

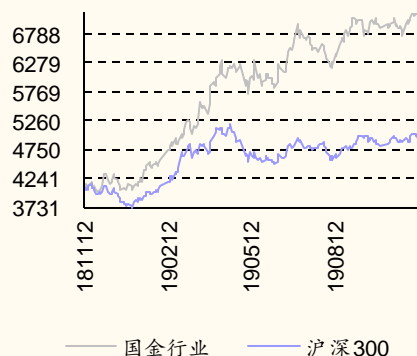
消费升级与娱乐研究中心

食品饮料行业研究 买入 (维持评级)

行业月报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	7087
沪深300指数	3903
上证指数	2910
深证成指	9681
中小板综指	9029



相关报告

- 1.《高端白酒反馈稳定,各板块低估值品种迎来反弹-食品饮料行业周报》,2019.11.10
- 2.《三季报检验期结束,各子行业景气度依旧-食品饮料行业周报》,2019.11.3
- 3.《秋糖会反馈较为平稳,坚定看好一二线龙头-食品饮料行业周报》,2019.10.27
- 4.《白酒板块短期波动正常,坚定看好一二线龙头-食品饮料行业周报》,2019.10.20
- 5.《中式复合调味品行业九月数据快报-中式复合调味品行业数据月报》,2019.10.16

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

10月线上保健品增速回暖,速冻食品持续高增长事件

根据国金证券研究创新中心数据,我们对调味品、保健品、休闲食品和速冻食品等子行业10月份线上销售情况进行分析。

数据点评

- **调味品:海天10月增速环比下滑,中炬高新线上持续高增长。**海天阿里系前10个月线上销售额同比下滑4.21%,且10月份单月同比-23.93%,线上销售下滑明显。中炬阿里系前10个月销售额同比+46.58%,其中10月单月同比+29.79%,环比增速有所下降但依然维持高增长,线上渠道规模不断扩大。
- **保健品行业:10月份线上行业增速环比回暖。**据阿里系全网数据,保健品行业10月份线上增速环比回暖,各品牌同比增速基本均有显著环比提升。汤臣倍健主品牌、muscletech、Swisse、GNC10月份销售额同比增速分别为+164%、+72%、+132%以及+50%(增速分别环比+37pct、-2pct、+90pct以及+27pct)。累计1-10月增速来看,汤臣倍健、muscletech、Swisse、GNC分别实现+77%、+86%、+56%、+49%。汤臣倍健分品牌来看,主品牌、LSG增速均有环比提升(分别环比+37pct、+105pct至+164%、+192%),健力多增速环比下降31pct至+68%。累计1-10月增速来看,汤臣倍健整体、主品牌、健力多、LSG分别实现+27%、+77%、+79%、+107%,汤臣倍健整体线上收入占其总收入的比重约为16%。
- **休闲食品:累计增长23.4%,增速环比提升。**休闲食品10月份增速环比8月份略有下降,但仍在高增长的通道。9大代表性品牌前10个月在阿里和京东两大平台累计实现销售额129.9亿元,同比增长23.4%,增速十分可观。10月单月9大代表性休闲食品品牌阿里和京东合计实现销售额12.0亿,同比增长33.1%,增速环比提升13.1pct,整体表现回暖。三只松鼠10月单月阿里(仅包括天猫旗舰店和天猫超市)+京东合计销售收入同比增长24.5%,各分品类销售规模年初至今均同比正向增长,其中饼干/膨化类产品表现最为亮眼,较去年同期增长83.9%,零食类业务继续高速增长,产品结构不断多元化。1-10月三只松鼠阿里和京东平台累计实现销售额61.0亿,同比增长28.8%,规模持续扩张。
- **速冻食品:正在成长的快车道上。**10月阿里渠道速冻食品实现总销售额14.9亿元,同比+164.4%;其中海鲜/水产品、生肉/肉制品、冰淇淋/冻品销售额分别同比+222.7%、+156.1%和-78.0%。1-10月阿里渠道速冻食品合计实现销售额102.5亿,同比+101.3%,线上速冻食品仍在增长的快车道上。10月京东渠道速冻食品实现总销售额3.9亿元,同比+83.1%;其中海鲜水产、猪牛羊羊肉、冷冻食品、禽肉蛋品和饮品甜品分别同比+112.8%、+35.6%、+77.9%、+70.4%和+42.5%。1-10月京东渠道速冻食品实现销售额32.9亿,同比+88.7%。10月阿里+京东速冻食品销售总额18.8亿,同比+141.9%;1-10月阿里+京东速冻食品销售总额142.5亿,同比+108.4%,正处在成长的快车道上。

风险提示

- 线上数据与全渠道数据存在差异、食品安全的风险、原材料价格上涨的风险

内容目录

1、调味品：海天 10 月增速环比下滑，中炬高新线上持续高增长.....	3
2. 保健品：10 月线上增速环比回暖，汤臣倍健主品牌增速坚挺.....	5
3、休闲食品：10 月全行业增速环比提升，三只松鼠同比增长 24.5%.....	7
3.1 休闲食品行业：累计增长 23.4%，增速环比提升.....	7
3.2 三只松鼠：增速环比放缓，坚果占比提升.....	7
4、速冻食品：正处成长的快车道上.....	9
5、风险提示.....	10

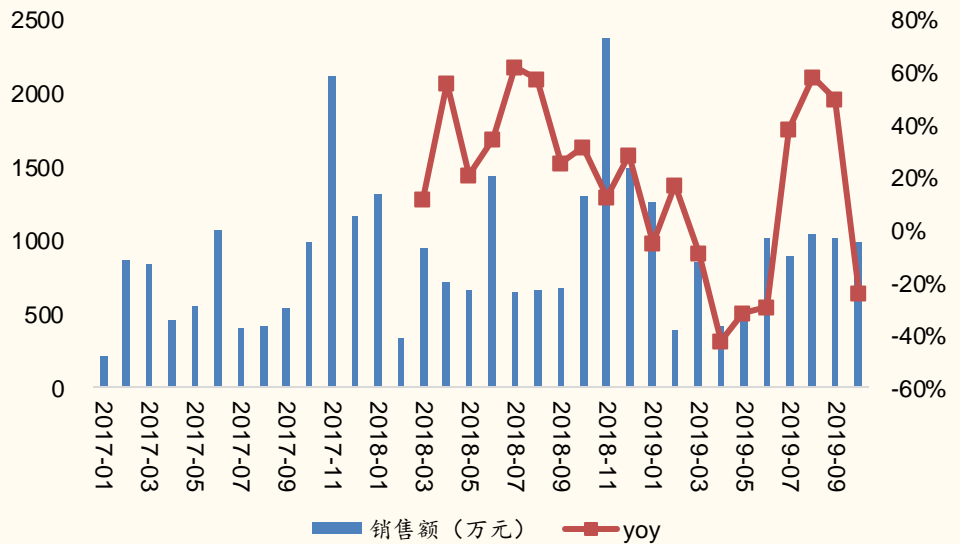
图表目录

图表 1：海天线上销售额及增速.....	3
图表 2：海天 2019 年线上销售额增速同比变化.....	3
图表 3：海天 2019 年线上销售量增速同比变化.....	3
图表 4：中炬高新线上销售额及增速.....	4
图表 5：中炬高新线上销售额同比变化.....	4
图表 6：中炬高新线上销售量同比变化.....	4
图表 7：2019.01-10 保健品行业分品牌同比增速.....	5
图表 8：汤臣倍健全品牌线上销售额及增速（万元）.....	6
图表 9：汤臣倍健主品牌线上销售额及增速（万元）.....	6
图表 10：健力多线上销售额及增速（万元）.....	6
图表 11：LSG 线上销售额及增速（万元）.....	6
图表 12：休闲食品品牌线上销售情况.....	7
图表 13：休闲食品品牌近三个月增长情况.....	7
图表 14：三只松鼠月度销售额和增速变化情况.....	8
图表 15：三只松鼠分品类销售情况（1）.....	8
图表 16：三只松鼠分品类销售情况（2）.....	8
图表 17 三只松鼠各品类占比情况.....	9
图表 18：速冻食品阿里系销售情况.....	9
图表 19：速冻食品京东系销售情况.....	9
图表 20：各品牌线上增速汇总.....	10

1、调味品：海天 10 月增速环比下滑，中炬高新线上持续高增长

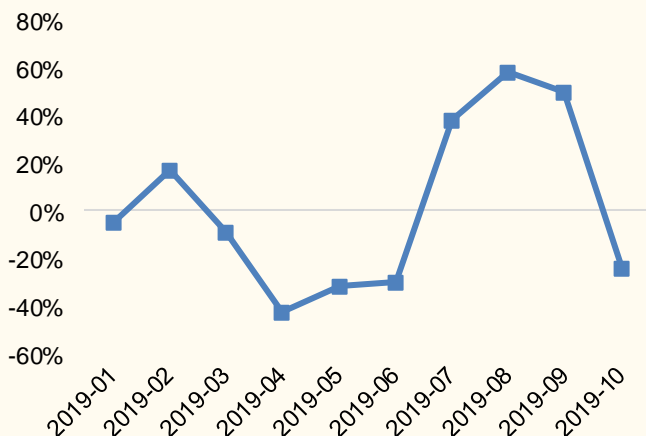
- **海天 10 月份线上下滑 23.9%，增速环比下降：**公司 2019 年上半年线上销售收入 2.07 亿元，同比增长 44.4%，占总收入的 2.1%，线上渠道占比提升，渠道重要性不断凸显。三季度增长明显提速，7-9 月份销售额分别同比增加 38.0%/58.3%/49.8%，三季度整体销售额累计同比增长 48.8%，线上销售更加积极。海天 1-10 月阿里系同比下滑 4.2%，海天单 10 月份销售额同比下滑 23.9%，虽销量同比增长 4.6%，线上渠道持续发力，但客单价同比下降 27.2%，造成了销售额的同比环比同时下滑。

图表 1：海天线上销售额及增速



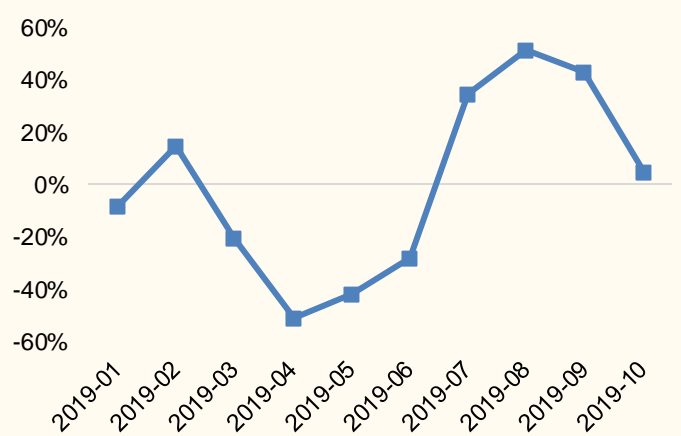
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 2：海天 2019 年线上销售额增速同比变化



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

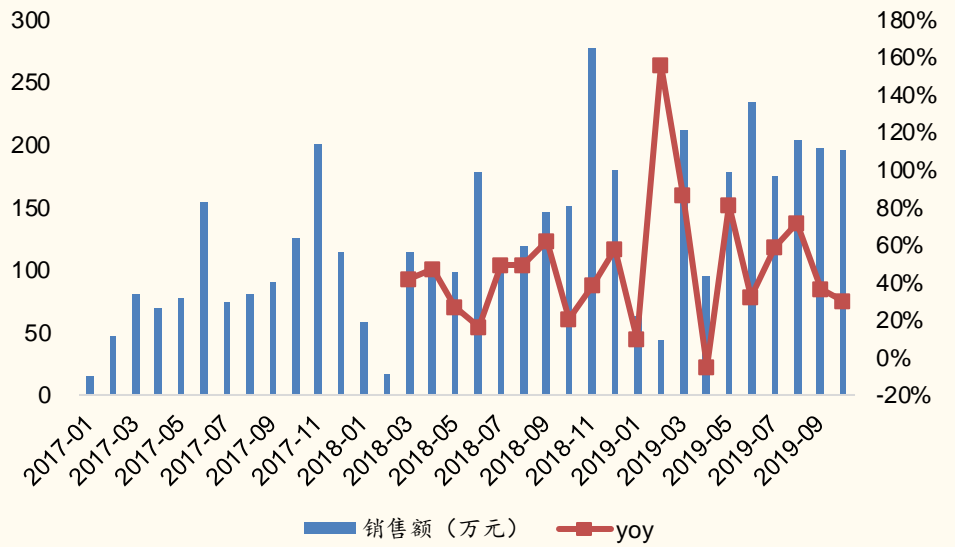
图表 3：海天 2019 年线上销售量增速同比变化



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

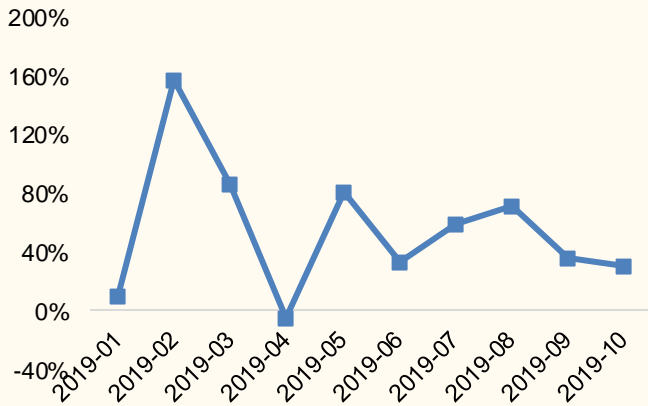
- **中炬增速环比下降，10 月份同比增长 29.8%：**公司 2018 年线上销售收入 2563 万元，同比增长 49.0%，占总收入的 0.7%，渠道张力不断释放。中炬高新阿里系前 10 个月销售额同比增长 46.6%；其中 10 月份同比增长 29.8%，环比增速有所下降但依然维持高增长，线上渠道规模不断扩大。中炬高新 10 月份订单量同比增加 38.9%，线上消费频次和热度不断增加，客单价维持在 40 元左右。

图表 4：中炬高新线上销售额及增速



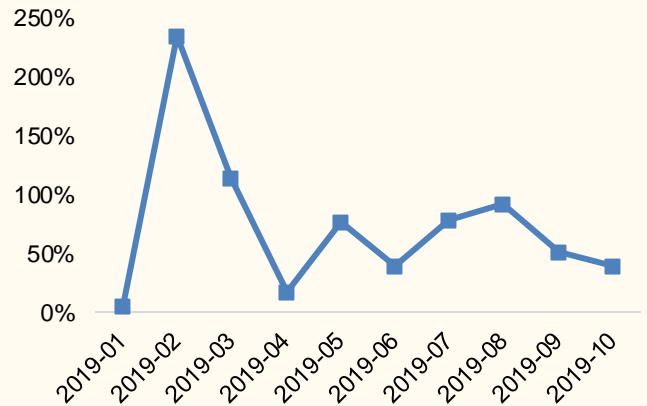
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 5：中炬高新线上销售额同比变化



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 6：中炬高新线上销售量同比变化

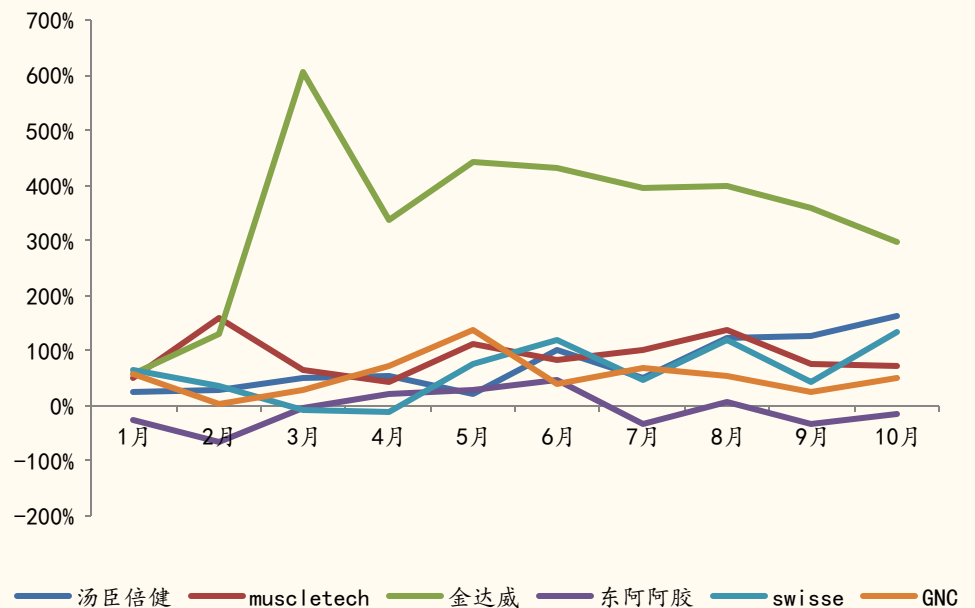


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

2. 保健品：10月线上增速环比回暖，汤臣倍健主品牌增速坚挺

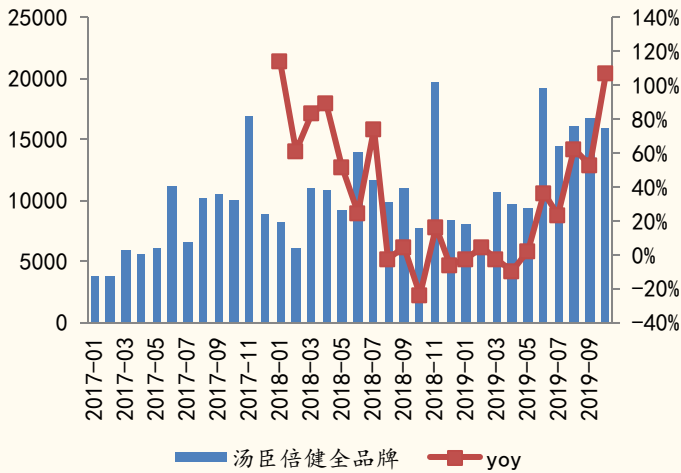
- 保健品行业：10月份线上行业增速环比回暖。**据阿里系全网数据，保健品行业10月份线上增速环比回暖，各品牌同比增速基本均有显著环比提升。分品牌来看，汤臣倍健主品牌10月份销售额同比增速为+164%（增速环比+37pct，同比+132pct）；muscletech销售额同比增速为+72%（增速环比-2pct，同比+98pct）；金达威销售额同比增速为+298%（增速环比-60pct，同比-90pct）；东阿阿胶销售额同比增速为-15%（增速环比+17pct，同比-4pct）；Swisse销售额同比增速为+132%（增速环比+90pct，同比+165pct）；GNC销售额同比增速为+50%（增速环比+27pct，同比+63pct）。累计1-10月增速来看，汤臣倍健、muscletech、金达威、东阿阿胶、Swisse、GNC分别实现+77%、+86%、+331%、-12%、+56%、+49%。
- 汤臣倍健：主品牌、LSG增速均有环比提升，健力多环比略有下降。**据阿里系全网数据，整体来看，汤臣倍健全品牌线上销售额10月份同比+107%，增速环比+54pct，同比+130pct，其中主品牌增速坚挺，环比持续提升，LSG增速环比也有所回升。具体来看，汤臣倍健主品牌10月份销售额同比增速为+164%（增速环比+37pct，同比+132pct）；健力多销售额同比增速为+68%（增速环比-31pct，同比+35pct）；LSG销售额同比增速为+192%（增速环比+105pct，同比+240pct）。2019年公司开启电商品牌化3.0战略，汤臣倍健启动线上专业年轻品牌YEP、IWOW等系列产品，增速维持坚挺，我们仍然看好公司大单品的持续放量。累计1-10月增速来看，汤臣倍健整体、主品牌、健力多、LSG分别实现+27%、+77%、+79%、+107%。累计1-10月来看，汤臣倍健整体线上收入占其总收入的比重约为16%。

图表 7：2019.01-10 保健品行业分品牌同比增速



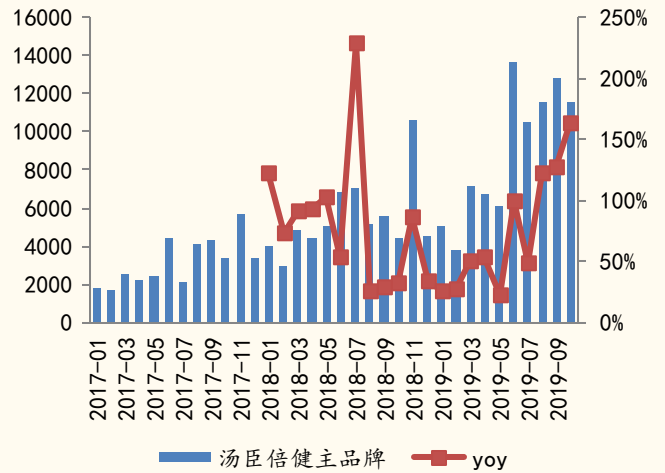
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 8：汤臣倍健全品牌线上销售额及增速（万元）



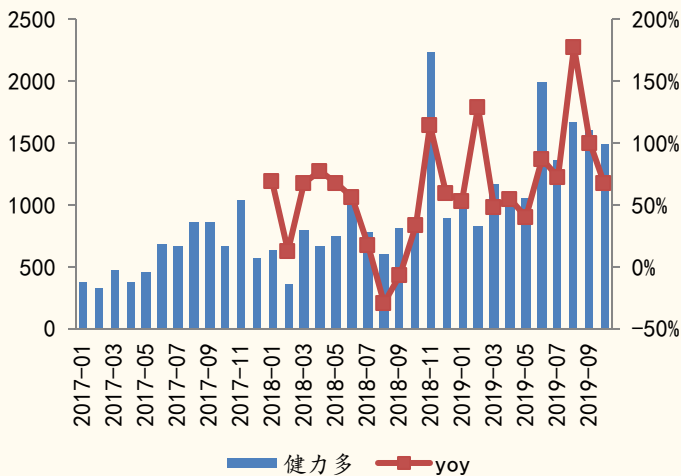
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 9：汤臣倍健主品牌线上销售额及增速（万元）



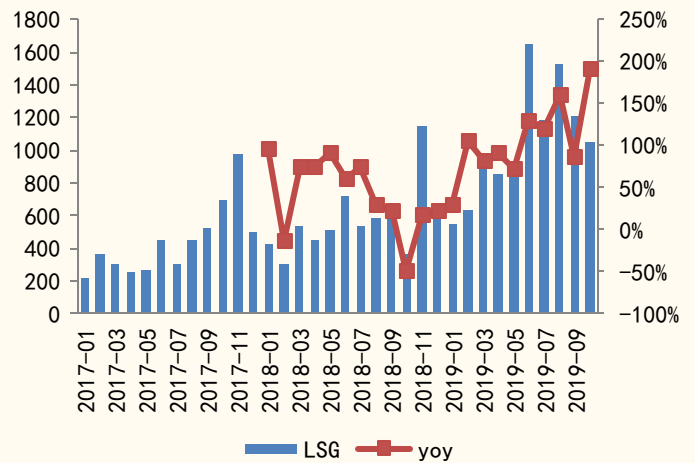
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 10：健力多线上销售额及增速（万元）



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 11：LSG 线上销售额及增速（万元）



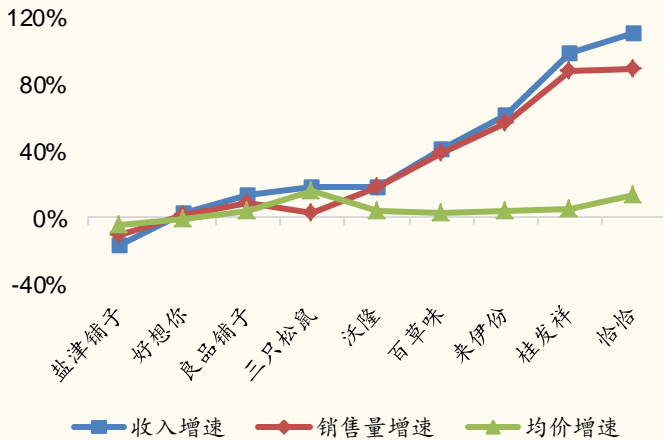
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

3、休闲食品：10月全行业增速环比提升，三只松鼠同比增长24.5%

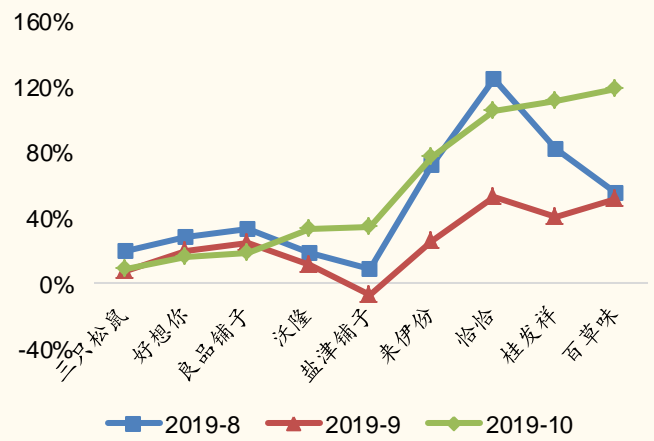
3.1 休闲食品行业：累计增长23.4%，增速环比提升

- **累计增长23.4%，10月整体表现偏高涨：**线上占休闲食品总销售规模的19%左右，是增长最快的销售渠道。休闲食品10月份增速环比9月份提升，在高增长的通道。9大代表性品牌前10个月在阿里和京东两大平台累计实现销售额129.9亿元，同比增长23.4%，增速十分可观；其中桂发祥和洽洽基数较小，增长亮眼；来伊份增速超过60%，发力线上卓有成效；百草味增速在30%以上，仍在增长的快车道上；三只松鼠、沃隆和良品铺子增速在10%以上，增速有所放缓。10月单月9大代表性休闲食品品牌阿里和京东合计实现销售额12.0亿，同比增长33.1%，增速环比增长12.9pct，整体表现偏高涨。
- **整体增速环比提升，双11前销售回暖：**对比各企业近三个月全网线上增长来看，10月份增速环比8、9月份有所增长；其中前期增速较高的洽洽、来伊份、桂发祥等增速分别环比增加52.41pct、50.24pct和70.78pct；三只松鼠、百草味和良品铺子三巨头中良品铺子增速环比下降6.68pct，三只松鼠和百草味增速环比增加1.44pct和67.71pct，10月份线上休闲食品整体销售表现回暖。

图表 12：休闲食品品牌线上销售情况



图表 13：休闲食品品牌近三个月增长情况



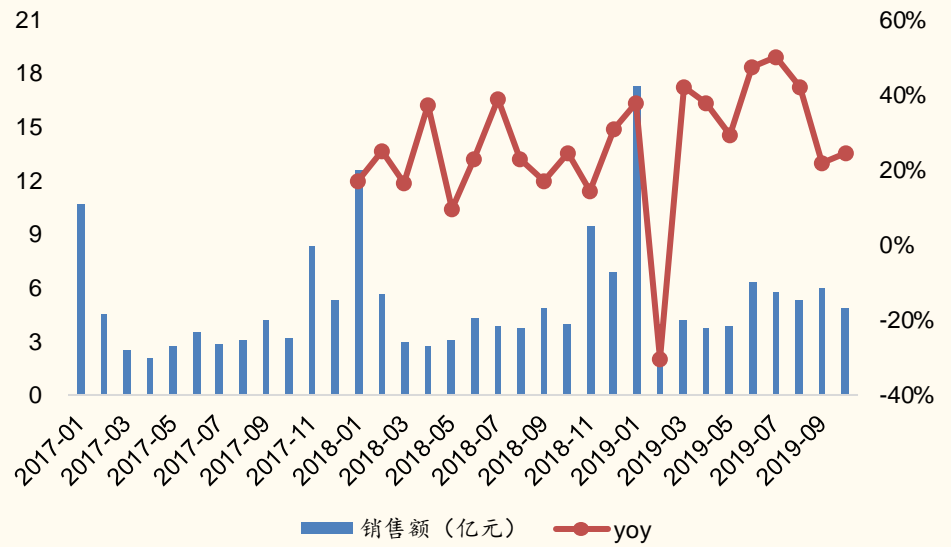
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

3.2 三只松鼠：增速环比放缓，坚果占比提升

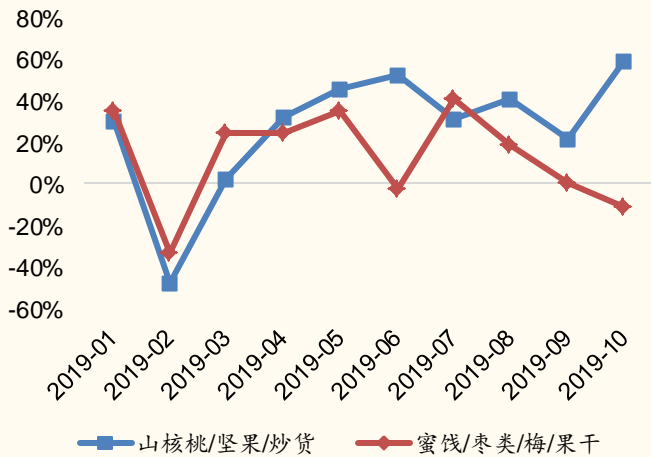
- **零食业务继续高增长：**公司2019年上半年第三方电商平台营业收入39.98万，占比达到88.62%，对应GMV48.06亿。三只松鼠10月单月阿里（仅包括天猫旗舰店和天猫超市）+京东合计实现销售额4.9亿，同比增长24.5%；各分品类销售规模年初至今均同比正向增长，其中饼干/膨化表现最为亮眼，较去年同期增长83.9%。1-10月三只松鼠阿里和京东平台累计实现销售额61.0亿，同比增长28.8%，规模持续扩张。
- **旺季将临，坚果占比提升：**公司10月坚果/炒货和蜜饯/果干分别同比+59.3%和-10.8%，坚果增长加速，蜜饯10月同比出现下滑；肉脯/卤味同比+9.8%，饼干/膨化同比+7.1%，零食依旧是增长最快的品类。随着销售旺季（11月-2月）的临近，公司核心品类坚果的占比也在逐渐提升，其中10月份占比环比提升1.7pct；同时蜜饯和肉脯占比环比同时增加0.6pct，饼干占比环比下降0.9pct。综合前10个月来看，坚果品类占比44%，结构多元化大趋势不改。

图表 14：三只松鼠月度销售额和增速变化情况



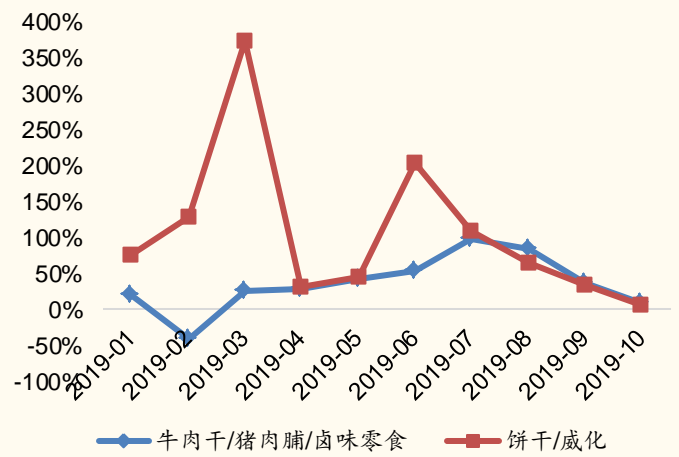
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 15：三只松鼠分品类销售情况 (1)



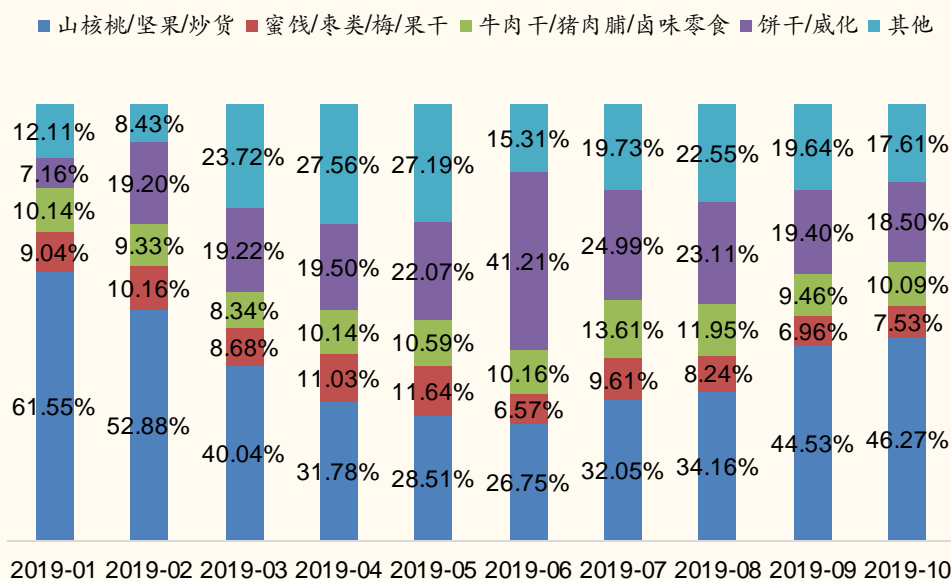
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 16：三只松鼠分品类销售情况 (2)



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 17 三只松鼠各品类占比情况

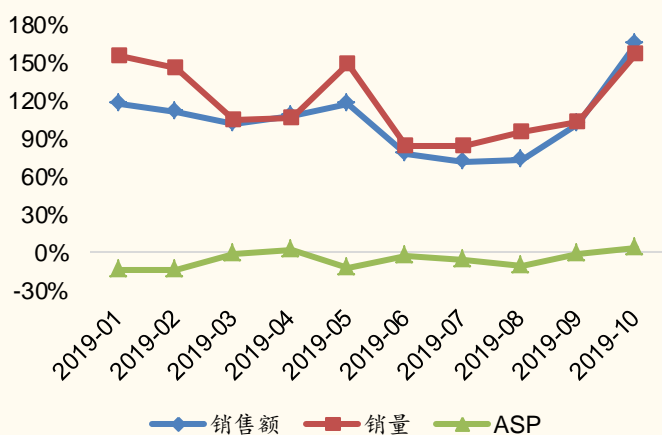


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

4、速冻食品：正处成长的快车道上

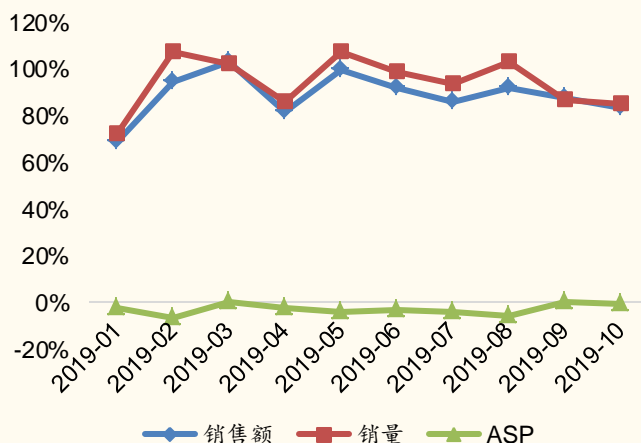
- 10月全网销售额达到18.8亿，增速环比提升：**10月阿里渠道速冻食品实现总销售额14.9亿元，同比+164.4%，销量增长156.8%，增速环比提升，销售量增长是推动规模增长的核心因素。分品类来看，海鲜/水产品/制品、生肉/肉制品、冰淇淋/冻品销售额分别同比+222.7%、+156.1%和-78.9%。1-10月阿里渠道速冻食品合计实现销售额102.5亿，同比+101.2%，线上速冻食品仍在增长的快车道上。京东速冻食品规模约为阿里的1/3。10月京东渠道速冻食品实现总销售额3.9亿元，同比+83.1%，销量增长84.4%。分品类来看，海鲜水产、猪牛羊肉、冷冻食品、禽肉蛋品和饮品甜品分别同比+112.8%、+35.6%、+77.9%、+70.4%和+42.5%。1-10月京东渠道速冻食品实现销售额32.9亿，同比+88.7%。10月阿里+京东速冻食品销售总额18.8亿，同比+141.9%；1-10月阿里+京东速冻食品销售总额142.5亿，同比+108.4%，线上速冻食品正处在增长的快车道上。

图表 18：速冻食品阿里系销售情况



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 19：速冻食品京东系销售情况



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 20：各品牌线上增速汇总

		2019Q1	2019Q2	2019H1	2019Q3	2019Q1-Q3	2019.08	2019.09	2019.10
调味品	海天味业	-3.4%	-33.1%	-18.9%	48.8%	-0.8%	58.3%	49.8%	-23.9%
	中炬高新	68.8%	34.9%	46.2%	53.8%	49.3%	71.1%	36.1%	29.8%
保健食品	汤臣倍健	35.8%	63.2%	51.6%	94.3%	68.3%	122.0%	126.9%	164%
	健力多	66.2%	63.6%	64.7%	111.2%	80.5%	177.4%	99.4%	68%
	LSG	68.8%	101.2%	87.3%	121.1%	100.0%	159.8%	86.4%	192%
	Swisse	17.9%	61.0%	42.9%	66.4%	51.2%	117.8%	42.3%	132%
	muscletech	78.2%	79.0%	78.7%	102.2%	87.1%	137.5%	74.6%	72%
	GNC	30.9%	68.2%	51.6%	43.3%	48.9%	52.6%	22.5%	50%
	三只松鼠	12.9%	28.8%	18.1%	20.3%	18.8%	20.4%	7.4%	8.8%
休闲食品	百草味	24.5%	30.5%	26.6%	59.4%	34.8%	55.5%	51.1%	118.8%
	良品铺子	-1.8%	7.3%	2.6%	37.0%	13.3%	33.8%	25.2%	18.5%
	好想你	-15.2%	14.3%	-5.1%	23.9%	1.7%	28.9%	19.8%	16.3%
	来伊份	37.4%	92.8%	58.5%	64.5%	60.5%	72.6%	26.5%	76.8%
	盐津铺子	-32.2%	-19.8%	-27.2%	3.8%	-19.5%	9.6%	-7.2%	34.3%
	洽洽	142.4%	111.2%	128.5%	80.9%	111.2%	124.9%	52.3%	104.7%
	三只松鼠窄口径	20.0%	39.2%	26.2%	36.6%	29.2%	41.9%	21.8%	24.5%
冷冻食品	全行业	104.4%	95.1%	99.1%	83.0%	92.4%	76.3%	97.6%	141.9%

来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

注：调味品和保健食品仅统计阿里系数据；休闲食品和冷冻食品为阿里+京东两大平台，其中“三只松鼠窄口径”中阿里仅包含天猫旗舰店和天猫超市数据，更接近报表数据。

5、风险提示

- **线上数据与全渠道数据存在差异的风险：**本文数据分析主要基于国金证券研究创新中心的线上数据，仅能代表各行业或公司的线上销售情况。线上数据可能会存在与全渠道销售数据和报表端业绩有所差异的情况，仅建议作为行业趋势和公司业绩判断的参考依据，与公司实际业绩的对应情况仍需考虑其他渠道以及公司经营等因素的影响。
- **食品安全的风险：**食品安全是食品企业最重要的红线，不论是企业生产经营过程中出现的纰漏还是行业性的食品安全事件，都有可能对消费者信任度产生极大的影响，进而对行业和企业的发展带来不利影响。随着行业监管不断升级和企业抗风险能力增强，食品安全对行业和企业带来的风险进一步减缓。
- **原材料价格上涨的风险：**各食品制造企业的成本结构中，原材料成本占比大多超过七成，原材料一部分是黄豆、小麦、面粉、坚果等农产品，与种植周期相关性较高，另一部分是纸箱、玻璃瓶、易拉罐等包装材料，受环保等因素影响波动较大。多数企业原材料以外部采购为主，存在原材料价格上涨压制公司和行业利润的风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% - 15%；
中性：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH