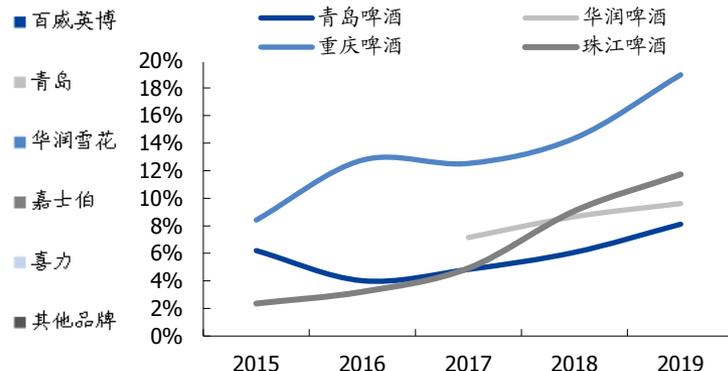
图表52：高档啤酒销量保持双位数增长（亿升）



图表53：高端及超高端类别消费量中国市场份额



图表54：主要啤酒企业经调整净利润率走势



推荐思路2：卤制品

- **品牌连锁化率提升是主要逻辑，行业整合空间大。**休闲卤制品行业规模超千亿，需求端受益消费升级，供给端包装化、品牌连锁化加速，休闲卤制品渗透率、消费频次均有提升。当前行业竞争格局分散，头部CR 5市占率约为21%，品牌连锁化率仍低。2018年以来上游鸭副产品价格波动对个体经营店不利，但头部企业抗风险能力强，仍处于加速扩张的阶段，抢占夫妻老婆店市场份额。
- **疫情期间逆势扩张，头部企业竞争优势凸显。**疫情期间个体餐饮店出清、夫妻老婆店经营受阻，有较多优势店铺位置空出，公司加大对加盟商新开店扶持力度，上半年开店加速，抢占优势门店位置。头部企业借此继续加强渠道网络和规模优势，竞争优势日益凸显。
- **核心推荐：绝味食品、煌上煌**

图表55：绝味门店数量、收入及利润情况

绝味	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
卤制品收入(百万元)	1279	1895	2194	2546	2819	3137	3713	4213	4923
门店数量	3686	5240	5746	6187	7172	7758	9053	9915	10954
yoy		42.2%	9.7%	7.7%	15.9%	8.2%	16.7%	9.5%	10.5%
单店营收(万元)	35	36	38	41	39	40	41	43	45
yoy		4.2%	5.6%	7.8%	-4.5%	2.9%	1.4%	3.6%	5.8%
归母净利润(百万元)	39	152	193	236	301	380	502	641	801
yoy		292.2%	27.0%	22.6%	27.3%	26.4%	31.9%	27.7%	25.1%

图表56：煌上煌门店数量、收入及利润情况

煌上煌	2009	2010	2011	2012(上市)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
鲜货产品收入(百万元)	476.3	641.2	803.4	813.8	796.5	881.1	889.5	911.6	1109.0	1402.9	1616.3
yoy		34.6%	25.3%	1.3%	-2.1%	10.6%	0.9%	2.5%	21.7%	26.5%	15%
门店数量	1015	1248	1798	1925	2043	2239	2366	2393	2605	3008	3706
yoy		23.0%	44.1%	7.1%	6.1%	9.6%	5.7%	1.1%	8.9%	15.5%	23.2%
单店营收(万元)	46.9	51.4	44.7	42.3	39.0	39.4	37.6	38.1	42.6	46.6	43.6
yoy		9.5%	-13.0%	-5.4%	-7.8%	0.9%	-4.5%	1.3%	11.8%	9.6%	-6.5%
归母净利润(百万元)	45.0	60.6	81.1	97.4	121.6	98.6	60.9	88.2	140.9	172.9	220.4
yoy		34.8%	33.8%	20.1%	24.8%	-18.9%	-38.3%	44.9%	59.8%	22.7%	27.5%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

风险提示

- **疫情持续影响经济活动。**整体而言，所有食品饮料行业的发展与宏观经济均有关，疫情对全球经济影响程度存在一定不确定性。
- **行业竞争激烈。**近几年白酒行业挤压式增长明显，未来集中度提升的速率存在不确定性。同时随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销，将进一步加剧国内啤酒中高端产品市场的竞争态势。此外，调味品行业的竞争加剧风险也可能导致部分公司拓张计划不及预期。
- **原材料成本、外汇汇率波动。**如果原材料成本、包材成本发生波动，会对食品饮料行业的盈利能力产生影响。对于原材料主要依赖进口的企业而言，汇率的变动也将会成为影响公司业绩的重要因素。
- **天气、政策法规等因素不确定性。**啤酒消费通常在夏季为主，如果夏季天气不够炎热或者阴雨较多，会导致当年产品销量下降。同时如果政府监管政策有所趋严，夜场、娱乐渠道的销量可能会受到影响。如果国内政策变化，会对市场稳定性带来影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。



Thank You



国盛证券
GUOSHENG SECURITIES