

## 食品加工行业

# 赛道细分！食品新经济正在崛起！

## ——食品行业策略报告

✉ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002  
☎ : 021-80106029  
✉ : denghui@stocke.com.cn

### 投资要点

#### □ 核心观点

我们对食品行业下半年股价走势持乐观态度，有望跑赢大盘。

随着食品行业整体增速的放缓，市场认为食品行业增长点从整体增长转向集中度提升，我们认为除了集中度提升逻辑之外，食品行业增长点从整体增长转向细分赛道增长的逻辑不能忽视。下半年建议重点关注奶粉、烟用香精、卤制品、保健品，以及细分小食品板块。

#### □ 下半年行业展望

年初至今食品行业涨幅跑赢大盘，截至7月20日，上证综指↑8.66%，深证成指↑28.93%，食品行业指数↑36.93%，目前估值在近5年的93.87%分位水平。肉品、食品综合、调味品、乳品涨幅为63.02%、57.09%、52.12%、12.05%。

上半年，食品行业中刚需的必选消费需求旺盛，业绩有望逆势增长，可选消费受疫情影响较大，整体增速有所放缓。我们认为下半年食品行业盈利正在持续改善，优于上半年水平，建议重点关注有望超预期的食品细分赛道。

#### □ 有别于市场的认识

##### 三条主线：

**主线一（奶粉）：**市场担忧龙头地位不稳，我们认为本轮集中后行业征战或就此平息：过往动荡因素已基本消除（奶粉安全问题已解决、政策支撑内资崛起、飞鹤等新龙头以史为鉴破解渠道难题），本轮内资崛起有望形成稳固寡头（渠道下沉享低线城市红利、高端化加速、集中度持续提升）。

**主线二（烟用香精）：**市场担忧HNB行情短，我们认为大增长空间提供中长期超预期可能，国内外政策持续落地，我们测算HNB许可后烟用香精市场空间约为目前的2.3-5.5倍（90-220亿元）。

**主线三（卤制品）：**市场认为卤制品行业增长点集中在休闲卤味的集中度提升，我们认为线上业务、餐桌卤味同样是卤制品行业有力增长点。

##### 核心标的：

**中国飞鹤：**婴配粉龙头，业绩增长有望超预期，马太效应强化，市占率存在翻倍空间。

**华宝股份：**香精龙头，不确定性下降有望超预期，HNB许可期望值持续增加，打开2.3-5.5倍增长空间。

**绝味食品：**卤制品龙头，未来业绩增长有望超预期，疫情期间逆势开店，化危为机。

**风险提示：政策风险；下游需求波动风险；食品安全风险**

### 细分行业评级

食品加工 看好

### 相关报告

- 1《周专题：全球HNB市场加速发展，国内政策稳步推进》2020.07.13
- 2《华宝股份：香精龙头行稳致远，HNB打开成长空间》2020.07.02
- 3《绝味食品：增强加盟商扶持力度，保障Q1销售稳定》2020.04.29
- 4《华宝股份：Q1扣非业绩增长7%，大力拓展食品配料业务》2020.04.25
- 5《洽洽食品：Q1业绩增长31%，核心技术突围品类竞争》2020.04.23
- 6《安琪酵母：Q1业绩增长28%，盈利能力回升》2020.04.23
- 7《绝味食品：年报业绩增长25%，规划产能14万吨支撑成长》2020.04.22

分析师： 邓晖

## 正文目录

<b>1. 行情回顾：市场聚焦热点，我们认为部分被忽视的细分食品领域有望重估</b>	<b>6</b>
<b>2. 主线一（奶粉）：市场担忧龙头地位不稳，我们认为本轮集中后行业征战或就此平息</b>	<b>9</b>
2.1. 婴配粉行业龙头地位更迭频繁，市场担忧龙头地位不稳	9
2.2. 我们认为过往动荡因素已基本消除，行业或进入平稳发展期，利于寡头格局形成	10
2.3. 我们认为本轮行业集中度提升利于内资龙头地位持续夯实，未来行业征战有望停息，形成稳固寡头格局	13
2.4. 重点公司	17
2.4.1. 中国飞鹤	17
2.4.2. 澳优	18
<b>3. 主线二（烟用香精）：市场担忧 HNB 行情短，我们认为大增长空间提供中长期超预期可能</b>	<b>19</b>
3.1. 市场担忧 HNB 烟草制品的国内许可不确定性较高，我们认为随着政策推进，政策许可期望值正在持续增加	19
3.2. 市场担忧 HNB 属于短期行情，我们认为 2.3-5.5 倍宽幅波动增长空间提供中长期超预期可能	21
3.3. 重点公司	23
3.3.1. 华宝股份	23
3.3.2. 华宝国际	24
3.3.3. 中国波顿	25
3.3.4. 爱普股份	26
<b>4. 主线三（卤制品）：我们认为线上业务、餐桌卤味同样是卤制品行业有力增长点</b>	<b>27</b>
4.1. 市场认为卤制品行业增长重点集中在休闲卤味的集中度提升	27
4.2. 我们认为线上业务、餐桌卤味是卤制品行业未来有力的增长点	28
4.3. 重点公司	31
4.3.1. 绝味食品	31
4.3.2. 煌上煌	32
<b>5. 主线四（保健品）：市场认为保健品相对平稳，我们认为人口老龄化加速的驱动有望超预期</b>	<b>33</b>
5.1. 市场对保健品行业的评估是一个比较平稳的行业	33
5.2. 我们认为人口老龄化和消费升级对保健品行业的驱动作用可能超预期	34
5.3. 重点公司	37
5.3.1. 金达威	37
5.3.2. 仙乐健康	38
5.3.3. 汤臣倍健	39
<b>6. 细分小食品：精益求精，细分板块蕴含机遇</b>	<b>40</b>
6.1. 发展历程：新的细分品类不断涌现	40
6.2. 重点公司	42

6.2.1. 洽洽食品.....	42
6.2.2. 安琪酵母.....	43
6.2.3. 桃李面包.....	44
6.2.4. 来伊份.....	45
6.2.5. 涪陵榨菜.....	46
6.2.6. 有友食品.....	47
6.2.7. 华文食品.....	48
<b>7. 投资建议.....</b>	<b>49</b>
<b>8. 风险提示.....</b>	<b>49</b>

## 图表目录

图 1: 近 1 年内大盘及板块走势.....	6
图 2: 本年食品加工子板块涨跌幅情况.....	7
图 3: 食品加工板块估值 TTM (波动区间: 32.5~59 倍).....	7
图 4: 肉制品板块估值 TTM (波动区间: 18~35 倍).....	7
图 5: 调味发酵品板块估值 TTM (波动区间: 50~79 倍).....	7
图 6: 乳品板块估值 TTM (波动区间: 27~48 倍).....	7
图 7: 食品综合板块估值 TTM (波动区间: 28~74 倍).....	7
图 8: 本年食品加工板块个股涨幅/跌幅前五.....	8
图 9: 2017 年食品工业市场规模及 2012-2017 年复合增速.....	8
图 10: 我国婴配粉行业发展三阶段.....	10
图 11: 飞鹤近年来线下活动开支 (百万元).....	12
图 12: 内资奶粉企业存货周转天数对比 (天).....	12
图 13: 我国各线城市人口数量及增速 (万人, %).....	14
图 14: 我国 0-3 岁幼儿各线城市分布占比 (%).....	14
图 15: 2013-2019 年居民人均可支配收入及增速 (万元).....	15
图 16: 我国婴配粉市场高端化趋势.....	15
图 17: 2011-2017 年全国卷烟单箱价格及增长率.....	21
图 18: 一类、二类卷烟销量占比不断提升.....	21
图 19: 2016H1 休闲卤制品行业市占率.....	28
图 20: 2018 年休闲卤制品行业市占率.....	28
图 21: 我国休闲卤制品行业各渠道销售额 (亿元).....	28
图 22: 2019 年休闲卤味食品线上收入占比 (%).....	29
图 23: 近一年周黑鸭线上销售增速.....	29
图 24: 近一年煌上煌线上销售增速.....	29
图 25: 近一年绝味食品线上销售增速.....	29
图 26: 绝味食品/煌上煌/周黑鸭销售均价持续提升 (元/件).....	29
图 27: 煌上煌 6 月整鸭线上销售占比约 6.6%.....	30

图 28: 我国保健食品行业市场空间预测 .....	33
图 29: 2010-2019 年我国 65 岁及以上人口情况 .....	34
图 30: 2010-2019 年我国 65 岁及以上人口占总人口比例情况 .....	34
图 31: 2010-2019 年人均 GDP 情况 .....	34
图 32: 2014-2019 年全国居民人均收入及消费支出情况 .....	34
图 33: 2013-2019 年全国居民人均医疗保健消费支出占比情况 .....	35
图 34: 2019 年消费者养生保健首选方式调查结果 .....	35
图 35: 2019 年网民保健食品消费的品类偏好分布 .....	35
图 36: 2018 年全球主要国家和地区膳食补充剂人均消费情况 .....	36
图 37: 2019 年体重管理与健康产品板块竞争格局 .....	36
图 38: 2019 年运动营养品板块竞争格局 .....	36
图 39: 食品行业细分板块上市历程 .....	40
图 40: 食品加工上市企业分品类情况 (板块中企业数量) .....	41
表 1: 国内奶粉企业历年婴配粉营收规模及零售市占率 .....	10
表 2: “三聚氰胺”事件后国家出台的婴配粉相关政策 .....	11
表 3: 部分奶粉企业各渠道售价对比 (元/KG) .....	13
表 4: 按城市类别划分婴配粉市场的各自占比及复合增速 .....	14
表 5: 我国婴配粉市场定价格局 .....	15
表 6: 全球各国 HNB 烟草制品监管制度 .....	20
表 7: 国内 HNB 烟草制品相关政策 .....	21
表 8: 未来烟用香精使用量及市场规模测算 .....	22
表 9: 我国休闲卤制品行业三类经营模式 .....	27
表 10: 重点公司盈利预测与估值 (截至 2020 年 7 月 20 日) .....	49

## 摘要

### 投资建议

随着食品行业整体增速的放缓，市场认为食品行业增长点从整体增长转向集中度提升，我们认为除了集中度提升逻辑之外，食品行业增长点从整体增长转向细分赛道增长的逻辑不能忽视。当前时点，建议重点关注四条主线：奶粉（中国飞鹤、澳优）、烟用香精（华宝股份、华宝国际）、卤制品（绝味食品、煌上煌）、保健品（金达威），以及细分小食品（洽洽食品、安琪酵母、桃李面包、来伊份、涪陵榨菜、有友食品）。

### 行情回顾：市场聚焦热点，我们认为部分被忽视的细分食品领域有望重估

1)年初至今食品行业涨幅跑赢大盘，截至7月20日，上证综指↑8.66%，深证成指↑28.93%，食品行业指数↑36.93%，目前估值在近5年的93.87%分位水平。肉品、食品综合、调味品、乳品涨幅为63.02%、57.09%、52.12%、12.05%。2)我们认为食品行业增长点从整体增长转向细分赛道增长的逻辑不能忽视。我们统计了食品工业协会数据，2012-2017年CAGR来看，食品工业整体为5.19%，焙烤/糖果蜜饯/调味发酵品为11.50%/9.54%/8.11%，蔬菜水果坚果/乳制品/其他食品/方便食品为7.79%/7.49%/6.94%/6.67%。

### 主线一（奶粉）：市场担忧龙头地位不稳，我们认为本轮集中后行业征战或就此平息

1)市场担忧龙头更迭频繁、地位不稳，我们认为过往动荡因素已基本消除。a)奶粉安全问题已解决：婴配粉三聚氰胺抽检连续10年100%合格。b)政策支撑内资崛起：16年以来奶粉注册制、婴配粉提升方案利好内资，16-19年内资CR3由13.3%增至23.7%。c)飞鹤等新龙头以史为鉴破解渠道难题：新龙头成功实现库存、价盘、终端流量控制。2)我们认为本轮内资龙头有望形成稳固寡头，行业征战或就此平息。a)渠道下沉享低线城市红利：19年五线以下城市（不含五线）常住人口同比增速达17.64%，呈爆发式增长；b)高端化加速：例如飞鹤14-18年低线城市超高端产品CAGR达41.1%，领先全国。c)集中度持续提升：据欧睿，19年国内婴配粉CR3为36.3%，对标美/韩CR3的74.9%/75.5%，集中度有望持续提升，20H1飞鹤市占率达15.1%，冲击全国第一。

### 主线二（烟用香精）：市场担忧HNB行情短，我们认为大增长空间提供中长期超预期可能

1)市场担忧HNB烟草制品的国内许可不确定性较高，我们认为随着政策推进，许可期望值正在持续增加。美国FDA分别于2019年4月/2020年7月批准菲莫的HNB产品的PMTA入市申请/MRTP减害认证，2019年底，美、英、日等52个国家许可HNB；同时国内HNB持续有进展，2020年6月，四川中烟开设国内首家HNB线下体验店。2)市场担忧HNB属于短期行情，我们认为2.3-5.5倍宽幅波动增长空间提供中长期超预期可能。目前预期空间波动较大，我国烟用香精市场规模约40亿元，我们测算HNB许可后烟用香精市场空间约为目前的2.3-5.5倍（90-220亿元）。

### 主线三（卤制品）：我们认为线上业务、餐桌卤味同样是卤制品行业有力增长点

1)市场认为卤制品行业增长点集中在休闲卤味的集中度提升：目前我国卤制品行业集中度较低（据Sullivan，2018年CR5为20.20%，行业龙头绝味食品市占率为8.5%），连锁经营模式有望持续推动集中度提升。2)我们认为线上业务、餐桌卤味同样是卤制品行业有力增长点：a)线上成为卤制品销售重要渠道，据Sullivan，我国卤制品线上销售额由2010年的4亿增长至2015年的26亿（CAGR 44.1%），预计2020年线上销售额有望达135亿元；b)休闲卤味向餐桌卤味扩张有望成为新增长点，多公司推出整鸭产品，据天猫，餐桌卤味客单价（70-80元/人次）约为休闲卤味1倍以上。

### 主线四（保健品）：市场认为保健品相对平稳，我们认为人口老龄化加速的驱动有望超预期

据世界银行，2019年我国65岁及以上老年人口达1.60亿，占总人口的11.47%，预计到2050年，中国65岁及以上老年人口占比将达26%；据中国保健协会，2016年我国保健食品消费中的老年人消费占50%以上，人口老龄化对保健食品市场的驱动有望超预期。

**风险提示：政策风险；下游需求波动风险；食品安全风险**

## 1. 行情回顾：市场聚焦热点，我们认为部分被忽视的细分食品领域有望重估

1) 年初至今食品行业涨幅跑赢大盘，截至7月20日，年内上证综指↑8.66%，深证成指↑28.93%，食品行业指数↑36.93%，目前估值在近5年的93.87%分位水平。肉品、食品综合、调味品、乳品涨幅为63.02%、57.09%、52.12%、12.05%。市场焦点主要集中在热点领域，我们认为部分被忽视的细分食品领域有望迎来估值重估。

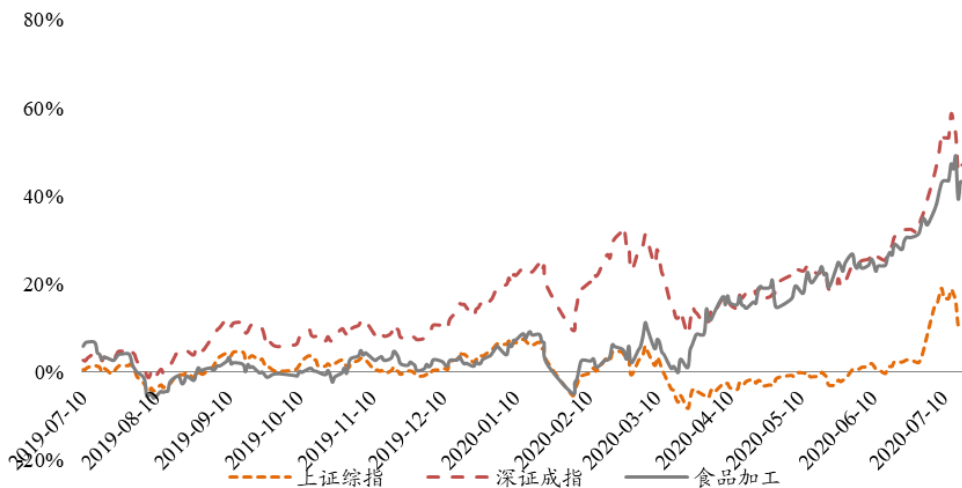
2) 整体看，随着食品行业整体增速的下降，市场认为食品行业增长点从整体增长转向集中度提升，我们认为除了集中度提升逻辑之外，食品行业增长点从整体增长转向细分赛道增长的逻辑不能忽视。据食品工业年鉴数据，2010-2012年食品工业整体市场规模CAGR为21.83%，2012-2015年CAGR为8.71%，2015-2017年CAGR为0.13%；分行业看，食品工业整体/焙烤食品制造/糖果、巧克力及蜜饯制造/调味料、发酵品制造/蔬菜、水果和坚果加工/乳制品制造/其他食品制造/方便食品制造细分板块增速位居前列，2012-2017年CAGR分别为5.19%/11.50%/9.54%/8.11%/7.79%/7.49%/6.94%/6.67%。

截至7月20日，年内上证综指↑8.66%，深证成指↑28.93%，食品行业指数↑36.93%，目前估值在近5年的93.87%分位水平。肉品、食品综合、调味品、乳品涨幅为63.02%、57.09%、52.12%、12.05%。

本年涨幅前五公司：良品铺子（336.09%）、盐津铺子（173.08%）、妙可蓝多（163.31%）、双塔食品（113.37%）、千禾味业（116.48%）。

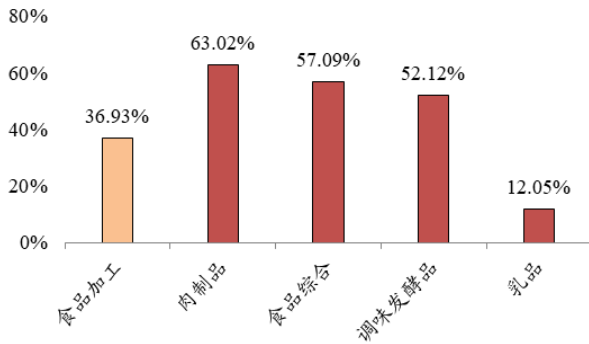
本年跌幅前五公司：\*ST麦趣（-41.57%）、第一太平（-38.03%）、惠发食品（-38.76%）、雅士利国际（-18.57%）、阜丰集团（-18.43%）。

图 1：近 1 年内大盘及板块走势



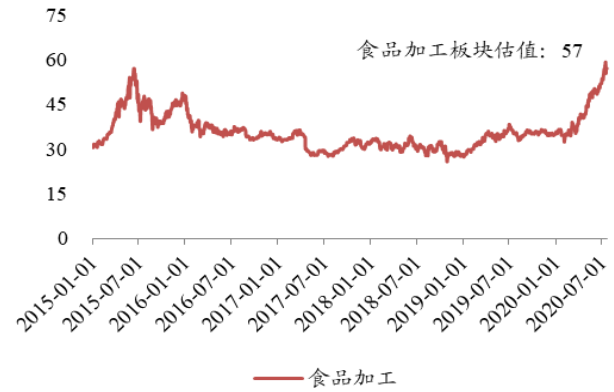
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 2：本年食品加工子板块涨跌幅情况



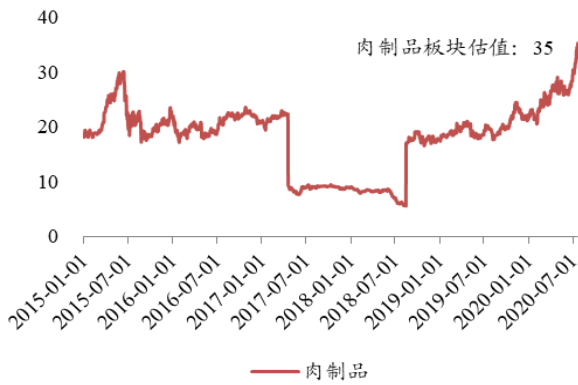
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 3：食品加工板块估值 TTM（波动区间：32.5~59 倍）



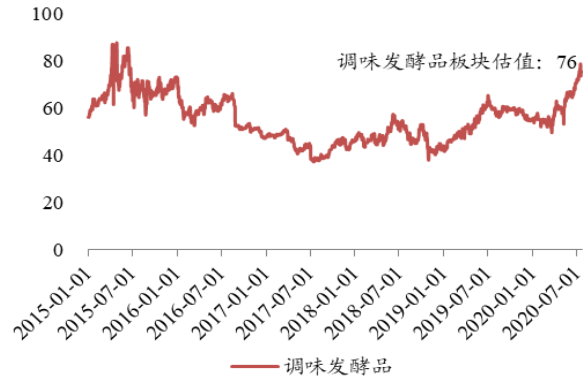
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 4：肉制品板块估值 TTM（波动区间：18~35 倍）



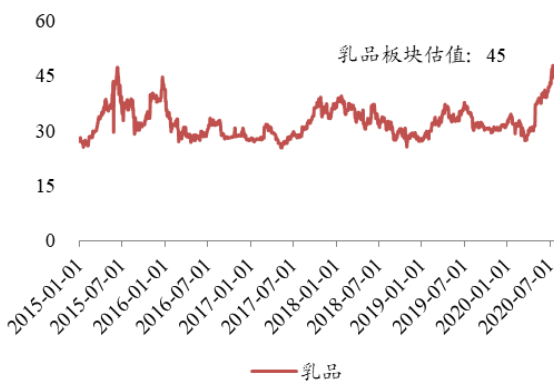
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 5：调味发酵品板块估值 TTM（波动区间：50~79 倍）



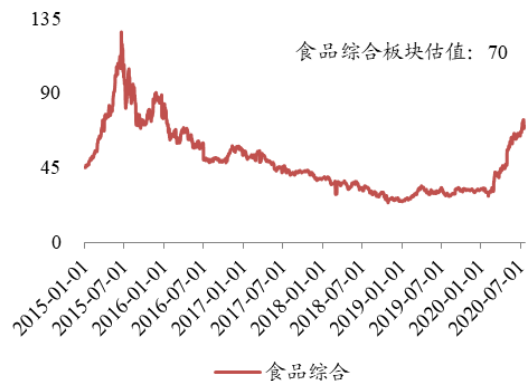
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 6：乳品板块估值 TTM（波动区间：27~48 倍）



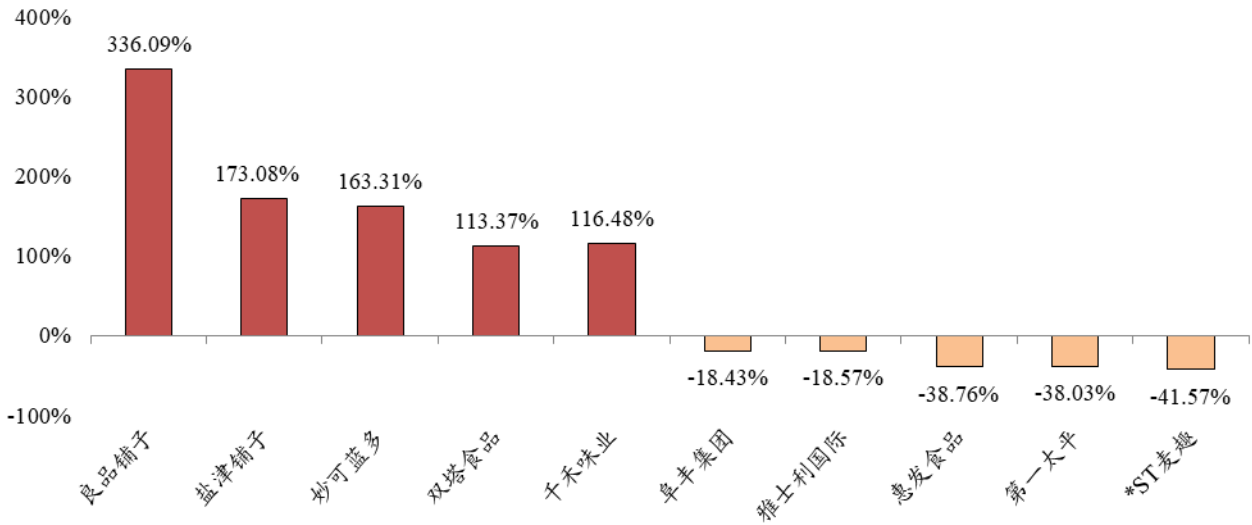
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 7：食品综合板块估值 TTM（波动区间：28~74 倍）



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

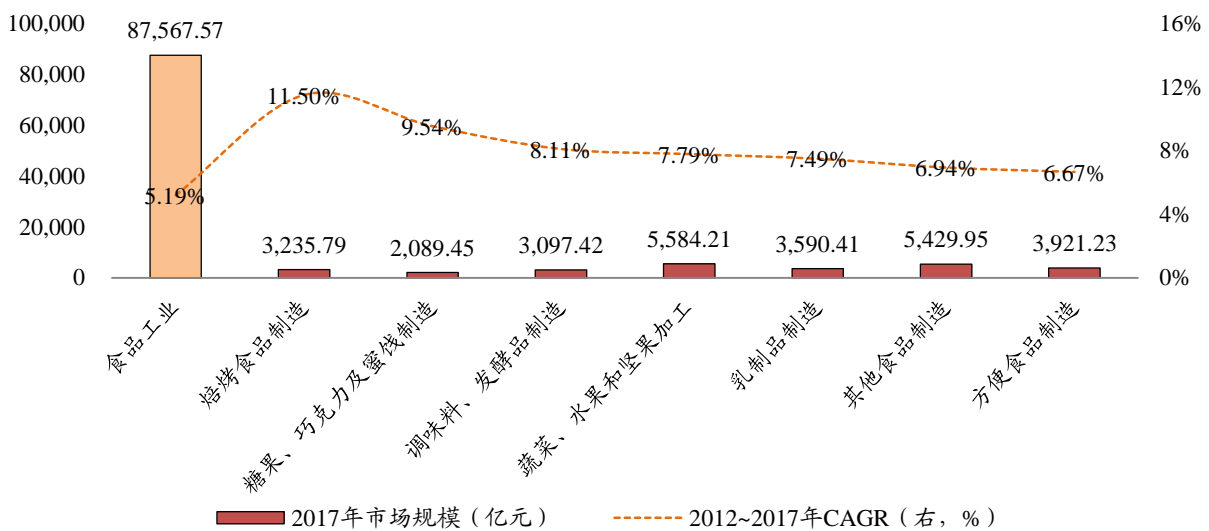
图 8：本年食品加工板块个股涨幅/跌幅前五



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

整体看，随着食品行业整体增速的下降，市场认为食品行业增长点从整体增长转向集中度提升，我们认为除了集中度提升逻辑之外，食品行业增长点从整体增长转向细分赛道增长的逻辑不能忽视。据食品工业年鉴数据，2010-2012年食品工业整体市场规模 CAGR 为 21.83%，2012-2015 年 CAGR 为 8.71%，2015-2017 年 CAGR 为 0.13%；分行业看，食品工业整体/焙烤食品制造/糖果、巧克力及蜜饯制造/调味料、发酵品制造/蔬菜、水果和坚果加工/乳制品制造/其他食品制造/方便食品制造细分板块增速位居前列，2012-2017CAGR 分别为 5.19%/11.50%/9.54%/8.11%/7.79%/7.49%/6.94%/6.67%。

图 9：2017 年食品工业市场规模及 2012-2017 年复合增速



资料来源：食品工业年鉴，浙商证券研究所整理  
注：食品工业包括农副食品加工业和食品制造业



## 2. 主线一（奶粉）：市场担忧龙头地位不稳，我们认为本轮集中后行业征战或就此平息

1) 婴配粉龙头更迭频繁，市场担忧龙头地位不稳。贝因美、伊利、蒙牛均曾接过内资品牌第一大旗。各家兴衰主要原因为食品安全问题、政策倾向、企业管理问题等。

2) 我们认为动荡因素已消除，行业进入平稳发展期，利于寡头格局形成。a) 食品安全问题已解决：婴配粉三聚氰胺抽检连续 10 年 100% 合格，2019H2 婴幼儿配方食品抽检合格率达 99.8%。b) 政策良机推动内资崛起：16 年以来奶粉注册制、婴配粉提升方案利好内资品牌，16-19 年内资 CR3 由 13.3% 增至 23.7%。c) 新龙头以史为鉴力破渠道难题：内资品牌严控库存及价盘、重金投入终端引流，飞鹤 18/19 年线下活动投入超 8 亿。

3) 我们认为内资龙头有望借本轮行业集中度提升夯实地位，未来行业征战有望停息、形成稳固寡头格局。a) 深耕渠道下沉享红利：从量看低线城市常住人口呈爆发式增长，19 年五线以下城市（不含五线）常住人口同比增速达 17.64%，一二线城市常住人口 10 年来跌幅首超 2%；从价看 14-18 年低线城市超高端产品 CAGR 达 41.1%、领先全国；内资龙头飞鹤十大个体经销商主要集中在低线城市，公司在低线城市市占率达 30%+，有望享受量价齐增红利。b) 内资龙头把握高端化趋势加速攻占上线城市：19 年飞鹤星飞帆达 70 亿级，20H1 飞鹤市占率达 15.1%、冲击行业第一；澳优海普诺凯超 10 亿级，19 年市占率 4.9%、冲入内资前五。c) 行业集中度提升利好龙头：据欧睿数据，19 年国内婴配粉 CR3 为 36.3%，对标美/韩 CR3 分别为 74.9%/75.5%，行业集中度仍存较大提升空间，内资龙头有望持续受益。

### 2.1. 婴配粉行业龙头地位更迭频繁，市场担忧龙头地位不稳

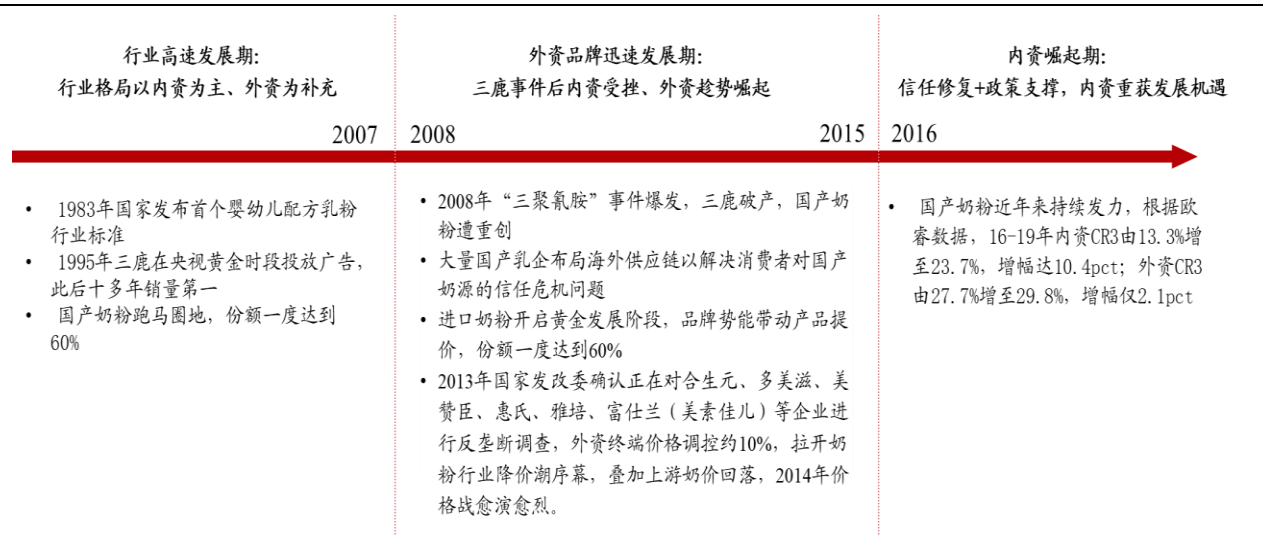
纵观我国婴配粉市场发展历程，行业龙头地位多次更迭，食品安全事件、行业政策、企业战略或为各品牌兴起和没落主要动因。

1) 2008 年前为行业快速发展期，内资品牌三鹿、伊利、圣元占主导。三鹿作为连续 17 年中国奶粉销售冠军，08 年折戟于“三聚氰胺”事件，系因其突破了食品企业品质安全底线。

2) 2008-2015 年三聚氰胺事件后行业进入外资品牌崛起、内资品牌没落期。2009 年贝因美依靠过硬产品品质短暂接过内资第一品牌大旗，但其后 2011-2014 年频繁换帅、股权不稳定、渠道乱价、食品安全等问题导致公司市场份额下滑幅度较大；2015 年伊利暂时接过第一，主要得益于产品结构优化、大单品金领冠珍护放量等因素。

3) 2016 年奶粉注册制推出后，内资重获发展机遇。政策支持下，飞鹤等内资品牌发展迅速，2016 年飞鹤市占率首超伊利跃居内资第一，其后快速拉大领先优势、市占率排名逐年提升，2018 年超越达能成为全球第二，2019 年市占率进一步提升至 13.1%，与行业第一雀巢仅相差 0.2pct；其他内资品牌如君乐宝、澳优 2019 年分别以市占率 5.4%、4.9% 位列内资品牌第二、三位。

图 10：我国婴配粉行业发展三阶段



资料来源：奶粉智库，浙商证券研究所整理

表 1：国内奶粉企业历年婴配粉营收规模及零售市占率

公司/市占率	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
贝因美	8.1	15.0	27.3	34.7	42.5	49.7	57.2	48.1	42.8	26.2	25.1	23.3	
市占率				8.4%	9.4%	9.0%	8.5%	6.1%	4.6%	2.8%	2.1%	1.8%	1.6%
伊利	17.7	22.6	27.7	32.4	34.9	31.4	38.6	42.1	45.1	38.2	45.0	56.3	
市占率				8.3%	8.8%	5.4%	5.7%	5.3%	5.4%	4.8%	4.8%	5.1%	5.3%
飞鹤	8.6	8.3	14.8	11.9	13.7	15.6	22.4	30.8	32.0	31.8	54.2	92.0	125.4
市占率				4.3%	4.3%	4.0%	4.4%	5.2%	5.3%	5.1%	7.0%	10.4%	13.3%
澳优	1.9	4.1	6.2	5.8	6.3	13.5	11.0	13.9	21.0	27.4	39.3	53.9	62.3
市占率				1.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.4%	2.0%	2.8%	4.0%	5.0%
君乐宝								3.3	7.2	12.2	25.0	46.5	67.6
市占率								0.4%	0.8%	1.3%	2.4%	4.1%	5.5%
合生元		0.4	2.4	7.9	16.8	27.2	37.5	39.8	33.6	32.0	37.2	45.1	50.7
市占率				1.9%	3.4%	4.5%	5.0%	4.6%	3.5%	3.2%	4.4%	4.7%	4.9%
雅士利	23.3	22.7	20.6	24.4	24.3	31.3	33.2	22.7	19.9	14.6	18.7	24.4	26.5
市占率				6.0%	5.0%	5.2%	3.7%	2.2%	1.6%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%

资料来源：公司公告，欧睿，浙商证券研究所整理

## 2.2. 我们认为过往动荡因素已基本消除，行业或进入平稳发展期，利于寡头格局形成

行业食品安全问题获全面解决，全产业链布局成龙头标配，行业进入门槛提升。2013年《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则（2013版）》出台严把奶粉原辅料关，内资龙头纷纷布局全产业链、严把奶源和品控关口，伊利、蒙牛、

澳优等公司通过同业并购控制上游奶企保障奶源安全。监管、企业双发力，目前中国婴幼儿奶粉标准大部分与CAC(国际食品法典委员会)标准一致或接近，并远高于美国标准。截至2018年底，我国婴幼儿配方乳粉抽检合格率达到99.5%以上，三聚氰胺等重点监控违禁添加物抽检合格率连续10年保持100%；2019H2婴幼儿配方食品抽检合格率达99.8%，现有行业龙头凭借高品质、全产业链布局构筑坚实护城河，未来或将保持行业地位稳固。

**政策支持提供良好发展环境，内资品牌整体崛起，利于寡头格局形成。**2016年以来奶粉注册制推出、跨境电商及海淘监管趋严、《国产婴幼儿配方乳粉提升方案》等均在政策端持续利好内资品牌；截至2019年12月5日国家食品药品监督管理局公布的53批名单中共有164个工厂、431个系列、1,281个配方通过配方注册，其中内资数量超85%；据欧睿数据，2016-2019年我国婴配粉行业CR3由27.7%提升至36.3%，内资品牌CR3由13.3%提升至27.7%，政策利好下，消费者对内资品牌信任逐渐修复、认可度持续提升，内资品牌整体崛起，有望形成马太效应，中长期看好龙头地位持续增强。

**表 2：“三聚氰胺”事件后国家出台的婴配粉相关政策**

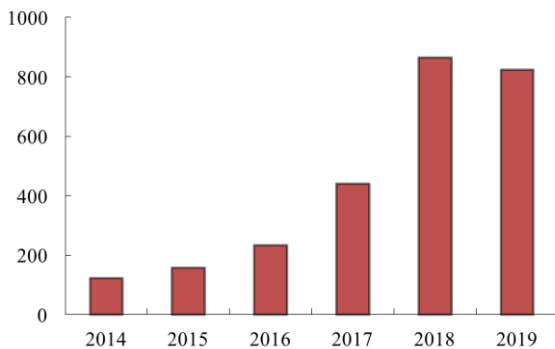
序号	政策	发布时间	主要内容
1	《食品安全法实施条例》	2019/10/31	婴幼儿配方食品等特殊食品不属于地方特色食品，不得对其制定食品安全地方标准；食品生产经营企业等单位有食品安全法规定的违法情形，除依照食品安全法的规定给予处罚外，有下列情形之一的（故意实施违法行为、违法行为性质恶劣、违法行为造成严重后果），对单位的法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以其上一年度从本单位取得收入的1倍以上10倍以下罚款。
2	《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》	2019/6/3	大力提倡使用生鲜乳生产婴幼儿配方乳粉；支持国内企业在境外收购和建设奶源基地，降低原料成本；鼓励有实力、信誉好的企业在国外设立加工厂，并将生产的产品以自有品牌原装进口；力争婴配粉自给水平稳定在60%以上。
3	《婴幼儿配方乳粉产品配方注册标签规范技术指导原则（试行）》	2017/5/24	婴幼儿配方乳粉产品标签中，原料来源不得使用“进口奶源”“源自国外牧场”“生态牧场”“进口原料”“原生态奶源”“无污染奶源”等模糊信息；不得使用明示或者暗示具有益智、增加抵抗力或者免疫力、保护肠道等功能性表述。
4	《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》	2016/6/8	对境内生产和进口的婴幼儿配方奶粉实行注册管理，每个企业原则上不得超过3个配方系列9种产品配方，每个配方系列包括婴儿配方乳粉（0-6月龄，1段）、较大婴儿配方乳粉（6-12月龄，2段）、幼儿配方乳粉（12-36月龄，3段）。
5	《跨境电子商务零售进口商品清单》	2016/4/7	清单内的商品将免于向海关提交许可证件，检验检疫监督管理按照国家相关法律法规的规定执行；直购商品免于验核通关单，网购保税商品“一线”进区时需按货物验核通关单、“二线”出区时免于验核通关单。
6	《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》	2014/6/13	引导生产要素向优势企业和重点区域集中，加快形成具有较强国际竞争力的大型婴幼儿配方乳粉企业集团。

7	《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则（2013版）》	2013/12/25	参照药品管理办法，要求婴幼儿配方乳粉生产企业应严格执行危害分析与关键控制点（HACCP）体系、粉状婴幼儿配方食品良好生产规范（GMP）等国家标准，并按照国家标准要求建立运行质量管理体系；严把奶粉原辅料关，要求主要原料为生牛乳的，其生牛乳应全部来自企业自建自控的奶源基地，并逐步做到生牛乳来自企业全资或控股建设的养殖场。
8	《关于加强进口婴幼儿配方乳粉管理的公告》	2013/9/23	未经注册的境外生产企业的婴幼儿配方乳粉不允许进口；进口婴幼儿配方乳粉，其报检日期到保质期截止日不足3个月的，不予进口；进口的婴幼儿配方乳粉必须已罐装在向消费者出售的最小零售包装中；进口婴幼儿配方乳粉的中文标签必须在入境前已直接印制在最小销售包装上，不得在境内加贴。

资料来源：国务院、国家食品药品监督管理总局等，浙商证券研究所整理

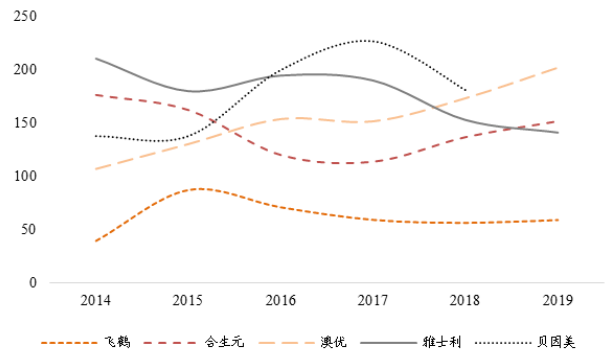
**新起龙头吸取前车之鉴，力破渠道管理难题成长稳健。** 婴配粉企业渠道管理难点为渠道库存管理、价盘管理、终端引流管理；内资品牌龙头重点攻克渠道难点，以飞鹤为例，公司一方面采用单层经销模式加强对渠道的把控力度，另一方面加大对终端门店营销投入、提升对终端门店响应效率，18、19年线下活动开支均超过8亿元，双管齐下，实现严控库存、稳定价盘、终端高效引流。从库存管理结果看，飞鹤近年来存货周转天数持续下降至60天以内，远低于行业平均水平，根据渠道调研，飞鹤终端产品生产日期多在3-4个月，优于外资品牌6个月以上；从价盘控制情况看，星飞帆在商超、母婴、电商渠道价格分别为387、386、384元/罐，且线上价格大于等于线下价格，渠道盈利水平稳定、互不冲突；从终端引流效果看，飞鹤2019年举办超过50万场面对面消费者教育活动，依托线下活动教育渠道用户超5,000万人次，加速占领消费者心智，并对终端零售门店业绩提供强力支持。

图 11：飞鹤近年来线下活动开支（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 12：内资奶粉企业存货周转天数对比（天）



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

**表 3：部分奶粉企业在各渠道售价对比（元/KG）**

品牌	产品	母婴渠道			商超渠道			电商渠道		
		原 价	优 惠 价	折 扣	原 价	优 惠 价	折 扣	原 价	优 惠 价	折 扣
飞鹤	星飞帆-3 段	440	386	3 听 810 元/6 听 1617 元	440	387	88%	507	384	76%
	臻稚有机-2 段	540	470	3 听 988 元/6 听 1950 元	540	459	第二件 7 折	594	464	78%
雀巢	超启能恩-3 段	406	339	买五送一	395	-	-	395	323	82%
达能	爱他美卓萃-3 段	383	306	3 听 825 元	383	-	-	467	339	73%
	爱他美-3 段	275	219	3 听 525 元	275	231	2 听减 70	375	231	62%
澳优	佳贝艾特悦白-3 段	585	-	满 2808/5616 送 240/680 元非奶粉抵用券	585	-	3/6 听送 100/200 油卡	598	584	98%
健合	爱斯时光-2 段	498	-	-	-	-	-	453	-	-

资料来源：渠道调研，浙商证券研究所整理

### 2.3. 我们认为本轮行业集中度提升利于内资龙头地位持续夯实，未来行业征战有望停息，形成稳固寡头格局

2019 年我国婴配粉全行业 CR3 为 36.3%，对标美国/韩国 CR3 分别为 74.9%/75.5%，行业集中度提升空间仍较大，政策利好下内资品牌市占率有望持续提升至 60%，未来内资龙头有望把握行业增长机遇，持续夯实行业领先地位：

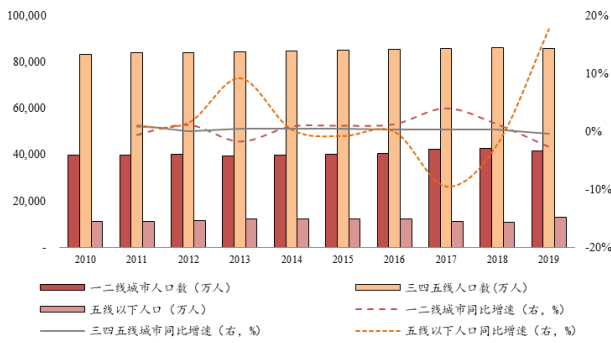
**立足渠道下沉优势，内资品牌有望持续分享低线城市量价齐升红利。**

1) 从量看，18-19 年我国人口增长分布发生转折，19 年五线以下（不含五线）城市常住人口呈爆发式增长，同比增速达 17.64%，同年一二线城市常住人口数量十年来降幅首次达 2%，10-18 年一二线/三至五线/五线以下（不含五线）城市常住人口 CAGR 分别为 0.86%/0.42%/-0.21%；根据国家卫健委发布的《2017 年我国卫生健康事业发展统计公报》，我国 0-3 岁幼儿中约有 990 万位于一二线城市，3800 万位于非一二线城市，非一二线城市幼儿占比高达 79.33%；从价看，对超高端价格带产品需求体现低线居民消费能力和消费意愿双强，根据弗若斯特沙利文数据，2014-2018 年超高端价格带产品在三线及以下城市 CAGR 达 41.1%。

2) 内资奶粉品牌在下线城市布局早、网点多。以飞鹤为例，根据公司招股书，截至 2019H1 公司拥有销售网点 10.9 万个，个体经销商 557 家（占经销商总数 45.4%），且公司十大个体经销商主要集中在河南、山西、山东等下线城市，整体看飞鹤在低线城市市占率达 30%+。

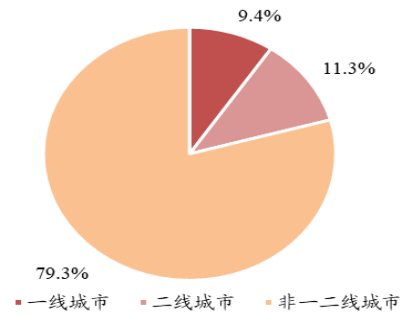
我们认为，内资龙头有望凭借超高端品类加速占领一二线城市、立足渠道下沉优势持续把握低线城市增长机遇，未来或将进一步夯实行业领先地位。

图 13：我国各线城市人口数量及增速（万人，%）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所整理

图 14：我国 0-3 岁幼儿各线城市分布占比（%）



资料来源：《2017 年我国卫生健康事业发展统计公报》，浙商证券研究所整理

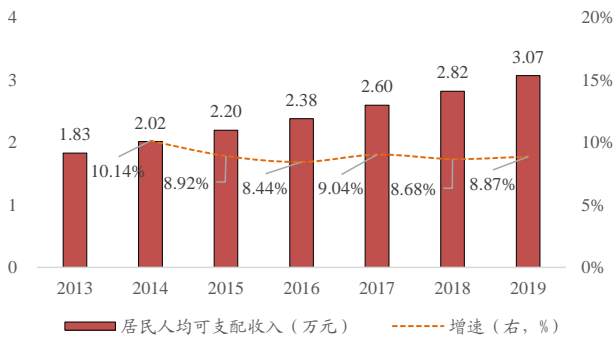
表 4：按城市类别划分婴幼儿配粉市场的各自占比及复合增速

市场按城市分类	各市场占比			CAGR	
	2014	2018	2023E	2014-2018	2018-2023
<b>一线城市</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>4.5%</b>
超高端	11.0%	25.5%	34.2%	33.0%	11.1%
高端	22.7%	29.5%	38.2%	14.8%	10.2%
普通	66.3%	45.5%	27.3%	-2.1%	-5.5%
<b>新一线城市</b>	<b>19.7%</b>	<b>19.8%</b>	<b>19.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>6.7%</b>
超高端	9.5%	24.5%	39.3%	41.0%	17.3%
高端	20.3%	28.5%	44.6%	21.3%	16.8%
普通	70.6%	47.2%	16.0%	0.7%	-14.1%
<b>二线城市</b>	<b>17.9%</b>	<b>17.4%</b>	<b>16.9%</b>	<b>10.4%</b>	<b>6.3%</b>
超高端	8.7%	22.7%	36.4%	39.8%	17.0%
高端	17.4%	25.3%	40.0%	21.0%	16.6%
普通	73.9%	52.2%	23.8%	1.3%	-9.2%
<b>下线城市</b>	<b>52.2%</b>	<b>53.8%</b>	<b>55.5%</b>	<b>12.0%</b>	<b>7.6%</b>
超高端	4.3%	10.8%	17.6%	41.1%	18.6%
高端	11.1%	15.6%	24.1%	21.9%	17.4%
普通	84.6%	73.6%	58.3%	8.2%	2.7%

资料来源：飞鹤招股说明书，浙商证券研究所整理

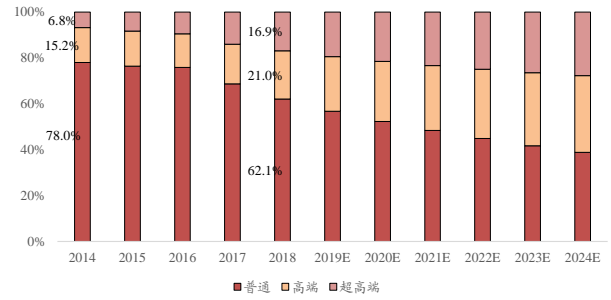
**把握行业超高端趋势，内资凭借爆款大单品加速攻占上线城市。**2008 年“三聚氰胺”食品安全事件曝光叠加城镇化率、收入水平提升，消费者逐渐接受优质高价产品，拉动超高端/高端奶粉消费需求。从市场规模占比看，我国超高端/高端价格带产品占比持续提升，2014-2018 年超高端/高端婴幼儿配粉市场占比分别增加 10.1pct/5.8pct 至 16.9%/21.0%。超高端价格带原以国外品牌为主（雅培、美赞臣等），内资品牌入局后凭借爆款单品崛起，如飞鹤推出核心大单品星飞帆、澳优推出超高端羊奶粉品牌海普诺凯荷致，星飞帆 2018 年收入规模达 50 亿级别、19 年达 70 亿级别，飞鹤 2020H1 市占率达 15.1%，有望冲击行业第一；澳优海普诺凯 2019 年已成为超 10 亿级大单品，澳优 2019 年市占率达 4.9%、冲入内资前五。

图 15: 2013-2019 年居民人均可支配收入及增速 (万元)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所整理

图 16: 我国婴配粉市场高端化趋势



资料来源: Frost&Sullivan, 浙商证券研究所整理

表 5: 我国婴配粉市场定价格局

品牌	2019 年 市场份额	超高端 (>450 元/kg)			高端 (350-450 元/kg)			普通 (<350 元/kg)		
		产品	均价	平均折扣	产品	均价	平均折扣	产品	均价	平均折扣
<b>外资</b>										
雀巢	13.5%	惠氏启赋蕴淳	546	-	惠氏启赋	440	8.7 折	S-26 铂臻	343	8.4 折
		惠氏启赋蕴萃有机	503	9.5 折	惠氏启赋蓝钻	438	9 折	瑞铂能恩	336	-
					超启能恩	404	8.7 折	能恩	236	8.3 折
								力多精	221	-
							S-26 金装	211	8.2 折	
							卓淳能恩	209	9.7 折	
达能	10.1%	可瑞康羊奶粉	479	7.2 折	爱他美卓萃	433	8.6 折	爱他美	308	8.8 折
								可瑞康	274	6.9 折
								诺优能	272	8.1 折
雅培	6.7%	菁挚呵护	511	-	菁挚纯净	402	9.5 折	铂优恩美力	278	8.5 折
		菁挚有机	489	9.3 折	双贝吸	364	-	恩美力	209	7.5 折
		亲护	470	9.1 折						
美赞臣	6.1%	蓝臻	535	8.5 折	亲舒	415	9 折			
					铂睿	361	7.7 折			
菲仕兰	5.1%	皇家美素佳儿	558	8.7 折	子母	364	-	美素佳儿金装	262	9.4 折
<b>国产</b>										
飞鹤	13.3%	臻稚	581	8.5 折	臻爱飞帆	402	-	星阶优护	327	8.7 折
		星飞帆	487	7.8 折	精粹益加	402	-	臻爱倍护	317	-
					贝迪奇	402	-	飞帆	237	9.1 折
君乐宝	5.5%				舒适/恬适	423	7.8 折	乐臻	348	9.3 折
					至臻 A2	415	8.5 折	乐畅	219	-
					至臻	356	8.5 折	乐铂	214	9.2 折
							乐纯	174	-	
伊利	5.3%	金领冠悠滋小羊	597	-	金领冠睿护	361	8.5 折	金领冠珍护	321	-
		金领冠塞纳牧	493	9 折				金领冠菁护	287	9.3 折
								金领冠经典	181	9.6 折
							沛能	148	-	

澳优	5.0%	佳贝艾特悦白	593	9.8折	澳滋	406	9.3折	优选爱优	298	9.3折
		悠蓝	573	-	美纳多	360	-			
		海普诺凯荷致	509	-	珀淳	350	-			
		海普诺凯萃护	509	-						
		淳璀	483	-						
		欧选	473	8.8折						
		佳贝艾特悠装	468	9.8折						
		能立多	460	-						
合生元	4.9%	可贝思	585	-	派星	423	8.9折	贝塔星	340	8.6折
		爱斯时光	451	-	素加	387	-	阿尔法星	285	7.9折
蒙牛	2.1%	朵拉小羊	535	-	雅士利菁珀	431	-	雅士利菁跃	342	-
		Arla 宝贝与我	535	-	多美滋初颖	373	-	多美滋致粹	276	-
		多美滋羊奶粉	510	-				雅士利亲儿适	204	-
		瑞哺恩有机	498	-				雅士利亲儿硕	186	-
		瑞哺恩亲悠	460	-				新配方	131	-
完达山	2.1%	菁采	535	7.8折	元乳	388	7.3折	菁美	280	-
							育见	234	-	
							优巧	96	-	
贝因美	1.6%	红爱	535	9.5折				经典优选	284	-
		绿爱	498	-				童享	268	6.7折
		爱加	460	8.1折				菁爱	255	7.5折

资料来源: Euromonitor, 天猫, 京东, 浙商证券研究所整理 (注: 产品价格及折扣为各段均价)



## 2.4. 重点公司

### 2.4.1. 中国飞鹤

#### 投资建议

飞鹤过去集中在低线城市深耕，未来将在高端化趋势下发力一二线市场，在拥有执行力强的团队、“更适合中国宝宝体质”的产品、成熟的渠道、持续升级的品牌力后，有望在一二线城市快速崛起，对标海外市场 CR3 75%+的格局，公司市占率存在至少翻倍的空间，而 19 年在南方及高线市场的顺利开拓也为未来增长确定性加码。预计 20-22 年公司归母净利润 54.1/69.6/86.4 亿元，增速为 37.5%/28.8%/24.1%，对应 7 月 20 日估值为 23.3/18.1/14.6 倍（市值 1258 亿元）。

#### 奶粉行业龙头，渠道精耕意在品质。

1) 公司是奶粉行业龙头，2019 年公司市占率为内资第一。公司主要从事婴幼儿配方牛奶粉的研产销，实控人冷友斌先生通过信托基金和控股公司方式持有公司 49.9% 股权。

2) 公司前身红光乳品厂于 1962 年成立，2001 年冷友斌先生收购飞鹤品牌，公司于 2019 年在港交所上市。2019 年公司实现营收 137.22 亿元，同比+32.04%，其中婴配粉/其他乳制品/营养补充品营收分别为 125.38/6.05/5.78 亿元（占比 91.4%/4.4%/4.2%），同比增 36.3%/10%/-10%；实现归母净利润 39.35 亿元，同比+75.47%。

#### 2016 年飞鹤首度成为内资第一，2019 年市占率 13.1%，进一步加大领先优势，核心竞争力何在？

1) 管理团队执行力强：管理层大多在婴配粉市场深耕逾十年，团队常年稳定。董事长冷友斌先生拥有超 30 年行业经验，负责战略把关和研发。总裁蔡方良先生拥有丰富的快消品经验，加入飞鹤近 10 年，带领飞鹤南征北战，亲力亲为一线运作，给团队注入强大信心；

2) 渠道端优势显著：2013 年起渠道扁平化改革，采用单层经销模式，不仅有助于渠道下沉，还不会形成对单一经销商的依赖。具体策略上，一方面通过严格的库存管理、价盘管控保证渠道纪律性，另一方面通过投入大量的市场资源做线下活动为终端引流，不仅解决压货、窜货、流量、垫付费用等渠道痛点，也强化对渠道及市场端的掌控力度；

3) 产品内功修炼：全产业链布局控制奶源保证产品品质及新鲜度，持续研发配方追求更接近中国妈妈的母乳成分；

4) 逐渐成形的品牌驱动：婴配粉具有消费周期短、产品粘性强的特点，需要持续的品牌投入和消费者教育。2015 年以来飞鹤投入大量资源打造高端产品，销售费用率大幅提升至 30%+，19 年规模效应和品牌力的提升使费率控制在 28%。星飞帆三年销量 CAGR 116%，19 年已孕育为 70 亿级别的大单品，品牌势能加速释放，也将实现其他品系的导流。

#### 未来增长轨迹清晰。

- 1) 华北等市占率 30%+ 的强势区域排他巩固地位；
- 2) 主攻华南、华东等薄弱地区，进一步扩大市场份额；
- 3) 突破一二线市场，目前销售额占比仅 30%，市占率仅个位数到 10%，提升空间显著；
- 4) 已覆盖全国 98% 有质量的门店，未来增量主要来自单店提升。

**风险提示：**食品安全问题，新生儿人口下降超预期，产品高端化不及预期

## 2.4.2. 澳优

### 投资建议

公司是奶粉行业龙头，佳贝艾特领跑羊奶粉赛道，全球布局垄断原料供应，现有及规划年产能 15 万吨支撑成长，渠道建设加深品牌护城河，增长势能有望延续。2019A 归母净利润为 8.78 亿元，增速 38.31%，对应 7 月 20 日估值为 24.2 倍（市值 213 亿元）。

### 奶粉行业龙头，“黄金十年”战略领航增长迅猛。

1) 公司是奶粉行业龙头。以婴配粉业务计 2019 年公司市占率位列内资第四（4.9%，距第三名伊利 0.3pct），公司主要从事婴幼儿配方牛奶粉、羊奶粉的研产销（其中自家品牌牛/羊奶粉营收占比分别为 47%/42.4%）；公司第一大股东为中信农业基金，控制股权合计 23.51%。

2) 公司成立于 2003 年，于 2009 年在港交所上市。2019 年公司实现营收 67.36 亿元，同比+25%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比+38.31%，20Q1 公司实现营收 19.33 亿元，同比+27.25%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比+77.86%。

### 牛奶粉板块海普诺凯系列续航高增长，羊奶粉板块佳贝艾特连续六年领跑细分赛道，有机奶粉板块悠蓝快速崛起。

1) 海普诺凯系列是成长核心引擎：2019 年公司自家品牌牛奶粉实现营收 31.67 亿，同比+33.75%；海普诺凯 1897 事业部实现营收 16.93 亿元（占比 25.13%），同比+85.62%，高于牛奶粉板块整体增速，预计未来将保持高速增长；

2) 羊奶粉品牌佳贝艾特连续六年稳居细分领域第一：据海关数据，17-19 年佳贝艾特占进口配方羊奶粉市场份额由 50.1% 提升至 60.5%；公司自家配方羊奶粉 19 年实现营收 28.56 亿元（占比 42.4%），同比+40.46%，16-19 年 CAGR 为 52.90%；佳贝艾特依托 100% 纯羊乳蛋白配方和稳定奶源供应优势，有望继续领跑羊奶粉赛道；

3) 有机奶粉悠蓝广受消费者青睐：据海关数据，2019 年进口有机奶粉中悠蓝市场份额排名第三，相较 2018 年上升两名，增长势头迅猛。

### 全球布局垄断关键原料，现有及规划总产能 15 万吨支撑成长。

1) 全球布局垄断优质奶源：公司拥有荷兰自家牧场，并通过收购大型供应商 Farmel、HGM 掌握上游优质牛奶、羊奶资源；公司与 Westland 等行业巨头签订长期合约获取基粉、羊乳清蛋白等关键原料，锁定全球 80% 以上羊乳清蛋白供应量；

2) 现有及规划总产能 15 万吨支撑成长：公司在荷兰拥有混合及包装年产能约 10 万吨，奶粉年产能约 3 万吨用于生产海普诺凯 1897、佳贝艾特等核心产品；19 年末公司规划投资 10.95 亿元兴建新基粉设施，其中基粉设计年产能 3.50 万吨，浓缩羊乳清蛋白年处理量 0.44 万吨，2022 年公司干粉混合及包装年产能达约 15 万吨。

### 国内聚焦母婴渠道做精服务，海外网点前瞻布局加深护城河。

1) 国内深耕母婴渠道，会员制增强粘性：截至 2019 年，佳贝艾特/海普诺凯/能立多事业部合作门店数分别超 25200/12000/15000 个，公司母婴渠道占比达 85%（连锁门店占比超 50%），并采用会员积分制提升用户粘性；

2) 海外业务前瞻布局，渠道网络覆盖面广泛：2013 年起公司开始建设海外销售网络，19 年公司销售网络已覆盖全球 70 余国家及地区，佳贝艾特在 66 个国家及地区热销；19 年公司实现海外营收 8.18 亿元（占比 12.14%），其中佳贝艾特羊奶粉海外营收 2.86 亿元，同比增长 9.58%，15-19 年 CAGR 达 37.94%。公司国内外渠道优势凸显，支撑产品放量。

**风险提示：**食品安全问题，新生儿人口下降超预期，产品高端化不及预期

### 3. 主线二（烟用香精）：市场担忧 HNB 行情短，我们认为大增长空间提供中长期超预期可能

1) 市场担忧 HNB 烟草制品的国内许可不确定性较高，我们认为随着政策推进，政策许可期望值正在持续增加。政策许可期望值持续增加主要体现在：

a) 目前海外国家逐渐放开 HNB 烟草制品销售，烟草巨头纷纷加速布局 HNB 烟草制品；截至 2019 年末，美、英、日、韩等 52 个国家或地区已允许 HNB 烟草制品销售；2019 年全球 HNB 烟草市场规模（除中国）约 171 亿美元（16-19 年 CAGR102%），保持高速增长。2020 年 7 月 8 日，菲莫国际宣布旗下 HNB 产品 IQOS2.4 代产品通过 FDA 的 MRTP 审核（2017 年 5 月提交申请），正式标志着 FDA 已经通过科学研究认定 IQOS 作为一款减害产品可以在美国上市。

b) 2017 年 5 月，国家烟草专卖局发布《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》，将 HNB 烟草制品纳入其烟草监管范围；2020 年 4 月，四川中烟召开技术骨干座谈会，提出重点突破新型烟草制品标准制定等核心课题，积极推动 HNB 烟草制品的研发生产工作，相关技术储备基本完善。从需求端看，据中国疾控中心，我国 15 岁以上烟民约 3.05 亿，约占全球烟民总数的三分之一，烟草需求量较大。国内烟草市场高端化趋势明显（2017 年一类、二类烟占比较 2013 年提高 11pct），HNB 烟草制品十分符合烟草行业高端化和健康化（较传统卷烟减少 95% 的有害成分）的发展趋势。

2) 市场认为 HNB 烟用香精概念属于短期行情，我们认为烟用香精行业 2.3-5.5 倍的宽幅波动的预期空间将为未来积累更多超预期可能性。HNB 技术将打开国内烟用香精增长空间，目前预期波动空间较大，我国烟用香精市场规模约 40 亿元，假设 HNB 烟草与传统卷烟是一对一替代关系、HNB 烟弹香精用量约是传统卷烟的 6-10 倍，若未来我国 HNB 烟草中长期渗透率达到 25%-50%，我们预计烟用香精市场规模增长到目前规模的 2.3-5.5 倍，达到 90-220 亿元。

#### 3.1. 市场担忧 HNB 烟草制品的国内许可不确定性较高，我们认为随着政策推进，政策许可期望值正在持续增加

**海外国家逐渐放开 HNB 烟草制品销售，全球推广加速。**目前海外国家逐渐放开 HNB 烟草制品销售，烟草巨头纷纷加速布局 HNB 烟草制品；截至 2019 年末，美、英、日、韩等 52 个国家或地区已允许 HNB 烟草制品销售；2019 年全球 HNB 烟草市场规模（除中国）约 171 亿美元（16-19 年 CAGR102%），保持高速增长。2019 年 4 月 30 日，美国 FDA 正式批准 IQOS 通过 PMTA 入市申请，允许在美销售；2020 年 7 月 8 日，菲莫国际宣布旗下 HNB 产品 IQOS2.4 代产品通过 FDA 的 MRTP 审核（2017 年 5 月提交申请），正式标志着 FDA 已经通过科学研究认定 IQOS 作为一款减害产品可以在美国上市。

**表 6：全球各国 HNB 烟草制品监管制度**

序号	国家	时间	监管政策
1	美国	2020 年 7 月	菲莫国际宣布旗下 HNB 产品 IQOS2.4 代产品通过 FDA 的 MRTP 审核(2017 年 5 月提交申请), 正式标志着 FDA 已经通过科学研究认定 IQOS 作为一款减害产品可以在美国上市。
		2019 年 4 月	<b>FDA 正式批准通过 IQOS 入市申请, 美国正式允许 HNB 烟草制品上市销售。</b> FDA 认证是 HNB 烟草品质的保证, 具有较强的国际示范效应。
		2016 年 5 月	FDA 发布电子烟监管条例, 该项规定主要由烟草预上市申请 (PMTA)、风险改进烟草产品 (MRTP)、和列明潜在有害气体成分三个关键点组成。通过 PMTA 才能上市销售, 通过 MRTP 才能以减害产品名义进行宣传销售。
2	日本	2018 年 7 月	通过《健康促进法》将 HNB 烟草排除在公共场所禁烟的范围之外。
		2018 年 1 月	厚生劳动省声明承认加热不燃烧烟草是一个比传统烟草更健康的替代产品。
3	韩国	2017 年	允许在各渠道销售流通, 以传统香烟税率的 90% 对 HNB 烟草制品统一征税。
4	欧盟	2016 年	欧盟委员会通过烟草产品指令 (TPD), 规定对所有进入欧盟市场的新型烟草制品实施管控, 要求厂家提前六个月向监管部门提交产品销售申请才能发布新产品。
5	英国	2019 年	公共卫生部提出, 应鼓励发展电子烟等减害烟草制品。
		2016 年	出台《烟草和相关产品条例》, 规定所有含尼古丁产品生产商必须向英国药监局申请药品许可证后才有资格在市场销售。

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所整理

### 国内 HNB 烟草制品政策稳步推进，相关技术储备完善。

1) HNB 烟草制品被依法纳入烟草监管体系。2017 年 5 月，国家烟草专卖局发布《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》，已将 HNB 烟草制品纳入其烟草监管范围；2020 年 4 月，四川中烟召开技术骨干座谈会，提出围绕新型烟草制品技术等攻关方向，重点突破新型烟草制品标准制定等核心课题，积极推动 HNB 烟草制品的研发生产工作，相关技术储备基本完善。

2) 我国庞大烟民数量支撑烟草消费市场。从需求端看，据中国疾控中心，我国 15 岁以上烟民约 3.05 亿，约占全球烟民总数的三分之一，烟草需求量较大。国内烟草市场高端化趋势明显（2017 年一类、二类烟占比较 2013 年提高 11pct），HNB 烟草制品十分符合烟草行业高端化和健康化（较传统卷烟减少 95% 的有害成分）的发展趋势。

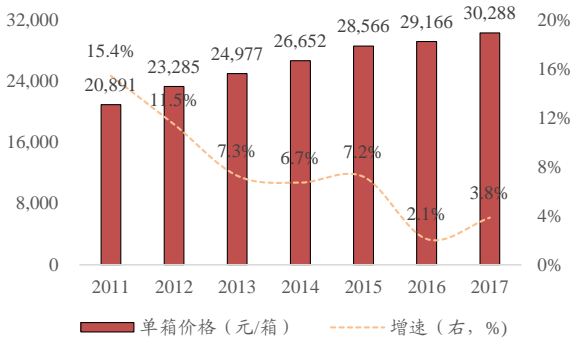
3) 我国 HNB 烟草产品相关技术储备已成熟。经过多年研发，我国已掌握 HNB 烟草制品相关技术，并具备量产能力；云南、四川、广东、湖北中烟公司已经开始生产 HNB 烟草制品，分别推出 MC、宽窄功夫、MU+、MOK 等相关产品并销往海外；2020 年 6 月 18 日，四川中烟在成都开设国内首家 HNB 烟草制品线下体验店。

表 7：国内 HNB 烟草制品相关政策

时间	内容
2020 年 4 月	四川中烟召开技术骨干座谈会，提出围绕新型烟草制品技术等攻关方向，重点突破新型烟草制品标准制定等核心课题，以点带面实现公司技术研发水平全面提升。
2019 年 10 月	云南省政府发布《云南省支持烟草制品高质量发展若干政策措施》，明确提出要支持发展 HNB 等新型烟草制品、组建云南新型烟草制品公司，推动新型烟草制品实体化、产业化、品牌化、市场化发展。
2018 年 11 月	湖北中烟召开会议，提出确保针式加热技术始终处于国内领先地位，成为行业 HNB 产品发展标杆。
2018 年 4 月	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示扎实推动新型烟草制品依法监管的准备、制品研发的准备、政策措施的准备；密切关注烟草市场新动向，积极研发加热不燃烧烟草制品等新型制品。
2017 年 12 月	国家烟草专卖局发布《关于激发科技创新活力调动“两个积极性”的若干意见》，为提出持续加大研发投入力度和科技人才培养力度，健全科技奖励体系，通过制度建设促进 HNB 等新型烟草制品研发。
2017 年 5 月	国家烟草专卖局发布《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》，将 HNB 烟草制品视为烟草制品，纳入烟草监管体系。
2017 年 1 月	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示要深入实施新型烟草制品研制重大专项，超前研发储备一批战略性制品。
2014 年 1 月	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示高度重视加热不燃烧卷烟等新型烟草制品研发。

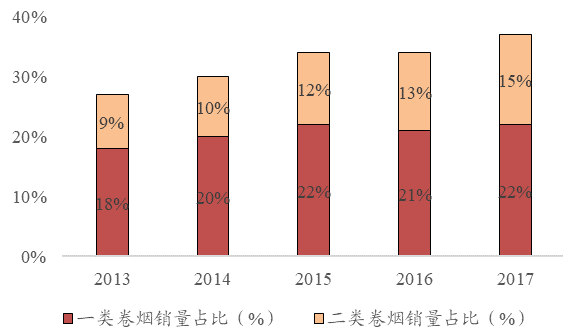
资料来源：国家烟草专卖局，浙商证券研究所整理

图 17：2011-2017 年全国卷烟单箱价格及增长率



资料来源：中国烟草，浙商证券研究所整理

图 18：一类、二类卷烟销量占比不断提升



资料来源：中国烟草，浙商证券研究所整理

### 3.2. 市场担忧 HNB 属于短期行情，我们认为 2.3-5.5 倍宽幅波动增长空间提供中长期超预期可能

HNB 烟草制品的香精使用量远高于传统卷烟的香精使用量。传统烟草成分主要是烟丝，微量添加香精用来调香。而 HNB 烟弹成分主要是再造烟叶（加香的 HNB 薄片），制作过程需要先将烟草原料粉碎，再加上香精用单体化合物的沸点不高，易于挥发，再造烟叶在储存和应用过程中感官质量会大幅降低，需要大量香精来弥补风味的耗损。

假设 HNB 烟草与传统卷烟是一对一替代关系，HNB 烟弹香精用量约是传统卷烟的 6-10 倍。据我们测算，目前我国烟用香精市场规模约 40 亿元，若未来我国 HNB 烟草渗透率达到 25%-50%，预计烟用香精市场总规模增长到目前香精市场规模 2.3-5.5 倍，将达到 90-220 亿元。

**表 8：未来烟用香精使用量及市场规模测算**

HNB 烟草渗透率 (%)	5%	10%	15%	20%	25%	50%
2019 年烟用香精市场规模 (亿元)	40	40	40	40	40	40
烟用香精使用量增长率 (%)	25%	50%	75%	100%	125%	250%
假设 HNB 香精使用量提升 6 倍, 未来烟用香精市场总规模 (亿元)	50	60	70	80	90	140
假设 HNB 香精使用量提升 10 倍, 未来烟用香精市场总规模 (亿元)	58	76	94	112	130	220

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所整理

备注：假设烟用香精价格不变，则烟用香精使用量的增速等于烟用香精市场规模的增速

### 3.3. 重点公司

#### 3.3.1. 华宝股份

##### 投资建议

公司是中国香精行业龙头，深耕香精行业 24 年，核心技术团队实力雄厚，高分红率和高股息率具有吸引力，HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间。预计 2020-2022 年归母净利润为 12.98/13.71/14.55 亿元，增速为 5.09%/5.59%/6.12%，对应 7 月 20 日估值 28.7/27.2/25.7 倍（市值 373 亿）。

##### 中国香精行业龙头，深耕行业 24 年。

1) 公司是中国香精行业龙头，连续 6 年市占率第一，主要从事香精与食品配料的研产销（17 年烟草用香精/食品用香精营收占比 84.55%/8.37%）；截至 2019 年 3 月 31 日，实控人为朱林瑶女士，控制股权合计 81.18%。

2) 公司成立于 1996 年，于 2018 年在深交所上市。2019 年，公司营收 21.85 亿元，其中食用香精/食品配料/日用香精营收分别为 19.8/0.98/0.79 亿元（占比 90.6%/4.5%/3.6%），同比-1.4%/+41.34%/+16.56%，归母净利 12.36 亿元，同比+5.09%；2020Q1，公司营收 4.45 亿元，同比+0.34%；扣非归母净利 2.52 亿元，同比+6.80%。

##### 高分红率和高股息率具有吸引力，核心技术团队实力雄厚。

1) 公司高分红率和高股息率具有吸引力：受益于稳固的市场地位，公司分红率可观（18/19 年股利支付率达到 210% 和 99%），高股息率具有吸引力（按 07 月 01 日收盘价，股息率达到 5.33%），对比十年国债收益率 2.86% 具有 2.47pct 溢价，提供良好的中长期回报；

2) 品牌力积累 24 年，具备丰富的客户资源：公司深耕香精行业 24 年，拥有天宏、华宝、孔雀等品牌，知名客户包括中国烟草总公司、百事、双汇、洽洽、盐津铺子、百草味等。同时公司与烟草客户成立合资公司，深度绑定大客户；

3) 注重研发构筑技术壁垒：公司 2019 研发费用占比 7.53%，同比增长 9.88%（18/17 年研发费用占比 6.9%/8.4%）；目前拥有实现销售的香精配方总数超万个，拥有 109 项发明专利、25 项实用新型专利；

4) 核心技术团队实力雄厚：公司实控人朱林瑶女士深耕香精香料行业 30 年，公司拥有专业调香师 67 名（资深调香师 41 名），核心技术团队助力公司发展。

##### HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间，大力拓展食用香精及食品配料业务。

1) HNB 烟草制品对香精需求较大，有望打开公司翻倍空间：2019 年，菲莫国际（全球第一大烟草公司）/日本烟草公司（日本最大烟草公司）HNB 烟草制品营收占比分别为 18.7%/11.0%；据《世界烟草发展报告》，2019 年日本 HNB 烟草制品渗透率约 23%，通过对标日本市场渗透率，国内 HNB 烟草制品渗透率有望达到 25%，同时 HNB 烟草制品对香精的需求或为传统烟草的多倍，公司作为国内烟草用香精龙头受益最显著，有望实现营收翻倍；

2) 大力拓展食用香精及食品配料业务：2019 年，公司抓住食品行业当前发展机遇，拓展食品配料业务，成功研制抗光照乳化、透明乳化类产品；植物提取类产品已能应用于坚果炒货领域（新增客户：洽洽、盐津铺子、百草味等）；2019 年食品配料营收 0.98 亿元，同比增长 41.34%；

3) 规划年产能约 3.3 万吨，支撑公司成长：公司目前运营年产能共计 1.56 万吨，其中食用香精/食品配料/日用香精年产能分别为 1.27/0.19/0.10 万吨；未来规划年产能约 3.3 万吨（包含食品配料 2.23 万吨、食品用香精 0.77 万吨、特医食品 0.3 万吨），持续深耕食用香精业务，大力发展食品香精及配料业务。

风险提示：分红政策重大调整风险；HNB 许可政策落地进度风险

### 3.3.2. 华宝国际

#### 投资建议

公司是中国香精行业领导者，深耕香精行业 24 年，具备丰富的客户资源，注重研发构筑竞争壁垒，核心技术团队实力雄厚，HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间，多元化发展食品用香精及调味品业务，支撑公司未来成长。2019A 归母净利润为 11.12 亿元，增速为-12.01%，对应 7 月 20 日估值 23 倍（市值 257 亿元）。

#### 香精行业领导企业，深耕行业 24 年。

1) 华宝国际是中国香精行业领导者，深耕行业 24 年。公司主要从事香精（烟用、食品用、日用）、香原料、烟草原料及材料（再造烟叶、膨胀烟梗、卷烟新材料等）和调味品的研产销；朱林瑶女士为公司实控人，截至 2019 年末合计控股 73.79%。

2) 公司于 1996 年成立，于 2006 年在香港联交所上市。2019 年，公司营收 42.41 亿元，其中香精/烟用原料/香原料/调味品营收分别为 21.64/7.54/6.20/7.00 亿元（占比 51.04%/17.78%/14.62%/16.51%），同比 +0.70%/-20.96%/-12.18%/309.36%（2019 年因嘉豪食品并表导致调味品营收增长速度较快）；净利润 13.74 亿元，同比 -4.71%（原因在于 2018 年新收购的调味品业务的销售及市场推广开支增加）。

#### HNB 技术有望打开公司翻倍成长空间，多元化发展食品用香精及调味品业务。

1) HNB 烟草制品对香精需求较大，有望打开公司翻倍空间：2019 年，菲莫国际（全球第一大烟草公司）/日本烟草公司（日本最大烟草公司）HNB 烟草制品营收占比分别为 18.7%/11.0%，IQOS 新型烟草制品在日本的渗透率约 17%；对标海外市场渗透率，国内 HNB 烟草制品渗透率有望达到 25%，同时 HNB 烟草制品对香精的需求或为传统烟草的数倍，公司作为国内烟草用香精龙头受益最显著，有望实现营收翻倍；

2) 收购嘉豪食品，发展调味品业务：2018 年 9 月，公司出资约 47.61 亿元收购嘉豪食品，发展调味品业务。2019 年，公司调味品业务营收/毛利分别为 7/1.45 亿元，占总营收/总毛利的 16.51%/8.39%。公司从产品结构、渠道开拓、营销及品牌定位多方面发力，持续发力调味品业务；

3) 规划年产能约 3.3 万吨，支撑公司成长：华宝股份（华宝国际主要子公司）目前运营年产能共计 1.56 万吨，其中食用香精/食品配料/日用香精年产能分别为 1.27/0.19/0.10 万吨；未来规划年产能约 3.3 万吨（包含食品配料 2.23 万吨、食品用香精 0.77 万吨、特医食品 0.3 万吨），持续深耕食用香精业务，大力发展食品香精及配料业务。

#### 具备丰富的客户资源，核心技术团队实力雄厚。

1) 品牌力积累 24 年，具备丰富的客户资源：公司深耕香精行业 24 年，拥有天宏、华宝、孔雀等品牌，知名客户包括中国烟草总公司、百事、双汇、洽洽、盐津铺子、百草味等。同时公司与烟草客户成立多家合资公司，深度绑定大客户；

2) 注重研发构筑竞争壁垒：公司 2019 研发费用占比 6.90%，同比增加 0.4pct（18 年/17 年研发费用占比 6.50%/7.20%）；目前拥有实现销售的香精配方总数超万个，拥有 109 项发明专利、25 项实用新型专利；公司目前已经成为烟用香精和烟用原料领域的领导者，截至 2019 年末，广东金叶（华宝国际子公司）与广东中烟在 2016 年共建的“烟草行业再造烟叶技术研究重点实验室”为再造烟叶领域唯一重点实验室；

3) 核心技术团队实力雄厚：公司实控人朱林瑶女士深耕香精香料行业 30 年，公司拥有专业调香师 67 名（资深调香师 41 名），核心技术团队助力公司发展。

**风险提示：**HNB 许可政策落地进度风险；公共政策及法律法规变动风险；汇率及利率变动风险



### 3.3.3. 中国波顿

#### 投资建议

公司是中国香精香料及电子烟领先制造商，新型烟草促进业务快速发展，东莞波顿新生产基地支撑成长，研发实力雄厚，客户资源丰富。2019A 归母净利润为 1.19 亿元，增速为-6.30%，对应 7 月 20 日估值 16 倍（市值 18 亿元）。

#### 香精香料及电子烟领先制造商。

1) 公司是国内香精香料制造领先企业，主要从事香精香料的研产销，以及高品质电子烟及相关产品的设计制造；2) 公司成立于 1991 年，2005 年在香港主板上市，实控人为王明凡先生，截至 2019 年末，控制股权合计 55.58%；3) 2019 年，公司营收 16.41 亿元，同比+43.19%，其中香味增强剂（烟用香精）/保健产品（电子烟）/食用香精/日用香精营收分别为 6.04/7.39/1.36/1.32 亿元（占比 36.81%/45.03%/8.29%/8.04%），同比+0.17%/+221.30%/-6.21%/-7.69%，归母净利润 1.19 亿元，同比-6.30%。

#### 新型烟草促进业务快速发展，东莞波顿新生产基地支撑成长。

1) HNB 烟草香精使用量明显提升，有望打开烟用香精业务新的增长空间：据菲莫国际年报和国家烟草专卖局数据，2019 年，HNB 烟草制品已在全球 52 个国家或地区上市销售，日本 HNB 烟草渗透率约为 23%；我国政策持续推进 HNB 烟草制品的研发生产，对标海外，我们预估未来国内 HNB 烟草制品渗透率有望达到 25%，公司作为国内重要烟用香精供应商（2019 年全国十八大卷烟企业已全部成为公司客户），烟用香精营收有望打开新增长空间；

2) 公司持续拓展电子烟海外销售网络，相关业务有望大幅增长：2019 年，公司在韩国和美国扩大电子烟分销及贸易业务，电子烟业务营收 7.39 亿元，同比增长 221.30%。未来公司将进一步拓展电子烟海外分销网络，有望带动公司营收及利润继续增长；

3) 持续深耕食品用、日用香精业务，新生产基地支撑公司进一步成长：2014 年，公司开始建设东莞波顿新生产基地。新基地总投资 20 亿元，占地 238 亩，建筑面积 38 万平米，占地面积和建筑面积约是深圳波顿科技园的两倍，是亚洲最大香精香料生产基地之一，为公司业务增长提供产能支撑。

#### 研发实力雄厚，客户资源丰富。

1) 研发实力雄厚，掌握多项香精核心技术，电子烟专利数目国内第一：公司研发投入不断增加（15-19 年 CAGR 为 18.38%），研发费用率约为 4%。公司现拥有 3 家国家高新技术企业及 500 多人的技术研发团队，已获数千项国际专利及国内专利，拥有国际领先的分析仪器设备，并掌握多项香精核心技术；另外，据电子烟知名新媒体蓝洞报道，公司的全资子公司吉瑞科技拥有 4000 多项专利，约占我国电子烟行业的 43%，全球电子烟行业的 25%，形成强大的技术壁垒；

2) 品牌力积累 29 年，具有丰富的客户资源：公司被评为中国化工 500 强、香精香料十强企业，被授予中国驰名商标称号。公司是烟草行业香精香料定点供应单位，据搜狐网报道，2019 年全国十八大卷烟企业已全部成为公司客户；全资子公司吉瑞科技拥有国内领先的电子烟制造基地，业务包括为国内电子烟龙头思摩尔提供一体化包装服务、为国际烟草巨头菲莫国际制造雾化电子烟具、为四川中烟制造 HNB 烟具等。公司的食用香精客户主要包括伊利、可口可乐、洽洽、喜之郎、康师傅、可比克等。日用香精客户主要包括宝洁、蓝月亮等。

**风险提示：**消费趋势变动风险；汇率及利率变动风险；公共政策及法律法规变动风险；不利市场情况、业务发展不明朗风险

### 3.3.4. 爱普股份

#### 投资建议

公司是中国香精香料知名企业，是国内最大的食品用香精生产企业，食品配料业务向上游制造领域延伸，新技术、新产品带动香精香料业务快速发展，客户资源丰富，研发实力雄厚。2019A 归母净利润为 1.52 亿元，增速为 37.80%，对应 7 月 20 日估值 29 倍（市值 43 亿元）。

#### 国内香精香料知名企业，最大的食品用香精生产企业。

1) 公司是香精香料行业知名企业，是国内最大的食品用香精生产企业，主要从事香精、香料和食品配料的研产；  
2) 公司成立于 1995 年，2015 年在上交所上市，实控人为魏中浩先生，截至 2019 年末，控制股权合计 35.38%；  
3) 2019 年，公司营收 24.75 亿元，同比-1.00%，其中香料/香精/食品配料营收分别为 2.24/5.43/16.8 亿元（占比 9.05%/21.94%/67.88%），同比+13.71%/+4.02%/-4.38%，归母净利 1.52 亿元，同比+38.18%；2020Q1，公司营收 5.81 亿元，同比-5.68%，归母净利 0.34 亿元，同比+17.24%。

#### 食品配料业务向制造领域延伸，新产品、技术带动香精香料业务快速发展。

1) 食品配料业务向上游制造领域延伸：2017 年，公司投资建设工业巧克力年产能 5,000 吨及 20,000 吨的印尼工厂和上海工厂，2019 年，两厂已全部完工，公司食品配料产量 23,954 吨，同比+49.51%，食品配料制造营收 3.01 亿元，同比+32.37%；未来公司将继续向食品制造上游产业链延伸，为拓宽经营领域构筑新的契入点；

2) 新产品带动香料业务快速发展：由于凉味剂等香料新产品不断投产销售，2016-2019 年，公司香料营收由 0.92 亿元增长至 2.24 亿元（16-19 年 CAGR 为 34.53%），营业利润由 0.33 亿元增长至 0.67 亿元（16-19 年 CAGR 为 26.63%），高于公司同期营收及营业利润增速，随着香料新产品的投产销售，未来公司的收入利润将进一步增长；

3) HNB 技术有望打开公司烟用香精业务新的增长空间：据菲莫国际和国家烟草专卖局数据，2019 年，HNB 烟草制品已在全球 52 个国家或地区上市销售，日本 HNB 烟草渗透率约为 23%；我国政策持续推进 HNB 烟草制品的研发生产，多家中烟公司已有 HNB 产品销往海外；对标海外，我们预估未来国内 HNB 烟草制品渗透率有望达到 25%，HNB 烟草香精使用量明显提升，公司作为国内重要烟用香精供应商（湖北、四川、重庆、云南、河南、上海等中烟的重要香精供应商），烟用香精营收有望大幅增长。

#### 客户资源丰富，研发实力雄厚。

1) 持续打造品牌力，具有丰富的客户资源：公司已在全国主要省市设立 24 家负责销售业务的子公司，2015-2019 年，公司销售费用不断增加（15-19 年 CAGR 为 9.27%），高于同期营收增速；2009 年公司被授予中国驰名商标称号；经过多年积累，公司已与众多国内外知名公司建立了稳定的业务关系，食品配料和食用香精客户包括伊利、蒙牛等；日化香精客户包括云南白药、上海家化、三笑等；烟用香精客户包括湖北中烟、四川中烟、重庆中烟、云南中烟等。

2) 研发实力雄厚，保证产品在行业中处于较强地位：公司拥有国家批准设立的博士后科研工作站，截至 2019 年末，公司拥有研发人员 124 名，占公司总人数比例 9.85%；近几年，公司研发投入不断增加，目前公司拥有香料生产和香精调配方面的核心技术，获得国内外专利授权共 46 项，并拥有 2 万余个香精配方，确保了公司产品品质在行业中处于较强竞争地位。

**风险提示：**食用香料香精的安全、质量及政策风险；食品配料产品质量引致的风险；市场竞争风险；环保政策风险；技术风险

## 4. 主线三（卤制品）：我们认为线上业务、餐桌卤味同样是卤制品行业有力增长点

1) 市场认为卤制品行业增长重点集中在休闲卤味的集中度提升：目前我国卤制品板块行业集中度较低（2018年CR5为20.20%，行业龙头绝味食品市占率为8.5%），伴随品牌连锁经营模式的逐渐推广（以绝味食品为例，2013-2019年，公司门店从5,746家扩张至10,954家，CAGR达11.35%，覆盖全国31个省级行政单位），具备品牌建设、渠道铺垫等方面优势的龙头企业预计抢占更多市场份额，行业集中度有望进一步提升。

2) 我们认为除了集中度提升之外，餐桌卤味、线上业务同样是卤制品行业未来有力的增长点：a) 网上渠道成为卤制品销售贡献的重要来源，据Frost&Sullivan，我国卤制品网上销售额由2010年的4亿元增长至2015年的26亿元（CAGR为44.1%），预计2020年网上渠道销售额有望达到135亿元；b) 休闲卤味向餐桌卤味扩张有望带来新增长，各公司均推出整鸭产品以匹配家庭消费需求，据天猫，餐桌卤味客单价（70-80元/人次）约为休闲卤味1倍以上，有望成为卤制品行业新的增长点。

3) 建议重点关注：绝味食品、煌上煌。

### 4.1. 市场认为卤制品行业增长重点集中在休闲卤味的集中度提升

市场认为卤制品行业增长重点集中在休闲卤味的集中度提升：目前我国卤制品板块行业集中度较低（2018年CR5为20.20%，行业龙头绝味食品市占率为8.5%），伴随品牌连锁经营模式的逐渐推广（以绝味食品为例，2013-2019年，公司门店从5,746家扩张至10,954家，CAGR达11.35%，覆盖全国31个省级行政单位），具备品牌建设、渠道铺垫等方面优势的龙头企业预计抢占更多市场份额，行业集中度有望进一步提升。

**经营模式趋于成熟，连锁经营成为主流。**我国休闲卤制品行业主要分为三种经营模式，分别为小作坊、区域性连锁品牌和全国性连锁品牌经营。工信部有关负责人曾于2012年表示，我国休闲卤制食品加工的产业集中度和技术装备水平较低，80%以上的企业还处于小规模、作坊式、手工或半机械加工的落后状态。近年来，随着技术的不断进步和企业管理能力的提升，我国卤制品行业的生产模式逐步实现由手工制作向机器制作转型，经营模式实现由小作坊向品牌连锁经营过渡。部分主流品牌如绝味食品、周黑鸭的生产模式开始实现机械化、自动化作业升级，而小作坊因生产效率低下逐渐被挤压，连锁品牌经营成为主流经营模式。以绝味食品为例，2013-2019年，公司门店从5,746家扩张至10,954家，CAGR达11.35%，覆盖全国31个省级行政单位，对夫妻店有明显的替代效应。

**表 9：我国休闲卤制品行业三类经营模式**

序号	经营模式	特点	局限
1	小作坊经营模式	地域性强、品种相对较少、产品品质控制能力差、品牌知名度低，在本行业中仍占有较大比例。	食品销售半径有限
2	区域性连锁品牌经营模式	中等规模，集中加工生产。	规模化产能有限
3	全国性连锁品牌经营模式	品牌知名度较高、全国范围内设有营销网点、工艺水平先进、食品安全管理体系较完善、产品品种丰富。	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

**行业集中度有望提升，随着品牌化效应的加强龙头效应有望显现。**我国卤制品历史悠久，但期初仍以小作坊的经营模式为主。20世纪90年代，多家品牌卤制品店开始出现，但因发展时间较短，品牌化程度仍有望提高。据Frost&Sullivan，2016H1我国休闲卤制品行业CR5为21%，行业集中度偏低；2018年我国休闲卤制品行业CR5为20.20%，

其中绝味食品市占率为 8.5%。伴随品牌连锁经营模式的逐渐推广，具备品牌建设、渠道铺垫等方面优势的龙头企业预计抢占更多市场份额，行业集中度有望提升。

图 19：2016H1 休闲卤制品行业市占率

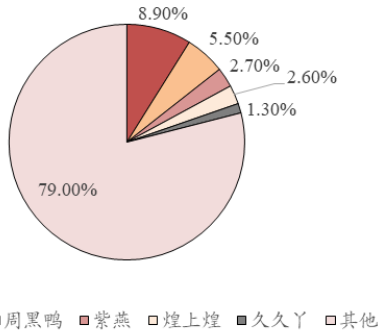
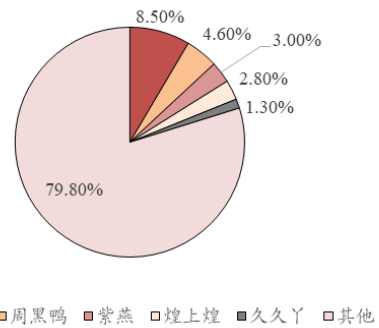


图 20：2018 年休闲卤制品行业市占率



资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所整理

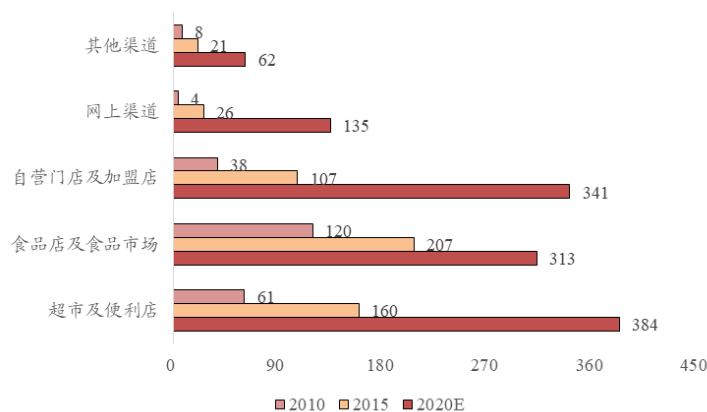
资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所整理

## 4.2. 我们认为线上业务、餐桌卤味是卤制品行业未来有力的增长点

我们认为除了集中度提升之外，线上业务、餐桌卤味同样是卤制品行业未来有力的增长点：网上渠道成为卤制品销售贡献的重要来源，据 Frost&Sullivan，我国卤制品线上销售额由 2010 年的 4 亿元增长至 2015 年的 26 亿元，预计 2020 年网上渠道销售额有望达到 135 亿元；休闲卤味向餐桌卤味扩张有望带来新增长，各公司均推出整鸭产品以匹配家庭消费需求，据天猫，餐桌卤味客单价（70-80 元/人次）约为休闲卤味价格 1 倍以上，2020 年 6 月绝味食品/煌上煌/周黑鸭线上销售均价约为 40-50 元（同比上涨约 20%-40%），有望成为卤制品行业新的增长点。

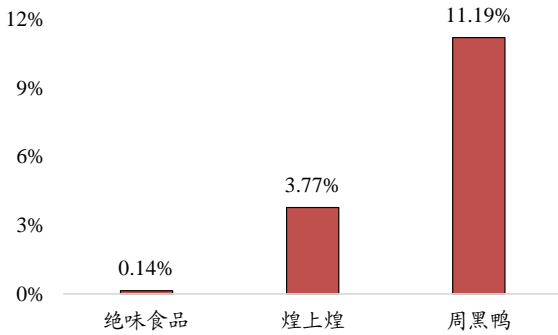
**线上业务带来新增长。** 1) 销售渠道逐渐打通，线上渠道有望成为卤制品销售贡献的重要来源。近年来，居民消费习惯有所改变，越来越多人倾向于网络购物，卤制品品牌开始发展其网上渠道。网上渠道成为卤制品销售贡献的重要来源，据 Frost&Sullivan，销售额由 2010 年的 4 亿元增长至 2015 年的 26 亿元（CAGR 为 44.1%），预计 2015 至 2020 年 CAGR 达 39.5%，到 2020 年销售额有望达到 135 亿元。2) 各家卤制品公司线上占比稳步提升。2019 年周黑鸭/煌上煌/绝味食品线上营收占比 11.19%/3.77%/0.14%（煌上煌为纯电商收入占比）。2020 年以来，随着疫情后物流恢复，线上销售持续保持良好增长，其中煌上煌线上增速较快，据淘数据，5、6 月线上增速均超 60%。

图 21：我国休闲卤制品行业各渠道销售额（亿元）



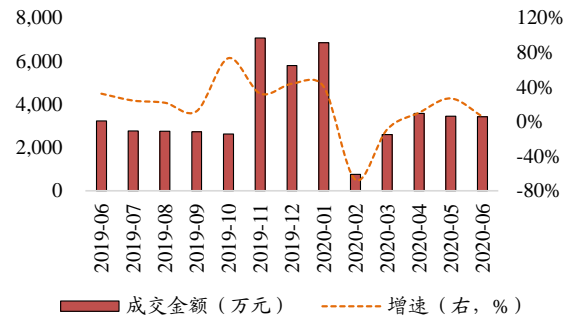
资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所整理

图 22：2019 年休闲卤味食品线上收入占比 (%)



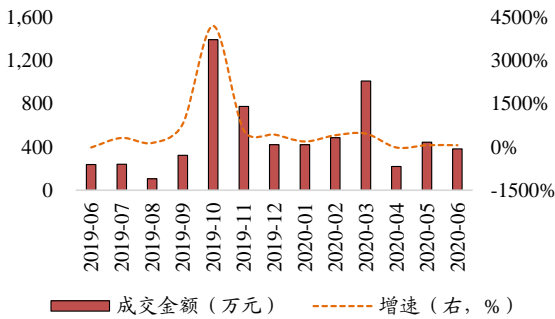
资料来源：天猫，浙商证券研究所整理

图 23：近一年周黑鸭线上销售增速



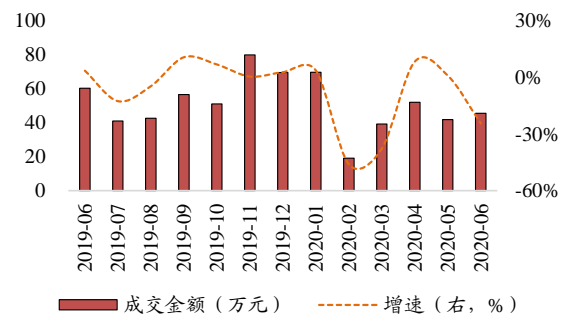
资料来源：天猫，浙商证券研究所整理

图 24：近一年煌上煌线上销售增速



资料来源：天猫，浙商证券研究所整理

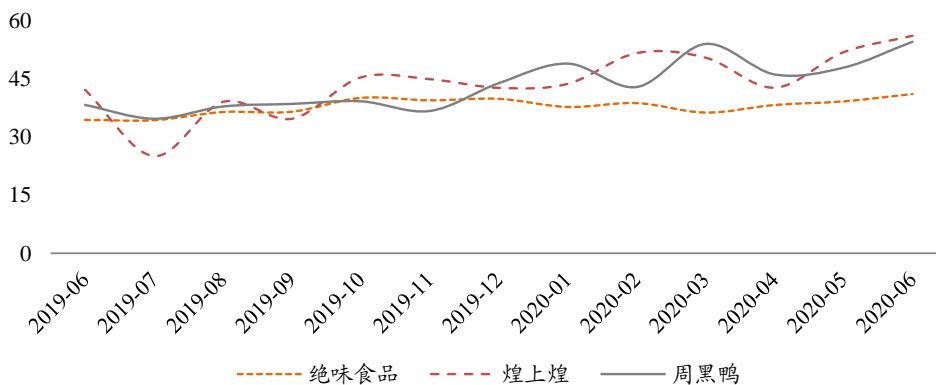
图 25：近一年绝味食品线上销售增速



资料来源：天猫，浙商证券研究所整理

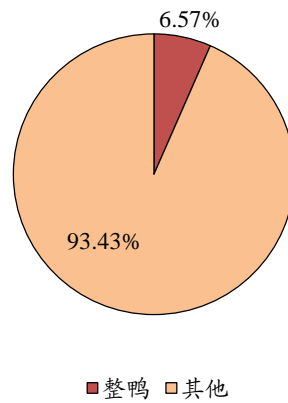
**休闲卤味向餐桌卤味扩张。** 1) 餐桌卤味销售价格明显高于休闲卤味，有望不断提升客单价。随着社区零售和餐桌经济的兴起，各公司逐步开发餐桌卤味产品以适应家庭消费。根据线上销售价格，餐桌卤味（如整鸭）客单价约为 70-80 元/人次以上，约为休闲卤味的价格 1 倍以上；绝味食品/煌上煌/周黑鸭 2020 年 6 月线上销售均价约为 40-50 元，较去年同期提升约 20%-40%，有望成为卤制品行业新的增长点。 2) 煌上煌餐桌卤味（整鸭）销售占比行业领先，有望成突围利器。2020 年 6 月，预计天猫平台煌上煌整鸭销售额占线上整体约 6.6%（包括礼盒），比例明显超过同行，未来有望成为销售新增长点。

图 26：绝味食品/煌上煌/周黑鸭销售均价持续提升 (元/件)



资料来源：天猫，浙商证券研究所整理

图 27：煌上煌 6 月整鸭线上销售占比约 6.6%



资料来源：天猫，浙商证券研究所整理

### 4.3. 重点公司

#### 4.3.1. 绝味食品

##### 投资建议

公司是休闲卤制食品龙头，坚持复合式饱和开店，规划产能 14 万吨支撑成长，创始人坚持渠道下沉，加盟商“企业宪政”凝聚人心。预计 2020-2022 年归母净利润为 9.20/11.25/13.34 亿元，增速为 14.86%/22.30%/18.55%，对应 7 月 20 日估值为 48.6/39.8/33.5 倍（市值 447 亿元）。

##### 卤制品行业龙头，业绩稳定增长。

公司于 2008 年成立、2017 年上市，主要从事休闲卤制食品的研发、生产和销售。公司控股股东为聚成投资，直接持有公司 36.17% 的股份；实控人为戴文军先生，通过聚成投资、汇功投资、成广投资和富博投资合计持有股份 55.89%。2020Q1，公司实现营收 10.66 亿（同比-7.59%），实现归母净利润 0.63 亿（同比-65.27%）；2019 年，公司实现营收 51.72 亿（同比+18.41%），其中禽类/蔬菜类/畜类鲜货制品营收 39.27/5.31/0.16 亿元，占比 75.94%/10.28%/0.31%，同比+15.31%/+19.54%/-40.48%，实现归母净利润 8.01 亿（同比+25.06%）。

##### 坚持复合式饱和开店，规划产能 14 万吨支撑成长。

1) 坚持复合式饱和开店：公司不断加强渠道覆盖的广度和深度，业务版图已覆盖全国 31 个省级市场及新加坡等海外国家；公司营销策略从“饱和开店”升级为“渠道精耕，复合式饱和开店”，截至 2019 年底，公司门店数为 10,954 家（同比+1,039 家），随着行业集中度提升，有望持续增加开店数量，逐步提高坪效；

2) 规划产能 14 万吨支撑成长：2019 年公司运营年产能约 12.5 万吨，在建项目为天津阿正/山东阿齐/海南/江苏阿惠/四川阿宁/黑龙江阿滨/贵州阿乐，年产能分别为 3.73/4.0/0.6/3.0/1.7/0.8/0.5 万吨，合计 14.33 万吨，支撑成长。

##### 创始人坚持渠道下沉，加盟商“企业宪政”凝聚人心。

1) 创始人戴文军先生坚持渠道下沉：公司采用“直营为引导、加盟为主体”的销售模式，主营收入 90% 以上源于加盟渠道的产品销售，2019A 门店数为 10,954 家，对比同行业（3,706 家和 1,301 家）处于领先地位；公司坚持渠道下沉，2019A 华东/华中/华南/西南营收占比分别为 25%/25%/20%/14%，多开店的同时实现全国均衡布局；

2) 加盟制度优秀，“企业宪政”凝聚人心：公司成功建立加盟商委员会，实施“企业宪政”，凝聚人心，增强加盟商话语权；公司为加盟商留足利润空间，根据我们测算，加盟店给加盟商提供的净利率估算约为 15.23%，充分激发加盟商活力。

**风险提示：**食品安全与产品质量风险；原材料价格波动风险；产能建设不及预期风险

### 4.3.2. 煌上煌

#### 投资建议

公司是休闲卤味领军企业，全渠道提速布局，多品类发展助力公司出奇制胜，全产业链布局协同效应强，完善基地布局实现降本增效。2019A 归母净利润为 2.20 亿元，增速为 27.45%，对应 7 月 20 日估值 60 倍（市值 132 亿元）。

#### 历经变革业绩恢复快速增长，股权激励有望持续兑现。

公司于 1993 年成立、2012 年上市，2017 年董事会换届后子承母业，现任董事长褚浚先生在品牌升级、渠道扩张、供应链管理等多方面实行变革，助力公司业绩重新快速增长。2018 年推出股权激励计划，目标 2018-2020 年实现扣非归母净利润（摊销股份支付费用前）同比 2017 年不低于 25%/50%/100%（2018-2019 年均完成目标）。2020Q1 公司实现营收 5.41 亿元（同比+8.28%），实现归母净利润 0.65 亿元（同比+2.08%）；2019 年实现营收 21.17 亿元（同比+11.56%），其中鲜货产品/米制品/包装产品/屠宰加工营收 16.16/3.35/0.71/0.22 亿元，占比 76.35%/15.83%/3.33%/1.04%，同比 +15.21%/-4.50%/+9.32%/+22.00%，实现归母净利润 2.20 元（同比+27.45%）。

#### 全渠道提速布局，多品类发展助力公司出奇制胜。

1) 目标三年千城万店，门店扩张复合增速达 25%-30%：公司制定未来三年千城万店计划，即目标到 2023 年门店数量近万家；截至 2019 年底，公司门店数量为 3,706 家（同比+698 家），计划 2020 年新开 1,200 家门店，截至 2020 年 5 月已新开 472 家，预计全年有望超额完成目标；

2) 推动互联网营销升级转型，打造线上线下全渠道融合：2019 年公司线上（电商平台+外卖）GMV 达 3.24 亿元（收入占比为 15.3%），其中纯电商收入 7,952 万元（收入占比近 4%）；

3) 品类多元化，实现差异化竞争：公司深耕传统卤味休闲食品（鸭脖、鸭翅等），同时销售产品的餐食渗透率（整鸭销售占比）远高于同行（预计线上整鸭销售额占线上总销售额的比例超 5%）；且公司在 2015 年收购真真老老后涉足米制品业务，进一步完善品类矩阵，预计 2020 年真真老老销售额有望超 5 亿元。

#### 全产业链布局协同效应强，完善基地布局实现降本增效。

1) 向上延伸产业布局，原材料成本控制良好：2017-2019 年毛鸭价格持续上行，但受益于上游合作产业链一体化带来的成本优势，公司肉制品吨成本基本保持稳定，使得毛利率稳步提升，2019 年鲜货产品毛利率达 39.75%（同比+3.70pct）；

2) 持续完善生产基地布局，打造优质供应链体系：公司投资建设六大生产基地（江西、河南、广东、福建、辽宁、陕西），逐步实现全国性布局；随着生产基地不断完善，能够有效支撑终端门店快速扩张，同时实现直接、快捷、低成本的物流配送，打造“贴近市场、供应及时、产品新鲜、质量保证”的全方位供应链体系。

**风险提示：**食品安全风险；直营店、特许加盟店的管理风险；原材料价格波动风险



## 5. 主线四（保健品）：市场认为保健品相对平稳，我们认为人口老龄化加速的驱动有望超预期

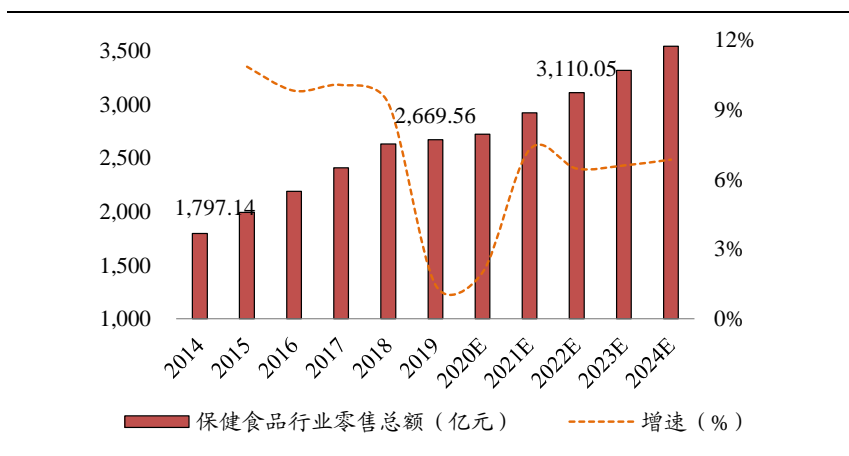
1) 市场对保健品行业的评估是一个较平稳的行业：据欧睿数据，零售市场规模 14-19 年 CAGR 为 8.24%，过去几年增速相对稳健。

2) 我们认为人口老龄化和消费升级对保健品行业的驱动作用可能超预期：a) 据世界银行数据，2019 年我国 65 岁及以上老年人口达 1.60 亿，占总人口的 11.47%，预计到 2050 年，中国 65 岁及以上老年人口占总人口比例将达 26%；据人民日报资讯及中国保健协会的调查，2016 年我国保健食品消费中的老年人消费占 50% 以上，人口老龄化有望进一步扩大保健食品市场规模。b) 伴随生活水平的提高（人均可支配收入/人均消费支出 15-18 年 CAGR 为 8.72%/8.11%），人们的健康意识也逐渐提升，消费升级叠加健康意识提升有望成为保健食品消费的长期增长动力。

### 5.1. 市场对保健品行业的评估是一个比较平稳的行业

市场普遍认为保健品行业增长较为稳健。参考欧睿口径，我们将维生素与膳食补充剂（Vitamins and Dietary Supplements）、运动营养品（Sports Nutrition）、体重管理与健康产品（Weight Management and Wellbeing）、草本/传统产品（Herbal/Traditional Products）计入保健食品行业。根据欧睿数据，2019 年我国保健食品行业零售总额达 2,669.56 亿元，2014-2019 年 CAGR 为 8.24%，过去几年增长相对稳健，预计 2022 年我国保健食品行业规模将达到 3,110.05 亿元（预计 2019-2022 年 CAGR 为 5.22%）。

图 28：我国保健食品行业市场空间预测



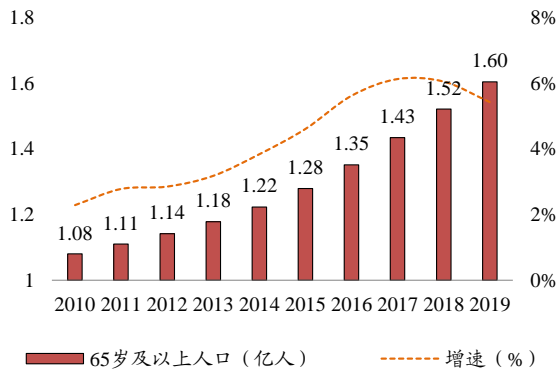
资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

注：参考欧睿口径，我们将维生素与膳食补充剂（Vitamins and Dietary Supplements）、运动营养品（Sports Nutrition）、体重管理与健康产品（Weight Management and Wellbeing）、草本/传统产品（Herbal/Traditional Products）计入保健食品行业。

## 5.2. 我们认为人口老龄化和消费升级对保健品行业的驱动作用可能超预期

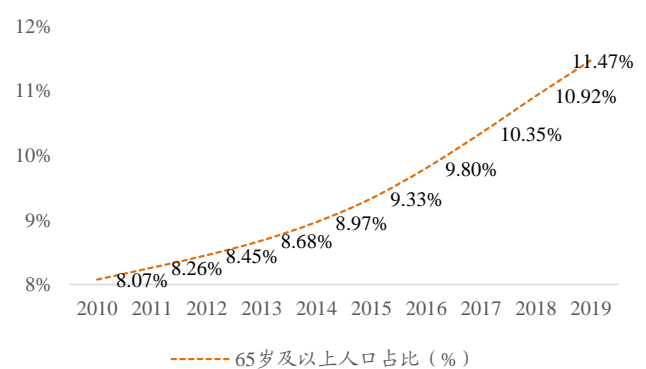
我国人口结构持续老龄化，老年人为保健品消费主力人群。国际上通常认为，当一个国家或地区 60 岁及以上老年人口占人口总数的 10%，或 65 岁及以上老年人口占人口总数的 7%，即意味着这个国家或地区处于老龄化。根据世界银行数据，2019 年我国 65 岁及以上人口达 1.60 亿人，占总人口的 11.47%（较 2010 年+3.40pct），预计到 2050 年，中国 65 岁及以上老年人口占总人口比例将达 26%。根据人民日报资讯及中国保健协会的调查，2016 年，我国老年人保健食品消费占保健食品总消费的 50% 以上，人口老龄化对保健食品市场的驱动可能超预期。

图 29：2010-2019 年我国 65 岁及以上人口情况



资料来源：世界银行，浙商证券研究所整理

图 30：2010-2019 年我国 65 岁及以上人口占总人口比例情况



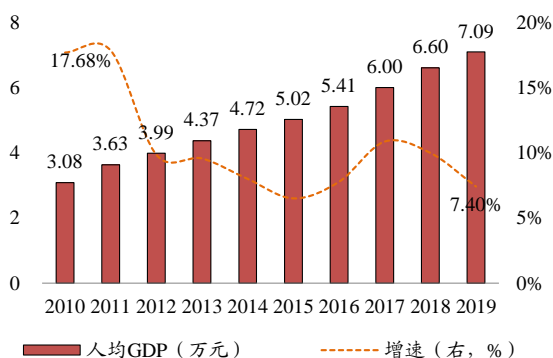
资料来源：世界银行，浙商证券研究所整理

### 消费升级、健康意识提升为行业长期增长提供动力。

1) 居民人均可支配收入提高，带动消费升级。2019 年人均 GDP 为 7.09 万元，同比增长 7.40%，2010-2019 年 CAGR 为 9.70%；居民人均可支配收入/人均消费支出 2014-2019 年 CAGR 分别为 8.79%/8.27%，增速基本保持稳定。

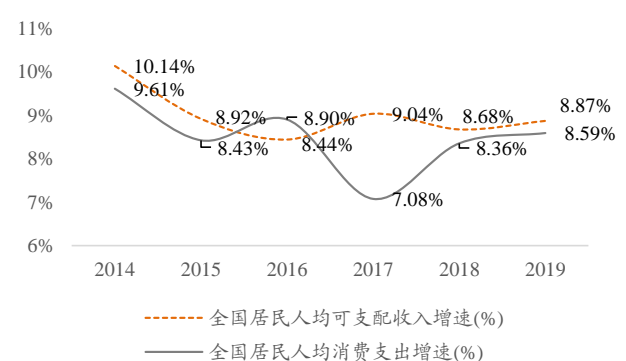
2) 消费者健康意识提升，推动保健食品消费增长。伴随着健康意识的提升，2013-2019 年居民人均医疗保健消费支出占人均消费支出的比例提高 1.92pct 到 8.82%。目前保健食品消费成为热门，以膳食补充剂为例，根据艾媒咨询的调研数据（在线调查问卷，多选题，调研时间 2019 年 12 月，样本量 2,187），48.6% 的受访者以服用膳食补充剂为首选养生保健方式（占比仅次于选择食补的受访者）；根据欧睿数据，中国的维生素和膳食补充剂零售端市场销售额 2019 年达到 1,621.45 亿元，2014-2019 年 CAGR 为 8.21%。消费升级叠加健康意识对保健食品市场的驱动可能超预期。

图 31：2010-2019 年人均 GDP 情况



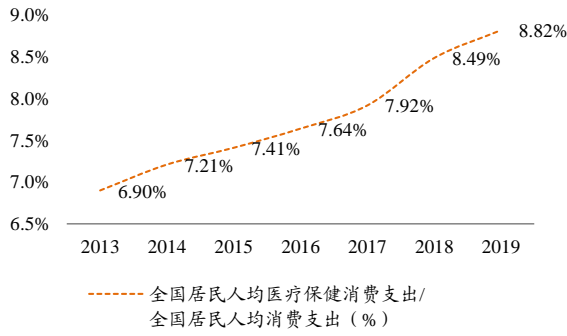
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所整理

图 32：2014-2019 年全国居民人均收入及消费支出情况



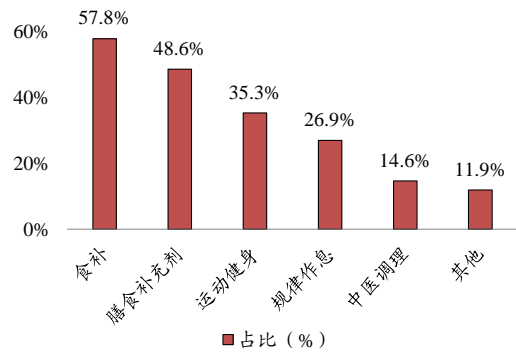
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所整理

图 33：2013-2019 年全国居民人均医疗保健消费支出占比情况



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所整理

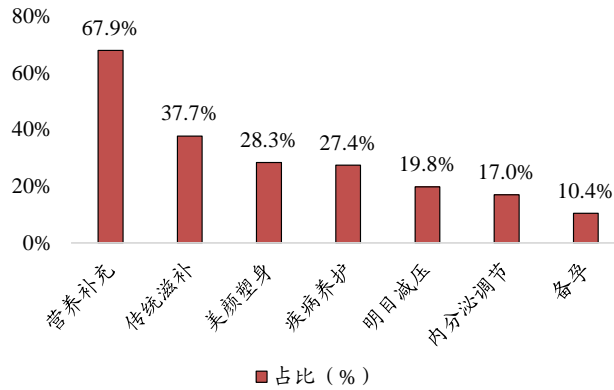
图 34：2019 年消费者养生保健首选方式调查结果



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所整理

注：调研时间 2019 年 12 月，样本量 N=2,187

图 35：2019 年网民保健食品消费的品类偏好分布

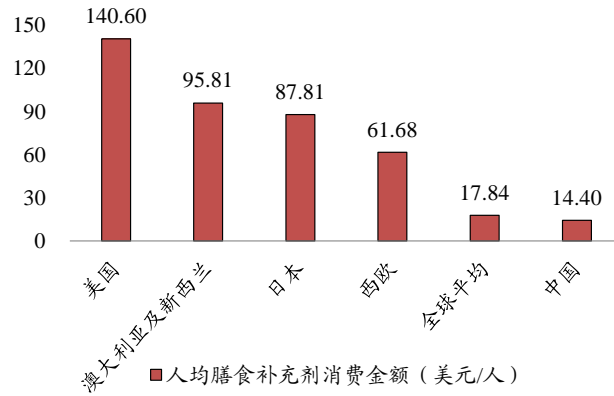


资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所整理

注：营养补充类如维生素、传统滋补类如西洋参、美颜塑身类如胶原蛋白、疾病养护类如关节养护、明目减压类如褪黑素、内分泌调节类如月见草、备孕类如叶酸；调研时间 2019 年 2 月，样本量 N=1,283

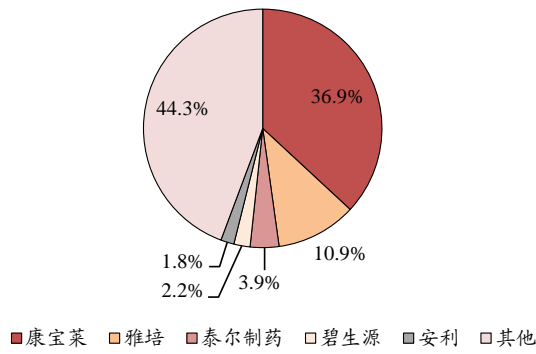
对标海外发达国家，我国人均保健食品消费存在广阔增长空间。以膳食补充剂为例，根据 Nutrition Business Journal 和世界银行的数据，2018 年全球发达国家和地区中，美国、日本的人均膳食补充剂消费金额分别为 140.60、87.81 美元/人（占对应国家人均国民总收入的比例分别为 0.22%、0.21%），而同期我国的人均膳食补充剂消费金额仅为 14.40 美元/人（占我国人均国民总收入的 0.15%），对标海外发达国家存在广阔增长空间。

图 36：2018 年全球主要国家和地区膳食补充剂人均消费情况



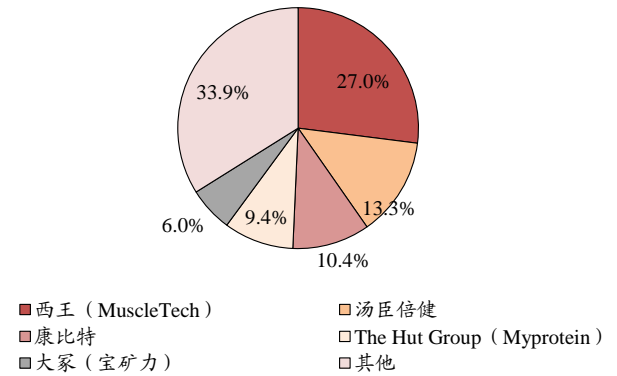
资料来源：Nutrition Business Journal，世界银行，Wind，浙商证券研究所整理

图 37：2019 年体重管理与健康产品板块竞争格局



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 38：2019 年运动营养品板块竞争格局



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

## 5.3. 重点公司

### 5.3.1. 金达威

#### 投资建议

金达威是营养保健品公司，深耕行业 21 年，境外营收占比 78.20%，未来产能扩张以及大单品战略支撑公司成长，公司是全球最大的辅酶 Q10 生产企业、全球 6 家 VA（维生素 A）生产企业之一、国内三大 VD3（维生素 D3）生产企业之一，研发实力较强，依托 NMN 概念构筑核心竞争力。2019A 归母净利润为 4.51 亿元，增速为-34.42%，对应 7 月 20 日估值 56 倍（市值 253 亿元）。

#### 知名营养保健品公司，深耕行业 21 年。

1) 公司是知名营养保健品公司。主要从事食品营养强化剂行业原料和保健食品终端产品的研产销业务；实控人为江斌先生，控制股权合计 33.57%；2) 公司成立于 1997 年，于 2011 年在深交所上市；2019 年公司营收 31.92 亿元（15-19 年 CAGR27.60%），其中营养保健食品/维生素 A 系列/辅酶 Q10 系列营收分别为 16.87/7.26/5.44 亿元（占比 52.86%/22.74%/17.04%），同比+36.39%/+4.15%/-19.73%，境外/境内营收分别为 24.96/6.96 亿元（占比 78.20%/21.80%），同比+7.36%/+27.01%；实现归母净利 4.51 亿元，同比-34.42%，原因在于计提 VB 公司商誉减值和无形资产减值，以及维生素产品毛利率下降；2020Q1，公司实现营收 8 亿元，同比+19.14%；实现归母净利 2.17 亿元，同比+65.48%。

#### 产能扩张支撑公司成长，致力于持续打造大单品。

1) 产能扩张支撑公司成长：根据中国饲料行业信息网，公司 VA50 万 IU 粉的产能约为 2,500-3,000 吨，VD3 产能约为 1,000-1,500 吨；公司年产 800 吨维生素 A 油和年产 200 吨维生素 D3 油项目预计于 2021 年上半年进入试生产阶段，产能扩张支撑公司成长；

2) 公司产品矩阵丰富，持续打造大单品：2015-2019 年公司通过收购、投资等方式扩充产品矩阵，拥有 Doctor's Best、舞昆、Prosupps 等品牌。重视加强电商渠道建设后，2019 年 Doctor's Best（多倍斯特）双十一当天辅酶 Q10 销售额同+525%，双十一期间成交及搜索指数增长率位于辅酶 Q10 同类产品第一名；根据公司年报，运动营养产品 Prosupps（海德力）销售额位列行业第四名，公司未来有望持续打造爆款产品，丰富产品矩阵。

#### 全球最大辅酶 Q10 生产企业，研发实力依托 NMN 概念构筑核心竞争力。

1) 全球最大辅酶 Q10 生产企业：根据公司官网，金达威是目前全球最大的辅酶 Q10 生产企业，市占率超 50%，公司公告显示辅酶 Q10 产能为 600 吨/年。辅酶 Q10 价格从 2019 年 Q4 开始大幅上涨，目前仍然维持在较高价位；辅酶 Q10 具有保护心脏、激活能量、延缓衰老的作用，伴随着世界范围内老龄人口占比提升（根据世界银行数据，世界范围内 65 岁以上人口占总人口比例由 2009 年的 7.49% 上升至 2019 年的 9.10%）及健康意识提升，公司将享受辅酶 Q10 行业量价齐升红利，提升核心竞争力；

2) 全球 6 家 VA 生产企业之一，国内第三大 VD3 生产企业：维生素生产技术壁垒高，根据中国饲料行业信息网，金达威 VA50 万 IU 粉产能约为 2,500-3,000 吨，为全球 6 家 VA 生产企业之一，金达威 VD3 产能约为 1,000-1,500 吨，位列我国生产 VD3 主要上市公司第三名，公司维生素产品定价权强；

3) 注重研发，研发实力依托 NMN 概念构筑核心竞争力：公司官网显示，截至 2019 年 9 月，公司申请专利 107 件，其中发明专利占比 90%，获得授权专利 60 件，含 3 件美国专利；2020 年 7 月份公司全资子公司 Doctor's Best 生产的 NMN 产品在天猫旗舰店上线，根据 Doctor's Best 天猫旗舰店，产品 NMN 纯度高达 99.9%，根据基因港 NMN 官网，NAD+ 可能具有抗衰老的作用，而 NMN（烟酰胺单核苷酸）是科学有效补充 NAD+ 的方式。伴随着消费升级以及全球抗衰老市场扩大（根据 Zion Market Research，全球抗衰老市场规模在 2019 年达到 1,917 亿美元，同+8.3%），产品推出迎合市场热点，公司依托 NMN 概念构筑核心竞争力。

**风险提示：**安全生产风险；品牌及产品推广不及预期风险

### 5.3.2. 仙乐健康

#### 投资建议

公司是国内保健品代工龙头，深度绑定知名客户，丰厚技术储备+过硬品质打造行业口碑，国内稳抓功能食品市场千亿机遇，海外持续渗透美欧市场，高增长可期。2019A 归母净利润为 1.43 亿元，增速为-29.87%，对应 7 月 20 日估值 66 倍（市值 94 亿）。

#### 国内保健品代工龙头，深耕营养保健品行业 20 年。

1) 公司是全球主要的营养保健食品合同开发与制造商。公司以合同生产业务模式为主，面向下游品牌商客户提供一站式产品解决方案服务，并同步发展品牌产品业务，销售自有以及代理品牌产品，截至 2019H1 公司两类业务占比分别为 99.11%/0.89%；公司实控人为林培青和陈琼夫妇，截至 2019 年二人共持股 41.57%；2) 公司成立于 1993 年，于 2019 年在创业板上市。2019 年公司营收 15.8 亿元，同比-0.99%，境内/境外营收分别为 9.61/6.18 亿元（占比 60.86%/39.14%），同比-2.45%/+11.55%；实现归母净利润 1.43 亿元，同比-29.87%；实现扣非净利 1.3 亿元，同比-31.51%。19 年公司营收下降主要由于百日行动影响增长不及预期，净利润下降主要由于软糖产品向马鞍山新厂转移过程增加成本及费用；2020Q1 公司实现营收 3.58 亿元，同比-6.61%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比+36.66%。

#### 国内稳抓功能食品市场千亿机遇，海外持续渗透关键市场，高增长可期。

1) 丰富产品矩阵满足客户差异化需求，把握国内功能食品市场千亿机遇：公司产品包括软胶囊、片剂、粉剂、软糖、硬胶囊、口服液等；2019 年软胶囊/片剂/粉剂/软糖营收分别为 8.23/2.66/2.41/1.17 亿元（占比 54.07%/17.48%/15.83%/7.69%），同比-5.51%/+3.80%/-13.54%/+38.74%，据欧睿数据，预计 2022 年我国保健食品行业规模将达到 3,110.05 亿元（预计 2019-2022 年 CAGR 为 5.22%）；

2) 坚持国际化战略推进全球布局，海外业务有望持续高增长：公司业务范围遍及中国、欧洲、美国、加拿大等地区，持续推进海外地区本土化进程，海外销售额占比持续提升，据中国医药保健品进出口商会统计，15-18 年公司出口额保持行业第二，19 年公司实现境外收入 6.18 亿元，同比+11.55%；公司依托品牌口碑及全球供应链布局优势，海外市场渗透率有望持续提升，未来高增长可期。

#### 深度绑定国内外知名客户，丰厚技术储备+过硬品质打造行业口碑。

1) 客户覆盖行业知名品牌商，合作关系稳固：2019 年公司前五大客户（Pfizer Inc.、Now Health Group, Inc.、美乐家、HTC Group Ltd.、安琪酵母）销售占比达 33.81%，且与主要客户平均合作年限超三年，根据《第一药店》，以生产厂家口径统计 16 年公司营养保健食品销售额（药店销售渠道）排名行业第二；

2) 重金投入研发创新，技术转化成果显著：公司研发费用投入持续增长，2019 年达 0.66 亿元，16-19 年 CAGR 为 17.20%；公司已积累丰富技术资源，截至 19 年 9 月公司 8 个在研项目均已进入试验阶段，且部分已实现销售，公司自主开发的 14 项核心技术涵盖软胶囊、软糖等多种产品，且相关产品均已量产。公司未来或持续重金投入研发；

3) 收购、扩建释放产能空间，支撑业务高速增长：公司于 2016 年底收购软胶囊生产商 Ayanda，16-17 年公司软胶囊产能由 46.87 亿粒增至 65.76 亿粒，同比+40.3%；2019 年 Ayanda 计划改造现有车间、添置两条软胶囊生产线，预计 2021 年完工投产。20 年公司计划于马鞍山生产基地进一步扩充两条软糖生产线，乐观估计年产能分别为 8 亿粒/18 亿粒，预计分别于 2021 年年初和年底投产；

4) 多项质量认证在手，过硬品质打造行业口碑：公司质量检测中心获 CNAS 认可证书；公司质量控制体系已获得 TGA-GMP、NPA-ULGMP、BRC、ISO9001、HACCP 认证、中国和欧盟有机产品双认证；公司逐年增加行业展会及活动投入增加品牌曝光；2019 年公司计划开展 B2B 营销项目，总投资 6,003.23 万元建设北京、上海办事处，并聘用营销人员进行海内外市场推广，公司良好行业口碑有利于增强客户粘性，缩短新客户开发周期。

**风险提示：**安全生产风险；品牌及产品推广不及预期风险

### 5.3.3. 汤臣倍健

#### 投资建议

公司是中国膳食营养补充剂（VDS）行业龙头，深耕行业 15 年，大单品战略激活 VDS 业务，经销商裂变计划加速渠道下沉，品牌积淀深厚，全渠道布局领先，研发实力强劲。预计 2020-2022 年归母净利润为 13.04/15.45/17.94 亿元，增速为扭亏/18.52%/16.11%，对应 7 月 20 日估值 26.5/22.3/19.2 倍（市值 345 亿）。

#### 中国 VDS 行业龙头，深耕行业 15 年。

1) 公司主要从事膳食营养补充剂（VDS）的研发、生产及销售业务。实控人为梁允超先生，截至 2019 年末合计控股 44.90%；公司成立于 2005 年，于 2010 年在深交所上市；

2) 2019 年，公司营收 52.62 亿元，其中主品牌“汤臣倍健”/健力多/LSG 营收分别为 32.12/11.90/5.57 亿元（占比 61.04%/22.61%/10.59%），同比+7.71%/+47.10%/+115.02%；公司于 2018 年 8 月取得 LSG 控制权，但因收益未达预期，2019 年计提 10.09 亿元的商誉减值准备，归母净利-3.56 亿元，增速为-135.52%；2017/18/19 无形资产占总资产比分别为 3.01%/15.80%/10.41%。

#### 大单品战略激活 VDS 业务，经销商裂变计划加速渠道下沉。

1) 大单品战略激活 VDS 业务：2018/2019 年“汤臣倍健”主品牌营收同比+24.39%/+7.71%，健力多营收同比+128.08%/+47.10%；2020 年公司将启用“四大单品+两大形象单品+1 个明星产品”策略搭建多头并进的大单品矩阵，以健力多、LSG、健视佳等大单品为支柱，蛋白粉与多维片夯实主品牌形象，牛初乳加钙咀嚼片系列产品加码；2019 年 LSG 业务商誉减值，2020 年 1 月公司取得“life.space® 益生菌粉”批文，3 月在药店等线下渠道大量铺货，业务有望快速增长；

2) 全渠道销售体系不断完善：截至 2014 年末，公司已成功进入 96 家全国百强连锁药店和 50 多家全国百强商超；2020 年公司将启动经销商裂变计划，以地级市为单位搭建经销商体系，不断推进渠道下沉、向低线城市渗透；加码母婴与商超渠道建设，网点数量不断增加；

3) 新增硬件支持，提高技术研发能力：2019 年公司与中国科学院上海营养与健康研究所共建“营养与抗衰老研究中心”，在珠海、深圳建立院士工作站，与全球 4 家顶级原料供应商合作研究；公司正在建设营养与健康管理中心，打造专业服务平台。

#### 品牌积淀深厚，全渠道布局领先，研发实力强劲。

1) 依托知名品牌基础，深化电商品牌化战略：2002 年公司将 VDS 系统地引入非直销领域；2010 年以姚明为代言人，2011 年主营业务收入同比+91.68%，开启品牌腾飞阶段；2018 年透明工厂获国家 AAAA 级旅游景区授牌；据艾媒数据，2019 年公司消费者认知度行业最高（调查样本中 56.5% 的人表示知道汤臣倍健品牌，较第二名脑白金认知度高 10.9pct）；2019 年公司获得国务院食品办公室指导的“2019 中国食品品牌口碑榜”荣誉；

2) 线下绝对龙头，线上行业前列：2018/2019 年线下渠道收入约占境内营收八成，同比+35%/+20%，线上约占两成，同比+45%/+17%；据 IQVIA，截至 2019 年 Q1，汤臣倍健在药店渠道市占率排名第一（32%），远超第二名（5%）；据阿里平台数据，2019 年品牌在阿里系平台保健品行业市占率为 8.0%，位居第一；

3) 批文专利充足，研发实力强劲：截至 2019 年末，公司拥有 144 个保健食品批准证书、90 款保健食品备案凭证及 199 项专利，国内行业居首；公司持续夯实研发实力，2017/2018/2019 年公司研发投入金额分别为 8332.4/9989.2/12515.6 万元，分别占营业收入比例 2.68%/2.30%/2.38%。

**风险提示：**产品质量和食品安全风险；政策风险；商誉减值风险

## 6. 细分小食品：精益求精，细分板块蕴含机遇

- 1) 新品类不断涌现，但仍存在估值相对偏低企业，蕴含较大投资机会。
- 2) 建议重点关注：洽洽食品、安琪酵母、桃李面包、来伊份、涪陵榨菜、有友食品、华文食品。

### 6.1. 发展历程：新的细分品类不断涌现

细分小食品板块市场空间广阔，新的细分食品品类不断涌现。

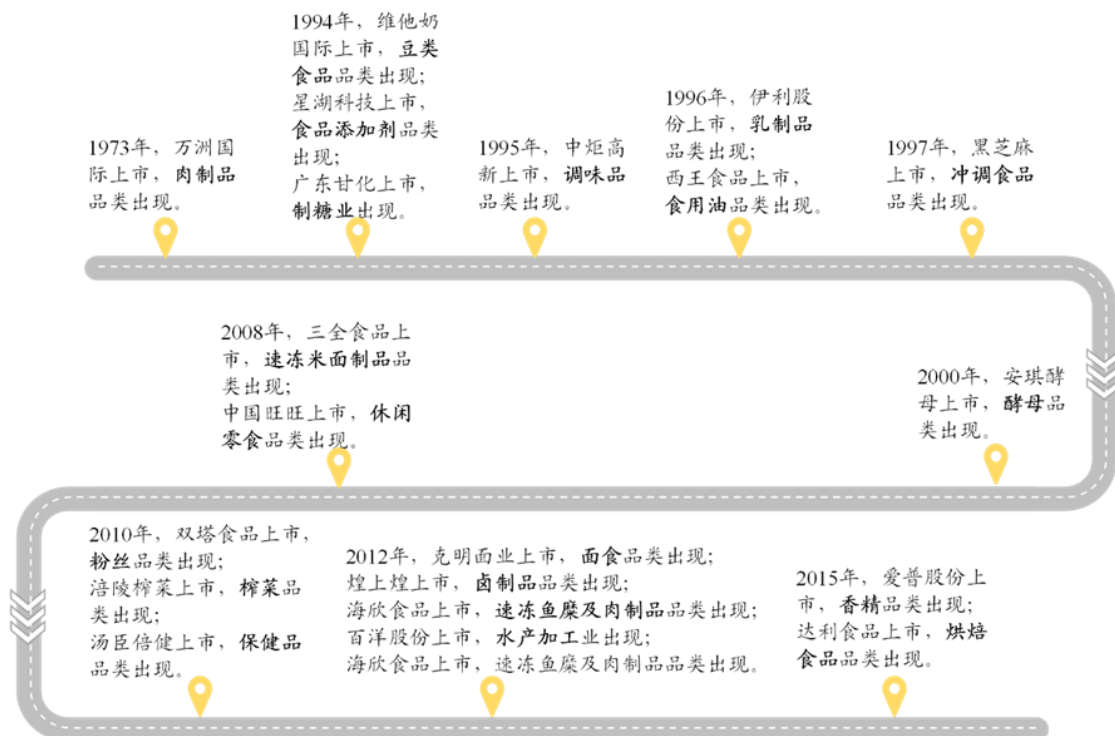
1) 2000 年前，随着万洲国际、中炬高新、伊利股份等企业上市，肉制品、调味品、乳制品等主要板块出现，食品添加剂、制糖业、食用油、冲调食品等细分小板块也逐渐涌现；

2) 2000-2009 年，中国旺旺上市，重要细分板块休闲零食出现，速冻米面制品、酵母等细分小品类也随三全食品、安琪酵母上市而出现；

3) 2010-2020 年，乳制品/调味品/休闲零食细分板块企业接连上市，上市企业总数扩充至 20/11/9 家，同时粉丝、榨菜、保健品、面食、卤制品、速冻鱼糜及肉制品、水产加工、香精、烘焙食品等新的细分食品品类不断涌现。

随着食品品类涌现，其中有大量市场相对忽视企业，我们认为其中蕴含较大的投资机会。建议重点关注洽洽食品、安琪酵母、桃李面包、来伊份、涪陵榨菜、有友食品、华文食品。

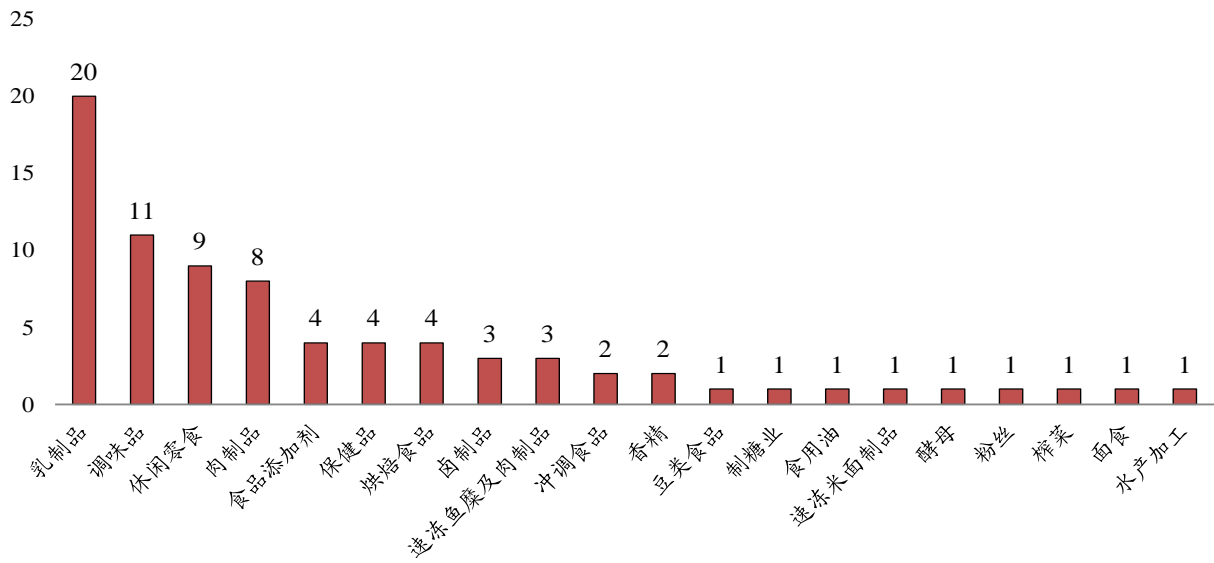
图 39：食品行业细分板块上市历程



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所整理



图 40：食品加工上市企业分品类情况（板块中企业数量）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所整理

## 6.2. 重点公司

### 6.2.1. 洽洽食品

#### 投资建议

公司是瓜子坚果龙头，连续打造爆款新品，规划产能约 17 万吨支撑成长，品牌宣传强势，核心技术突围品类竞争。预计 2020-2022 年归母净利润为 7.32/8.74/10.35 亿元，增速为 21.20%/19.53%/18.42%，对应 7 月 20 日估值为 34.9/29.2/24.7 倍（市值 255 亿元）。

#### 瓜子坚果龙头，19 年来专注瓜子研发、生产和销售。

公司于 2001 年成立、2011 年上市，19 年来专注于坚果炒货类产品的研发、生产和销售。公司实控人为陈先保先生，通过控股股东合肥华泰控制股权合计 44.30%。2020Q1，公司实现营收 11.47 亿（同比+10.29%），实现归母净利润 1.49 亿（同比+30.78%）；2019 年，公司实现营收 48.37 亿（同比+15.25%），其中葵花子类/坚果类产品营收 33.02/8.25 亿元，占比 68.27%/17.06%，同比+17.55%/64.34%，实现归母净利润 6.04 亿（同比+39.44%）。

#### 连续打造爆款新品，规划产能约 17 万吨支撑成长。

1) 持续推出新品，提升盈利能力：新口味海盐、藤椒和芝士瓜子市场反映良好，2019 年蓝袋系列瓜子含税销售额突破 9 亿（同比+约 27%）；公司凭借“海外当季直采+自主生产+保鲜技术”保障坚果质量，2019 年“每日坚果”含税销售额约 8.5 亿（同比+约 70%），产品升级释放新品增量；

2) 线上线下同步发展，逐步拓展海外市场：a) 公司业务版图覆盖全国 31 个省级市场，通过“一县一店”下沉渠道，2019 年南/东/北区营收 17.94/12.53/9.32 亿（占比 37%/26%/19%），同比增长 10.60%/16.31%/10.68%；b) 公司以经销模式为主，2019 年终端网点数量达 60 万（2013-2019 年 CAGR 为 12.25%），发展“店中店”、特通、电商等渠道，预计 2023 年北上广深等主要城市卖场布局坚果店中店 1,345 个，2019 年线上收入 4.84 亿（同比+72.67%）；c) 积极开拓海外市场，2019 年 7 月泰国工厂正式投产，建立东南亚市场桥头堡，2019 年海外地区营收 3.21 亿（同比+34.31%）；

3) 规划产能约 17 万吨支撑成长：公司运营年产能约 27 万吨，产能利用率达 70%，在建坚果分厂（3.4 万吨）/重庆二期（3.3 万吨）/滁州项目（6.6 万吨）/合肥项目（1.38 万吨）/长沙二期（2.1 万吨），合计年产能 16.78 万吨支撑成长。

#### 品牌宣传强势，核心技术突围品类竞争。

1) 打造创业平台激发活力：公司推行事业部改制、BU 制、“阿米巴经营”模式运营，推行内部市场化运作，划小经营单元，提升管理效率；公司自 2018 年以来已实施三期员工持股计划，构建长效激励机制；

2) 核心技术突围品类竞争：公司不断推进工艺创新，掌握关键充氮保鲜技术，首创“变炒为煮”生产工艺，提升生产效率、打造精品瓜子；

3) 品牌宣传强势：公司与分众传媒合作，在全国 15 个重点城市霸屏电梯媒体，对主流消费群体进行精准渗透；开展透明工厂全球直播活动，向大众传递洽洽“质造”实力与“新鲜战略”；2019 年公司销售费用 6.66 亿元（营收占比 13.77%），同比+16.85%。

**风险提示**：食品安全风险；原材料价格上涨风险；产能建设不及预期风险

## 6.2.2. 安琪酵母

### 投资建议

公司是酵母行业龙头，中国市占率第一、全球市占率 12%，大力发展线上渠道，规划产能 5.7 万吨支撑成长，大力研发构筑技术壁垒。预计 2020-2022 年归母净利润为 10.13/11.96/13.06 亿元，增速为 12.40%/18.07%/9.17%，对应 7 月 20 日估值为 50.1/42.4/38.8 倍（市值 507 亿元）。

### 酵母行业龙头，业绩增长稳定。

公司于 1986 年成立、2000 年在上交所上市，主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品的生产经营。公司第一大股东为湖北安琪生物集团有限公司（湖北宜昌市国资委的全资子公司），实际控制人为宜昌市国资委，持有 39.98% 公司股权。2020Q1，公司实现营收 20.50 亿元（同比+12.68%）；归母净利润 3.03 亿元（同比+28.00%）；扣非净利润 2.81 亿元（同比+22.75%）；2019 年，公司实现营收 76.53 亿元（同比+14.47%），其中酵母系列/制糖/包装/奶制品实现营收 58.77/4.91/2.79/0.59 亿元，占比 77.3%/6.5%/3.7%/0.8%，同比+7.4%/51.5%/21.8%/1.7%，归母净利润 9.02 亿元（同比+5.23%），扣非净利润 8.37 亿元（同比+2.26%）。

### 大力发展线上渠道，规划产能 5.7 万吨支撑成长。

1) 加强品牌建设，提升行业专家形象：2019 年，公司海外经销商数量由 2,800 余家增至 3,199 家；承办发酵面食大赛等行业会议 30 余场、参加国内外展会 100 余场；签约新形象代言人谢娜（截至 2020 年 7 月 16 日新浪微博粉丝数 1.26 亿）；

2) 大力发展线上渠道：2019 线上营收 26.63 亿元（占比 35.03%），同比+61.62%，增幅较大；线下营收 49.40 亿元（占比 64.97%），同比-0.55%，基本稳定；

3) 规划产能超 5.7 万吨支撑成长：公司现有酵母产能 25.8 万吨，规划年产能超 5.7 万吨（新疆可克达拉/云南普洱分别为 3.2/2.5 万吨），支撑成长；

4) 2020 净利润增长目标 12%，收入增长目标 14%。

### 中国市占率第一、全球市占率 12%，大力研发构筑技术壁垒。

1) 中国市占率第一、全球市占率 12%：深耕酵母 30 余年，是亚洲第一、全球第三大酵母公司，产品销往 155 个国家和地区，在至少 15 个国家市场占有率第一；

2) 大力研发构筑技术壁垒：2019 研发费用+19.24%、占收入比例 4.36%，研发成果丰富（2019 年申请专利 37 件，获得专利授权 14 件，发布 3 项国标行标）。

**风险提示**：汇率波动风险；食品安全控制风险；原材料价格波动风险；产品技术创新风险

### 6.2.3. 桃李面包

#### 投资建议

公司是烘焙行业龙头，复制已有成功模式积极开拓华南华东市场，配套产能同步跟进支撑业务扩张，中央工厂+批发短保模式已跑通，品牌影响力为持续成长奠基。2019A 归母净利润为 6.83 亿元，增速为 6.42%，对应 7 月 20 日估值为 55 倍（市值 375 亿）。

#### 烘焙行业龙头，深耕行业 25 年。

1) 公司是烘焙行业龙头，主营面包及糕点类产品的研产销，公司前五大股东吴学群等为公司实际控制人，截至 2020Q1 合计持股 67.84%。2) 公司成立于 1995 年，于 2015 年在上交所上市。2020Q1 公司营收 13.23 亿元（同比+15.79%），归母净利润 1.94 亿元（同比+60.47%），净利润增加主要因毛利增加、国家阶段性社保减免政策导致成本费用下降；2019 年公司实现营收 56.44 亿元（同比+16.77%），其中面包/月饼/粽子实现营收 55.27/1.06/0.11 亿元，占比 97.9%/1.9%/0.2%，同比+16.9%/11.6%/10.0%，归母净利润 6.83 亿元（同比+6.42%）。

#### 复制已有成功模式积极开拓华南华东市场，配套产能同步跟进支撑业务扩张。

1) 复制东北、华北成功模式，积极开拓华南及华东市场：公司在东北与华北地区业务相对成熟，持续加快营销网络细化和下移，19 年东北/华北营收分别为 26.64/13.26 亿元（占比 47.20%/23.49%），同比+14.21%/+17.92%；公司积极开拓华南、华东新兴市场，通过增加重点客户投入提升单店经营表现、成效显著，19 年华东/华南营收分别为 11.67/3.82 亿元（占比 20.68%/6.77%），同比+19.75%/+23.56%，16-19 年 CAGR 达 24.01%/148.15%；华中地区营收同比增长 71.82%，未来公司在华南、华东等地区市占率有望持续提升，进一步打开收入增长空间；

2) 配套产能同步跟进支撑成长，有望带来业绩新增量：截至 2019 年末，公司已在全国 18 个区域建立了生产基地；武汉桃李一期（设计产能为 2.00 万吨，19 年实际产能为 0.12 万吨）已于 2019 年 11 月投产，山东桃李（设计产能为 2.12 万吨）已于 2020 年 2 月投运；沈阳桃李（设计产能为 6.00 万吨）、江苏桃李（设计产能为 2.20 万吨）和浙江桃李（设计产能为 4.28 万吨）正在有序建设中，共计 12.48 万吨。

#### 中央工厂+批发短保模式已跑通，品牌影响力为持续成长奠基。

1) 中央工厂+批发模式支撑业务扩张，规模经济效应提升盈利能力：公司采用“中央工厂+批发模式”实现规模化生产，供应端集中采购，生产端统一部署生产；公司产品品类少而精，追求单品销售规模，19 年公司面包及糕点业务贡献营收 55.27 亿（占比 97.94%），同比+16.89%；“中央工厂”规模效应下有望降低单位生产成本和销售成本，19 年公司毛利率达 39.57%，处行业领先水平；“互联网+时代”使得短保成为可能，公司中央工厂短保模式已跑通；

2) 直营+经销模式建立庞大销售网络，以销定产提高存货周转率、降低退货率：公司采用直营+经销模式开拓渠道，截至 19 年末公司已在全国范围内建立 24 万个零售终端，与全国性商超永辉、华润万家、家乐福、沃尔玛、大润发及部分地方性商超达成稳定合作，20Q1 公司经销商达 697 家；公司以销定产模式有利于精准判断终端需求，提高存货周转率、严格控制退货率，15-19 年公司平均存货周转天数仅 13 天，19 年退货率仅 7%，远低于行业平均水平 15%；

3) 重金投入产品研发，紧随潮流推出新品：19 年公司研发开支为 884 万元人民币，同比增 56.49%；公司先后培育出醇熟、奶棒等明星产品，并紧随潮流陆续推出巧乐角面包等系列新品，深受消费者欢迎；

4) 参与制定国家标准，品牌影响力为持续增长奠基：据欧睿数据，19 年行业 CR5 仅 10.6%，产品同质化严重，品牌影响力或为破局关键；公司受邀参与起草国家标准化管理委员会和国家质量监督检验检疫总局联合发布的糕点通则及面包国标，获“中国焙烤食品糖制品行业百强企业”等荣誉，已建立强大品牌影响力，据欧睿数据，15-19 年桃李品牌市占率由 2.3%增至 3.3%，19 年位居行业第二，与头名仅相差 0.4pct。

**风险提示：**食品安全控制风险；原材料价格波动风险；市场变化风险

#### 6.2.4. 来伊份

##### 投资建议

公司是零食零售领先企业，深耕行业 18 年，线上线下同步发力，产品升级与开发提速，严控食品质量，年轻化品牌深入人心。2019A 归母净利润为 0.10 亿元，增速为 2.59%，对应 7 月 20 日估值 608 倍（市值 63 亿元）。

##### 零食零售领先企业，深耕行业 18 年。

公司于 2002 年成立，2016 年上市，是一家经营自主品牌的休闲食品全渠道运营商，实控人为施永雷、郁瑞芬和施辉（施永雷和郁瑞芬为夫妻关系、施辉和施永雷为父子关系），施永雷通过爱屋企管控制股权合计 58.12%，郁瑞芬通过海瑞德和直接持股控制股权合计 5.7%，施辉通过德域和直接持股控制股权合计 4%，三人合计持股 67.82%。2020Q1，公司实现营收 13.14 亿（同比+10.08%），实现归母净利 0.73 亿（同比+12.94%）；2019 年，公司实现营收 40.02 亿元（同比+2.86%），其中肉制品及水产品/炒货及豆制品/糕点及膨化食品/蜜饯及果蔬实现营收 12.14/11.12/6.06/5.09 亿元，占比 30.8%/28.2%/15.4%/12.9%，同比+1.3%/-5.0%/+6.1%/+5.2%，实现归母净利润 0.10 亿元（同比+2.59%）。

##### 线上线下同步发力，产品升级与开发提速。

1) 全渠道运营模式逐渐完善：公司坚持线上线下全渠道运营模式，截至 2019 年底，全渠道会员总人数达 3,000 万。a) 线下方面，截至 2019 年底，公司连锁门店总数 2,792 家（同比+95 家），其中直营门店 2,429 家（同比+48 家），加盟门店 363 家（同比+47 家）；同时积极拓展商超和特通渠道，与 300 多家经销商建立深度合作；b) 线上方面，公司构建第三方平台、移动 APP 和外卖平台等全方位线上体系；2019 年，线上电商营收 5.16 亿（同比+25.45%）；公司推动移动 APP 到店、到家体系孵化，截至 2019 年底，全国门店接入外卖布局拓展至 500 家，2019 年底社区团业务实现销售额突破 300 万，订单数突破 20 万单，累计使用的会员用户数超过 32 万人；2020 年社区团将继续做大销售，目标每月完成 100 万订单数，APP 外卖业务目标拓展至 2,000 家；

2) 积极拓展潜力巨大区域：公司精耕上海、江苏等成熟市场，2019 年上海/江苏地区营收 24.79/10.81 亿元（营收占比 62.82%/27.39%），同比+4.71%/0.55%；大力拓展华南市场，2019 年深圳重庆营收 0.26 亿，同比+46.44%；公司将建立外部团业务，首批重点拓展城市为上海、江苏、安徽和浙江地区，突破地域限制，业务拓展至全国各地；

3) 产品升级和开发提速：公司不断在进行产品的升级与开发，持续打造百年好核、居司令、芒太后等大单品；为满足消费者日益变化的消费需求，2019 年公司累计开发新品超 100 多种，并且持续打造细分品类的大单品。

##### 严控食品质量，年轻化品牌深入人心。

1) 年轻化品牌深入人心：公司提前布局品牌年轻化，迎接 90 后、00 后客群；深入打造“伊仔”品牌 IP，布局泛娱乐生态，根据 CSM 动画片收视榜排名，《超级伊仔》在央视少儿暑期播出期间，一举拿下全国同时段黄金档第四名，仅次于熊出没、喜羊羊国内一线 IP；在小红书、抖音、B 站等圈层化平台做品牌深耕，提升品牌的用户粘性和忠诚度；2019 年，公司销售费用 13.06 亿元（营收占比 32.63%），同比+2.03%；

2) 产品品质是生命线：公司严控食品质量，2019 年公司入库检验产品 73,963 批次，入库检验合格率为 99.35%；第三方送检产品 1,223 次，第三方送检合格率为 99.51%，入库检验次数、入库合格率、第三方送检合格率均保持同行业较高水平；

3) 不断研发构筑技术壁垒：公司不断加大研发力度，产品“一号金芒”、“天天坚果”获得“世界品质评鉴大会”（蒙特奖）金奖；截至 2019 年底，公司已取得 15 项专利，其中发明 2 项，实用新型 8 项，外观设计 5 项；2019 年研发费用 0.24 亿，营收占比 0.60%。

**风险提示：**上游供应商原材料价格波动风险；门店租金提高、人力成本上升等经营风险；食品质量控制风险

## 6.2.5. 涪陵榨菜

### 投资建议

公司是腌菜行业龙头，渠道下沉+创新提升市场空间，去库存降低不确定性，研发、产能、品控齐发力，打造产品护城河。2019A 归母净利润 6.05 亿元，增速为-8.55%，对应 7 月 20 日估值 49 倍（市值 295 亿元）。

### 腌菜行业龙头，专注佐餐开胃菜研产销。

公司于 1988 年成立，2010 年于深交所上市，专注于研发、生产和销售佐餐开胃菜，产品包括榨菜、泡菜、萝卜、下饭菜等，拥有“乌江”和“惠通”两大知名品牌，是全国最大的佐餐开胃菜企业；公司实控人为重庆市涪陵区国资委，控制股权合计 39.65%。2020Q1，公司实现营收 4.83 亿元（同比-8.33%），归母净利润 1.66 亿元（同比+6.67%）；2019 年，公司实现营收 19.90 亿元（同比+3.93%），其中榨菜/泡菜实现营收 17.13/1.27 亿元，占比 86.20%/6.37%，同比+5.20%/13.91%，实现归母净利润 6.05 亿元（同比-8.55%）。

### 渠道下沉+创新提升市场空间，去库存降低不确定性，消费者价格敏感度较低，行业龙头仍有提价空间。

1) 公司加大渠道下沉力度，有望打开三四线市场：公司延伸销售网络至下线城市，2019 年新开发经销商约 600 个，一级经销商客户提升至 1,600 多家，同比+400 余个；公司在全国范围内设有 8 个销售大区，销售网络覆盖全国 34 个省市自治区、300 个地市级市场、1000 余个县级市场，三四线市场份额有望提升；

2) 加强渠道创新，在一线城市探索新老渠道互补模式：公司加强渠道创新，探索新零售模式，2019 年电商费用达 921.21 万元，同比+96.80%；2019 年公司在天猫、京东等主流电商平台的线上销售额约为 1.23 亿元，同比+30.72%；

3) 终端和经销商两方面去库存，降低未来收入不确定性：终端销售方面，2019 年公司市场推广费用 2.50 亿元，同比+89.81%，营销投入增长推动终端加速消化渠道库存；经销商方面，2019 年公司去库存成效显著，Q1 渠道库存高点达到 2 个月，积压现象明显；2019Q2 渠道库存降至 1.5 个月，2019Q3 降至 1-1.5 个月，截至 2019 年末，公司库存 2,055 吨（同比-77.39%）；公司通过疏通渠道实现去库存目标，留足空间应对未来渠道再次压货的风险，降低未来的不确定性；

4) 消费者价格敏感度较低，龙头仍有提价空间：19 年公司在腌菜零售端市场市占率达 35.5%，高出第二名 24.8pct；公司 2016 年 Q3-2018 年 Q4 四次提价，有效应对成本提升并拉高毛利率（16-19 年毛利率提升 12.83pct）；榨菜产品由于价格基数小，消费者价格敏感度相对较低，叠加公司强大品牌力，未来公司面对原材料价格波动仍有提价空间。

### 研发、产能、品控齐发力，打造产品护城河。

1) 研发创新保障新品推出：公司旗下产品技术创新研究院现已建设为国家榨菜加工技术研发专业中心，承担国家科技部、国家发改委等部委攻关项目 14 项；公司 2019 年研发投入 2,596.22 万元，同比+15.20%，营收占比 1.30%。强大科研实力支撑新品推出、现有产品优化，2019 年公司新开发瓶装榨菜、萝卜类、下饭菜等 16 支新品（同比+12 支），优化产品 27 支（同比+4 支）；

2) 产能充沛保障产品供应：公司产能位居行业上游，规划 11.9 万吨产能支撑成长。截至 2019 年 8 月，公司现有产能约 18 万吨（以此测算公司 2019 年产能利用率约为 73.02%），规划产能包括眉山 5.3 万吨榨菜生产线建设项目（新增 4 万吨，置换 1.3 万吨）、涪陵 1.6 万吨脆口榨菜生产线项目以及东北 5 万吨泡菜生产基地建设项目，合计规划 11.9 万吨产能，预计 2021 年建设完成；

3) 标准化生产管理保障产品质量：公司通过“基地+订单+农户”等模式，保证优质原料供应；通过建立和保存产品去向记录等措施，实现产品溯源管理；公司采用“三清三洗，三腌三榨”的腌制技术，从起池到产品包装实现机械化、自动化；公司在产品入库和出厂环节安排质检员对出入库产品各项指标进行检验，有效保障产品质量。

**风险提示：**食品安全风险；原材料价格上涨风险；产能建设不及预期风险

## 6.2.6. 有友食品

### 投资建议

公司是泡卤凤爪龙头，渠道布局不断优化，规划产能 3.08 万吨支撑成长，核心产品泡椒凤爪单价领先同行，精湛工艺构筑技术壁垒。2019A 归母净利润 1.79 亿元，增速为+0.48%，对应 7 月 20 日估值 30 倍（市值 53 亿元）。

### 国内首家 A 股泡卤凤爪上市公司，深耕行业 23 年。

公司于 1997 年成立、2019 年上市，为国内首家 A 股泡卤凤爪上市公司，主要从事泡卤风味休闲食品的研发、生产和销售。公司控股股东为鹿有忠先生，直接持有 49.89% 的股权；实控人为鹿有忠、赵英夫妇及其女鹿新，持有股权合计 68.04%。2020Q1，公司实现营收 2.10 亿元（同比-12.03%），实现归母净利润 0.41 亿元（同比-9.53%）；2019 年，公司实现营收 10.08 亿元（同比-8.44%），其中肉制品/竹笋/豆干/花生实现营收 9.33/0.35/0.21/0.16 亿元，占比 92.76%/3.53%/2.11%/1.59%，同比-8.56%/-5.65%/-0.83%/-16.04%，实现归母净利润 1.79 亿元（同比+0.48%）。

### 渠道布局不断优化，规划产能 3.08 万吨支撑成长。

1) 加大新品研发力度，丰富产品矩阵：公司以泡椒凤爪为核心产品，2019 年泡椒凤爪营收为 8.44 亿元（营收占比为 83.8%），较 2016 年+34.12%；公司不断加大新品研发力度，2016 年起相继推出带鱼、鱿鱼、猪皮晶、调味品等新品类，丰富产品矩阵；

2) 线上线下渠道不断优化，加速全国市场布局：a) 公司着力在西南以外地区进行渠道布局，2019 年西南以外地区合计营收 4.41 亿（营收占比为 44%），2016-2019CAGR 为 16.3%；公司拟新增 6 处运营中心（沈阳/北京/西安/上海/广州/武汉），开拓全国市场；公司将针对川渝地区县级以下地区，促进渠道下沉，进一步挖掘西南地区市场潜力，2019 年西南地区营收 5.64 亿（营收占比为 56%），2016-2019CAGR 为 1.2%；b) 公司采用经销商为主（销售占比达 95% 以上），直销渠道为辅的销售模式；截至 2020Q1，公司共拥有 660 家经销商，较 2019 年增加 4 家；2019 年公司以猪皮晶为切入口进军 B 端火锅食材市场，开拓成长新动力；c) 公司不断拓展网络销售平台，2019 年公司线上渠道营收 1.69 亿，同比+4.7%；

3) 规划产能 3.08 万吨支撑成长：公司目前运营年产能约 3.7 万吨（四川生产基地/重庆生产基地/有友产业园一期年产能分别为 2.5/0.6/0.6 万吨）；2019 年，公司募资 3.2 亿投资于“有友食品产业园项目”，规划年产能约 3.08 万吨，预计 2021 年投产，产能翻倍支撑成长。

### 核心产品单价领先同行，精湛工艺构筑技术壁垒。

1) 核心产品泡椒凤爪竞争力强，产品单价领先同行：公司深耕泡椒凤爪领域 23 年，已成为该领域知名品牌；泡椒凤爪价格（15.8 元/袋）较同类产品均价高 21.9%，拥有较强的定价权；

2) 深耕西南，具备区位优势：公司深耕西南市场，截至 2019 年底，国内共拥有 600 余家泡椒凤爪生产企业，其中半数集中于川渝地区，高产业集中度为公司原料采购及相关生产配套等方面提供便利；同时川渝地区为我国泡椒凤爪的最主要消费地（2019 年西南地区营收占比为 56%），其较高的市场成熟度及货物运输的便利，为公司提供生产和经营优势；

3) 成功将现代技术与传统四川泡菜工艺相结合：公司设有独立的研发中心，成功将现代技术与传统四川泡菜工艺相结合，目前在泡椒凤爪等相关领域已取得 13 项专利，研发能力领先；2019 年公司研发费用 4.32 亿（营收占比为 0.43%），同比增加 26.3%。

**风险提示：** 食品质量安全控制风险；产品结构较为单一风险；原材料价格波动风险

### 6.2.7. 华文食品

#### 投资建议

**鱼类零食第一股，销售网络深化拓展，规划年产能 0.23 万吨支撑成长，品牌优势显著，大力研发构筑技术壁垒。**2019H1 归母净利润为 0.61 亿元，扣非后净利润为 0.42 亿元。

#### 鱼类零食第一股，业绩增长稳定。

公司于 2010 年成立、2020 年 6 月首发申请获证监会通过，将于深交所中小板上市。公司主要从事风味小鱼、风味豆干等传统风味休闲食品的研发、生产和销售。公司控股股东、实际控制人为周劲松、李冰玉夫妇，合计持有公司股份占发行前总股本的 44.62%。2019H1，公司实现营收 4.40 亿元，其中风味小鱼/风味豆干实现营收 3.47/0.52 亿元，占比 79.61%/11.93%，实现归母净利润 0.61 亿元，实现扣非后净利润 0.42 亿元。2018 年，公司实现营收 8.05 亿元，同比增长 4.95%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 51.32%；实现扣非净利润 0.86 亿元，同比增长 38.71%。

#### 销售网络深化拓展，规划年产能 0.23 万吨支撑成长。

1) 销售网络的深度拓展: a) 东北和西南地区营收增长迅速，2018 年，公司主营业务收入前四大区域分别是华东/华南/华北/西南地区，营收占比分别为 27.34%/18.49%/17.64%/15.49%，营收增速较高的是东北地区（增速为 15.00%）和西南地区（增速为 11.71%）；b) 从销售模式来看，公司实行经销为主、直营为辅的销售模式；截至 2019 年 6 月，公司拥有经销商 1,186 家（较 2018 年净增 221 家）；2018 年，公司通过经销模式实现营业收入 7.70 亿元（营收占比 96.45%），较 2017 年增加 3.63%，直营模式实现营收 0.28 亿元（营收占比 3.55%），较 2017 年提升 40%；

2) 规划年产能 0.23 万吨支撑成长: 公司 2018 年运营年产能超 2.4 万吨（平江工业园生产风味小鱼 1.8 万吨/年、康王工业园生产风味豆干 0.6 万吨/年）；2020 年公司拟募资 0.99 亿元用于风味小鱼生产线技术改造项目，规划年产能约 0.23 万吨，预计 2021 年投产，提升产能支撑成长；

3) 新品类进入发力期: 公司在 2019 年推出风味肉干、风味素肉和劲豆干等新品，得到广大消费者认可，度过市场推广期后，有望改善公司产品单一的局面，丰富产品矩阵。

#### 品牌优势显著，大力研发构筑技术壁垒。

1) 品牌优势显著: 公司创始人深耕行业超 30 年，推出劲仔、博味园等知名品牌，公司获得“湖南省著名商标”、“CCTV 中国品牌榜”等荣誉，得到消费者广泛认可；

2) 大力研发构筑技术壁垒: 公司技术储备雄厚，截至 2019 年 12 月 5 日，公司已经取得 18 项专利技术，其中 15 项为自主研发取得，包括风味小鱼加工技术在内的 4 项核心技术对原材料进行精准加工，自动化生产提高效率，专用配方缔造独特风味；2018 年，公司研发费用支出 395.74 万元（营收占比 0.49%），增速为 29.16%。

**风险提示：**食品安全风险；产品单一的风险；市场竞争加剧的风险



## 7. 投资建议

随着食品行业整体增速的放缓，市场认为食品行业增长点从整体增长转向集中度提升，我们认为除了集中度提升逻辑之外，食品行业增长点从整体增长转向细分赛道增长的逻辑不能忽视。当前时点，建议重点关注四条主线：奶粉（中国飞鹤、澳优）、烟用香精（华宝股份、华宝国际、中国波顿、爱普股份）、卤制品（绝味食品、煌上煌）、保健品（金达威、仙乐健康、汤臣倍健），以及细分小食品（洽洽食品、安琪酵母、桃李面包、来伊份、涪陵榨菜、有友食品、华文食品）。

表 10：重点公司盈利预测与估值（截至 2020 年 7 月 20 日）

板块	序号	公司名称	PE 估值			市值 (亿)	归母净利润(亿)			增速(%)		
			2019A	2020E	2021E		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
乳品	1	中国飞鹤	32	23	18	1,258	39.3	54.1	69.6	75%	37%	29%
	2	澳优*	24	17	14	213	8.8	12.3	15.7	38%	40%	28%
	3	伊利股份	29	35	25	2,034	69.3	58.3	82.4	8%	-16%	41%
	4	光明乳业	37	34	31	187	5.0	5.5	6.1	46%	10%	11%
调味发酵品	5	华宝股份	30	29	27	373	12.4	13.0	13.7	5%	5%	6%
	6	华宝国际*	23	23	22	257	11.1	11.0	11.7	0%	-1%	6%
	7	中国波顿*	16	11	10	19	1.2	1.7	2.0	-6%	44%	13%
	8	爱普股份*	29	-	-	43	1.5	-	-	38%	-	-
	9	海天味业	79	68	57	4,243	53.5	62.5	74.9	23%	17%	20%
	10	中炬高新	70	59	50	506	7.2	8.5	10.1	18%	19%	19%
	11	安琪酵母	56	50	42	507	9.0	10.1	12.0	5%	12%	18%
零食卤制品	12	绝味食品	56	49	40	447	8.0	9.2	11.3	25%	15%	22%
	13	煌上煌*	60	47	37	132	2.2	2.8	3.6	27%	28%	27%
膳食补充	14	金达威*	56	20	17	254	4.5	12.8	14.7	-34%	185%	14%
	15	仙乐健康*	67	42	31	95	1.4	2.3	3.1	-30%	60%	34%
	16	汤臣倍健	-97	27	22	346	-3.6	13.0	15.5	-136%	465%	19%
零食瓜子	17	洽洽食品	42	35	29	255	6.0	7.3	8.7	39%	21%	20%
烘焙品	18	桃李面包*	55	45	39	375	6.8	8.4	9.7	6%	23%	16%
	19	元祖股份	16	14	12	40	2.5	2.9	3.2	3%	18%	11%
零食零售	20	来伊份*	608	55	41	63	0.1	1.1	1.6	3%	999%	36%
	21	良品铺子	88	74	57	299	3.4	4.0	5.2	43%	19%	29%
	22	三只松鼠*	116	92	69	276	2.4	3.0	4.0	-21%	26%	33%
佐餐开胃	23	涪陵榨菜*	49	41	35	295	6.1	7.2	8.4	-9%	19%	17%
其他小食品	24	有友食品*	30	25	21	53	1.8	2.1	2.6	0%	20%	19%
肉品	25	双汇发展	34	31	28	1,853	54.4	59.9	66.3	11%	10%	11%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

注：\*为 Wind 一致预期

## 8. 风险提示

政策风险；下游需求波动风险；食品安全风险

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>