

趋势不变，聚焦头部企业

——食品饮料行业 2020 年投资策略

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

► 2019年，食品饮料板块涨幅依旧亮眼

截止至2019年10月31日，沪深300指数上涨26.03%，食品饮料板块与大盘走势同步上涨，食品饮料板块走势强于大盘，指数上涨74.27%，区间涨幅在申万28个子行业中位列第一，涨幅高于沪深300指数48.24%。食品饮料板块估值略高于同期A股水平，但仍较为合理。2019年三季度食品饮料板块的基金持股数量为23.9亿股，持股比例为5%，从所有行业板块来看，食品饮料的基金持股比例排名仍然靠前。

► 调味品量价成长空间足，行业良性竞争

调味品行业日趋成熟，量价成长空间在于饮食习惯和消费场景的变革。传统调味品存在产品升级空间，复合调味品满足现代不同口味需求。平台型公司拥有渠道和消费粘性上的壁垒，餐饮渠道进入难、替换成本高，先进入者具有明显的优势，品牌力强，中炬高新在商超KA渠道已建立起较好的渠道，目前县级市覆盖率达到60%以上，未来将持续进行渠道下沉和餐饮渠道的开发，同时导入新品扩充产品线。

► 乳制品低速稳增长，空间潜力依旧

我国人均液奶消费量远低于发达国家，后期潜力较大。而各区域乳制品渗透率存在差异，一二线城市液态奶渗透率与日韩消费量较为接近，接近饱和，未来更多空间来自农村地区消费能力提升。成本端，由于国家加大环保督查力度加速去产能进程，原奶价格明显上扬。回顾以往周期，乳制品行业原奶成本和销售费用率存在此消彼长的关系，而销售费用率的降幅往往大于毛利率的降幅，继而影响净利率。未来原奶成本的上涨将进一步减缓乳企间的竞争趋势，行业格局好转。

► 食综：百花齐放，优选扩张能力突出龙头

受益于消费升级，休闲食品市场规模快速扩容，其中卤制品和烘焙表现较为亮眼。我们看好在产能不断完善，渠道进一步优化，市场集中度持续提升的前提下，规模效应显现，销售费用边际减少，具有供应链优势的品牌龙头企业桃李面包和绝味食品。

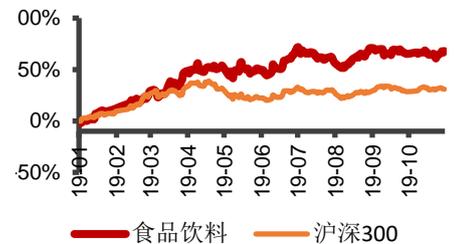
► 投资策略

大众食品板块竞争格局进一步稳定，龙头受益定价权带来的业绩持续增长，推荐中炬高新（600872.SH）、伊利股份（600887.SH）、桃李面包（603866.SH）和绝味食品（603517.SH）。

► 风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争格局恶化、产能扩张不及预期、食品安全问题。

一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《茅台直营落地控价》
《食品饮料》
- 2、《茅台公开电商招标加速直营落地》
《食品饮料》
- 3、《看好茅台长期成长主线》
《食品饮料》

正文目录

| | | |
|-----|-----------------------------|----|
| 1 | 2019 年食品饮料涨幅依旧亮眼 | 4 |
| 1.1 | 食品饮料板块领跑沪深 300，估值较为合理 | 4 |
| 1.2 | 基金持仓占比仍处于高位 | 5 |
| 2 | 调味品：量价成长空间充足，渠道易守难攻 | 6 |
| 2.1 | 大众餐饮和品类升级扩容赛道 | 6 |
| 2.2 | 提价转嫁成本压力，增厚利润空间 | 8 |
| 2.3 | 口味和渠道壁垒使竞争者难攻破 | 9 |
| 3 | 乳制品：低速稳增长，空间潜力依旧 | 10 |
| 3.1 | 低线城市提供行业增量 | 10 |
| 3.2 | 奶价开启新一轮上涨周期 | 11 |
| 3.3 | 奶价上行或减缓竞争趋势 | 13 |
| 3.4 | 伊利股份：强者恒强 | 14 |
| 4 | 食综：百花齐放，优选扩张能力突出龙头 | 16 |
| 4.1 | 面包行业维持高景气度 | 16 |
| 4.2 | 卤制品扩张迅速，具有强复制能力 | 19 |
| 5 | 投资建议 | 22 |
| 6 | 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1：各行业板块（年初至 2019/10/31）涨跌幅 | 4 |
| 图表 2：食品饮料板块与沪深 300 指数对比 | 4 |
| 图表 3：食品饮料板块各细分板块涨幅 | 4 |
| 图表 4：19Q3 主要子板块增速表现 | 5 |
| 图表 5：食品饮料板块和 A 股估值对比（TTM, 中值） | 5 |
| 图表 6：食品饮料各子板块估值（TTM, 中值） | 5 |
| 图表 7：食品饮料板块基金持仓变化 | 6 |
| 图表 8：19Q3 各板块基金持仓 | 6 |
| 图表 9：调味品行业市场规模 | 6 |
| 图表 10：餐饮行业结构发生调整 | 7 |
| 图表 11：餐饮渠道调味品占比较高 | 7 |
| 图表 12：餐饮与家庭烹饪调味品用量比较（g/kg） | 7 |
| 图表 13：餐饮业发展迅速（亿元） | 7 |
| 图表 14：传统调味品（酱油）的品类升级 | 8 |
| 图表 15：调味品子品类使用渗透率及增速 | 8 |
| 图表 16：主要调味品企业近 2 年内的提价信息 | 8 |
| 图表 17：大豆农产品集贸市场价格指数（当月同比） | 9 |
| 图表 18：白糖价格迎来拐点（元/吨） | 9 |
| 图表 19：乳制品行业进入稳定增长期 | 10 |
| 图表 20：乳制品产量（万吨） | 11 |
| 图表 21：乳制品销量（万吨） | 11 |
| 图表 22：中国人均液态奶消费量潜力巨大（kg/人） | 11 |
| 图表 23：我国城市和农村乳制品渗透率 | 11 |
| 图表 24：主要四大乳制品出口国减产持续（千吨） | 12 |
| 图表 25：恒天然奶价变化趋势 | 12 |
| 图表 26：18 年下半年生鲜乳价格不断攀升 | 13 |

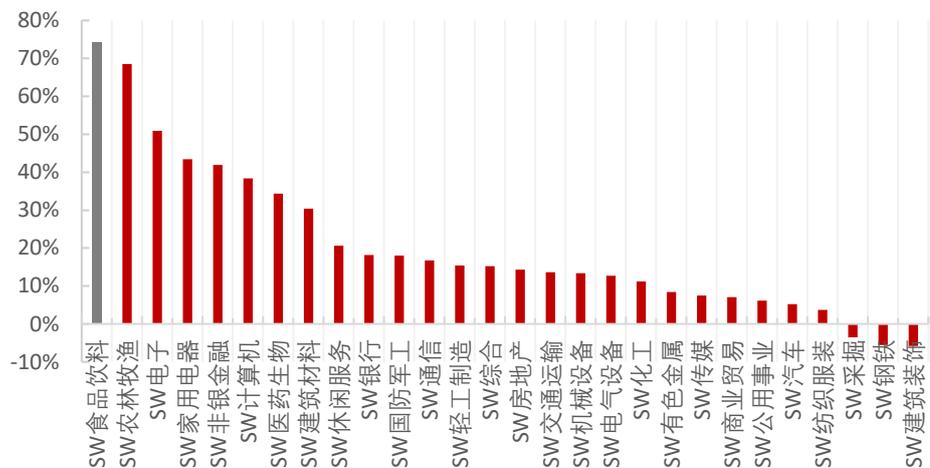
| | |
|--|----|
| 图表 27: 生鲜乳价格与销售费用率呈反向关系..... | 13 |
| 图表 28: 营业收入增长来源..... | 14 |
| 图表 29: 新品收入占比..... | 14 |
| 图表 30: 安慕希系列升级..... | 14 |
| 图表 31: 双寡头低线城市市占率对比..... | 15 |
| 图表 32: 伊利直控村级网点数量提升 (万)..... | 15 |
| 图表 33: 广告营销费用占比最大..... | 15 |
| 图表 34: 伊利费效比更高..... | 15 |
| 图表 35: 万亿行业增速保持 12%..... | 16 |
| 图表 36: 各品类规模 (十亿)..... | 16 |
| 图表 37: 2013-2018 我国烘焙行业规模及增速 (亿元)..... | 17 |
| 图表 38: 我国烘焙行业产品结构占比 (%)..... | 17 |
| 图表 39: 13-18 年我国面包行业市场规模 (亿元)..... | 17 |
| 图表 40: 按保质期分类..... | 18 |
| 图表 41: 达利食品烘焙收入 16 年出现下滑..... | 18 |
| 图表 42: 桃李凭借短保面包市占率逐步提升..... | 18 |
| 图表 43: 两种经营模式对比..... | 19 |
| 图表 44: 两种经营模式毛利率对比 (%)..... | 19 |
| 图表 45: 两种经营模式净利率对比 (%)..... | 19 |
| 图表 46: 卤制品市场规模 (亿元)..... | 20 |
| 图表 47: 卤制品增速高于其他品类..... | 20 |
| 图表 48: 休闲卤制品细分品类规模及预测 (亿元)..... | 20 |
| 图表 49: 休闲卤制品行业集中度低..... | 21 |
| 图表 50: 休闲卤制品品牌化率提升 (亿元)..... | 21 |
| 图表 51: 绝味吨成本明显低于周黑鸭 (万元/吨)..... | 21 |
| 图表 52: 周黑鸭的毛利率优势缩小..... | 21 |
| 图表 53: 绝味、周黑鸭销售费用率对比 (%)..... | 22 |
| 图表 54: 绝味、周黑鸭净利率对比 (%)..... | 22 |
| 图表 55: 推荐标的..... | 22 |

1 2019 年食品饮料涨幅依旧亮眼

1.1 食饮板块领跑沪深 300，估值较为合理

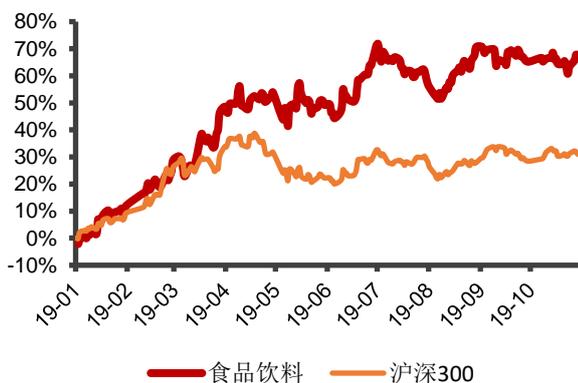
截止至 2019 年 10 月 31 日，沪深 300 指数上涨 26.03%，行业涨幅前三的分别为食品饮料 (+74.27%)、农林牧渔 (+68.53%)、电子 (+50.93%)。食品饮料板块走势强于大盘，指数上涨 74.27%，区间涨幅在申万 28 个子行业中位列第一，涨幅高于沪深 300 指数 48.24%。

图表 1：各行业板块（年初至 2019/10/31）涨跌幅



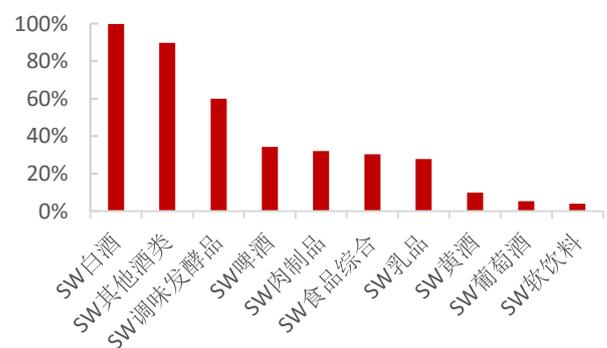
来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：食品饮料板块与沪深 300 指数对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：食饮板块各细分板块涨幅

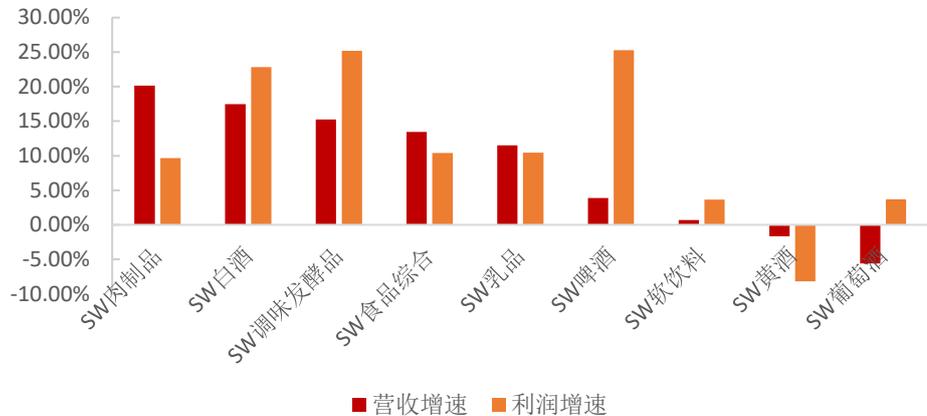


来源：Wind，国联证券研究所

从主要的细分板块来看，白酒的表现较好，截止 2019 年 10 月 31 日，白酒板块上涨 99.88%，作为食品饮料权重，跑赢板块整体 25.61%；其他酒类在百润股份业绩的大幅改善下，上涨 89.77%，跑赢板块 15.5%，表现仅次于白酒；调味发酵品板块上涨 59.92%，跑输板块 14.35%；乳制品板块和食综板块分别上涨 27.79%和

30.42%；葡萄酒和软饮料表现较差，分别上涨 5.3%和 3.87%，大幅跑输食品饮料行业指数。各子板块涨幅的大小也与业绩涨幅呈正相关。

图表 4：19Q3 主要子板块增速表现



来源：Wind，国联证券研究所

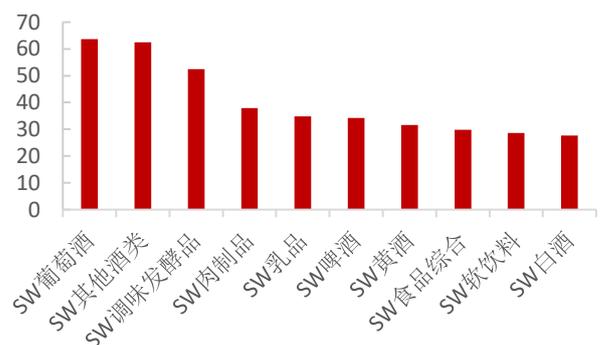
板块估值略高于同期 A 股水平，但仍较为合理。截止到 10 月 31 日，食品饮料板块的市盈率为 34，同期 A 股市盈率为 31，略高于 A 股市盈率，伴随着今年业绩的改善，估值修复明显。分子板块来看，葡萄酒、其他酒类和调味品估值较高，分别达到 64X/62X/52X；肉制品、乳制品、啤酒、黄酒估值超过 30X，处于中位；食综、白酒、软饮料估值在 25X 左右。板块业绩继续向好，估值切换后仍有向上空间。

图表 5：食品饮料板块和 A 股估值对比 (TTM, 中值)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：食品饮料各子板块估值 (TTM, 中值)



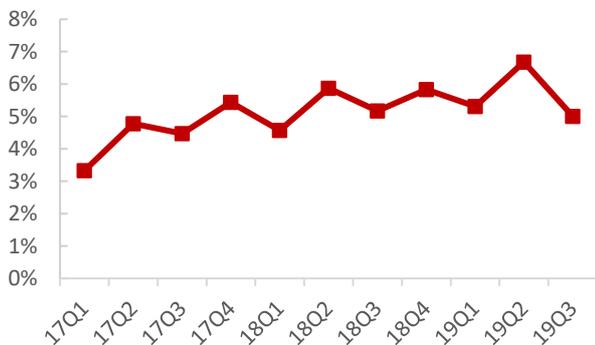
来源：Wind，国联证券研究所

1.2 基金持仓占比仍处于高位

2019 年三季度食品饮料板块的基金持股数量为 23.9 亿股，持股比例为 5%。从历史来看，食品饮料的基金持仓占比自 2015 年以来不断提升，2019Q2 基金持股比例达到 6.68%，三季度由于行业季节性增速放缓，持仓占比有所下降。但是从所有行业板块来看，食品饮料的基金持股比例排名仍然靠前，2019Q3 基金持股比例较高的

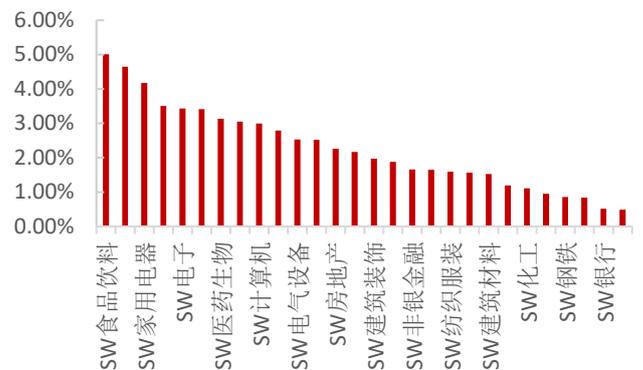
行业前三分别是食品饮料（5.01%）、休闲服务（4.65%）和家用电器（4.18%）。

图表 7：食品饮料板块基金持仓变化



来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：19Q3 各板块基金持仓



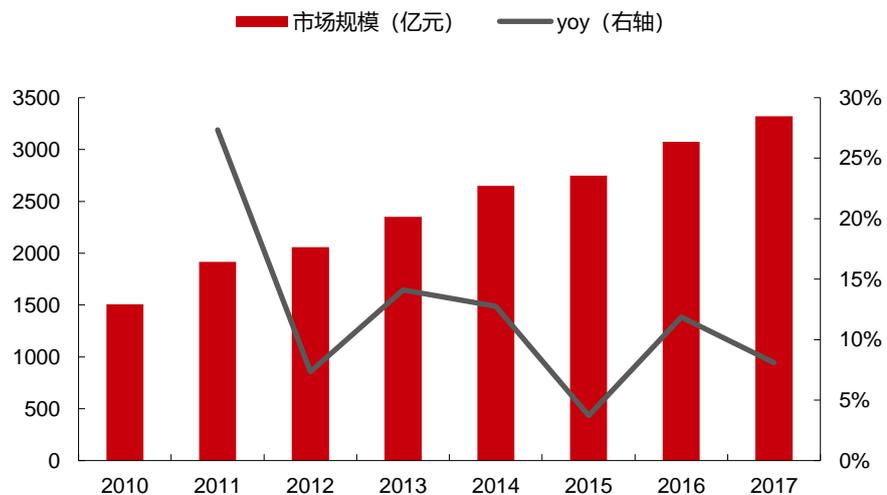
来源：Wind，国联证券研究所

2 调味品：量价成长空间充足，渠道易守难攻

2.1 大众餐饮和品类升级扩容赛道

我国调味品行业在 2003-2010 年得到快速发展，年复合增速超过 20%，行业量价齐升，2010-2015 年复合增速在 13% 左右，2014-2015 年行业增速有所下滑，主要原因在于传统酱醋等产品的渗透率较高，消费者对调味品的使用量也趋于成熟，行业步入成熟期，消费增速放缓。2016 年以来我国调味品行业的增速有所提升，主要在于餐饮业的发展和产品的升级提供了新的量价成长空间。

图表 9：调味品行业市场规模



来源：前瞻产业研究院、国联证券研究所

餐饮行业景气度助推调味品增量消费。调味品行业的渠道主要包括餐饮业、家庭

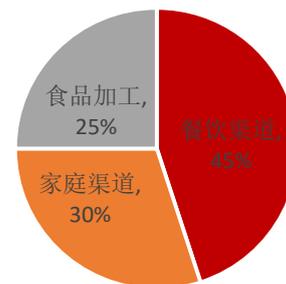
与食品工业渠道，餐饮和家庭消费合计占比达到 75%，为消费量主力，而其中餐饮渠道占比达 45%。过往我国的餐饮行业两极分化严重，高端餐饮与刚需型低端餐饮并行，2013 年起餐饮行业受八项规定的影响较大，高端餐饮业从以往的觥筹交错到如今的门可罗雀，行业结构积极发生调整。2014 年之后，居民生活节奏的加快与可支配收入的提高使得居民外购就餐的意愿提高，城镇居民外出就餐的比重在逐年提升，各大商场的饮食区（客单价在 50-100 元）崛起。在大众餐饮兴起的同 时，外卖的出现打破了餐饮行业受制于店面规模和消费者用餐时长的限制，生产力得到大幅提升，餐饮行业的空间被打开。中小餐饮的翻台率得到大幅提高，外卖的迅速发展对于调味品的用量的增长效应十分明显。《2017 年中国餐饮白皮书》的数据显示，2016 年外卖行业入驻商家数累计 245 万，占据商家总数的 37%。从调味品的用料角度来看，外出就餐与外卖和家庭烹饪相比，具有重油重味等特点，菜品对于调味品的用量更高。因此大众餐饮行业持续近两位数的增长推动调味品用量的快速增长。

图表 10： 餐饮行业结构发生调整



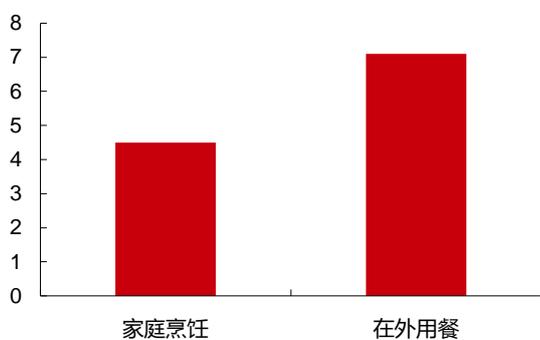
来源：中国产业信息网，国联证券研究所

图表 11： 餐饮渠道调味品占比较高



来源：调味品协会，国联证券研究所

图表 12： 餐饮与家庭烹饪调味品用量比较 (g/kg)



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

图表 13： 餐饮业发展迅速 (亿元)



来源：Wind，国联证券研究所

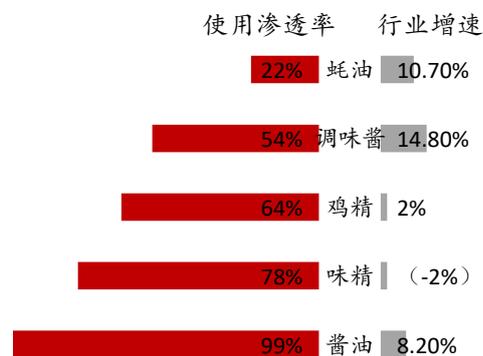
传统调味品存在产品升级空间，复合调味料高增长保障增量空间。我国的调味品

消费结构中，酱油占比较高达到 63%，在酱油品类中有老抽、生抽、高鲜酱油、有机酱油、零添加酱油等产品的区分，传统调味品虽然消费渗透率和成熟度较高，但是存在产品升级空间，每一轮产品升级带来行业价格中枢的上移，因此传统调味品依旧保持良好的行业增速。除了传统调味品的品类升级之外，复合调味料目前消费渗透率较低增速快，市场扩容空间大，随着 80 后逐渐入主厨房，新兴消费主力对于烹饪的快捷性和便捷性的要求提高，并且随着西式饮食的渗透率提高，消费者对于餐饮的选择性更强，需要多样的调味品来满足不同的饮食选择需求，调味品在品类升级的空间更大，由此带来的产品溢价更高。

图表 14：传统调味品（酱油）的品类升级



图表 15：调味品子品类使用渗透率及增速



来源：网上资料整理，国联证券研究所

来源：中国产业信息网，国联证券研究所

2.2 提价转嫁成本压力，增厚利润空间

龙头企业引领涨价，中小企业跟随。自 2017 年以来，受上游原材料的上行的影响，调味品进入提价周期。行业由龙头海天味业率先提价、中小企业跟随（海天基本每 2 年提价 4%-5%）；榨菜行业单寡头局面下提价策略较为自主（从 16 年开始每年对部分产品提价）。调味品受其刚性需求以及消费者对调味品价格的敏感度较低的影响，使其在经济下行期依旧享有提价能力。

图表 16：主要调味品企业近 2 年内的提价信息

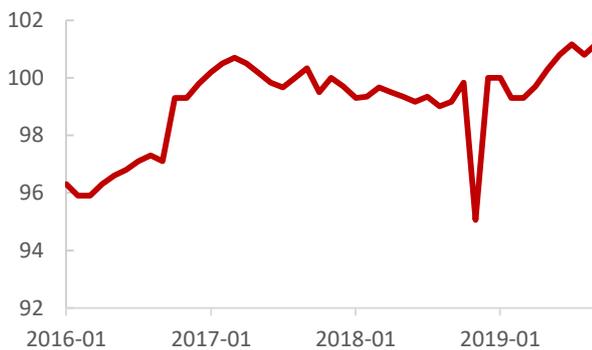
| 公司 | 时间 | 提价政策 |
|------|-----------------|----------------------------------|
| 海天味业 | 2014 年 11 月 | 提价平均幅度为 4% |
| | 2016 年底/2017 年初 | 出厂价提价幅度约 5% |
| 中炬高新 | 2017 年 3 月 | 下属美味鲜子公司全面提价,幅度为 5%-6% |
| 恒顺醋业 | 2016 年 6 月 | 对旗下经典醋系列共 19 个单品进行提价, 提价平均幅度约 9% |
| | 2019 年 1 月 | 对五大系列进行 6.5%-15%的提价 |
| 涪陵榨菜 | 2016 年 7 月 | 上调 11 个单品的产品到岸价格, 提价幅度为 8%-12%不等 |

| | | |
|--|----------|--|
| | 2017年2月 | 上调80g和88g榨菜主力9个单品的产品到岸价格，提价幅度为15-17%不等 |
| | 2017年11月 | 对脆口及主力榨菜缩减包装，提价幅度为10%-17% |
| | 2018年10月 | 对7款产品提价10% |

来源：公司公告，国联证券研究所

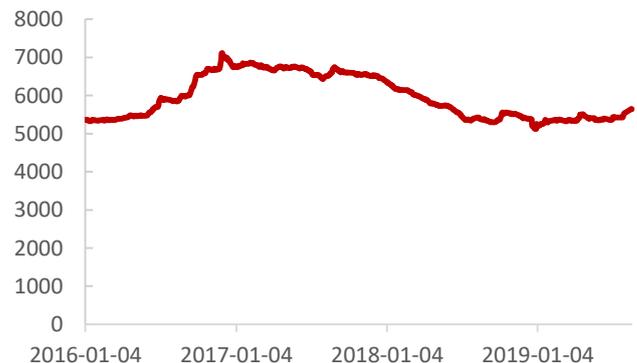
提价原因：成本端上行压力。调味品主要原材料包括大豆、白糖和包材，其中大豆作为酱油的主要原料，占比在18.2%左右，鉴于国产大豆价格与美国大豆存在联动性，后期在美豆减产趋势的带动下，国产大豆价格或进入上行周期。白糖占酱油成本约14.2%，鉴于国内糖产量受云南前期灾害影响，2019/20年将出现小幅减产，而全球糖市供应短缺，库存存压，白糖预计迎来周期拐点向上趋势。玻璃瓶、塑料瓶等包材占成本比重约23%，从19年开始价格呈上升趋势，预计将继续延续。回顾调味品企业以往的提价时间点，叠加原料成本有上行趋势，我们预计在海天的带领下重点公司于2020年将陆续进入提价窗口期。

图表 17：大豆农产品集贸市场价格指数（当月同比）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 18：白糖价格迎来拐点（元/吨）



来源：Wind，国联证券研究所

市场集中度进一步提升。在上游成本的压力下，长期以低价优势占领小额市场的企业因为无法负担而退出，行业集中度得到提高，龙头企业率先提价对冲成本端的影响，重新打开毛利率的上行空间，并且优化行业格局。

2.3 口味和渠道壁垒使竞争者难攻破

我国调味品企业既有品类集中主营单一的企业，也有平台型企业。调味品企业初步阶段都会通过推行具有竞争力的大单品打开市场和品牌知名度，其次拓宽产品线并进行渠道下沉，经过多年经营，渠道下沉优势明显、产品线丰富、餐饮商超渠道市占率高、各品类之间渠道联动的企业成为平台型企业。以酱油行业为例，我国酱油行业有三个级别，海天味业拥有业内强大的品牌力和渠道竞争实力，产品线完善，从酱油到食醋、蚝油、调味品酱等均有高端、中端、低端布局，销售区域覆盖全国各级市县，全渠道优势明显；李锦记、厨邦、欣和、东古、味事达、加加等品牌销售区域基本上

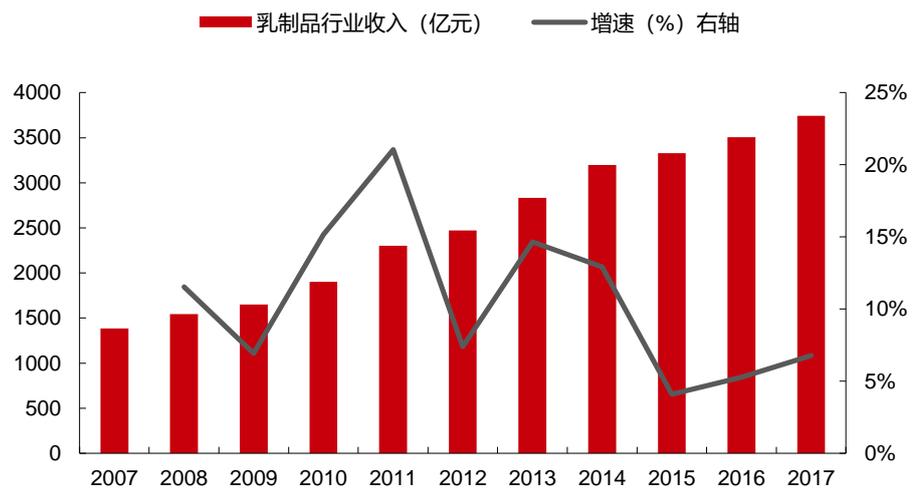
覆盖全国，具有较好的品牌力和市场占有率，但是渠道下沉仍有空间，渠道优势各有不同，厨邦侧重于中高端商超 KA 和华南区域，李锦记侧重于高端餐饮，欣和侧重于中高端商超和华东区域，东古侧重于流通渠道和东北区域，加加侧重于华中区域；此外还有较多的区域性品牌，依托于本地市场的认知度和优势，对外扩张动力不足，其中千禾味业突破了本地市场的限制，在华东地区发展较好，全国化进程不断推进。

长期来看，平台型公司拥有渠道和消费粘性上的壁垒，餐饮渠道进入难、替换成本高，先进入者具有明显的优势，品牌力强，在品类扩张层面可以利用已有渠道进行推广，产品向升级容易被消费者所认可，加速市场份额的收割。除此之外，中炬高新产品在家庭消费端取得突破，在商超 KA 渠道已建立起较好的渠道，目前县级市覆盖率达到 60%以上，未来将持续进行渠道下沉和餐饮渠道的开发，同时导入新品扩充产品线。

3 乳制品：低速稳增长，空间潜力依旧

乳制品行业受上游原奶供给的影响具有周期性的特点，09 年、13 年、16 年分别由于三聚氰胺、奶荒、奶剩下影响增速降至低点，17 年在行业供需关系改善的催化下，行业逐渐走出低谷，整体增速提升至 5%以上。18 年行业收入增速相对稳定，但在蒙牛赞助世界杯的影响下，伊利被动跟进，费用投放力度加大加剧行业竞争也影响行业净利水平，但另一方面也使双寡头加速收割市场份额。

图表 19：乳制品行业进入稳定增长期



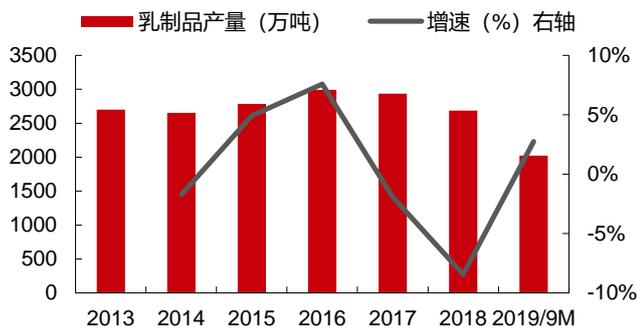
来源：Wind，国联证券研究所

3.1 低线城市提供行业增量

2012-2018 年我国乳制品产量整体呈波动态势，近几年受去产能影响产量出现小幅下滑，销量也相应减少，18 年同比下滑 7.7%。但从人均销量来看我国乳

制品消费量低于世界平均水平，我国人均乳制品消费量为 20kg，远低于日本的 34.8kg 和美国的 69.2kg；另一方面，我国区域间的消费成熟度差别也较大，一二线城市从消费量和渗透率都趋于成熟，人均应奶量约 48kg，渗透率达到 80%，与日本人均接近；三四线城市从普及到产品结构升级都有巨大空间，其人均均为 15kg，农村地区人均仅为 7kg，渗透率为 20%，未来随着收入提升以及自媒体的日趋成熟，低线城市居民消费习惯和理念将逐渐和城市看齐，低线城市的发展带来行业的扩容机会。

图表 20：乳制品产量 (万吨)



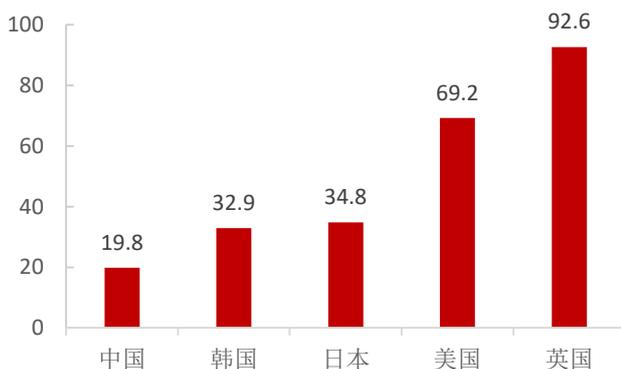
来源：Wind，国联证券研究所

图表 21：乳制品销量 (万吨)



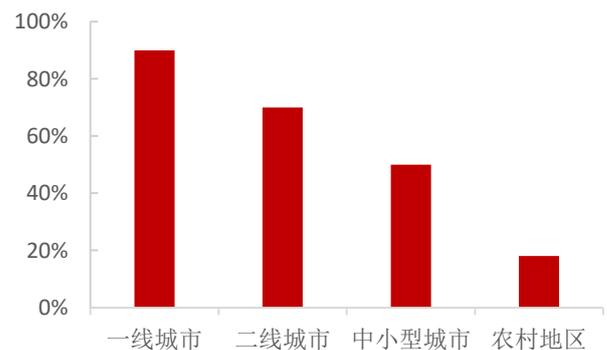
来源：Wind，国联证券研究所

图表 22：中国人均液态奶消费量潜力巨大 (kg/人)



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 23：我国城市和农村乳制品渗透率

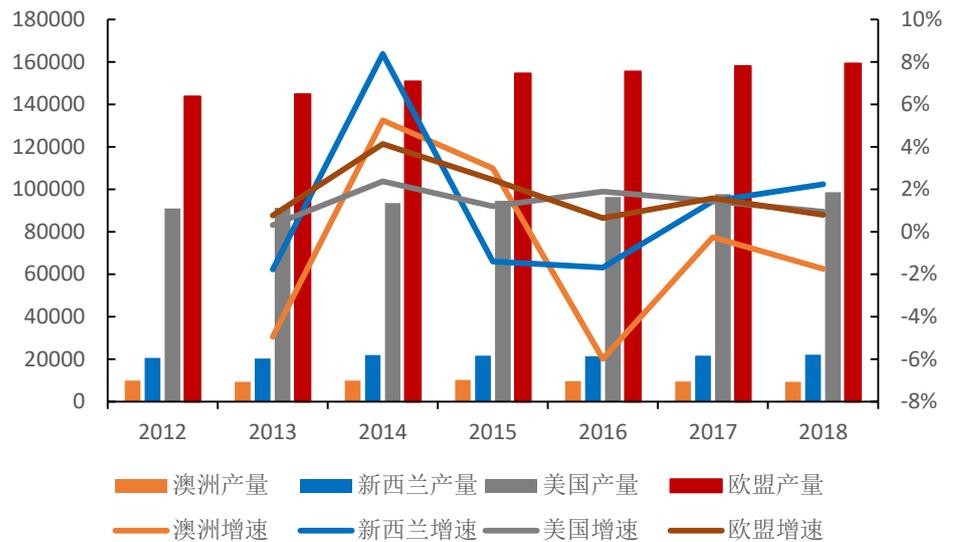


来源：中国产业信息网，国联证券研究所

3.2 奶价开启新一轮上涨周期

国际端：中国的进口奶源在 14% 以上，国际奶价与国内联动。目前主要的七个乳制品出口国原奶产量在去产能的影响下供给收缩，增速下滑，新西兰、澳大利亚等甚至出现负增长，从而导致国际奶价的不断上涨，当前的恒天然全脂乳粉拍卖价格攀升至过去三年中枢位，为 3254 美元/吨，比去年同期增长 22%。我们预计中短期国际市场原奶供应将依旧保持偏紧。

图表 24：主要四大乳制品出口国减产持续（千吨）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 25：恒天然奶价变化趋势



来源：国联证券研究所

国内端：国内在 3 年的去产能周期中，小型牧场加速退出、大中型牧场补栏意愿降低；另外，受中美贸易战的影响豆粕苜蓿等饲料价格居高不下，叠加 2018 年国家加大环保督查力度，众多牧场停产或搬离至偏远地区，导致存栏量进一步降低，奶价在 18Q4 有了明显的回升。另一方面，今年夏季受奶牛热应激影响，行业缺奶明显，奶价环比继续提升，截止今年 10 月，生鲜乳最近报价为 3.81 元/公斤，较去年同期增长 7.9%。但本轮成本上涨中，下游整体需求不及上一轮，因此预计直接提价较为困难。乳制品企业将通过产品结构升级、产品创新以及调整促销力度来转嫁成本压力。

图表 26: 18 年下半年生鲜乳价格不断攀升 (元/公斤)

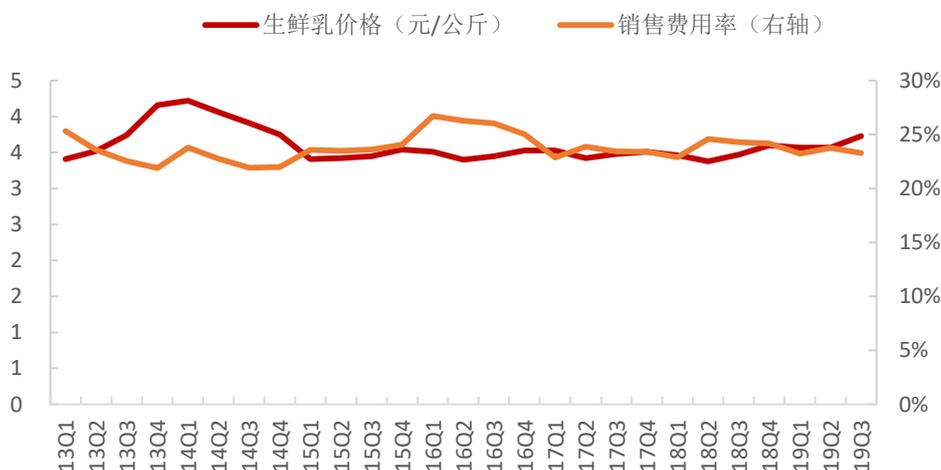


来源: Wind, 国联证券研究所

3.3 奶价上行或减缓竞争趋势

从以往周期原奶价格走势与销售费用变动趋势来看,价格曲线与销售费用率呈现反向关系。在整个行业成本压力突显时,乳制品企业为缓解成本压力确保利润,会主动减少促销活动,降低销售费用。而从过去的两轮涨价周期看,企业销售费用率的降幅往往大于毛利率的降幅,继而影响净利率。因此总结前两周期,原奶价格的上涨对乳企净利率的影响是正向的。2018 年上半年生鲜乳价格位于低位,叠加冬奥会和世界杯体育赛事营销活动的影响,销售费用率从 2017H1 的 23.86% 上涨至 2018H1 的 24.58%。而下半年随着生鲜乳价格的上涨,销售费用率逐季下降,截止至 19Q3 销售费用率为 23.3%,较去年同期同比下降 1% 至 24.17%,进而缓冲今年奶价上涨带来的压力。

图表 27: 生鲜乳价格与销售费用率呈反向关系

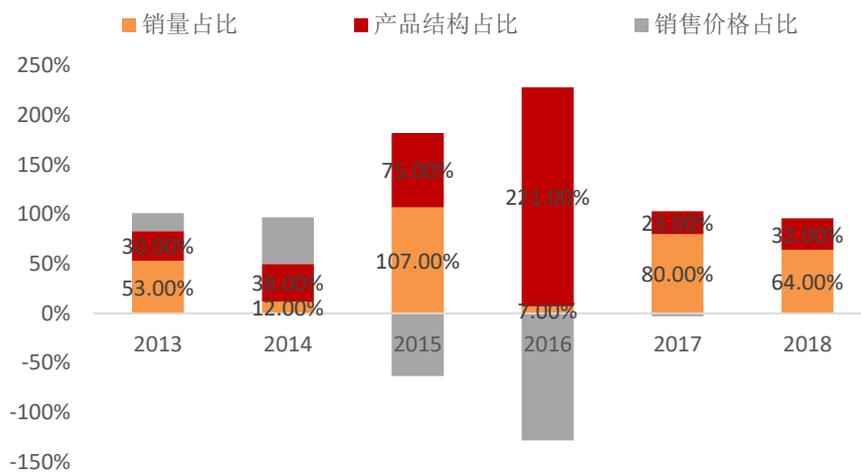


来源: Wind, 国联证券研究所

3.4 伊利股份：强者恒强

伊利主营产品分为液态奶、奶粉和冷饮三大品类，产品线丰富，基本包含了所有乳制品分类。自 13 年以来，公司主要由销量增长和产品结构升级带动营收增长，而产品结构升级和销量的增长分别源于公司领先的产品力和渠道力。

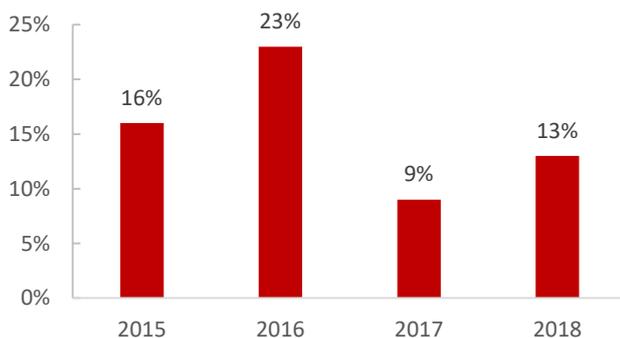
图表 28：营业收入增长来源



来源：公司公告，国联证券研究所

针对乳制品存量市场的抢占，**产品力**成为乳制品企业聚焦的核心。伊利作为头部乳企，新品培育能力强，同时新品能够快速形成收入规模，成为位居细分市场首位的重点大单品：13 年底推出的安慕希收入达 167 亿元、金典过百亿；优酸乳、QQ 星金领冠收入超 50 亿；畅意、舒化奶、谷粒多等 11 个产品成长为 10 亿级品牌。另一方面，公司对大单品进行二次升级，延长产品周期，以安慕希为例：公司在原味基础上相继推出香草、蓝莓、黄桃+燕麦等新口味，产品包装也从基础款转向 PET 瓶。18 年产品结构因素占 32%。分业务来看，18 年产品结构升级分别占液体乳、冷饮、奶粉营收增长的 27.71%、43.63%、69.57%，是各个事业部营收增长的重要因素。

图表 29：新品收入占比



来源：公司公告，国联证券研究所

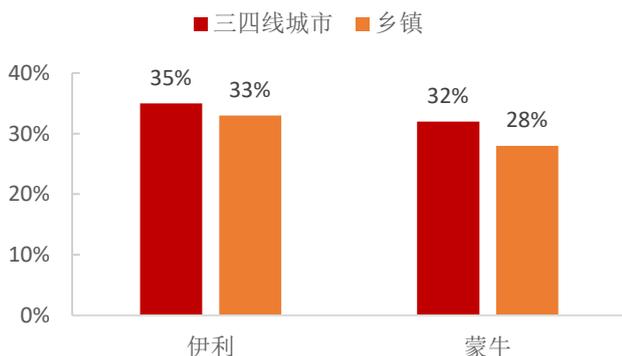
图表 30：安慕希系列升级



来源：网上资料整理，国联证券研究所

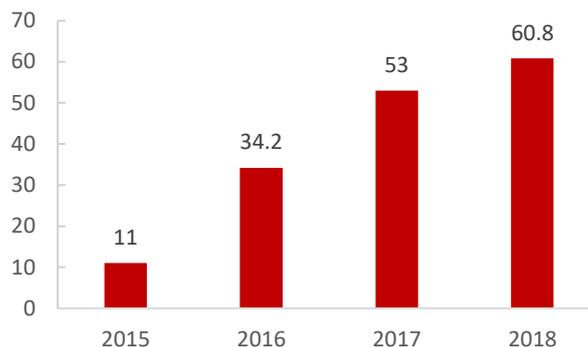
渠道力是伊利成为头部乳企最重要的原因之一，2006 年公司开展“织网”计划，建立覆盖全国的销售网络；2007 年公司借助商务部“万村千乡”活动进入农家店等乡镇零售终端，与三四线城市和乡村市场建立初步联系；2012 年实行渠道精耕，通过深度分销，对渠道进行扁平化管理，由公司主导整个销售网络运动，经销商承担二批商的分销体系，由此加强了公司对低线城市和乡村市场的覆盖力度和对终端的掌控力，直控村级网点从 15 年的 11 万个增加至 18 年的 60.8 万个，CAGR 为 77%，并拥有超过 500 万个网点数量，液态奶市占率达到 29%（蒙牛为 28%）。

图表 31：双寡头低线城市市占率对比



来源：尼尔森，国联证券研究所

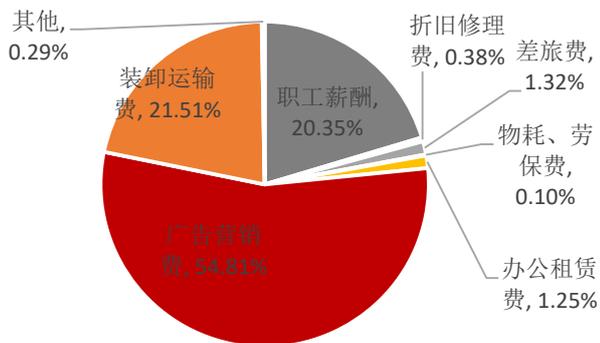
图表 32：伊利直控村级网点数量提升（万）



来源：公司公告，国联证券研究所

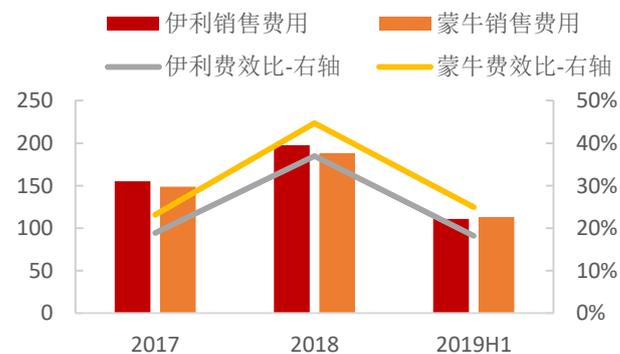
营销力是乳制品行业另一重要组成部分之一，近几年随着新品更新换代节奏加快，乳企加大了品牌的投入，双寡头的销售费用逐年提升。销售费用主要由广告费用、薪酬、运输费用等构成，针对占比最大的广告费用，伊利选择的都是体育文娱头部 IP，带货能力突出：先后赞助 15 年米兰世博会和 20 年上海世博会以及 22 年北京冬奥会等多个具有国际影响力的重大赛事，并冠名多个热门综艺。凭借着公司的精准营销，尽管伊利推出新品的时间晚于竞争对手，但都能实现后来居上，如安慕希目前在常温酸奶中市占率达到 50%，位居首位。另外从费效比来看，双寡头中伊利费用投放比蒙牛更有效。

图表 33：广告营销费用占比最大



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 34：伊利费效比更高（亿元）



来源：公司公告，国联证券研究所

4 食综：百花齐放，优选扩张能力突出龙头

我国休闲食品由于品种纷繁复杂，根据 Frost & Sullivan 对休闲食品的分类进行分析，主要将行业分为糖果蜜饯、坚果炒货、休闲卤制品、面包蛋糕糕点等几大类，其中占比最高的为糖果蜜饯（35%）、面包糕点（21%）、膨化食品（11%）、卤制品（7%）。近几年随着经济发展和人均可支配收入的提高，消费者对食品需求由最初的温饱转变为健康营养多元化，休闲食品受益于整个食品市场的升级，市场规模由 2012 年的 5145 亿元上涨至 2018 年的 10297 亿元，年复合增长率为 12.26%，预计 2020 年行业将达到 12977 亿元的零售规模。行业规模达万亿，但依旧能维持 12% 左右的中高增速。

图表 35：万亿行业增速保持 12%



来源：Frost&Sullivan，国联证券研究所

图表 36：各品类规模 (十亿)



来源：Frost&Sullivan，国联证券研究所

4.1 面包行业维持高景气度

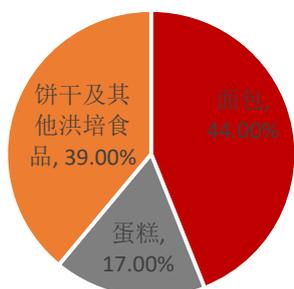
烘焙作为休闲食品中第二大分支，属于舶来品，在 2000 年左右由外企在中国设厂，由此开始了烘焙行业快速发展的新纪元，至 2018 年我国烘焙行业规模达到 2033 亿元，5 年 CAGR 为 7.64%，规模位居全球第二，仅次于美国。烘焙食品通常包括面包、蛋糕、饼干及其他烘焙食品，其中面包占比最大，达到 44%，截止 2018 年面包行业市场规模为 378.67 亿元，同比增长 14.5%，增速相较于休闲食品其他子行业及部分发达国家更高，日本面包行业增速徘徊在 1% 左右。

图表 37: 2013-2018 我国烘焙行业规模及增速 (亿元)



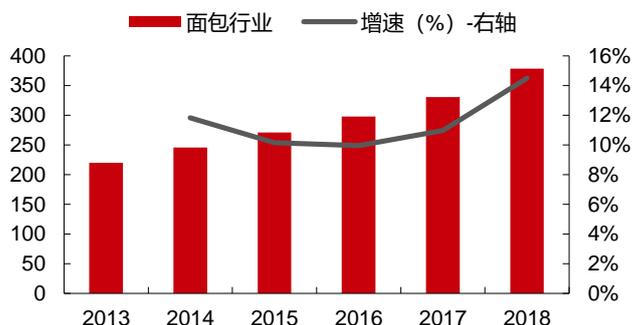
来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

图表 38: 我国烘焙行业产品结构占比 (%)



来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

图表 39: 13-18 年我国面包行业市场规模 (亿元)



来源: Euromonitor, 国联证券研究所

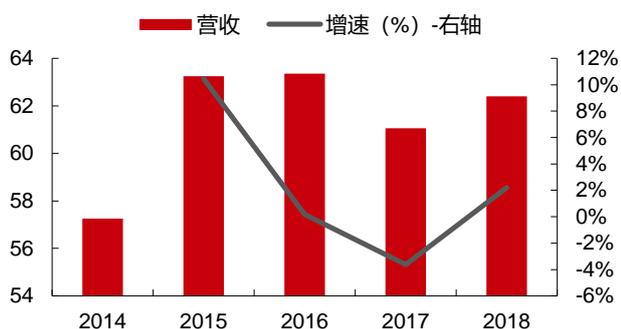
饮食健康化驱动面包行业由中长保向短保升级。面包按保质期可分为长保面包、中保面包、短保面包和连锁店新鲜面包。长保面包的兴起主要由于保质时间较长降低了库存压力, 扩大了销售范围, 提高了产品渗透率, 但随着收入水平的提高以及健康观念的深入人心, 面包市场需求端逐渐由长保面包向无防腐剂、零添加或少添加的短保、新鲜面包过渡。2018 年短保市占率在 62% 左右, 长保龙头达利食品从 16 年开始出现增长瓶颈, 17 年开始出现收入下滑, 市占率也从 15 年的 5.6% 下降至 18 年的 4%。而短保龙头桃李面包, 保持着 20% 的复合增速, 市占率从 15 年的 2.3% 提升至 18 年的 3.2%。在短保面包日益深入人心的趋势下, 长保龙头达利食品于 2018 年 11 月推出了新品美焙辰切入短保市场。

图表 40: 按保质期分类

| | 保质期 | 产品特点 | 代表品牌 |
|-------|-------------|--|--------------|
| 长保面包 | 半年到一年 | 不受运输半径限制, 覆盖面广, 便于渠道下沉, 定价较低受众广, 适合于批量生产; 但该产品添加较多防腐剂, 不符合健康诉求, 未来将逐渐被替代 | 盼盼、好丽友 |
| 中保面包 | 3-6 个月 | 随着健康意识的加强, 中保逐渐取代长保成为市占率最大的品类, 产品多样化且口感相比长保较软嫩 | 达利园 |
| 短保面包 | 7 天或 30 天以内 | 该产品添加较少, 对稳定的物流配送要求较高 | 桃李、宾堡、港荣、曼可顿 |
| 连锁面包房 | 2-3 天 | 通过可视化专业的现场加工, 增强消费者的购物体验, 最大程度的满足了消费者对口感和新鲜度的要求; 主要分布在人流量较大的商圈和社区 | 面包新语、85°C |

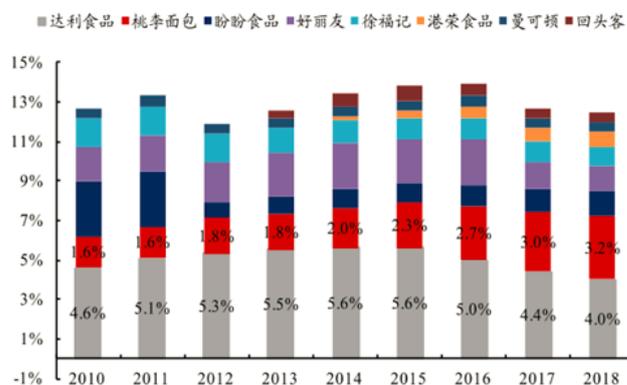
来源: 公开资料整理, 国联证券研究所

图表 41: 达利食品烘焙收入 16 年出现下滑 (亿元)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 42: 桃李凭借短保面包市占率逐步提升



来源: 中商产业研究院, 国联证券研究所

短保“中央工厂+批发”模式依旧是短期主旋律。目前烘焙行业经营模式分为“中央工厂+批发”和“中央工厂+连锁店”两种模式。第一种生产模式由城郊设立的工厂利用流水线生产标准件商品, 然后通过商超、便利店等渠道将产品送至终端消费者。该生产模式通过集中采购和生产带来规模效应的同时, 规避人工及租金等较高的变动成本, 实现较为稳定的净利润, 突出的性价比也赢得了更广阔的中低端消费人群; 另一方面高度标准化的工厂容易在全国范围内进行复制, 具有较强的扩张性, 从而在短时间内快速具备规模优势, 量产下成本、费用被摊薄, 更容易诞生龙头企业。但这种模式由于需要依托前期工厂建设的大量投入、销售渠道资源的积累以及后期长期稳定的维护, 具有较高的难度。

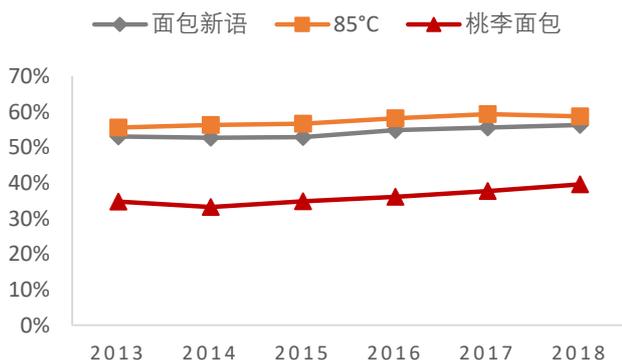
图表 43: 两种经营模式对比

| 模式 | 细分流程 | 特征 | 市场定位 | 代表企业 |
|----------|-----------------------------------|--|---------------|-----------|
| 中央工厂+批发 | 城郊工厂直接将成品配送至 KA、便利店及经销商,再由他们销售至终端 | 标准化生产产生规模效应,容易产生大单品;保质时间相对较长从而便于渠道下沉加大运输半径 | 中低端消费人群,走大众路线 | 桃李面包、曼可顿 |
| 中央工厂+连锁店 | 将城郊工厂生产的半成品配送至城区人口密集的连锁店进行现场加工销售 | 产品丰富新鲜,注重消费者消费体验,同时提供饮品及各类甜点 | 中高端人群,价格不敏感 | 面包新语、85°C |

来源: 公开资料整理, 国联证券研究所

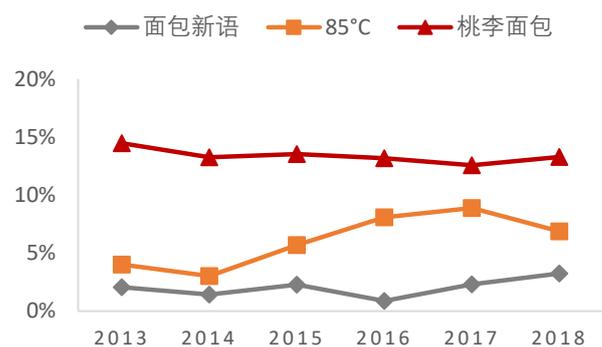
在“中央工厂+连锁店”模式下,连锁店作为连接终端消费者的唯一渠道,对产品种类的多样化以及门店的地理位置及装修要求较高,高质量的消费体验从而也产生了较高的产品溢价,但门店租金、人工成本以及管理费用往往拉低了净利水平,以 85°C 和面包新语为代表的连锁店模式毛利率均稳定在 55%左右,而净利率水平在 2%-8% 之间浮动;而相比以桃李面包为代表的批发模式尽管毛利率相对较低(33%-37%),但净利率维持在 13%-14%左右。目前由于受地域限制和区域发展不平衡的影响,我国面包行业发展程度不一:在一二线城市面包逐渐成为主食,面包+茶饮的连锁店模式遍地开花;而由于低线城市消费者对价格敏感度较高,连锁店模式面包消费习惯还需培养,低线城市面包消费还处于量增阶段。而在量增过程中,健康概念的短保批发模式凭借其价格优势更容易渗透到低线城市,进行快速的下沉扩张。

图表 44: 两种经营模式毛利率对比 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 45: 两种经营模式净利率对比 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 卤制品扩张迅速, 具有强复制能力

休闲卤制品作为休闲食品中另一重要分支,目前虽然市场规模较小(占比 7%),但增速领先于其他子板块,后期潜力较大。休闲卤制品作为休闲食品中重要的分支,目前虽然市场规模较小(占比 7%),但增速领先于其他子板块,后期潜力较大。根据 Frost&Sullivan 显示,我国卤制品行业 2015 年已达到 521 亿元,2010 年至 2015 年

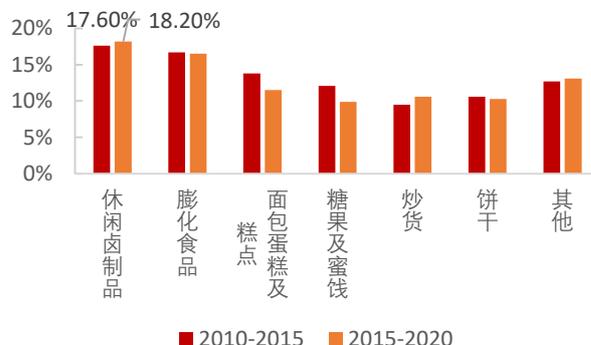
以 CAGR 17.56% 的增速位列休闲食品之首，预计 2020 年市场规模将达到 1235 亿元，15-20 年复合增速将增长至 18.20%。

图表 46: 卤制品市场规模 (亿元)



来源: Frost&Sullivan, 国联证券研究所

图表 47: 卤制品增速高于其他品类



来源: Frost&Sullivan, 国联证券研究所

从卤制品的品类来看，禽类制品作为卤制品中贡献最大，预计到 2020 年占比为 48.6%；肉制卤品和蔬菜卤品各占 20% 左右，豆腐类占比 10%。同时禽类制品作为最大规模的卤制品品类，依旧保持细分品类中的增速冠军，预计 15-20 年复合增速将达到 21.6%，成长最快。

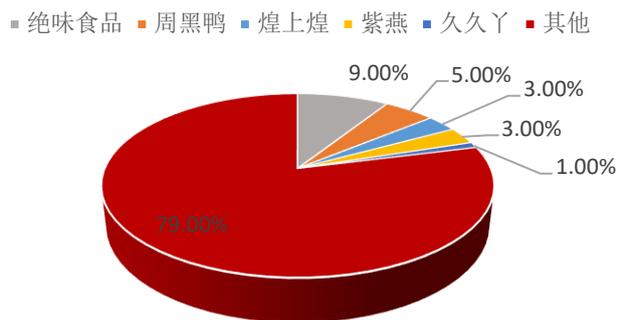
图表 48: 休闲卤制品细分品类规模及预测 (亿元)

| 行业 | 市场规模 | | | 复合年均增长率 | |
|-------|------|------|------|-----------|-----------|
| | 2010 | 2015 | 2020 | 2010-2015 | 2015-2020 |
| 家禽类卤品 | 88 | 226 | 600 | 20.8% | 21.6% |
| 红烧肉卤品 | 59 | 124 | 273 | 16% | 17.1% |
| 蔬菜类卤品 | 56 | 112 | 239 | 14.9% | 16.4% |
| 豆腐卤品等 | 29 | 60 | 123 | 15.7% | 15.4% |

来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

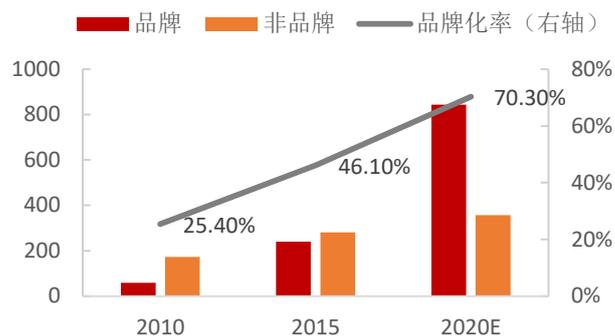
连锁品牌化成为趋势。我国卤制品行业存在三种经营模式：作坊式经营、区域性连锁品牌经营以及全国性连锁品牌经营。在行业发展初期由于口味壁垒和消费偏好的局限行业主要以作坊式工厂为主，CR3 仅 17.1%，行业集中度偏低，绝味作为销售规模最大的卤企，市占率不足 10%。我们认为未来随着消费者对品牌意识的提升和对新鲜度要求的提高，连锁品牌将推动卤制品行业不断突破跨区域销售壁垒，取代现存的作坊模式，提升行业集中度。2010 年以来品牌休闲卤制品快速增长，由 10 年的 25.4% 的占比提升至 15 年的 46.1%，预计 2015-2020 年，品牌化 CAGR 将保持 28.9%，远高于非品牌 6.3% 的增速水平，占比也将有 15 年的 46% 提升至 20 年的 69%，后者市场将被不断挤压。

图表 49: 休闲卤制品行业集中度低



来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

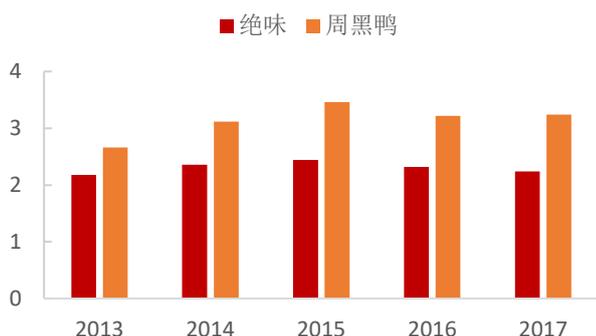
图表 50: 休闲卤制品品牌化率提升 (亿元)



来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

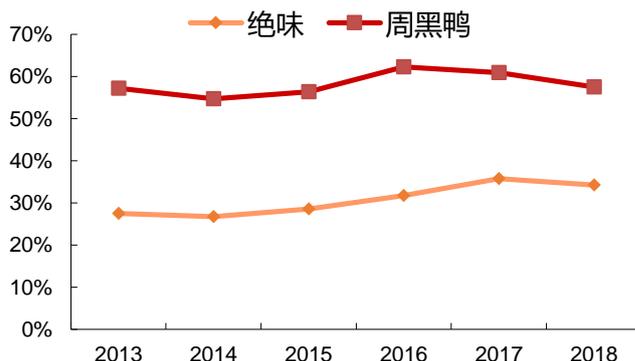
绝味和周黑鸭毛利率差距缩小。绝味和周黑鸭,作为卤制品行业的前两大全国性连锁品牌,以不同的经营模式进行快速增长。周黑鸭在直营模式下,随着2013至2016年高端MAP包装的普及后,客单价提升,毛利率水平依靠包装化占比的提升增加至60%左右。经过两年发展,包装红利进入后时代,提价空间较小,毛利率预计暂时没有提升空间。绝味通过加盟模式,以10598家门店数量带来规模优势,17年销量为10.8万吨(同期周黑鸭为3.9万吨)。另外,18年绝味前五大供应商采购金额占比为40.83%,远高于周黑鸭的24.7%,采购量大且集中决定着绝味的上游议价能力更强,其吨成本大幅低于周黑鸭。同时,绝味发行的3万吨仓储中心可转债项目落地后,将进一步提升公司的仓储容量,平滑采购成本波动。随着后期渠道下沉配合新建产能释放,规模效应日趋明显,而当绝味下沉后实现市场份额的提升,提价能力也相应加强,同时进一步提升毛利水平。

图表 51: 绝味吨成本明显低于周黑鸭 (万元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 52: 周黑鸭的毛利率优势缩小

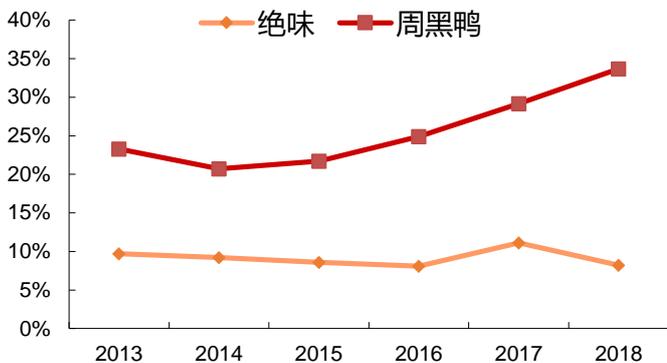


来源: Wind, 国联证券研究所

绝味通过跑马圈地形成规模效应,销售费用率保持在8%-10%之间,17年因公司上市加大了营销投入,其中包括交通类广告的投放、门店装修升级费用以及与饮料等产品进行联合促销等,致使费用率达到11.1%。随着渠道的下沉,低线城市的消费者将建立绝味的品牌意识,而一二线城市的门店升级将加强品牌形象,提升口碑。直营模式下的周黑鸭,销售费用主要包括门店租赁和人工费用(占比超过65%),在近几年门店的加速扩张和收入低迷的情况下,费用率上涨明显,从14年的20.7%逐年

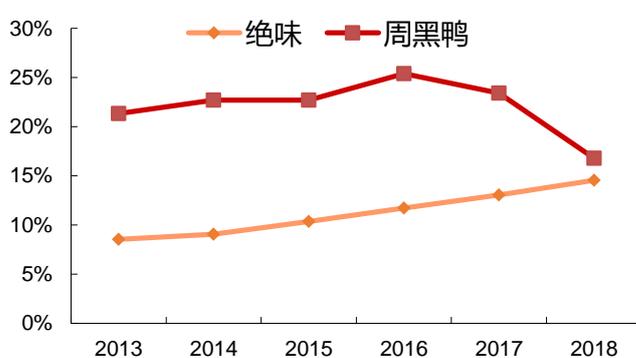
递增至 18 年的 33.68%，而绝味将这两部分大额支出转嫁给加盟商销售。从近两年的净利率中也能看出，销售费用的大幅攀升正严重挤压周黑鸭毛利率的优势，截止至 18 年，净利率差距从 13 年的 12.78% 缩减到 18 年的 2.22%，盈利能力大幅缩水。

图表 53: 绝味、周黑鸭销售费用率对比 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 54: 绝味、周黑鸭净利率对比 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

5 投资建议

大众食品板块的市场格局基本奠定，龙头企业进入强者恒强的发展趋势。前两年原材料成本上涨导致中小企业的亏损面加大，行业集中度有了进一步的提升，龙头企业的市占率更为集中。在规模效应、渠道下沉等优势下，龙头企业收割中小企业的市场份额这一现象将长期存在。同时低线城市的消费能力逐渐被挖掘，消费升级的空间广阔，尤其是可选消费的升级意愿更加明显，未来食品龙头将凭借定价权获得更高的业绩增长空间。

图表 55: 推荐标的

| 证券代码 | 证券简称 | 推荐理由 |
|-----------|------|---|
| 600872.SH | 中炬高新 | 公司以高鲜酱油卡位消费升级趋势，产品性价较高，广东、浙江、海南等南部和东部市场开发比较成熟，小品类借助已有的渠道资源导入增速较快，低线市场空白区域较多，未来公司渠道下沉以及外埠市场发展空间大。公司传统流通渠道占比高，产品性质的原因使得商超渠道对公司的重要性增强，公司产品在商超渠道中的比重持续提高，此外公司通过经销商和厨师俱乐部等方式开发餐饮渠道，实现快速增长。未来在阳西产能释放的背景下，生产规模效应凸显，产品毛利率有望得到明显提升，产品种类更加丰富且多元化。 |
| 600887.SH | 伊利股份 | 乳制品行业需求向好，公司凭借强大的品牌力和渠道下沉优势实现了营收的双位数增长，常温液体奶市占率不断提升，新品研发能力强，且快速放量转变为大单品。同时在奶价上行周期，公司的强议价能力能维持毛利率的稳定，我们认为行业集中趋势不改，行业双寡头格局仍将持续，行业集中度进一步提升后利润端的业绩弹性会得到释放。 |
| 603866.SH | 桃李面包 | 公司目前正处于产能投放和跑马圈地抢份额阶段，费用投入较大，公司在牺牲 |

短期利润的同时考虑更长远的发展来求得市占率的提升。同时，公司产能、渠道协同，目前可转债已顺利发行，募集资金用于新工厂建设，预计公司整体产能可满足百亿销售。伴随着产能布局完毕，渠道网络的优化，规模效应凸显，公司费用支出有望减少，盈利能力进一步提升。

603517.SH 绝味食品 公司门店数量持续扩张，驱动收入业绩增速，成熟门店盈利情况较好，新增门店不断进行渠道下沉和空白区域覆盖，在产品层面，未来公司可以从鸭脖产品不断向其他酱卤品类延伸。公司的供应链体系具备优势，能够良好支撑每年 800-1200 家新增门店的建设和产能供货，同时成本控制能力加强，规模效应凸显，新增门店成熟期有望缩短，加快公司盈利能力的提升。

来源：国联证券研究所

6 风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争格局恶化、产能扩张不及预期、食品安全问题。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 联系电话 |
|----|----|-------------|
| 北京 | 张媛 | 15810039831 |
| 北京 | 管峰 | 18611960610 |
| 上海 | 刘莉 | 18217012856 |