

本报告的主要看点：

1. 食品饮料行业当前发展趋势是什么？头部企业在上半年有哪些调整动作，对未来发展影响几何？
2. 在当前时点给出食品饮料行业投资策略。

相关报告

1. 《2020年环保行业年度策略报告-看好固废和水务，多点布局精选...》，2020.11.30
2. 《大炼化：高成长低估值谁与争锋？-2021年石化行业年度策略报告...》，2020.11.27

食品饮料 2021 年度策略报告

基本结论

- 回顾疫情下的食品行业，食品饮料超额收益显著，明年整体消费环境有望恢复，未来重点关注基数效应和高估值环境。疫情打乱产品与渠道销售结构，创造了居家消费的场景，C端小包装产品获得较快的增速，线下零售与餐饮受损严重后期逐渐恢复。明年整体消费环境有望得到恢复，Q4凸显食品板块有望回归常态化增长的趋势。展望未来，20年食品饮料行业公司自身的高成长+深壁垒+流动性带来了整个板块的高估值，21年业绩的增长是消化当前估值水平的强力因素。消费者信心恢复后，消费升级大趋势不改；疫情加速流量线上化趋势，头部厂商加强产品与渠道优势，市占率将持续提升。
- 乳制品板块重视两强控费动态，奶粉、奶酪、低温奶等细分领域增长迅速，领军企业可享受成长红利。常温奶市场增速放缓，我们认为当下是两强由营收增长切换到利润增长的重要拐点，上半年在疫情影响下业绩承压，叠加奶价上涨的成本压力，预计两强有减缓价格战的意愿，提升利润空间。奶粉、奶酪和低温奶市场规模增速较快，竞争格局相对分散，领军企业可享受快速增长。
- 调味品板块赛道护城河深厚，经营节奏有序。疫情期间，调味品家庭端消费增长，商超渠道动销加快，小包装产品增速领先。Q2需求受益品类高增长贡献业绩弹性，基础调味品需求修复。Q3消费市场逐渐回归常态，疫情受益品类增速出现放缓，但并未呈现断崖式下跌，疫情教育成果仍然得到一定程度的保留，复合调味品的发展趋势确立。厂商加强C端查漏补缺，餐饮端连锁化趋势有望再度加强。同时调味品存在绝佳的提价能力，优良格局享受优秀的竞争环境。建议关注行业龙头海天味业，以及复合调味品细分赛道领跑者天味食品等。
- 休闲食品板块紧跟消费升级趋势，建议关注卤制品、烘焙和坚果等高增长赛道。卤制品仍处于门店驱动阶段，头部品牌市占率提升是当下的主趋势，头部品牌均具备较好的拓店能力，且疫情后线下门店营收恢复在即。烘焙市场短保产品打开成长空间，短保行业核心壁垒在于供应链的效率，建议关注短保龙头桃李面包。坚果产品在我国消费习惯逐步建立，但行业整体同质化严重，建议关注具备差异化定位能力的洽洽食品等。
- 其他必选型消费品确定性强，龙头效应显著。必选型消费品市场空间广阔，而且随着居民健康意识、品质意识的提升，目前存在稳定的消费升级趋势。我们建议关注品牌、渠道优势明显，可引领消费升级的龙头企业，比如厨房产品领域龙头金龙鱼。

风险提示

- 原材料价格大幅上涨的风险、行业竞争加剧的风险、食品安全风险。

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

内容目录

一、疫情后食品饮料板块的机遇与改变.....	6
1.1 整体行情回顾及季度间的差异表现.....	6
1.2 消费环境预期全面恢复在即，回归常态增长下重视消费新趋势.....	9
1.3 当前时点看明年的消费市场环境：关注基数效应和高估值环境，合理衡量预期与成长.....	11
二、乳制品板块：关注两强控费动态，细分领域存在成长红利.....	15
2.1 长期看好两强利润释放空间，关注费用投放和 Q1 恢复性增长.....	15
2.2 奶粉、奶酪、低温奶成为蓝海市场，看好龙头的红利释放.....	16
2.3 重点标的推荐：伊利、蒙牛、光明、妙可蓝多.....	17
三、调味品板块：赛道护城河深厚，经营节奏有序.....	20
3.1 从疫情透视调味品产品与渠道端的改变形态.....	20
3.2 厂商加强 C 端查漏补缺，餐饮端连锁化趋势有望再度加强.....	24
3.3 调味品存在绝佳的提价能力，优良格局享受优秀的竞争环境.....	29
3.4 复合调味品错位竞争开辟蓝海市场.....	29
3.5 重点标的推荐：海天、中炬、天味、颐海.....	31
四、休闲食品板块：紧跟消费升级趋势，关注疫情后业绩恢复弹性.....	32
4.1 卤制品：门店驱动下的高增长赛道，线下渠道弹性恢复在即.....	32
4.2 烘焙：短保打开成长空间，聚焦供应链优势和渠道深度.....	32
4.3 坚果：品类创新迭出，品质壁垒逐渐凸显.....	33
4.4 重点标的推荐：绝味、周黑鸭、煌上煌、桃李、洽洽、甘源、良品.....	35
五、其他板块：必选消费品空间充足，规模优势下龙头效应凸显.....	38
5.1 必选消费品确定性强，消费升级空间可挖掘.....	38
5.2 重点标的推荐：农夫山泉、金龙鱼、巴比食品.....	38
六、风险提示.....	40

图表目录

图表 1：2020 年 1-11 月食品饮料板块走势分析.....	6
图表 2：重点子板块年初至今（12.10）涨跌幅.....	6
图表 3：食品饮料子板块季度间涨跌幅.....	7
图表 4：重点子板块季度间的收入增速.....	7
图表 5：重点子板块季度间的利润增速.....	7
图表 6：啤酒月度产量（万千升）及同比增速.....	8
图表 7：社零餐饮收入及同比增速.....	8
图表 8：食品饮料重点子板块的估值水平.....	9
图表 9：食品饮料行业整体估值水平.....	9
图表 10：食品饮料重点子板块季度间的估值水平.....	9
图表 11：天味食品定制餐调业务收入（万元）及增速.....	10

图表 12: 绝味食品卤味食品销售及增速表现.....	10
图表 13: 社会消费品零售总额 (亿元) 及当月同比.....	10
图表 14: GDP 水平当季同比与累计同比.....	10
图表 15: 食品板块重点公司收入增速逐渐回归常态.....	11
图表 16: 高净值人群可投资资产总额 (万亿元)	11
图表 17: 大类资产的投资回报率较高.....	11
图表 18: 伊利常温市占率持续集中 (%)	12
图表 19: 海天经销商数量有效提升.....	12
图表 20: 盐津铺子的店中岛数量.....	13
图表 21: 绝味开店数量.....	13
图表 22: 美团买菜/多多买菜/橙心优选小程序页面.....	13
图表 23: 社区团购市场规模.....	13
图表 24: 生鲜电商行业市场规模及增速.....	13
图表 25: 食品板块重点公司销售费用率.....	14
图表 26: 液态奶领域两强市占率.....	15
图表 27: 2013-2019 年中国乳制品产量及 yoy.....	15
图表 28: 2015-2019 年伊利新增营收来源拆解.....	15
图表 29: 2015-2019 年伊利新增营收来源贡献率.....	15
图表 30: 乳制品主要企业销售费率 (单位: %)	16
图表 31: 广告费用率对比.....	16
图表 32: 2018-2020 年全国生鲜乳市场价月度走势及同环比增速.....	16
图表 33: 我国生鲜乳价格与伊利销售费率走势.....	16
图表 34: 我国低温奶市场规模 (亿元) 及增速.....	17
图表 35: 我国奶酪市场规模 (亿元) 及增速.....	17
图表 36: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模 (亿元) 及增速.....	17
图表 37: 中国婴幼儿配方奶粉内外资市场份额占比.....	17
图表 38: 伊利股份分品类营收 (亿元) 及增速.....	18
图表 39: 蒙牛乳业分品类营收 (亿元) 及增速.....	18
图表 40: 低温奶市场竞争格局.....	18
图表 41: 妙可蓝多奶酪业务营收及增速.....	19
图表 42: 飞鹤婴幼儿配方奶粉产品分系列营收及增速.....	19
图表 43: 海天/中炬/千禾的季度收入增速.....	20
图表 44: 海天/中炬/千禾的季度利润增速.....	20
图表 45: 海天品类间的增速变化.....	21
图表 46: 美味鲜品类间的增速变化.....	21
图表 47: 海天区域市场的增速变化.....	21
图表 48: 美味鲜区域市场的增速变化.....	21
图表 49: 千禾品类间的增速变化.....	22
图表 50: 千禾区域市场的增速变化.....	22

图表 51: 天味食品渠道品类间的增速变化.....	22
图表 52: 天味食品区域市场的增速变化.....	22
图表 53: 主要调味品企业渠道结构对比.....	23
图表 54: 海天区域市场占比.....	23
图表 55: 美味鲜区域市场占比.....	23
图表 56: 千禾区域市场占比.....	23
图表 57: 天味食品区域市场占比.....	23
图表 58: 海天经销商队伍扩充.....	24
图表 59: 美味鲜经销商数量增长.....	24
图表 60: 千禾味业经销商.....	25
图表 61: 天味食品今年实施品牌经销商细分(家).....	25
图表 62: 中炬高新核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度修订前后变化.....	25
图表 63: 恒顺醋业改革方向.....	26
图表 64: 四月开始,社零餐饮收入环比持续恢复.....	26
图表 65: 2013 年以来连锁餐饮营收增速高于行业平均.....	27
图表 66: 连锁餐饮平均门店数逐年上升(家).....	27
图表 67: 餐饮业各项成本费用营业额占比平均值.....	27
图表 68: 今年一季度商铺租金同比下滑明显.....	27
图表 69: 海天推出火锅底料新产品.....	28
图表 70: 颐海国际上半年主推冲泡粉、冲泡米饭等新品.....	28
图表 71: 颐海国际分销售渠道收入及同比增速情况.....	28
图表 72: 颐海国际方便速食收入占比提升明显.....	28
图表 73: 今年以来黄豆价格持续上行(元/吨).....	29
图表 74: 今年白砂糖价格趋势(元/公斤).....	29
图表 75: 玻璃价格指数呈上升趋势(点).....	29
图表 76: 瓦楞纸价格趋势.....	29
图表 77: 中美日复合调味料市场情况比较.....	30
图表 78: 国内复合调味料市场规模呈双位数增长.....	30
图表 79: 鸡精行业竞争格局.....	30
图表 80: 2019 年火锅底料行业竞争格局.....	30
图表 81: 不同行业门店投资回收期对比.....	32
图表 82: 三家卤制品企业业绩情况.....	32
图表 83: 面包行业的消费趋势从中长保向短保转变.....	33
图表 84: 短保行业天然具备高壁垒,龙头企业具备规模优势.....	33
图表 85: 坚果炒货行业竞争格局.....	34
图表 86: 天猫坚果炒货 TOP10 品牌市场份额变化.....	34
图表 87: 洽洽携手分众传媒.....	34
图表 88: 甘源食品口味型坚果系列.....	34
图表 89: 良品铺子“敦煌系列”礼盒尽显高端.....	35

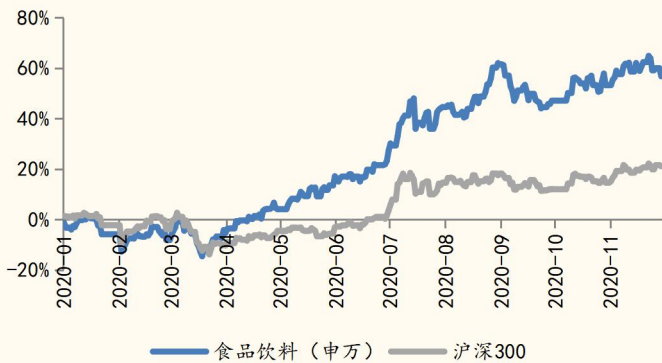
图表 90: 卤制品企业店均运输费 (单位: 元/店/年)	35
图表 91: 煌上煌门店数量.....	36
图表 92: 周黑鸭门店数量.....	36
图表 93: 桃李收入增速与销量增速接近.....	36
图表 94: 桃李面包各区域市场收入占比.....	36
图表 95: 洽洽食品每日坚果销售额及增速.....	37
图表 96: 洽洽食品坚果毛利率.....	37
图表 97: 甘源广告推广费用率处于行业偏低水平.....	37
图表 98: 预计甘源未来将加大广告费用投放.....	37
图表 99: 良品铺子线上线下渠道占比.....	38
图表 100: 全品类公司里良品的新零售布局走在行业前列.....	38
图表 101: 农夫山泉各品类市占率.....	38
图表 102: 金龙鱼各品类市占率.....	39
图表 103: 巴比食品毛利率和净利率.....	39

一、疫情后食品饮料板块的机遇与改变

1.1 整体行情回顾及季度间的差异表现

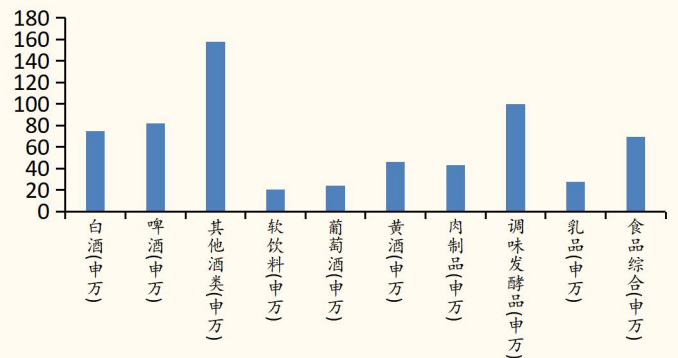
- 年初至今（2020年1-11月）食品饮料板块指数上涨56.77%，相较沪深300指数（+21.08%）具有显著超额收益，涨幅居前的子板块主要有其他酒类（+118.17%）、调味发酵品（+71.79%）、啤酒（+68.33%）、白酒（+63.44%）、食品综合（60.41%），未曾跑赢食品饮料行业的子板块主要有软饮料、葡萄酒、黄酒、乳品、肉制品。
- 从不同阶段表现来看，疫情可控后食品饮料超额收益显著。
 - 春节前后各地疫情扩散且得到重视，消费者闭门不出，春节终端消费受损，市场恐慌情绪导致行业整体下跌，食品饮料行业中刚需产品及部分小食品板块受益，Q1具有超额收益的板块以调味品、肉制品和食品综合为主，大众消费刚需品类的需求相对具有抗风险性。
 - 二季度以来国内各地疫情得到有效的控制，基本面环比改善，部分食品企业二季度有效弥补了一季度的下滑，且流动性宽松的环境背景下，业绩和估值面临双升。Q2食品饮料行业涨幅为28.7%，其中啤酒（+47.73%）、白酒（+35.61%）等酒类产品更具超额收益。
 - 三季度需求持续恢复态势，各地餐饮及线下门店客流恢复度提升，经营逐季改善，但三季报前期市场预期较高推动行业涨幅较快，三季报业绩验证过后估值处于回调消化阶段，且短期无催化剂，因此短期走势较为平淡。12月底迎来收官及春节备货行情，调味品板块因提价存在阶段性机遇。Q3食品饮料行业涨幅为19.34%，其中超额收益板块为调味品（+23.88%）、乳品（+20.68%）、白酒（+19.79%）等。

图表 1：2020 年 1-11 月食品饮料板块走势分析



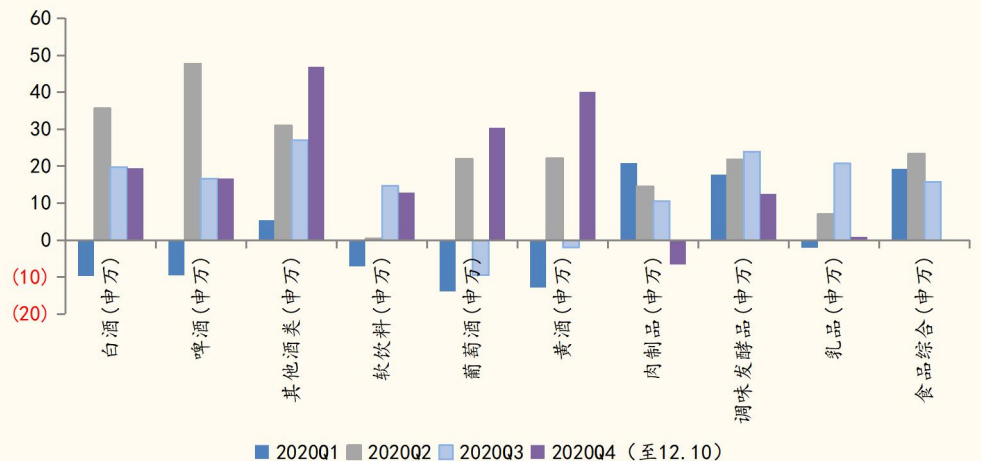
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：重点子板块年初至今（12.10）涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所

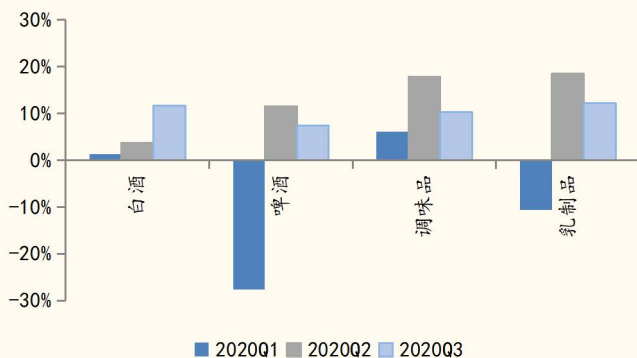
图表 3：食品饮料子板块季度间涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所

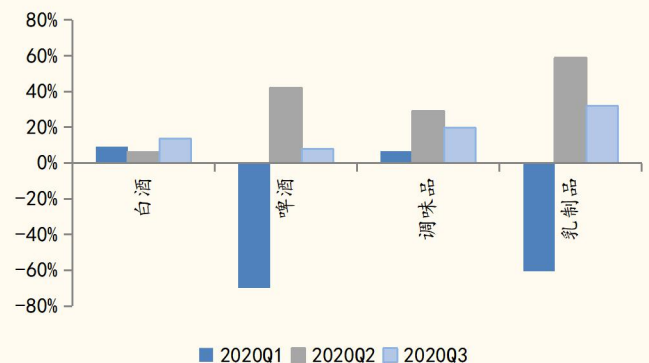
- 分板块来看，Q1 收入增速调味品 (+6%) > 白酒 (+1%) > 乳制品 (-11%) > 啤酒 (-28%)，利润增速白酒 (+9%) > 调味品 (+7%) > 乳制品 (-61%) > 啤酒 (-70%)。调味品需求偏刚性，商超等 C 端渠道的购买力较强，且 C 端产品相较 B 端客单价更高，渠道动销在食品饮料子板块靠前。虽然一季度社交送礼需求稀缺，但高端白酒表现优于次高端白酒，白酒板块需求稳健性相对好于乳制品板块和啤酒板块。
- Q2 收入增速乳制品 (+19%) > 调味品 (+18%) > 啤酒 (+12%) > 白酒 (+4%)，利润增速乳制品 (+59%) > 啤酒 (+42%) > 调味品 (+29%) > 白酒 (+6%)。二季度以来乳制品自饮需求提升，低温奶增速较为显著，乳制品整体板块需求向好。调味品中复合调味品受益居家下厨烹饪习惯实现高速增长，基础调味品在各渠道持续补库存因此 Q2 调味品增速高于 Q1。啤酒二季度产销量同比有显著提升，4/5/6 月啤酒行业产量同比分别增长 7.5%/14.6%/7.6%，同时居家消费带动啤酒罐化率提升，啤酒行业消费升级下的高端啤酒占比提升趋势延续，利润亦有较好的表现。
- Q3 收入增速乳制品 (+12%) > 白酒 (+12%) > 调味品 (+10%) > 啤酒 (+7%)，利润增速乳制品 (+32%) > 调味品 (+20%) > 白酒 (+14%) > 啤酒 (+8%)。乳制品板块中伊利、光明等乳企 Q3 收入增速相较 Q2 下滑，但是燕塘乳业、科迪乳业等本地低温乳企保持较高的增速，Q3 乳制品板块利润弹性相较 Q2 下降。调味品板块 Q3 恢复较为常态的增长，平滑了 Q1 和 Q2 季度间的波动，海天/中炬/千禾/天味的增速回归到 18%/10%/26%/35%，餐饮渠道虽然恢复态势较好但同比去年仍存在小幅缺口，Q2 因费用端节约带来的利润弹性在 Q3 也回归常态增长。

图表 4：重点子板块季度间的收入增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：重点子板块季度间的利润增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：啤酒月度产量（万千升）及同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

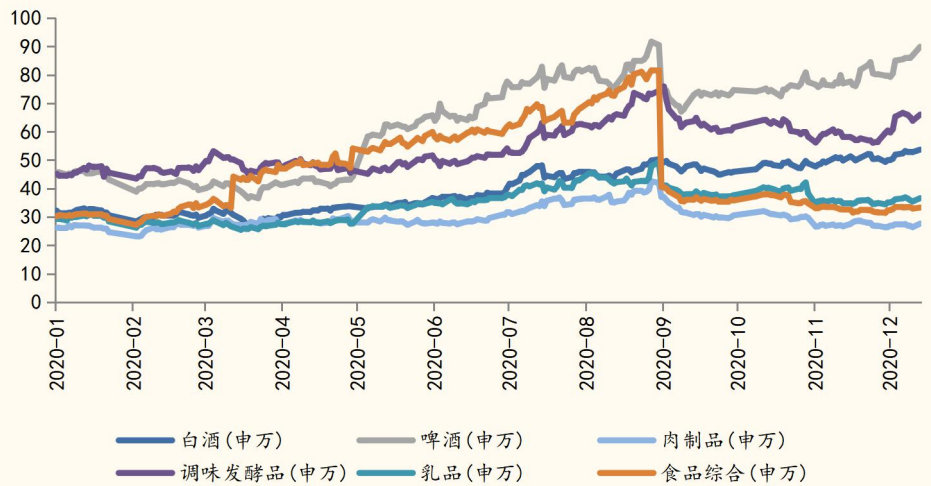
图表 7：社零餐饮收入及同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 估值扩张集中于 Q2 与 Q3。年初食品饮料行业估值约 30 倍，其中白酒板块估值 PE (TTM) 约 32 倍，啤酒板块估值约 45 倍，调味品板块估值约 45 倍，乳制品和食品综合板块估值约 30 倍。Q1 期间白酒、乳制品及啤酒板块估值并未有显著的提升，调味品板块估值从 45 倍提升至约 49 倍，而食品综合板块估值从 30 倍提升至约 48 倍，调味品和部分食品综合在 Q1 业绩与股价表现较好。Q2 啤酒板块和食品综合板块的估值水平得到显著持续增长，Q2 末啤酒板块估值达到约 75 倍，食品综合板块估值提升至约 60 倍，其余乳品、调味品、白酒等子板块均有不同幅度的提升，拉动食品饮料行业板块整体估值达到约 40 倍。Q3 以来食品综合板块估值向下调整逐步消化，乳制品、啤酒板块估值持续高位运行，白酒和调味品板块估值再次提升至约 45 倍和 61 倍。
- 从前三季度表现中可以看出，估值扩张主要集中在 Q2 和 Q3，调味品板块受益于良好的护城河壁垒及稳固的消费需求和竞争格局，估值水平持续上行；食品综合板块估值受业绩弹性影响较大，休闲食品细分赛道中不乏高速增长领域，需求的短期受益带来的收入利润高速增长弹性也体现在估值赋予上，而随着疫情可控需求常态化后，估值亦回归到合理水平；白酒板块商业模式的优越性已经得到市场的充分认可，估值水平虽然逐步上行，但是提升速度较为稳健更具备安全边际；啤酒板块的高端化进度受到认可后，估值目前处于行业领先的水平。
- Q4 板块间估值水平调整，回到合理可配置的区间。四季度以来，因三季报表现出食品板块增速逐渐回归常态化，疫情带来的催化因素逐渐减弱，市场对食品板块的估值赋予逐渐回归常态水平。10-12 月以来食品饮料行业的估值水平持续在 45-50 倍之间波动，不同于 Q2 和 Q3 持续提升的态势。行业整体估值水平相较平稳的状态下，子板块的估值变化程度不一。休闲食品的估值消化速度较快，短期带来一定幅度的回调。乳制品板块估值稍有回落，白酒、调味品等板块未来业绩消化估值的能力优秀，因此整体估值水平较为平稳。

图表 8：食品饮料重点子板块的估值水平



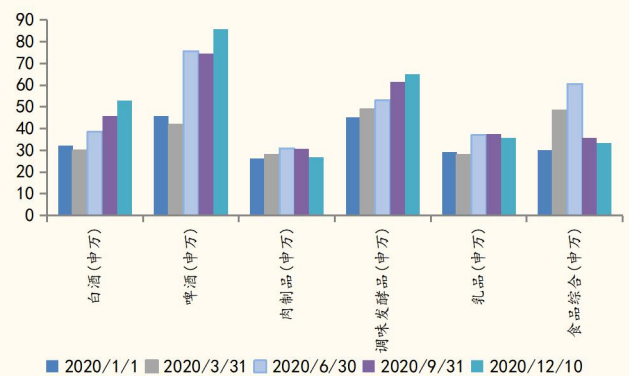
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：食品饮料行业整体估值水平



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：食品饮料重点子板块季度间的估值水平



来源：wind，国金证券研究所

1.2 消费环境预期全面恢复在即，回归常态增长下重视消费新趋势

■ 疫情带来居家消费受益品种的需求放量增长。

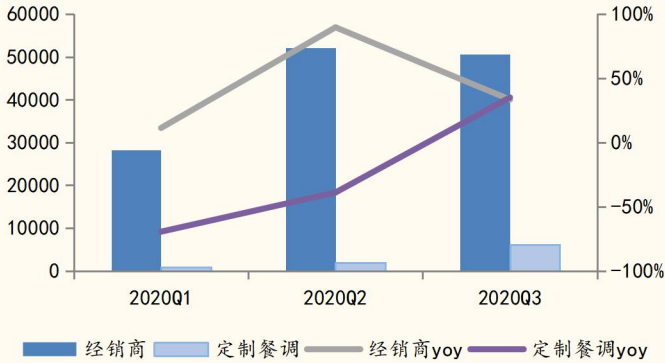
今年疫情打乱了产品与渠道的销售结构，创造了居家消费的场景，C端小包装产品获得较快的增速，主要受益产品包括家用酵母小包装产品、安井锁鲜装产品、休闲食品包装产品等。拥有与家庭消费相匹配的产品和渠道的企业得到快速增长，产品与渠道间的切换弹性重要性得到凸显。从渠道来看，商超KA的关业和客流影响较小，农贸市场的恢复程度一般，线下自营门店等零售业态较为受损，餐饮在前期受损较为严重。

■ 餐饮业态直至Q3相对恢复较好，线下连锁门店等经营业态的客流恢复在Q4前始终难以恢复到同期水平。

餐饮门店从Q3开始客流量及收入得到逐渐改善，因此调味品B端收入降幅收窄，虽不能弥补全年的收入缺失，但逐渐回归正常增长。如天味食品的定制餐调业务Q3恢复正增长，同比增长达到35%，Q2降幅收窄为-39%，而经销商渠道经过Q2的快速增长后，Q3回到33%的增长水平。线下连锁门店经营业态主要有绝味、煌上煌等卤味经营业态和巴比食品等早餐消费经营业态。绝味食品一季度受损严重，收入端下滑7.6%，Q2收入

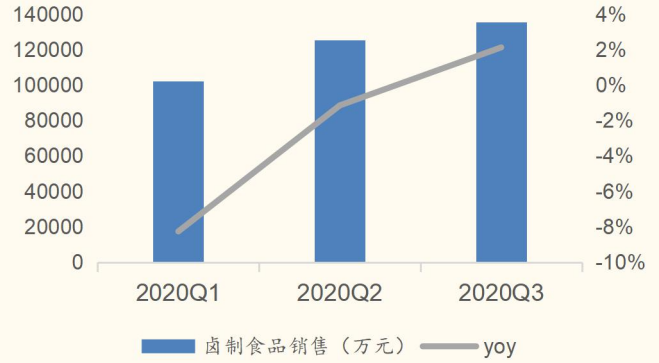
端持平增长，Q3 收入端达到 5.5% 的正增长，社区门店的恢复进度较快，但高势能门店、学校、商圈等位置的门店恢复进度相对较慢，因此拖累了整体的增长水平。巴比食品上半年收入同比下降 26.45%，Q3 收入同比增长 3.79%。

图表 11: 天味食品定制餐调业务收入 (万元) 及增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 绝味食品卤味食品销售及增速表现



来源: wind, 国金证券研究所

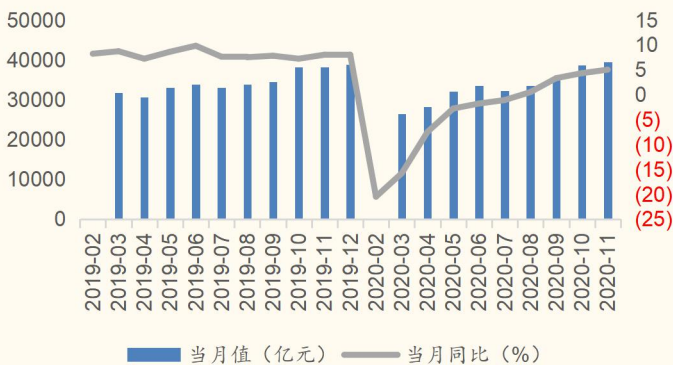
■ 明年整体消费环境有望得到恢复，Q4 凸显食品板块有望回归常态化增长的趋势。

Q3 以来线下经济活动得到有序恢复，虽然偶有局部疫情反复，但并未改变经济消费环境向好的方向。从社会消费品零售总额来看，8 月份实现年内首次正增长 0.5%，此后每个月增幅持续提升，至 11 月我国社会消费品零售总额增速达到 5%。经济复苏趋势同样体现在 GDP 增速内，预计明年社会消费品零售增速有望回归到疫情前的合理水平。

临近年关，今年冬季气候对疫情防控具有更高的要求，虽然线下出行恢复但居民相对谨慎，因此整体经济消费环境处于有序恢复中，恢复进度难以呈现短期内有效的提升，预计整体处于温和复苏的通道中。

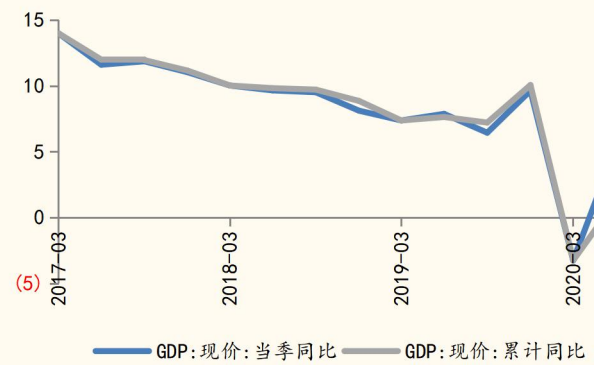
Q4 以来前期疫情受益需求增速逐渐放缓，居家消费场景依旧存在，但出行频次提高下受益品类增速有所下降，如线下烘焙房客流回暖后，家用小包装酵母的使用频次降低。但部分居家消费教育习惯有望得到保留，因此我们认为受益休闲食品增速不会出现断崖式的下跌，但会逐渐回归常态增长。

图表 13: 社会消费品零售总额 (亿元) 及当月同比



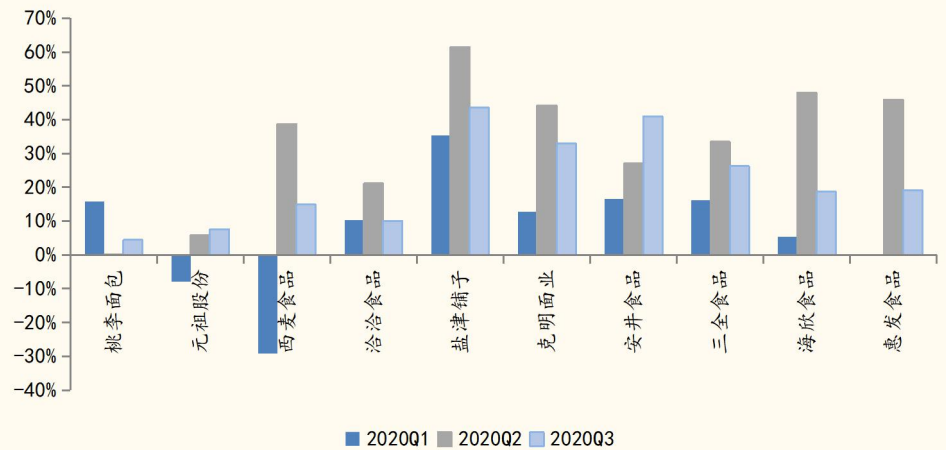
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: GDP 水平当季同比与累计同比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15：食品板块重点公司收入增速逐渐回归常态

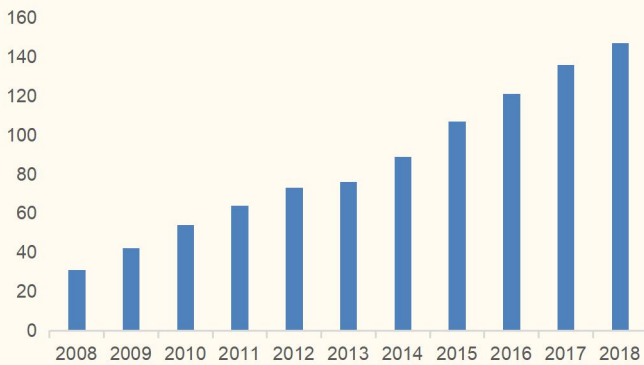


来源：wind, 国金证券研究所

■ 居民消费力和消费选择出现分化，高端消费品市场影响预计较小。

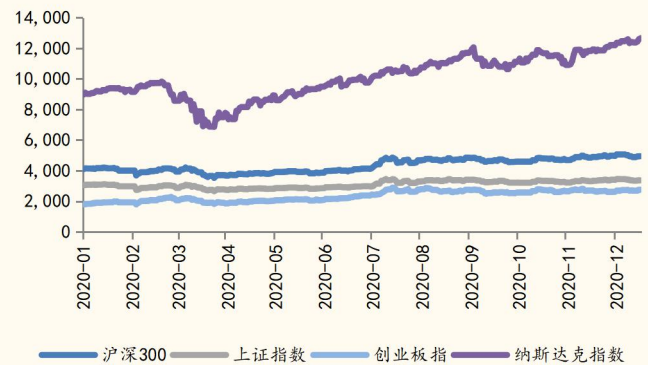
疫情影响下收入存在下滑预期，今年的消费市场消费者更加注重对高性价比产品的选择，大众消费品和速食消费品的销售得到有效的提升。同时高端消费品市场受影响程度较小，如白酒领域茅台的需求持续增长，五粮液和国窖 1573 今年都实现了价格的有效升级。今年流动性宽松带来资产价格的提升，从大类资产的投资回报率上看，高净值人群的收益率预计得到有效提升，高净值群体的财富得到有效增长，因此高端消费能力提升，预计高端消费品市场的需求将保持高增长，高端白酒等产品的需求端持续向好。

图表 16：高净值人群可投资资产总额（万亿元）



来源：中国建设银行, 国金证券研究所

图表 17：大类资产的投资回报率较高



来源：国金证券研究所

1.3 当前时点看明年的消费市场环境：关注基数效应和高估值环境，合理衡量预期与成长

■ 21 年将面临高估值的背景，经济环境相较去年同期有望改善。

20 年食品饮料行业公司自身的高成长+深壁垒+流动性带来了整个板块的高估值，21 年业绩的增长是消化当前估值水平的强力因素。21 年一季度经济环境的明显改善将带来同比 20 年一季度经营受损公司业绩的有效提升。

■ 春节社交需求预计回暖，宴饮环节消费升级加速。

2021年春节虽然依旧需要注重疫情防控，但预计春节社交需求高于2020年，走亲访友、送礼等活动将得到恢复，因此白酒等具备社交送礼需求的产品有望迎来旺季。2020年厂商经过渠道管控和价格体系的理顺，高端白酒均实现不同程度的批价上行，逐渐站稳千元左右的价格带，今年春节旺季动销预计将有较为明显的体现。同时疫情过后消费升级的表现更加突出，宴饮环节消费升级加速。

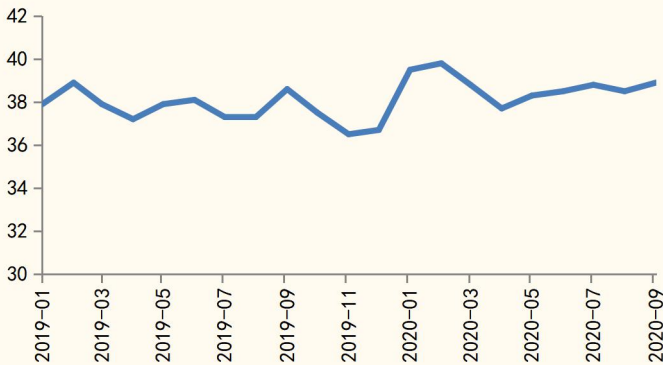
■ 大众可选消费品将逐渐回归常态增长水平。

消费者信心恢复后，大众可选消费品有望得到复苏，消费升级大趋势不改。例如啤酒行业中高端啤酒占比持续提升，精酿啤酒因更好的原材料、口感而获得消费者的选择偏好。线下消费场景得到修复后，产品结构升级和利润提升有望得到体现。

■ 疫情推动厂商对产品和渠道优势的强化，市占率持续集中。

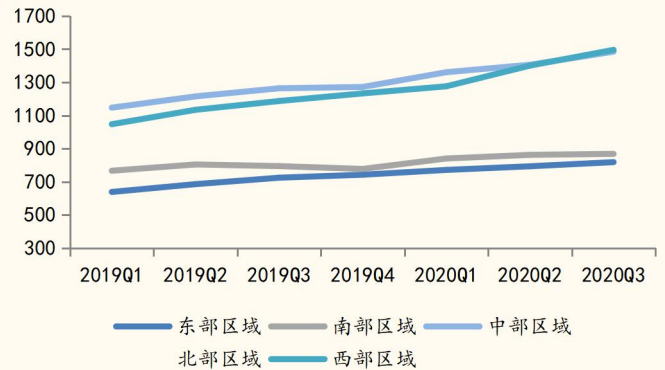
疫情背景下厂商加强了自身的管理能力对抗行业波动，行业的出清与集中在受损赛道如餐饮企业中表现较为显著，原因在于餐饮企业对现金流的依赖性较强。而食品板块龙头企业在自身的优势领域市占率也得到持续提升，伊利在常温奶领域的市占率持续提升。除此之外，龙头补齐经营短板，调味品企业大多加速了经销商队伍的扩充。如海天此前在B端渠道更具优势，今年在C端渠道获得了较为长足的进步和增长，非传统优势区域中西部地区的增长加快，经销商队伍的构建为2021年的增长做足了准备。

图表 18：伊利常温市占率持续集中 (%)



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 19：海天经销商数量有效提升



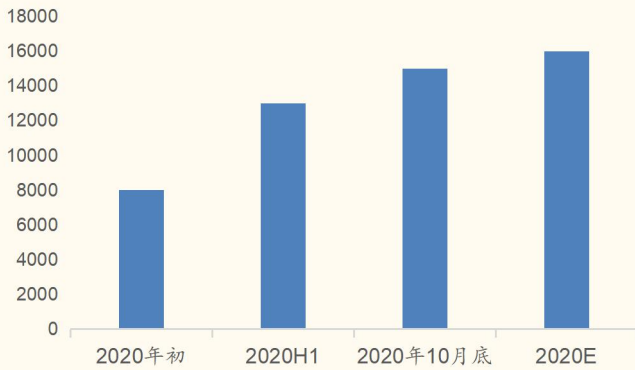
来源：wind，国金证券研究所

■ 疫情加速了流量线上化趋势，上下游关系中渠道变革因素较大。

此次疫情导致消费者购物的场景、选择等受到影响，线上营销方式亦出现积极的改变。由于疫情减少了消费者的外出活动频次，KA商超的客流量下降，货架陈列位置的重要性更加凸显，消费者的选择向头部品牌聚集。而头部厂商也加强了疫情期间的陈列建设，如休闲食品的“店中岛”数量扩张速度加快。

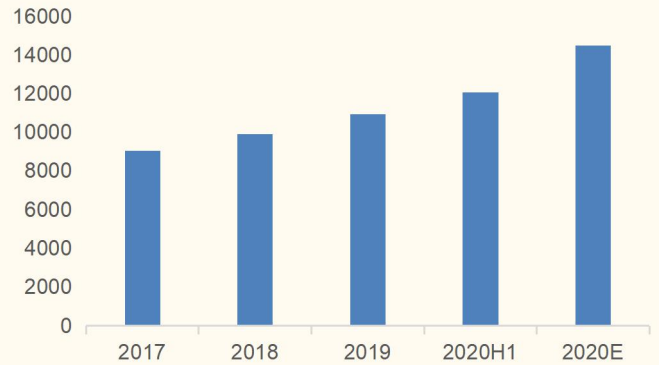
线下门店客流量受损的同时，连锁业态的恢复进度始终不及预期，因此连锁品牌将经营重点放在扩张门店数量层面，加强逆势开店和行业整合，包括餐饮连锁品牌及卤味、奶茶等轻餐饮连锁企业。

图表 20: 盐津铺子的店中岛数量



来源: wind, 国金证券研究所

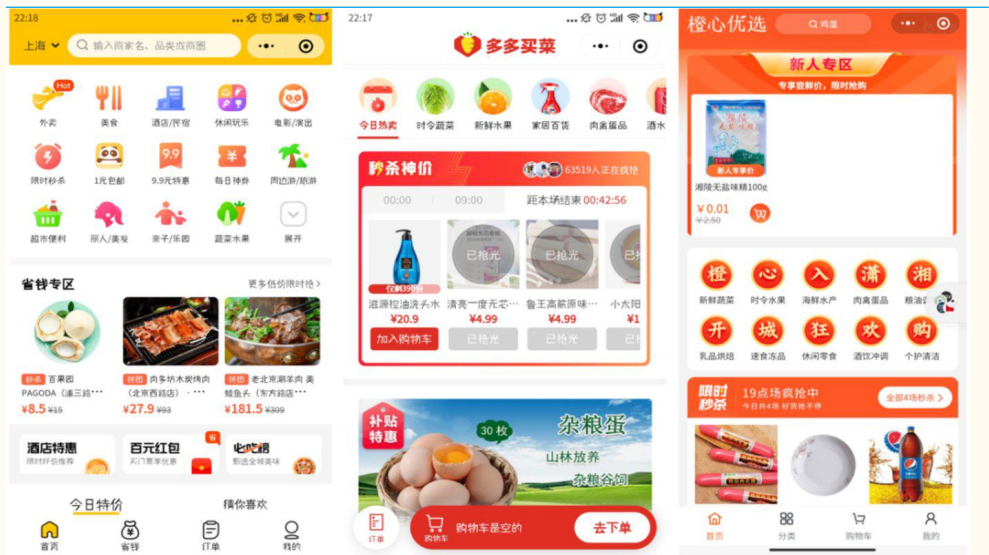
图表 21: 绝味开店数量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

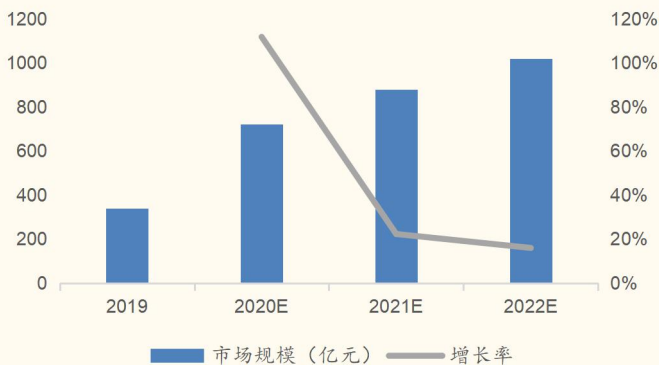
线下流量加速转移至线上, 电商流量加速汇聚, 同时新零售业务因为线上线下服务一体化、便民服务突出而加速发展。疫情使消费者对居家下单、便捷及时配送要求更高, 社区团购快速兴起。

图表 22: 美团买菜/多多买菜/橙心优选小程序页面



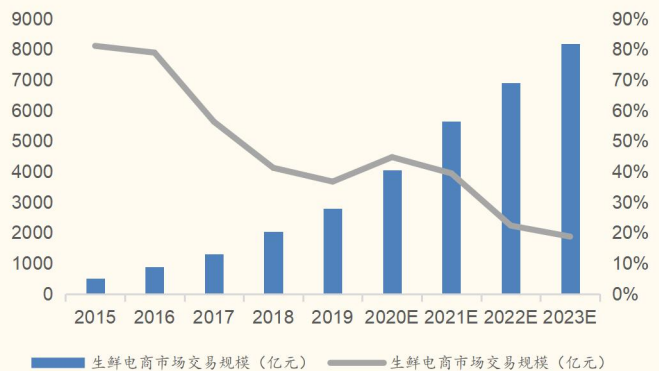
来源: 国金证券研究所

图表 23: 社区团购市场规模



来源: 艾媒数据中心, 国金证券研究所

图表 24: 生鲜电商行业市场规模及增速



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

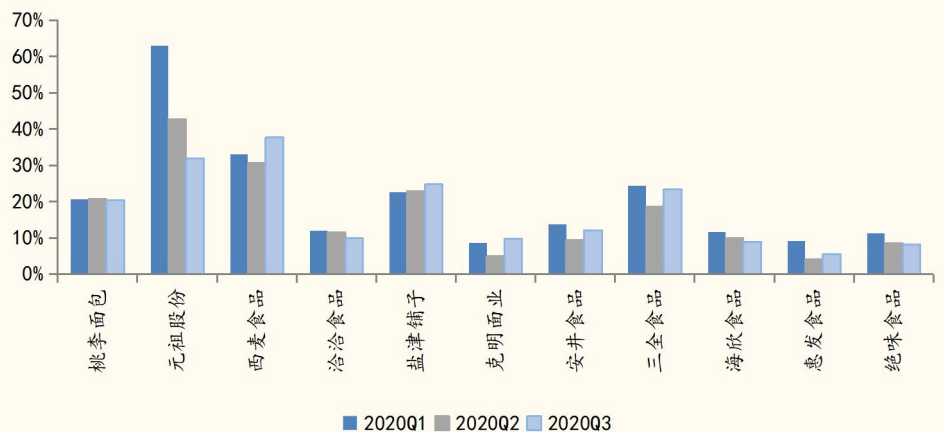
社区团购平台充当了重构采购渠道的中间商，以社区为单元，通过集体下单、采购完成了无接触配送，大批量采购提高了社区团购平台的议价权。根据艾媒咨询数据显示，2020年社区团购市场规模预计达到720亿元，同比增幅112%，2022年中国社区团购市场规模预计超过1020亿元。

目前饿了么、美团、拼多多都在积极加强布局社区团购，生鲜是现阶段各大社区团购平台竞争的主战场，疫情培养了消费者线上买菜的消费习惯，前置仓模式的生鲜电商盈利状况得到改善，用户及订单量高增。目前互联网巨头进入社区团购赛道，重点针对下沉市场，采取“预购+自提”的模式，赋能社区便利店，“预售、次日达、自提”的方式提升了零售效率、降低了供应链物流压力。

■ 直播电商构筑新品牌渠道，疫情期间广告投放偏向谨慎。

除了社区团购对于供应链端和销售渠道端的改造外，流量线上化趋势亦改变了企业的营销方式。近年来电商直播带货方式兴起，直播带货的ROI投入产出比更高，近年来厂商均进行了营销费用投放的优化。疫情期间线下客流减少，大部分厂商的营销费用得到有效节约，需求偏刚性的情况下利润弹性较强。相较于线下渠道的高成本，直播电商有利于帮新品牌构筑线上渠道，私域流量运营的效率正在逐渐被认知。而传统线下品牌也在加速线上建设，线上渠道不仅是新兴的重要渠道，也可以成为新品的试验田、实现社群管理。

图表 25：食品板块重点公司销售费用率



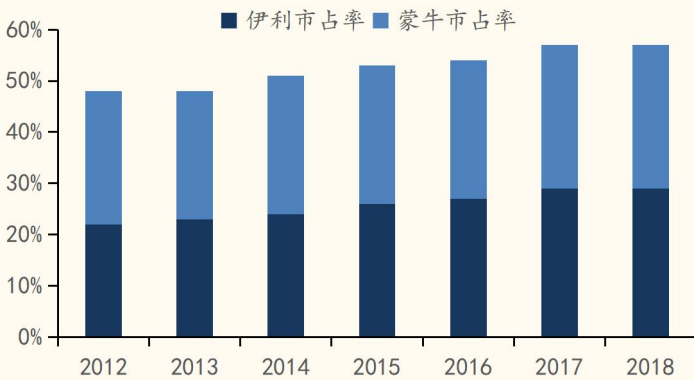
来源：wind，国金证券研究所

二、乳制品板块：关注两强控费动态，细分领域存在成长红利

2.1 长期看好两强利润释放空间，关注费用投放和 Q1 恢复性增长

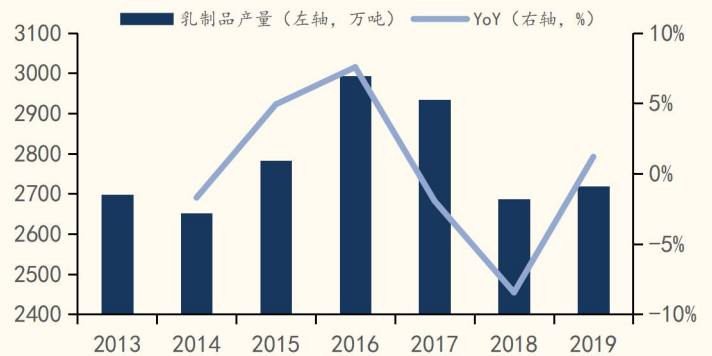
- 从长期来看，我们认为当下是两强由营收增长切换到利润增长的重要拐点。就竞争格局而言，当前两强的市占率提升速度趋缓；就行业发展而言，快速放量期已过，我国乳制品需求基本饱和。分拆伊利的营收贡献，可以发现近年来销量的贡献度在逐步下滑，结构升级的贡献度相对稳定。销量放缓的背景下营收增速放缓是不可避免的趋势。而乳企的销售费率普遍 20% 以上，广告费用支出占营收比重在 10% 以上，显著高于调味品、坚果零食等领域的龙头企业，适当控费可提升利润空间。

图表 26：液态奶领域两强市占率



来源：尼尔森，国金证券研究所

图表 27：2013-2019 年中国乳制品产量及 yoy



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 28：2015-2019 年伊利新增营收来源拆解



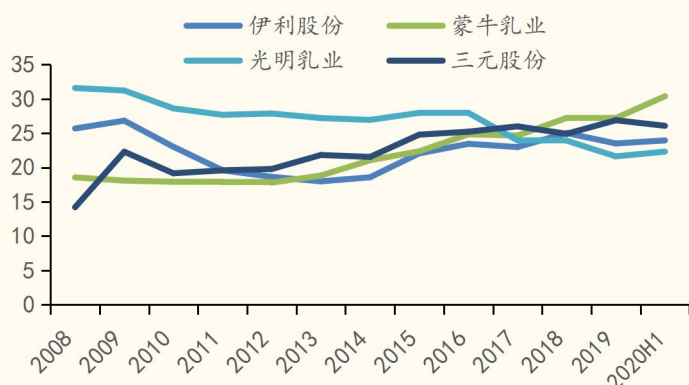
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：2015-2019 年伊利新增营收来源贡献率



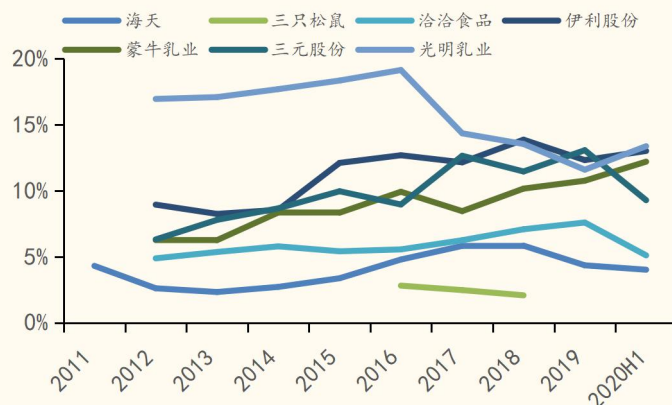
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：乳制品主要企业销售费率（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

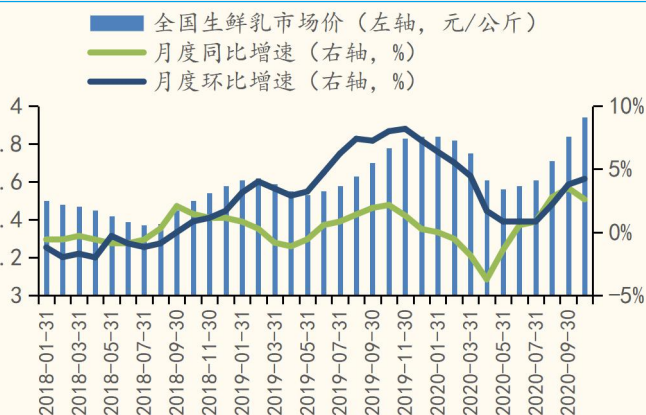
图表 31：广告费用率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

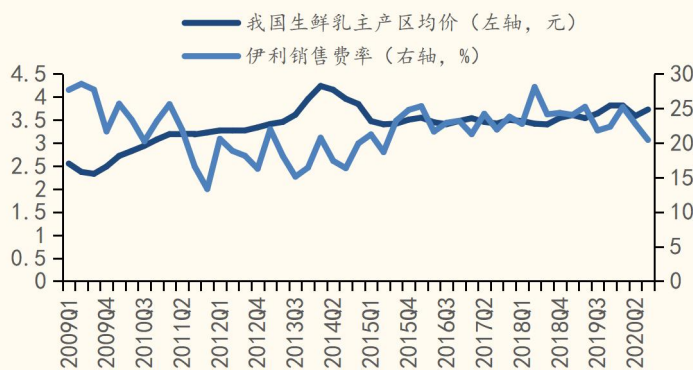
- 疫情下上半年业绩承压，叠加奶价上涨的成本压力，预计两强有减缓价格战的意愿。今年上半年乳制品行业的营收和净利润都出现比较严重的下滑。大部分企业采取了控费措施。此外我国再次进入奶价上行期：奶牛数量在 2019 年达到最低点；而疫情之后消费者健康意识、蛋白意识有所提振，液态奶的需求有所上升；考虑到奶牛的养殖周期在 2 年左右，预计供需的不平衡的状况会持续到明年。复盘历史可以发现原奶价格和头部的销售费率大致呈现负相关关系，奶价上行或成竞争趋缓的催化剂。

图表 32：2018-2020 年全国生鲜乳市场价月度走势及同比环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：我国生鲜乳价格与伊利销售费率走势



来源：Wind，国金证券研究所

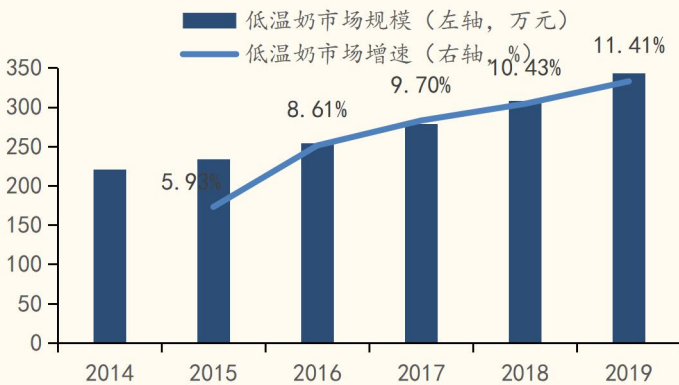
- 重点关注两强近期的费用投放以及 2021Q1 的恢复性增长。从中报和三季度报的数据已经反映出头部企业控费的意愿，根据我们渠道调研来看，两强促销力度在下半年来有所放缓。今年春节在 2 月份，预计旺季销售期主要集中在 1-2 月，重点关注旺季的恢复性增长，2020Q1 基数较低，存在一定业绩弹性。

2.2 奶粉、奶酪、低温奶成为蓝海市场，看好龙头的红利释放

- 随着消费者健康意识的提振和厂商的教育，营养价值更高、基数较低的低温奶呈现出不错的增长态势，2014-2019 年的 CAGR 达到 9.2%，且仍在加速。低温奶对奶源的质量、布局和冷链配送有更高的要求，覆盖范围有一定局限性，为区域性龙头带来新的机会，建议关注光明乳业。
- 奶酪市场是近年乳制品市场增长速度最快的细分领域，根据 Euromonitor 数据，近十年奶酪市场呈现爆发式增长，增长近 8 倍，虽然近年来增速有所放缓，但 2014-2018 年间的 CAGR 仍高达 18.69%。其中妙可蓝多儿

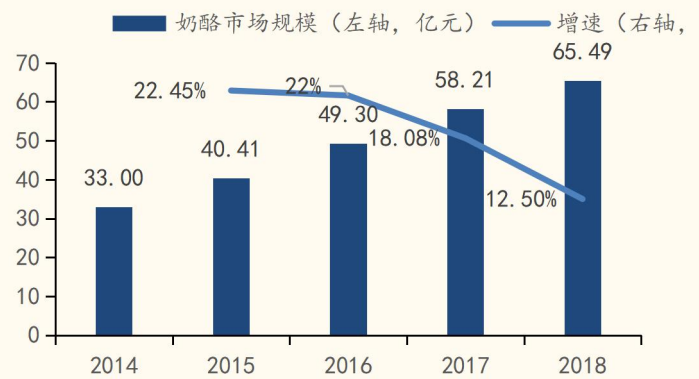
童奶酪棒为切入口，快速放量，市占率由2018年的1.9%猛增至2019年的4.8%，跃居国产品牌第一。

图表 34：我国低温奶市场规模（亿元）及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 35：我国奶酪市场规模（亿元）及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

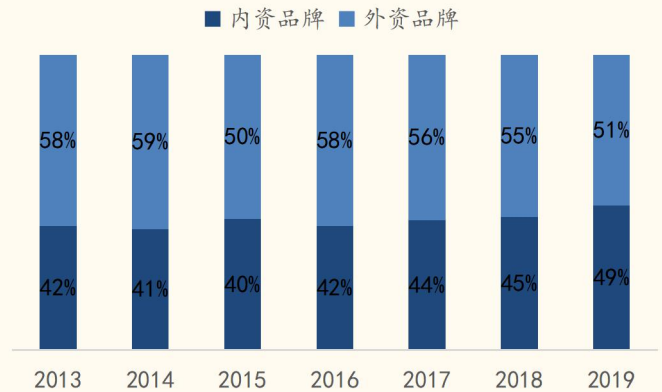
- 在奶粉领域，我国婴幼儿配方奶粉在2013-2019年市场规模由1018亿元增长至1896亿元，CAGR达到10.92%。目前我国奶粉市场上外资品牌仍占据较大市场份额，但近几年国产品牌市占率在加速提升。一方面外资企业在渠道下沉方面乏力，内资企业的主要抢占三四线市场份额；另一方面有政策端利好，2019年5月国家发改委等七个部门联合发布《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。而且随着内资企业的品牌建设能力的提升，逐步建立消费者的信赖感，有望进一步抢占外资企业的市场份额。建议关注国产奶粉龙头中国飞鹤。

图表 36：中国婴幼儿配方奶粉市场规模（亿元）及增速



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 37：中国婴幼儿配方奶粉内外资市场份额占比



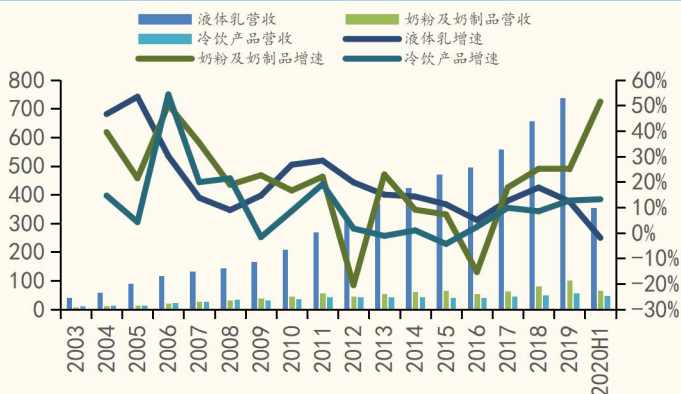
来源：智研咨询，国金证券研究所

2.3 重点标的推荐：伊利、蒙牛、光明、妙可蓝多

- 伊利股份：**当前我国乳制品需求基本饱和，常温乳市场龙头市场份额趋于稳定，伊利与蒙牛寡头竞争格局显著。上半年疫情影响使两强业绩承压，叠加国内生鲜乳价格上涨成本压力，Q3业绩增速恢复但净利受损，预期两强竞争趋缓，转向内部控费提升利润率。公司一方面通过明星单品品类裂变挖掘常温产品高端升级空间，另一方面持续加强上游奶源布局，平滑奶价成本波动，整合优化供应链，保障中长期稳定发展，继续巩固常温领域领先地位。2018年伊利设立健康饮品部，借力健康饮品切入饮料子赛道，在“植选”与“伊然”两大重点品类下，结合自身饮品研发能力与经验快速创新，通过差异化定位，未来有望在健康饮品行业打开第二增长曲线。

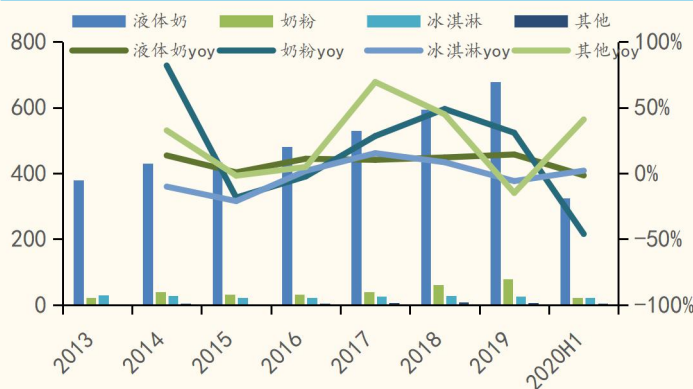
- **蒙牛乳业：**近年来蒙牛在传统业务之外持续拓展奶酪业务，自2018年设立奶酪事业部以来，今年更将目光聚焦近年快速崛起的国产奶酪龙头妙可蓝多，并在12月14日正式取得控股权，充分说明蒙牛对于国内新兴奶酪市场布局的信心与重视。当前结合蒙牛已有的国内渠道与品牌资源，强强联合，奶酪业务可能成为未来的重要增长点。此外，顺应健康消费升级趋势，蒙牛亦积极布局低温业务。今年8月与可口可乐合资运营高端成品低温奶项目，9月更在武汉投建新工厂，涵盖低温酸奶、鲜奶、高端奶酪三大品类。低温鲜奶行业过去由于奶源地与冷链运输限制而市场渗透率受限，当前蒙牛结合自身供应链优势加强产能布局，低温鲜奶业务亦是未来重点业务拓展方向。

图表 38：伊利股份分品类营收（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

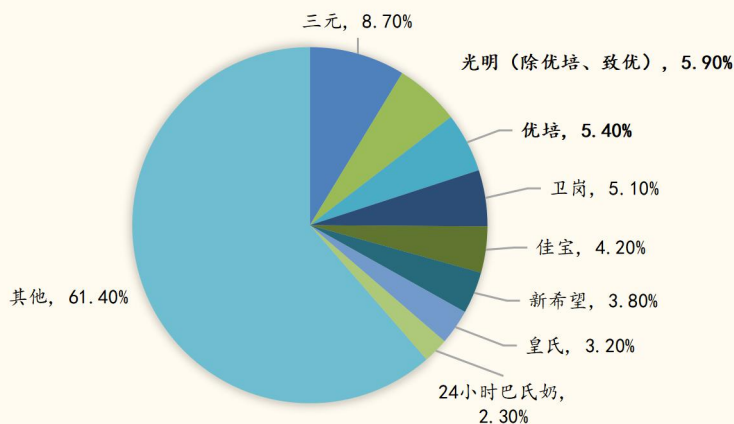
图表 39：蒙牛乳业分品类营收（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

- **光明乳业：**我国当前低温乳市场集中度低、竞争格局高度分散属地化，光明乳业凭借明星单品突围。2019年，光明（含优培、致优）的低温乳市占率最高，合计达12.1%，其中优培为低温奶中的明星单品，仅单个产品市占率就达5.4%。后疫情时期，市场对于奶源要求高、保质期更短、营养损失更小的低温奶关注度提升，光明乳业作为低温行业龙头，充分享受行业加速增长红利，在供应端以华东地区优质奶源为“圆心”，28个牧场中有14个位于上海周边，深耕核心华东市场；物流端通过培育超巴氏奶产品、供应链长期建设与冷链规模效应延长“半径”，逐步向华中、华南、华北等非牧场地市场渗透；需求端凭借高品牌知名度与低温奶入户渠道粘性，借力新零售渠道兴起与生鲜电商配送能力，加速低温奶下沉市场渗透。

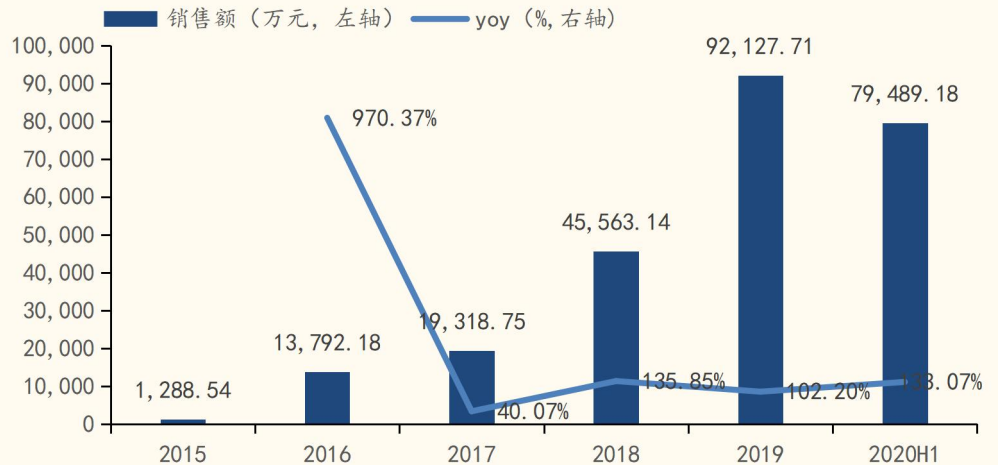
图表 40：低温奶市场竞争格局



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- **妙可蓝多：**奶酪业务快速放量，蒙牛入股打开全新渠道空间。我国奶酪市场起步较晚，市场头部被外资品牌瓜分，妙可蓝多 2015 至 2019 年 CAGR 高达 190.79%，远高于行业增速，迅速挤占头部品牌份额，2019 年跃居国产品牌第一，外资龙头份额均有不同程度下降。12 月 13 日公司公告拟向内蒙蒙牛定增募资不超过 30 亿元，用于扩大产能与产能布局，进一步提升规模效应与产能覆盖，目标打造中国市场奶酪第一品牌。同时，立足公司明星单品奶酪棒业务，利用蒙牛深耕乳制品行业多年的渠道布局与品牌合作关系，在 C 端扩大经销渠道网点覆盖，进一步占据消费者心智；在 B 端获取更多下游优质客户，拓展业务规模。

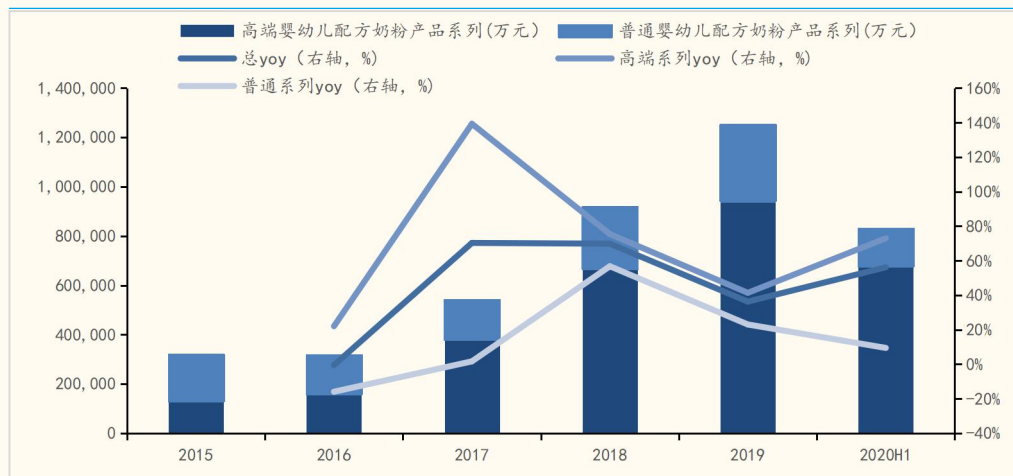
图表 41：妙可蓝多奶酪业务营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- **飞鹤奶粉：**作为国产婴幼儿配方奶粉行业的绝对龙头，近年来飞鹤高端系列奶粉放量迅速且增速高于公司奶粉总业务与普通系列收入，因此产品高端化是公司当前奶粉业务量价齐升的主要动力。疫情期间，飞鹤拓展线上与社区渠道，适应消费者习惯转变；后疫情时期，产品质量安全关注度提升增强飞鹤品牌高端奶粉竞争力，在行业挤压式竞争中进一步扩大领先优势。

图表 42：飞鹤婴幼儿配方奶粉产品分系列营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

三、调味品板块：赛道护城河深厚，经营节奏有序

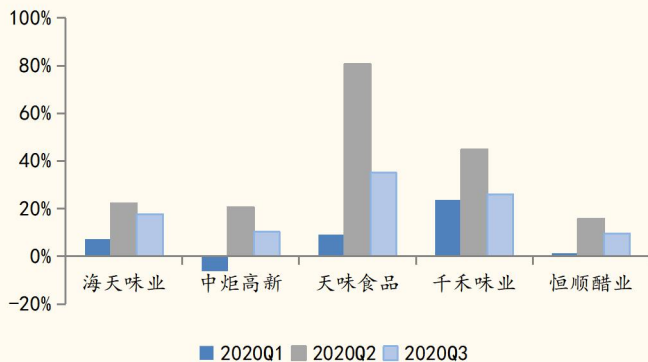
3.1 从疫情透视调味品产品与渠道端的改变形态

■ 调味品行业赛道优秀护城河深厚，疫情大考凸显经营质量及经营短板

疫情冲击下宏观经济普遍承压，而调味品行业则表现出较强的抗周期性。民以食为天，疫情无法造成需求的缺失，改变在于需求的满足方式和渠道的切换。疫情期间，调味品家庭端消费增长，商超渠道动销加快，小包装产品增速领先。前期B端和C端不同的渠道布局带给厂商疫情期间不同程度的所受影响。

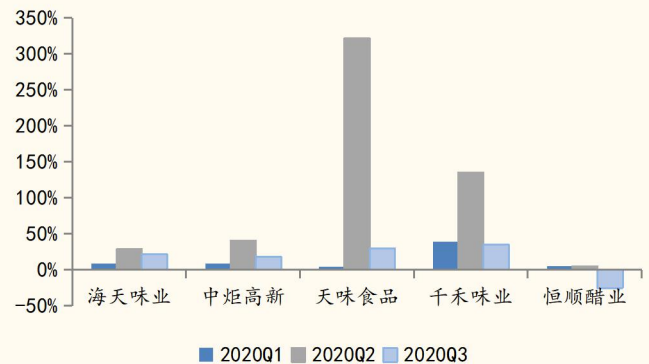
海天味业 Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 7%/22%/18%，中炬高新 Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 -6%/21%/10%。千禾味业 Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 24%/45%/26%。从季度间的增速变化中可以看出，Q1 为全年中增速最低的时点，疫情造成对 Q1 的冲击难以呈现过往年份的常态增速，但海天的调节稳健性更高。同时 Q2 为全年最好的时点，动销加快叠加补库存现象，终端促销得到有效的避免，费用节约带来业绩弹性。海天味业 Q1/Q2/Q3 归母净利润增速分别为 9%/29%/22%，中炬高新 Q1/Q2/Q3 归母净利润增速分别为 9%/41%/19%。千禾味业 Q1/Q2/Q3 归母净利润增速分别为 39%/135%/35%。

图表 43：海天/中炬/千禾的季度收入增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 44：海天/中炬/千禾的季度利润增速

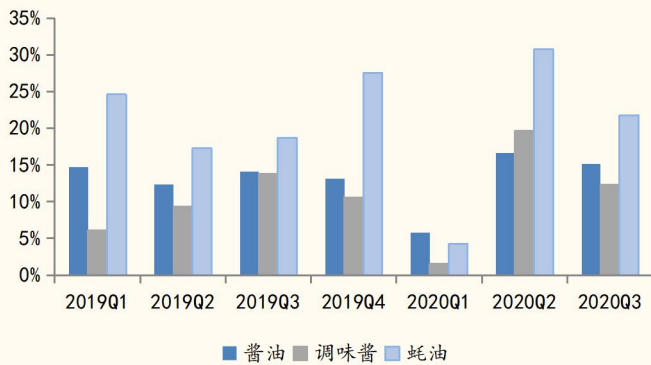


来源：wind，国金证券研究所

■ 季度间经营节奏变化描绘消费市场恢复态势及疫情教育成果

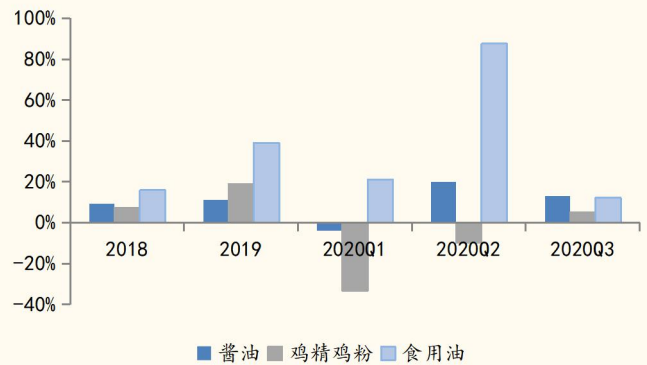
品类和渠道季度间的不同增速显示疫情下消费市场的选择偏好。季度间不同的业绩增速体现在不同产品和渠道的切换弹性上，海天的主力品类酱油/调味酱/蚝油在 Q1-Q3 表现出不同的增速水平，从往年增速水平来看，海天酱油品类的增速在 15% 左右，调味酱增速偏低在 10% 左右，蚝油为成长性品类增速可达到 20% 以上，季度间的增速差异水平不大，整体表现增速水平为蚝油 > 酱油 > 调味酱。而 2020Q1 酱油增速表现最好达到 6%，蚝油和调味酱增速仅为 4% 和 2%，主要原因在于酱油品牌力强且为基础必需调味品，商超 C 端购买习惯较易养成，弥补了 B 端的下滑。美味鲜公司 Q1 的收入下滑主要体现在酱油和鸡精鸡粉业务上，分别下滑 4% 和 33%，鸡精鸡粉主要面向 B 端渠道因此受损较为严重。从海天和美味鲜的对比中可以看出，海天的渠道韧性及切换弹性较优，主要源于强大的品牌力和渠道力支持。而从区域市场的表现来看，海天的全国化布局更加完善，虽然海天和美味鲜同样受华南市场的影响，华南市场的餐饮占比较大，C 端渠道建设力度不足，但是南部区域占海天收入的占比约 20% 左右，中部、西部、北部区域的成长弥补了华南市场的增长乏力。而美味鲜收入占比中，南方区域收入占比达到 40% 以上，因此华南市场的增长受损对美味鲜的收入增速更具压力。

图表 45：海天品类间的增速变化



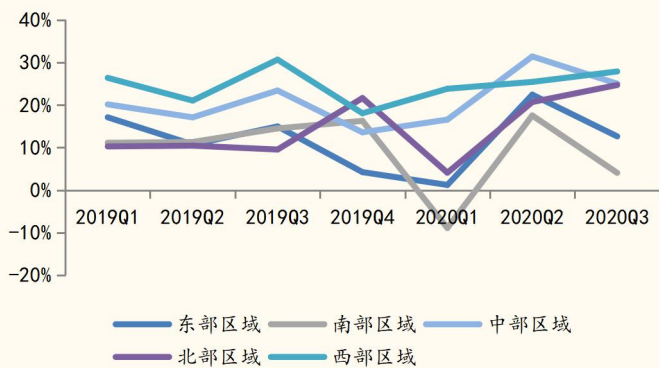
来源：wind，国金证券研究所

图表 46：美味鲜品类间的增速变化



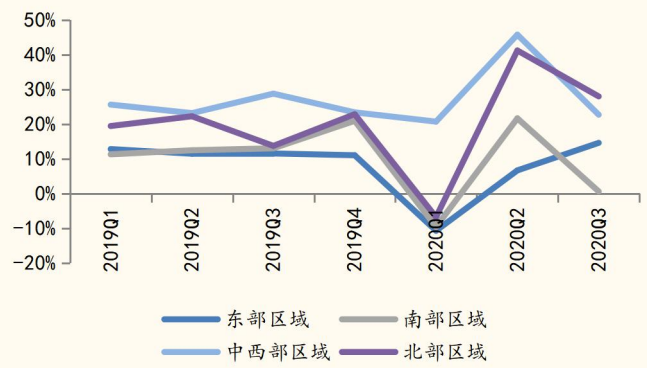
来源：wind，国金证券研究所

图表 47：海天区域市场的增速变化



来源：wind，国金证券研究所

图表 48：美味鲜区域市场的增速变化

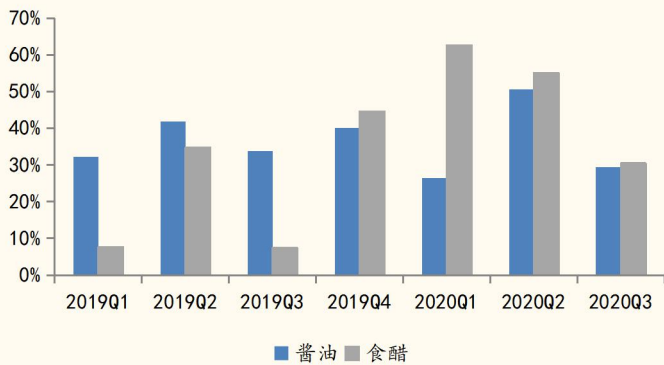


来源：wind，国金证券研究所

Q2 需求受益品类高增长贡献业绩弹性，基础调味品需求修复。Q2 为大部分调味品企业经营业绩最好的时点，主要原因在于渠道建设下此前受制于产能和渠道的基础调味品需求得到修复，新兴调味品疫情受益趋势延续。从 Q2 开始，全国已经逐渐进入疫情可控的阶段，除了局部地区阶段性的疫情反复外，线下人流和门店在逐渐修复，但恢复进度始终和预期存在差距，直至三季度末，餐饮恢复了近九成，其余线下门店恢复态势也达到八九成左右。在疫情可控的 Q2，调味品厂商并未出现明显的疫情受益品类需求下降，基础调味品需求修复和新兴调味品快速增长并行。天味食品 Q1-Q3 的收入增速分别为 9%/81%/37%，其中定制餐调业务收入增速为 -70%/-39%/35%。Q2 定制餐调业务收入降幅相较 Q1 收窄，经销商、电商等渠道持续高增长，品类表现为火锅底料和川菜调料的增长，C 端渠道增长显著。而千禾味业 Q2 酱油和食醋得收入增速分别为 51%和 55%，相较 Q1 酱油收入增速显著提升。

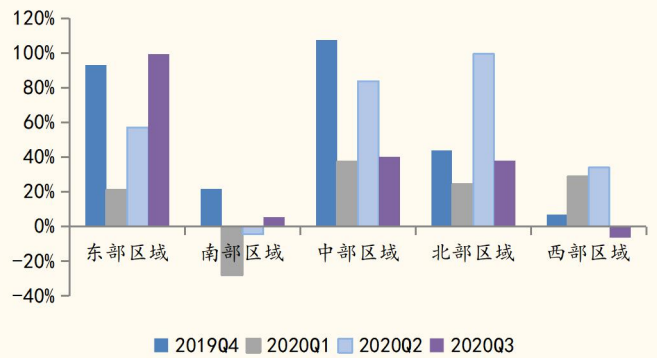
Q3 消费市场逐渐回归常态，疫情受益品类增速出现放缓，但并未呈现断崖式下跌。从 Q3 的经营业绩来看，疫情受益品类的高增速得到一定程度的放缓，消费市场逐渐回归常态增长。但疫情教育成果仍然得到一定程度的保留，复合调味品的发展趋势确立，且消费者接受度得到较大程度的提升。Q3 海天味业的品类增速中酱油回到 15%的增长，蚝油和调味酱分别为 22%和 12%的增长；美味鲜的鸡精鸡粉品类回归到正增长 5%水平，酱油品类增速为 13%的常态增长，食用油增速为 12%；千禾味业的酱油和食醋经历高增速后 Q3 回到 30%的增速水平；天味的定制餐调业务扭转负增长态势回归到 35%的增长水平，经销商渠道同比增长 33%。

图表 49：千禾品类间的增速变化



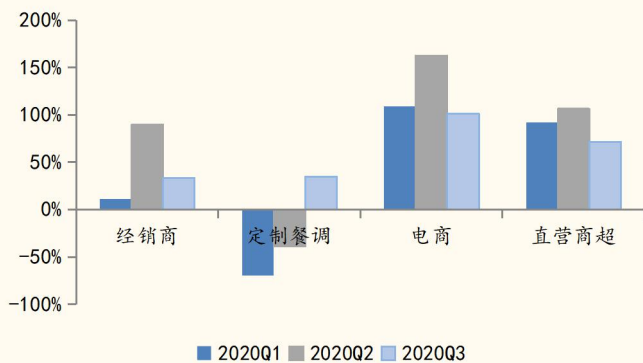
来源：wind，国金证券研究所

图表 50：千禾区域市场的增速变化



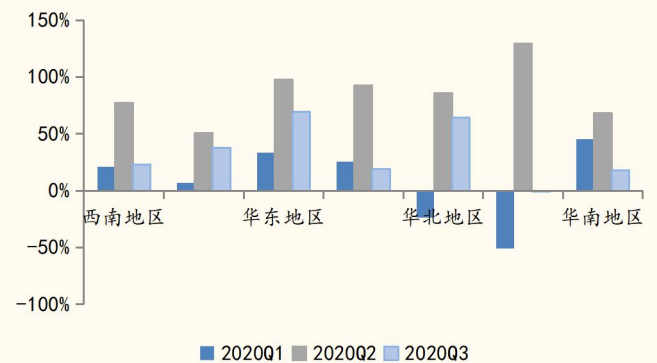
来源：wind，国金证券研究所

图表 51：天味食品渠道品类间的增速变化



来源：wind，国金证券研究所

图表 52：天味食品区域市场的增速变化



来源：wind，国金证券研究所

Q3 主要是中部和南部区域增速回归常态。Q3 除了品类增速的变化外，从区域表现来看，海天味业东部和南部地区增速下滑幅度较大，东部地区增速从 22% 下降到 13%，南部地区增速从 18% 下滑到 4%，中部和北部、西部地区的增速保持平稳状态；美味鲜南部地区增速从 22% 下滑到 1%，并且中西部区域增速从 46% 下滑到 23%，北部区域增速从 41% 下滑到 28%。

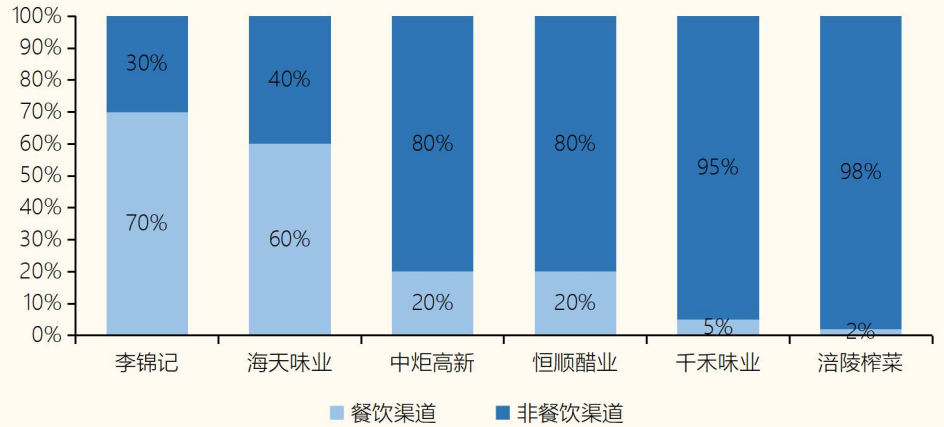
■ 全国市场分布不均，市场教育空间仍大

由于地区口味、品类重心、区域发展方向的不同，我国主要的调味品厂商拥有不同区域的优势市场及餐饮商超的渠道结构。当前海天味业的餐饮占比较好，餐饮市场布局较为完善，而美味鲜、千禾、恒顺等品牌在餐饮渠道均有较大的提升空间。

当前海天味业的全国化最为完善，公司从华南市场起步，但目前东部、南部、中部区域占比约 20%，北部区域占比 25%-30%，西部区域占比偏低约 10%-15%。美味鲜目前南部市场占比 40% 以上，东部地区占比约 25%，中西部地区占比约 20%，北部地区占比约 15%，当前美味鲜主要市场仍集中在南部地区，中西北部市场仍有较大的开拓空间。千禾味业以西南市场为大本营市场，向外开拓华东市场成效较好，因此西南区域收入占比过半，华东区域收入占比约 15%-20%，华中、华南等区域收入占比不足 10%。从全国化水平来看，目前调味品局部市场品牌割据，处于全国化对外扩张阶段，且大部分品牌餐饮渗透率不足。即使是海天，在一二线城市和下沉市场的消费者使用黏性和教育程度上依然具有较大的差距。

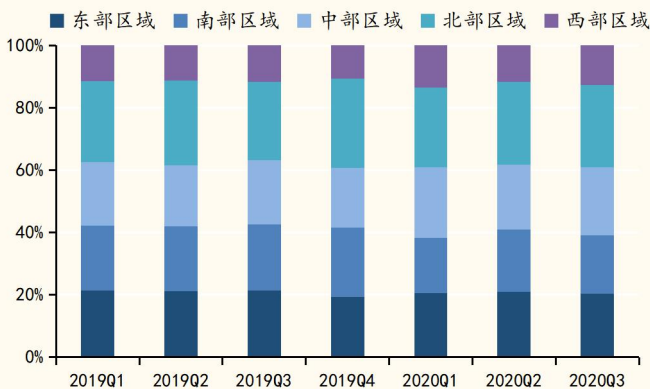
区域市场的成熟度包括单一产品的市占率和人均消费量，以及多品类的扩张程度，因此调味品厂商产品和渠道处于并进的状态。当前海天的地级市覆盖率达到 100% 的状态，但是渠道精耕仍在持续进行；美味鲜品牌在渠道下沉的同时加强餐饮渠道的扩张，而其它调味品品牌在加强外埠市场的扩张。

图表 53：主要调味品企业渠道结构对比



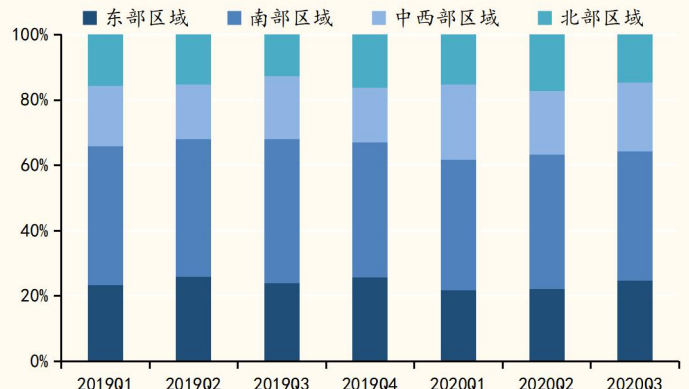
来源：公司公告，草根调研，国金证券研究所

图表 54：海天区域市场占比



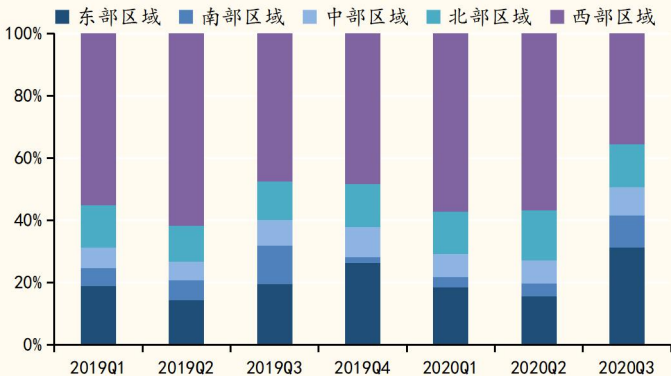
来源：wind，国金证券研究所

图表 55：美味鲜区域市场占比

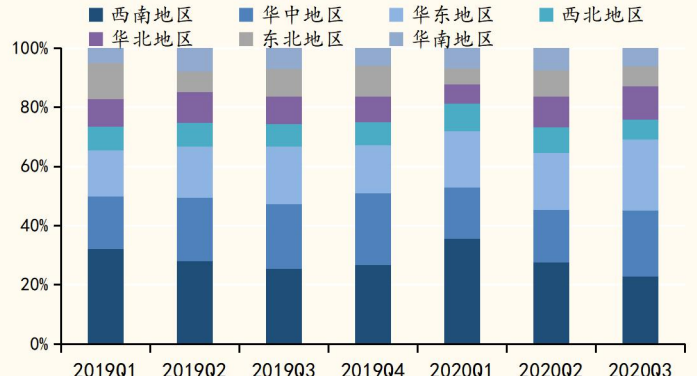


来源：wind，国金证券研究所

图表 56：千禾区域市场占比



图表 57：天味食品区域市场占比



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.2 厂商加强 C 端查漏补缺，餐饮端连锁化趋势有望再度加强

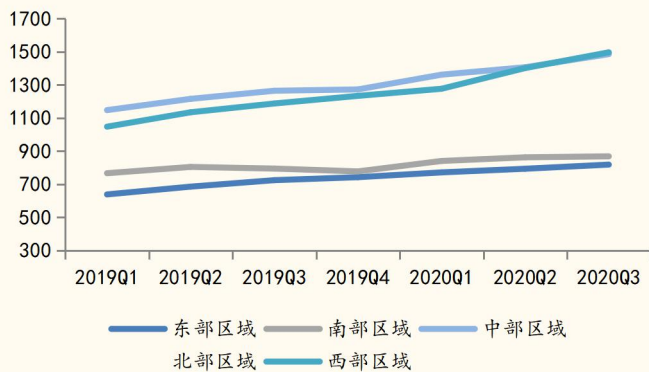
■ 厂商加强渠道下沉扩张力度，全国化布局加强

疫情凸显了 C 端消费场景和商超渠道的重要性，BC 端渠道之间的切换性能否实现在于厂商 C 端是否布局完善，头部企业在疫情期间加强了经销商开拓速度，经销商数量逆势增加，经销商数量高基数有望明年释放区域市场的增长弹性。

海天味业 2020 年三季度末经销商数量为 6739 个，其中北部区域经销商数量过两千，中部和西部经销商数量为 1485 个和 1496 个，东部和南部区域经销商数量为 818 个和 868 个。美味鲜 2020 年三季度末经销商数量为 1329 个，与海天数量相差较大，但区域分布相较均衡，北部/中西部/南部/东部区域经销商数量为 481/338/215/295 个。千禾味业因重点市场为西南市场和华东市场，经销商数量较高，西部和东部区域经销商数量为 519 个和 236 个，中部和北部市场的经销商数量亦较高。

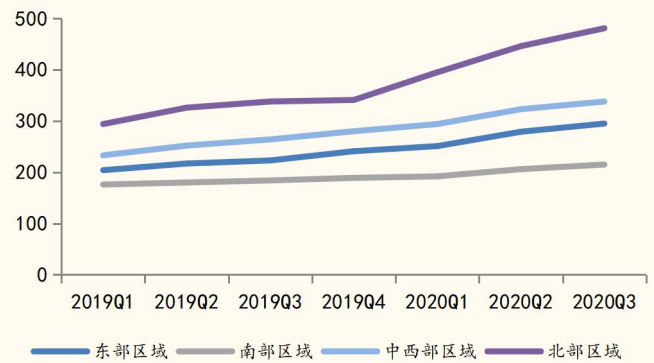
天味食品将旗下两大核心品牌“好人家”与“大红袍”进行了重新定位。其中“好人家”定位为火锅底料及川菜调料的全系列产品品牌，瞄准中高端市场；“大红袍”则定位为专注于火锅底料系列的产品品牌，瞄准中低端腰部市场。公司未来将针对不同品牌定位开发新大单品，并匹配相应资源。公司已着手经销商拆分，将大红袍从原销售体系中分离，开辟独立经销渠道，并拓展了一批“大红袍”新经销商。在品牌宣传上，今年 Q3，“好人家”宣布邀请邓伦担任品牌代言人，并获得《非诚勿扰》综艺第四季的冠名权，体现公司打造好人家中高端品牌形象、扩大品牌影响力的目标。

图表 58：海天经销商队伍扩充



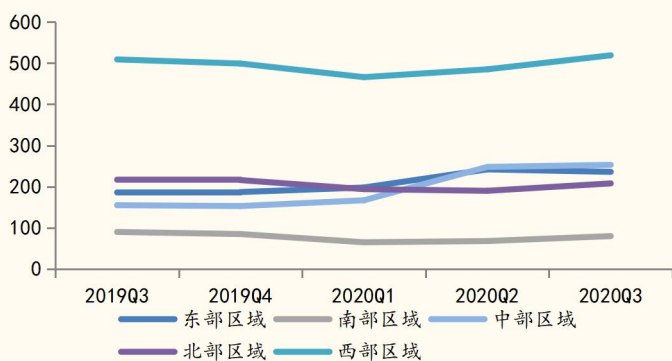
来源：wind，国金证券研究所

图表 59：美味鲜经销商数量增长



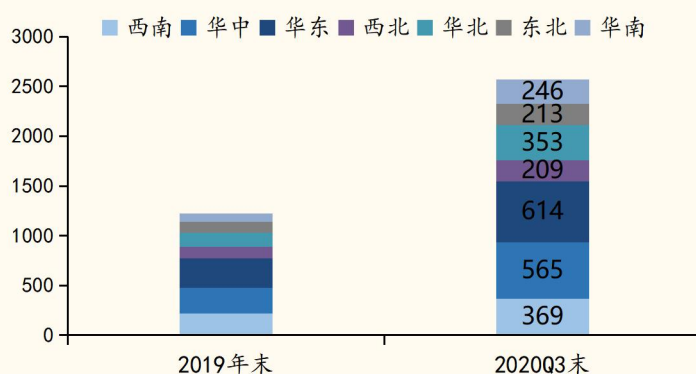
来源：wind，国金证券研究所

图表 60：千禾味业经销商



来源: wind, 国金证券研究所

图表 61：天味食品今年实施品牌经销商细分 (家)



来源: wind, 国金证券研究所

■ 经营改革强化，体制改革后激励先行

除了经营层面的全国化渠道布局加强，中炬在体制改革后逐渐落实考核激励及人才营销队伍建设。宝能入主后中炬转为民营体制，公司制定了“2019-2024年”双百计划，目标营收过百亿，其中调味品内生性营收贡献80亿元，外延并购贡献20亿元。核心管理人员激励机制上大幅改革：1) 考核指标上，营收指标权重由20%提高到40%，与公司五年双百目标相匹配；2) 超额奖励上，增加指标完成率达1.1-1.2和1.2以上两级梯度，分别计提增量利润额15%和25%加入奖金包，激发管理层超额完成目标的能动性；3) 政策倾斜上，对管理、业务、技术骨干等增加绩效奖励，向中层倾斜，深层次激发内部活力。除管理层外，公司还提出调整基层人员薪酬结构，激励营销人员超额完成销售任务等措施。目前公司在产品、渠道、管理等各方面均有持续向上优化的空间，通过体制赋能改革，绩效激励机制的有效推进，公司内生式增长动力有望得到加强。

图表 62：中炬高新核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度修订前后变化

	2014年(修订前)	2019年(修订后)	影响		
基本年薪	总经理	50万	100-200万	通过采用区间式基本年薪进行差异化定薪	
	副总经理	40万	50-120万		
	总经理助理	32万	40-100万		
绩效年薪考核指标权重	营业收入	20%	40%	提升营收指标权重，与公司“五年双百”(营收过百亿，年产销量过百万吨)中期目标相匹配	
	净利润	60%	40%		
	净资产收益率	20%	20%		
加权年度经营指标完成率	0.8(不含)以下	基本年薪减少20%，不计提绩效年薪		增加绩效年薪梯度，激发管理层动力	
	0.8-1(不含)	只领取基本年薪			
	1-1.1(不含)	基本年薪+年度净利润的5%计提绩效年薪奖金包			
	1.1-1.2(不含)	基本年薪+年度净利润的5%计提绩效年薪奖金包	基本年薪+年度净利润的5%计提绩效年薪奖金包+超出当年目标利润的增量利润额的15%作为绩效年薪奖金包		
	1.2以上		基本年薪+年度净利润的5%计提绩效年薪奖金包+超出当年目标利润的增量利润额的25%作为绩效年薪奖金包		
政策倾斜	-	对属于管理、技术、业务骨干的核心管理人员在所属公司现有薪酬管理制度基础上增加本制度的绩效奖励。		激励机制向中层骨干倾斜，深层次激发内部活力	

来源: wind, 国金证券研究所

恒顺醋业静待内部改革红利释放。新任董事长上任后对公司的改革聚焦于几个方面: 1) 品牌建设, 深挖百年品牌文化内涵, 打造旗舰店, 加大品牌营销; 2) 产品体系, 坚持聚焦三大主业战略, 围绕消费升级趋势全面梳理产品体系; 3) 营销体系, 实行战区制, 将 36 个片区重新划分为 4 大战区 (华东战区、北方战区、南方战区、本部战区), 分区域实行“一地一策”销售方案, 改革主攻团购、大客户、定制等, 同时增加对商务、海外渠道的拓展; 4) 激励机制, 构建边界清晰的全新考核体系, 激发团队能动性。目前来看, 公司改革措施方向明确、思路清晰, 有效扬长处、补短板, 我们看好公司内部改革成效落地, 期待改革红利的进一步释放。

图表 63: 恒顺醋业改革方向

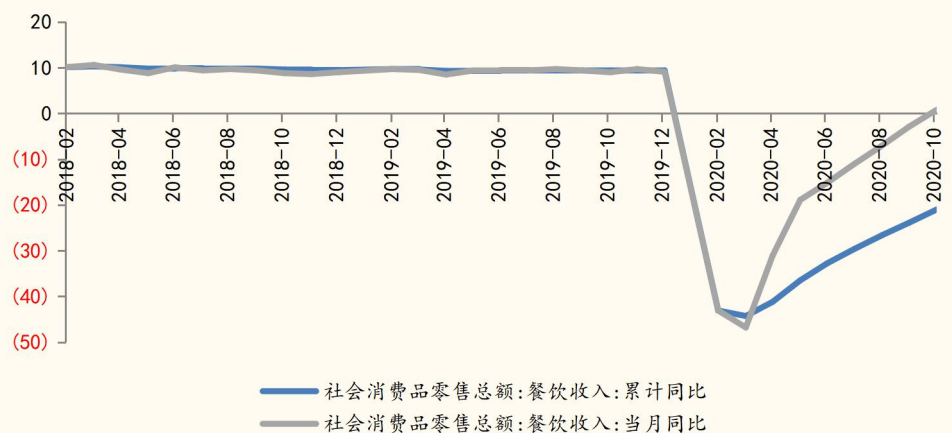
	改革前存在的问题	新管理层改革措施
品牌建设	品牌价值高, 但过去更侧重产品营销	加大百年品牌文化内涵挖掘, 打造旗舰店, 提升品牌力
产品体系	频频跨界, 曾先后涉足汽车贸易、生物医药、光电器材、建筑安装等与主营业务不相关的行业	坚持聚焦战略, 做强醋、做深酒、做宽酱, 全面梳理产品体系
营销体系	36 个片区过于分散; 渠道家庭端约 85%, 相对单一	重新整合划分成 4 大战区; 整合特通部为大客户部, 主攻商务渠道; 开拓电子商务和海外渠道
激励机制	高管年薪低于行业其他龙头企业, 无有效激励机制	构建全新考核体系, 充分发挥绩效考核的正向激励和反向约束作用

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 餐饮复苏带来恢复性增长, 餐饮连锁化提升利好品牌化

餐饮复苏带来调味品阶段性恢复性增长。自 2020 年 4 月起餐饮行业逐渐修复降幅收窄, 根据 3 月社零数据, 餐饮行业零售总额同比下滑 47%, 而 8 月起餐饮行业零售总额同比降幅收窄到个位数, 10 月餐饮行业零售总额实现同比正增长 0.8%。虽然餐饮行业增速不及去年同期水平, 但是至 10 月餐饮行业已经接近完全恢复态势。因此三季度 B 端餐饮渠道调味品的动销加快, 厂商的品类增速发生变化。此前行业渠道结构在短期内发生变化, 但餐饮复苏后调味品行业渠道结构将回归正常水平, 餐饮端仍为核心渠道, 预计将带来调味品阶段性的恢复性增长。

图表 64: 四月开始, 社零餐饮收入环比持续恢复

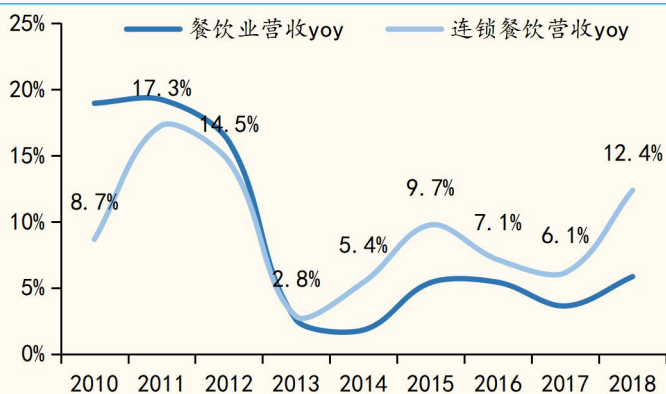


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

疫情期间餐饮行业关店率提升，连锁品牌逆势扩张。疫情期间因线下门店客流减少，对餐饮行业的资金链条造成打击，成本压力凸显，因此多数中小餐饮企业退出，商圈空白商铺增多，而连锁品牌逆势扩张。餐饮连锁门店的抗风险能力更强，在店铺租金降低、点位选址增多的背景下，连锁品牌加速开店。如绝味、煌上煌新增门店数量为历年最高，周黑鸭开放特许经营权，海底捞上半年新开业 173 家门店。

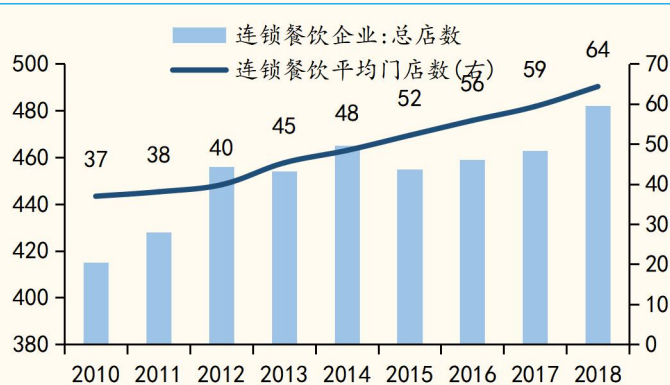
餐饮连锁化的提升将利好品牌化。餐饮连锁品牌更注重供应链各个环节上下游的规模效应，对效率的要求更高。根据中国饭店协会数据，2019 年原料进货成本、人力成本和房租成本在被调查的餐饮企业营业额中占比平均分别为 41.3%/22.4%/10.3%，同比+1.7/2.0/2.5pct。其中房租成本较不可控，而进货成本与人力成本分别对应的是采购端的成本和厨师及服务成本，为了实现菜品的稳定性和区域门店扩张，目前餐饮行业较多使用半成品与复合调味品，可以有效的节约原料采购成本、后厨人员数量和厨房面积，实现稳定快速的出餐。餐饮连锁化的提升将加速行业去厨师化和中央厨房的普及，并且复合调味料也将得到快速的发展。

图表 65：2013 年以来连锁餐饮营收增速高于行业平均



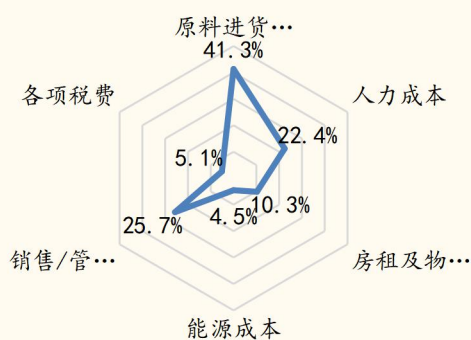
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 66：连锁餐饮平均门店数逐年上升（家）



来源：国家统计局，国金证券研究所

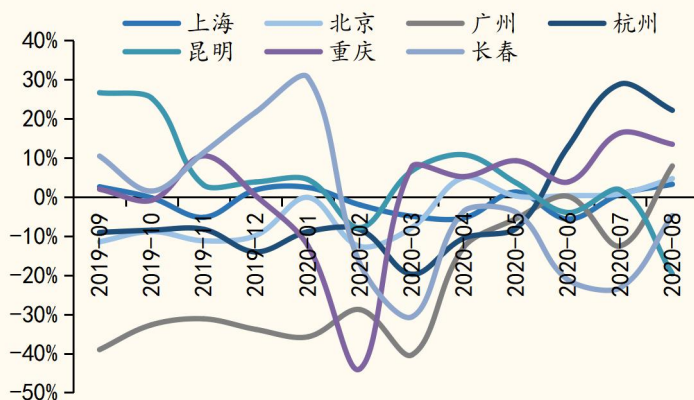
图表 67：餐饮业各项成本费用营业额占比平均值



来源：中国饭店业协会，国金证券研究所

注：占比为协会 2019 调研样本的平均值，故各项成本费用相加超 100%

图表 68：今年一季度商铺租金同比下滑明显



来源：wind，国金证券研究所

■ 品类扩张有望集中发力，新兴领域盈利能力突出

我国基础调味品渗透率较高，新品类开拓力度不足。我国基础调味品以酱油、醋、鸡精、料酒等产品为主，符合中式烹饪的消费习惯，讲究调料的自行配伍和厨艺。基础调味品存在品类升级的空间，如老抽到生抽的升级，但是当前我国基础调味品的渗透率和人均消费量水平较高，格局稳固市占率逐渐提升，产品价格带的升级接受度需要时间。目前酱油、醋等领域均有明晰的品牌和格局分布，但是厂商在新品类的开拓力度不足。

新品开拓可有效实现规模的扩张，打开厂商的成长空间。除却渠道的下沉深耕，品类扩张可贡献新业务的增长点，有效打开规模和成长空间。经过前期的研发和试销，目前海天已经初步试验了醋、料酒、调味酱、复合调味料等多个品类方向，在醋品类已经实现一定的规模，调味酱等领域已打造出大单品，今年疫情背景下公司顺势推出火锅底料新产品，在产品布局领域始终位于市场前列。此外美味鲜目前也在积极研发复合调味料，颐海国际的新品出新能力突出，上半年推出冲泡粉等新品，方便速食收入增长显著。

品类扩张背后需要研发、管理、经营、体制等多因素的支撑。品类的扩张需要多方面的努力，产品的研发涉及终端消费市场的洞察力和自身的研发能力及速度，新品的推广涉及渠道的分布及经营的执行力。从今年调味品厂商推新的力度来看，海天和颐海国际在反应效率上位于前列，颐海国际小料台、一人食火锅等C端产品上新，冲泡系列继续强推。

图表 69：海天推出火锅底料新产品



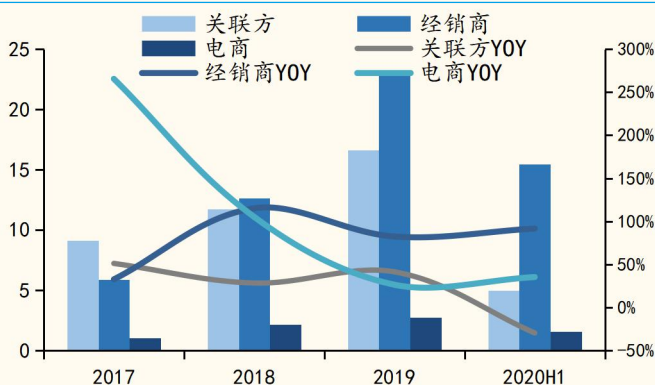
来源：天猫商城，国金证券研究所

图表 70：颐海国际上半年主推冲泡粉、冲泡米饭等新品



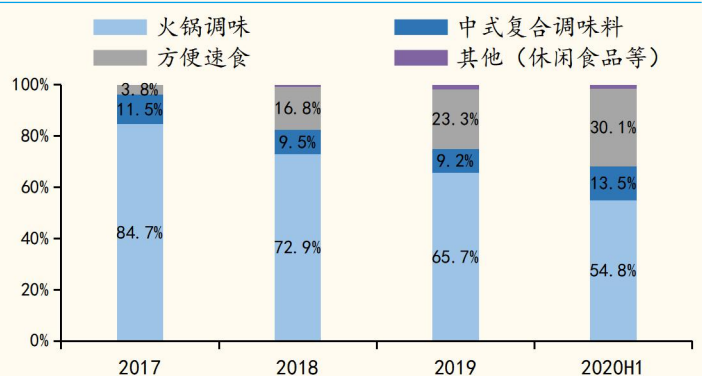
来源：天猫商城，国金证券研究所

图表 71：颐海国际分销售渠道收入及同比增速情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 72：颐海国际方便速食收入占比提升明显



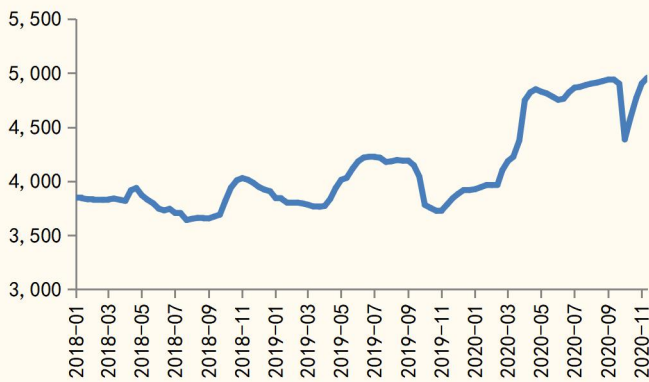
来源：wind，国金证券研究所

3.3 调味品存在绝佳的提价能力，优良格局享受优秀的竞争环境

调味品行业格局稳固竞争环境良好，口味具有粘性下产品同质化程度低，较难出现单纯的价格战竞争，并且在原材料上游压力下，行业具有集体转嫁成本压力的同一性行为，因此利润水平不断提升，在提价年份可见毛利率和净利率水平的提升。

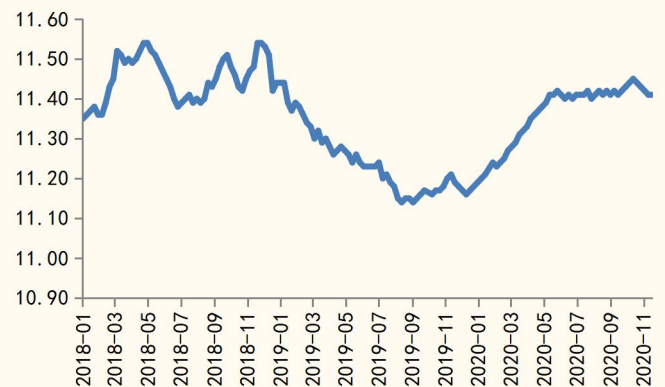
从过往历史上看，调味品每隔 2-3 年会有提价行为，结合行业此前的提价举措来看，当前时间机遇上存在提价的条件。同时今年以来原材料价格出现了一定幅度的上涨，主要表现在黄豆价格今年上行幅度较大，当前价格接近 5000 元/吨，相较年初 4000 元/吨左右的价格上涨了约 25%，白砂糖价格在上半年得到一定程度的提升，当前价格较为稳定在 11.4 元/公斤，玻璃价格指数稳中有升，瓦楞纸价格趋势平稳。从调味品原材料成本构成角度来看，不同原材料价格之间的波动可以互相得到一定程度的熨平，当前成本压力尚未达到极致，明年存在行业提价的条件，但提价表现尚不明朗。

图表 73：今年以来黄豆价格持续上行（元/吨）



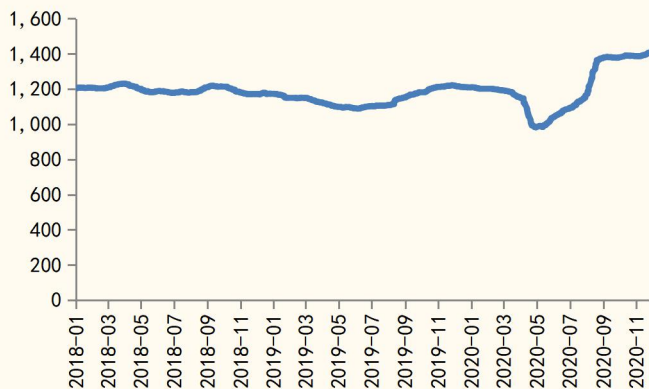
来源：wind，国金证券研究所

图表 74：今年白砂糖价格趋势（元/公斤）



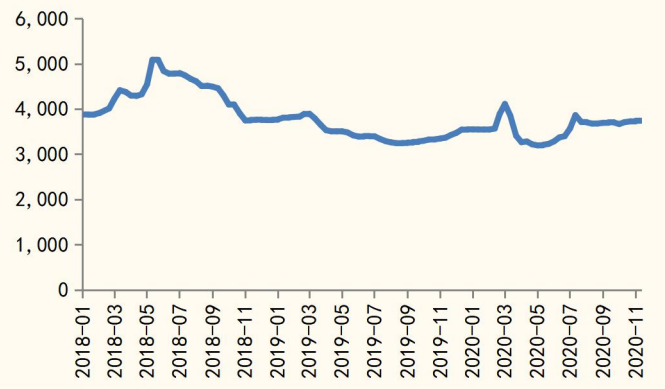
来源：wind，国金证券研究所

图表 75：玻璃价格指数呈上升趋势（点）



来源：wind，国金证券研究所

图表 76：瓦楞纸价格趋势



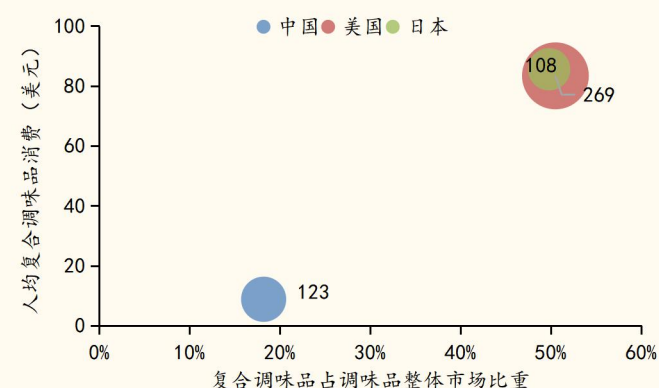
来源：wind，国金证券研究所

3.4 复合调味品错位竞争开辟蓝海市场

复合调味料市场空间广阔，C 端用户年轻化和餐饮服务连锁化共同推动渗透率持续提升。据 Frost&Sullivan 数据，2015 年我国复合调味品市场规模为 751 亿元，在整体调味品行业中占比仅 18.2%，行业占比与人均消费量均远低于日本和美国，提升空间较为广阔。据 F&S 预计，2020 年复合调味料市场规

模可达 1488 亿元，占比将提升至 22.1%，2015-2020 年均复合增速达 14.7%，高于调味品整体的 9.9%。我们认为复合调味料市场的高速增长主要由两方面因素推动：1) C 端用户年轻化。家庭烹饪兴起的同 时，生活节奏快、需求多样化的年轻群体对于调味品的品质味道、使用便捷性的要求有所提高，对复合调味料的接受度和需求量持续提升。2) 餐饮服务连锁化。餐饮端对成本控制、烹饪流程优化和菜品品质稳定性等方面的要求越来越高，叠加外卖兴起后对餐饮标准化、快速化程度的要求进一步提高，契合此类需求的复合调味料将实现更好的增长。

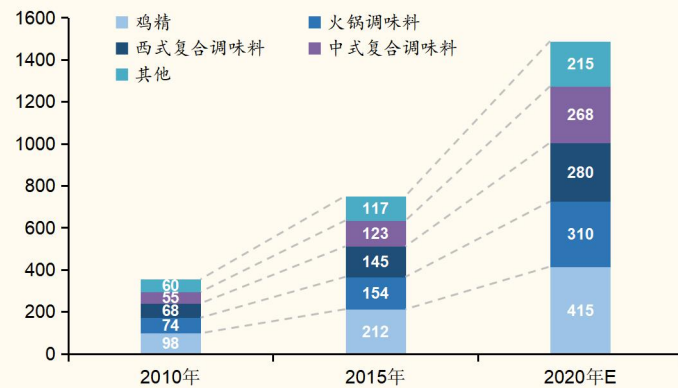
图表 77：中美日复合调味料市场情况比较



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

注：气泡图面积代表市场规模大小（亿美元）

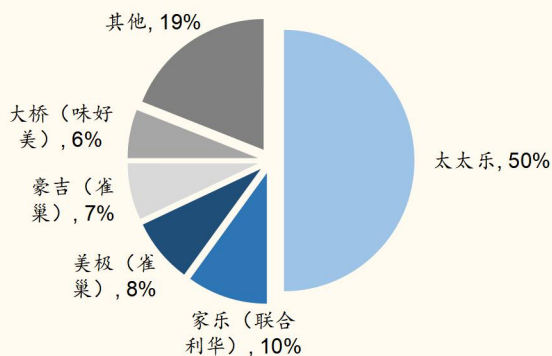
图表 78：国内复合调味料市场规模呈双位数增长



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

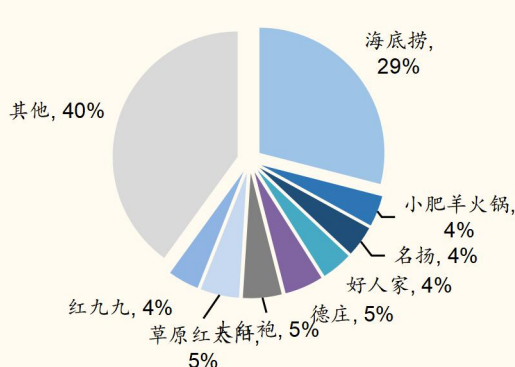
细分赛道中火锅调味料和中式复合调味料增速高且行业集中度偏低，头部企业有望凭借先发优势持续提升市占率。国内复合调味料市场可细分为鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料和其他品类调味料。从市场规模增速看，中式复合调味料和火锅调味料 2015-2020 年复合增速分别达 16.85% 和 15.02%，在五大细分行业中位列前两名。从竞争格局看，偏西式的细分行业集中度较高，而偏中式复合调味品市场则整体较为分散。据 Euromonitor 数据，鸡精行业集中度最高且基本由外资占据，2018 年鸡精行业 CR5 超 80%，其中太太乐达 40%；西式复合调味料市场竞争格局也较为集中，2018 年番茄酱、沙拉酱、蛋黄酱零售市场 CR3 分别为 52.7%、45.3%、96.3%。火锅调味料整体相对较为分散，据尼尔森数据，2019 年整体 CR3、CR5 分别为 37.0%、46.4%；中式复合调味料因中国菜系众多，格局分散且竞争激烈，CR2 仅不到 10%，其中天味食品和颐海国际分别位列行业前两名。

图表 79：鸡精行业竞争格局



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 80：2019 年火锅底料行业竞争格局



来源：尼尔森数据，国金证券研究所

3.5 重点标的推荐：海天、中炬、天味、颐海

■ 海天味业：龙头优势巩固，成长稳健性强。

公司为酱油行业的绝对龙头，领先优势体现在产能、规模效应、品牌力、渠道力等各个方面，且短期内难以被超越。核心品类酱油持续结构升级，同时非酱油业务加强品类扩张，蚝油、调味酱体量逐年扩大，醋类产品初见成效，火锅底料、复合调味料等产品正在培育中，产品矩阵不断完善驱动业绩成长。渠道层面，公司持续加强渠道下沉和精耕细作，优势市场巩固，中西北部市场逐渐渗透完善，收入利润业绩稳健成长确定性较强。

■ 中炬高新：内部改革优化激发动力，市场规模与经营效率有望并进成长。

宝能入主理顺发展思路，激励机制优化激活内部动力，管理团队激励到位，团队管理方式优化，预计品类发展和渠道开拓进度加快。公司生产效率存在持续优化空间，当前产品结构的升级、阳西生产基地智能化和自动化水平的提升贡献毛利率水平。公司目前已开展美味鲜中山厂区技术升级改造扩产项目，将生产能力提升 27 万吨。随着技改项目的落地，未来公司的毛利率水平具有进一步提升的空间。

■ 天味食品：火锅底料+川菜调料双优质赛道，享受成长期红利。

公司有大红袍和好人家两大核心品牌，今年上半年开始进行品牌定位调整和经销渠道拆分，组织架构和经营调整。公司目前重点大单品包括手工火锅底料、酸菜鱼调料、青花椒鱼调料等，手工火锅底料和酸菜鱼调料占销售收入 30% 以上，公司不断进行现有产品的优化和迭代，渠道扩张加速推进，经销商的数量增长较快，强化火锅底料和川菜调料的的产品优势和品牌力。

■ 颐海国际：享受关联方扩张红利，产品渠道共同打开增长空间。

公司为海底捞火锅调味料供应商，持续受益于关联方门店加密和翻台率提升；根据 F&S 数据，公司已占据国内中高端火锅底料 30% 以上的市场份额。随着餐饮业态的恢复，关联方收入恢复有望贡献增长。在产品方面，公司采取项目制+企划室开发模式，从需求出发扩充产品矩阵，横跨复合调味料和方便速食两大优质赛道，SKU 数量快速扩充，渠道层面经销商数量逆势增加。

四、休闲食品板块：紧跟消费升级趋势，关注疫情后业绩恢复弹性

4.1 卤制品：门店驱动下的高增长赛道，线下渠道弹性恢复在即

- 休闲卤制品行业规模在千亿元左右，过去几年的 CAGR 达到 20%，位列休闲食品行业第一。我们认为这是稳固的消费需求和规模化门店布局的高度匹配，在扎实稳定的消费基础上，连锁品牌门店的大规模铺设满足了消费者的即时性需求，进一步培育消费习惯；此外连锁品牌具备一定品质保障，消除消费者的顾虑。而卤制品门店是少有的高坪效高周转的经营业态，和其他餐饮门店相比，具备初始投资额低、回收期短的优势，有利于门店快速扩张。目前 CR5 的门店占有率在全国不到 20%，若仅考虑对现有其他门店的替代，头部企业至少拥有翻倍的空间。

图表 81：不同行业门店投资回收期对比

周黑鸭	新开门店资本支出约 12 万，收支平衡期 1-2 月，投资回收期 2-6 月
绝味食品	加盟门店前期开店投资固定成本约 10 万，投资回收期 12-18 月
大型餐饮	投资 300-500 万元，4-5 年投资回收期
咖啡店	投资 200-300 万元，3 年投资回收期
KFC	投资 800 万元，8 年投资回收期

来源：国金证券研究所

- 目前卤制品行业的主要驱动力仍旧是门店扩张，头部企业拓店能力有保证，尚未遇到瓶颈，我们认为短期内增长确定性较强。此外今年卤制品行业受疫情冲击较为严重，绝味和周黑鸭都出现明显的下滑，根据我们近期的追踪来看，三季度以来社区门店基本已经恢复到去年同期水平，高势能门店大概恢复至 70-80%，同店收入转好的态势明显，我们明年存在一定业绩弹性。

图表 82：三家卤制品企业业绩情况

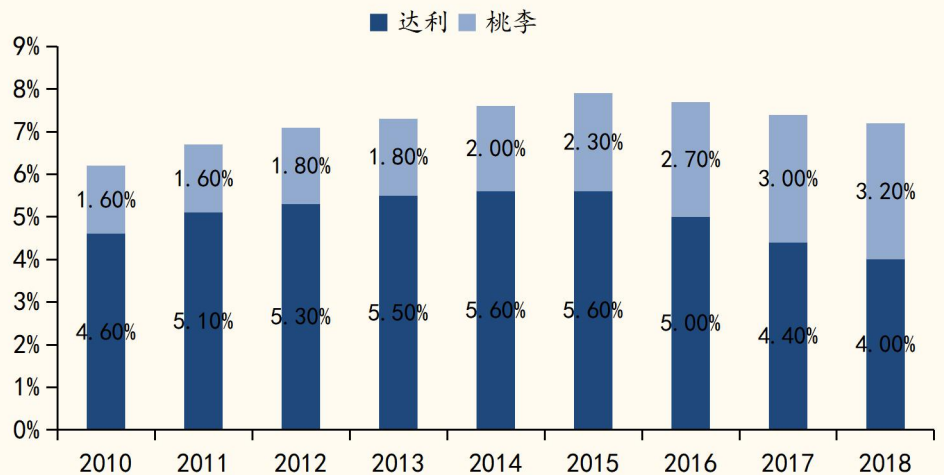
单位：%	2018	2019	2020Q1	2020H1	2020Q3
营收增速					
绝味食品	13.632	18.5491	-7.4969	-2.9763	0.0512
煌上煌	28.5594	11.7498	8.4898	16.8945	15.4431
周黑鸭	-1.0678	-0.7645		-44.3422	
归母净利增速					
绝味食品	27.6855	25.0645	-65.2658	-30.7848	-15.3283
煌上煌	22.7159	27.4538	2.0822	12.2535	10.262
周黑鸭	-29.087	-24.5597		-118.832	

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 烘焙：短保打开成长空间，聚焦供应链优势和渠道深度

- 烘焙产品兼具主食与休闲零食属性，消费习惯可培育且行业发展空间大，其中短保面包更加符合健康化和代餐化的特点。目前消费趋势显示为短保和中保产品逐渐取代长保产品。

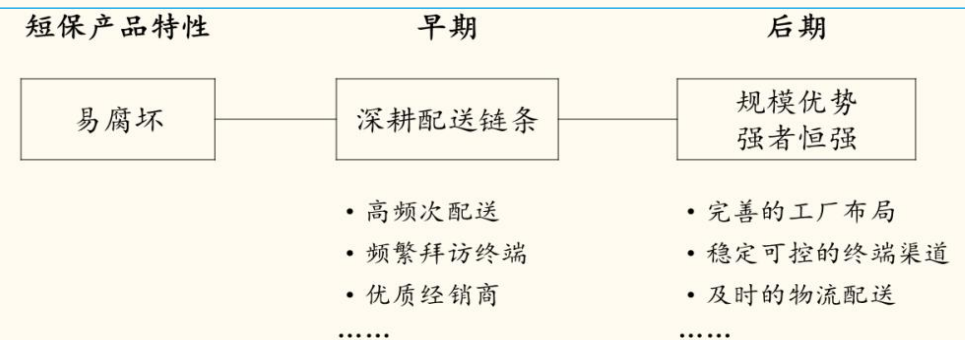
图表 83：面包行业的消费趋势从中长保向短保转变



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **短保行业的壁垒在于供应链的效率。**短保产品对渠道的周转和配送时效要求较高，因此厂商需要进行渠道的广布局 and 深下沉，而且大多采用自建门店+中央工厂的模式。短保行业具备先发优势和规模优势，高效的供应链体系和产品质量（周转快）之间存在正向循环，具备领先优势的企业可逐步加厚自身护城河。建议关注短保领域龙头桃李面包。

图表 84：短保行业天然具备高壁垒，龙头企业具备规模优势

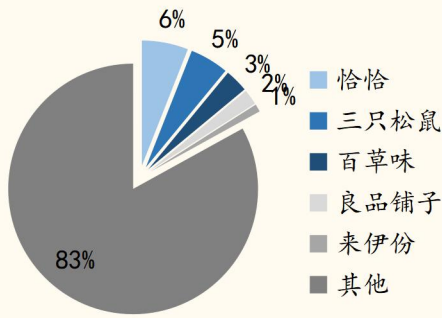


来源：国金证券研究所整理

4.3 坚果：品类创新迭出，品质壁垒逐渐凸显

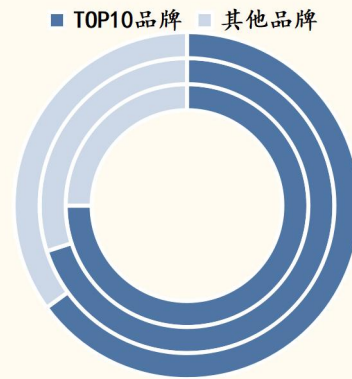
- **符合消费升级趋势，头部品牌份额持续提升。**坚果的消费需求主要反映了消费者对健康化生活的需求，目前行业竞争格局分散，龙头企业包括洽洽、三只松鼠等，目前 CR5 的市占率仅为 17%，集中度较低。消费升级趋势下，品牌产品受益明显。这一现象在线上销售中尤其明显，从天猫销售数据看，Top10 品牌的占比持续提升，2019 年已接近 75%，边缘品牌份额被进一步挤压。结合行业集中度情况和线上份额变化趋势，我们认为相较头部竞争，品牌产品集体向下挤压散卖产品和杂牌产品的份额仍为行业现阶段的主要趋势。

图表 85：坚果炒货行业竞争格局



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 86：天猫坚果炒货 TOP10 品牌市场份额变化



来源：智研咨询，国金证券研究所

- **行业痛点在于同质化严重。**坚果领域由于原材料加工度不高，因此同质化尤为严重。以每日坚果为例，目前每日坚果的参与者包括沃隆、洽洽、良品铺子、三只松鼠、百草味等头部品牌。各品牌每日坚果产品的主要成分差别不大，基本都是果干搭配坚果果仁，价位上相差亦不大。
- **差异化品质和品牌定位是关键。**洽洽食品结合自身优势，打造“锁鲜技术”标签，利用分众将营销理念“新鲜”、“品质”，深入每一个可能的消费场景，让广告精细化直达潜在消费者，在市场、行业、消费者内形成对洽洽坚果全球领鲜的一致感知。**甘源食品借助产品力优势，切入口味型坚果市场。**其老三样产品瓜子仁、青豌豆、蚕豆都属于口味型籽类坚果，产品力较强，消费者复购率高。公司在口味方面具备一定优势，而且目前国内口味型坚果尚未有强势品牌，因此公司的市场空间比较广阔，借助优秀的产品力有望快速放量。目前公司已经推出炭烧腰果、蜂蜜味核桃仁、椰香核桃仁等七种口味型坚果。预计到明年上半年，公司还会陆续推出几块新口味，在商超组成“黑色坚果系列”。**良品铺子定位高端零食**，在产业链上游环节投入较大，用以支撑起未来多元化产品的研发和创新。从产品品质、包装设计、营销环节上都非常重视高端形象的塑造。

图表 87：洽洽携手分众传媒



来源：国金证券研究所整理

图表 88：甘源食品口味型坚果系列



来源：国金证券研究所整理

图表 89：良品铺子“敦煌系列”礼盒尽显高端

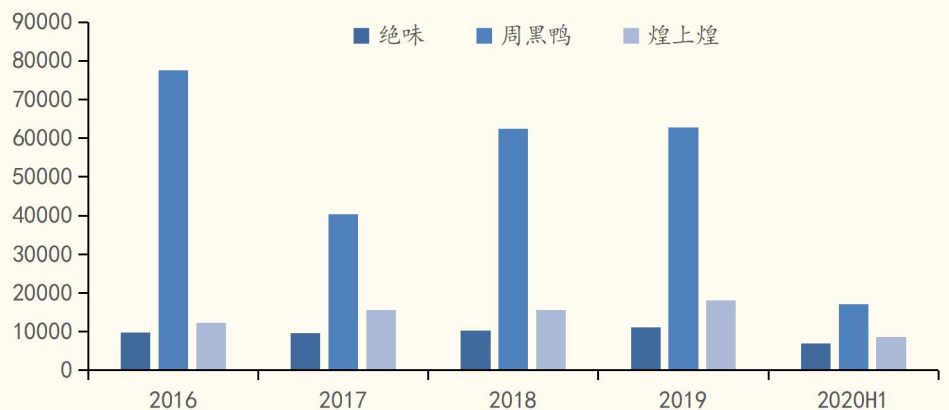


来源：国金证券研究所整理

4.4 重点标的推荐：绝味、周黑鸭、煌上煌、桃李、洽洽、甘源、良品

- 绝味食品：**公司已有 1.2 万家线下门店，目前公司每年新增千家门店无较大压力。为了优化门店效率，2019 年开始公司的营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”；将各类门店梳理成 7 大类（交通体、商圈体、社区体、沿街体等）渠道，针对不同渠道进行策略调整，比如为了深化商圈布局，公司推动高势能门店装修向年轻化的方向发展，迎合年轻消费人群的需求。目前公司供应链体系成熟，通过全国化的工厂布局和自建物流子公司，配送费用控制明显优于同行。并投资布局了一系列连锁餐饮品牌公司，例如小厨娘、幸福西饼、和府捞面等，目前供应链已经开始合作，未来大概率会整合到公司供应链体系内。公司有望向平台型企业发展，整合不同品牌的配送体系和门店渠道，为长期增长打开空间。

图表 90：卤制品企业店均运输费（单位：元/店/年）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 煌上煌：**新管理层上任后吸收了绝味和周黑鸭双方的长处，公司首先通过布局高势能门店切入新兴市场，吸引优质加盟商加入，提升品牌知名度；然后再铺开社区门店，增加覆盖面。2017 年开始，公司的拓店速度逐年提升。公司计划今年新开门店数量达到 1200 家，前三季度实现新开门店 968 家，预计完成全年目标压力不大，覆盖范围由 14 个省去增加至 19 个，将新增吉黑、云贵、川渝、山东、湖北 5 大省区。
- 周黑鸭：**公司 2019 年中报正式提出将开放特许经营模式，加快渠道下沉和新兴地区的扩张。2019 年 9 月和 11 月，周黑鸭先后与贵州贵阳市场、广西南宁市场签约特许经营。从我们追踪的情况来看，截至 2020 年 10 月 21 日，已经有特许门店 449 家。其中华中地区有 180 多家，华东地区有

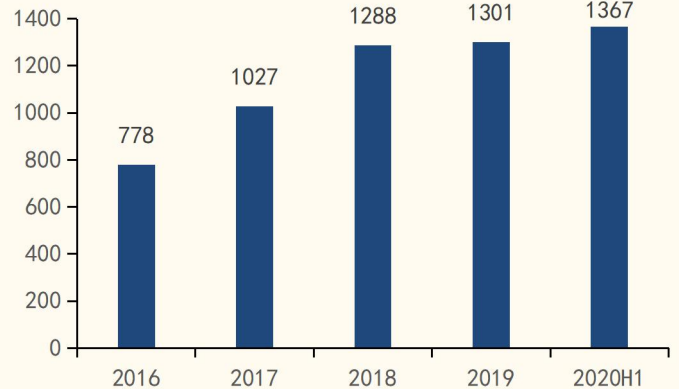
60 多家在华东地区，剩下的门店均分在华北、华西和华南。我们认为达成公司全年 500 家特许门店的目标压力不大，有望超额完成。新开门店的单店营收一般高于老店，而第一批特许门店（集中在广西和贵州）在稳定下来后，单店营收和直营店水平相当。

图表 91：煌上煌门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

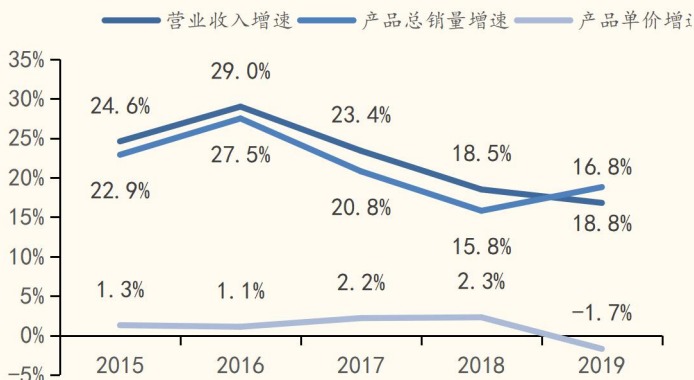
图表 92：周黑鸭门店数量



来源：公司公告，国金证券研究所

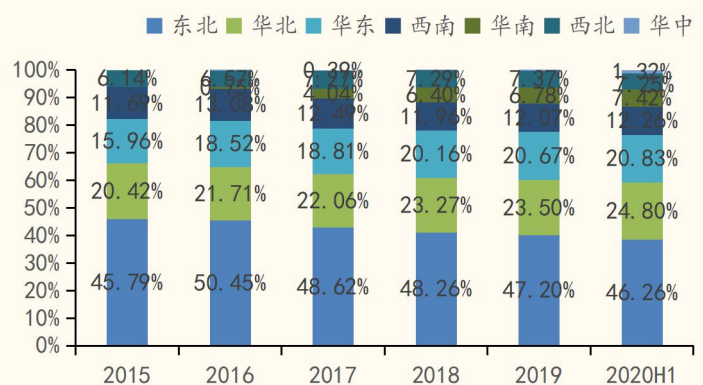
- 桃李面包：**作为短保面包的龙头企业，供应链优势突出。公司当前策略是坚持高性价比，主要增长点来自量增，成本领先的规模效应有望进一步得到体现。目前公司已在 18 个中心城市建立生产工厂，综合产能利用率超过 90%，产销率接近 100%，因此后续主要通过新增产能来提升销量，从而带动收入提升。公司目前在建和拟建项目包括沈阳、四川、山东、江苏、青岛桃李等，未来产能有望实现每年 15%-20% 的扩张。公司计划在东北和西南成熟市场加速下沉，推动产能释放销量；新兴市场华东区域产能布局已完善，华南区域目前已经逐渐扭亏为盈，盈利处于拐点阶段，新兴市场的增长势能正在释放。

图表 93：桃李收入增速与销量增速接近



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 94：桃李面包各区域市场收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 洽洽食品：**顺应坚果行业包装化趋势，小分装“每日坚果”创造多元消费新场景，市场空间持续扩张。2017-2019 年，洽洽“每日坚果”的营收复合增长率为达到 30.49%。成本方面，洽洽作为自主生产企业，尝试坚果种植示范，平滑上游原材料成本波动，生产自动化水平提升进一步拓展毛利空间，毛利率高于竞品。当前“每日坚果”市场同质化程度高，洽洽强调“锁鲜”技术打出差异化定位，结合新式营销积极向消费者传递高品质品牌形象，并利用自身产品线下渠道布局优势，抢先占领销售者心智。今年疫情居家消费影响拖累公司坚果业务增长，预期 Q4 与 Q1 的春节送礼需求将修复“每日坚果”市场，带来坚果业务高速增长，短期内利润弹性可期。

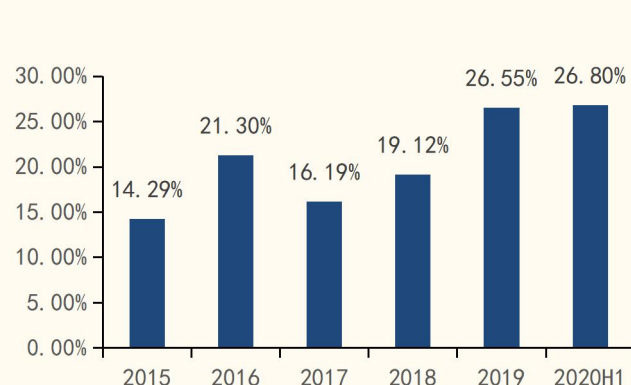
此外新品益生菌、坚果麦片和藤椒瓜子是明年主打产品，当前1个月可以达到一两千万的体量，预计明年成为过亿的独立大单品。

图表 95：洽洽食品每日坚果销售额及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

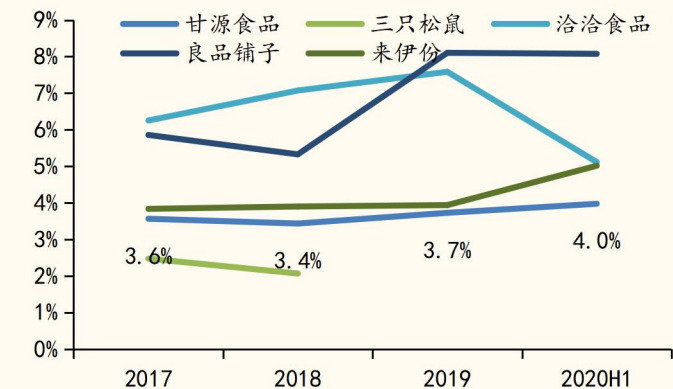
图表 96：洽洽食品坚果毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **甘源食品**：公司作为籽类炒货领军者，在存量品类方面，瓜子仁、青豌豆和蚕豆“老三样”贡献公司70%以上的营收和80%以上毛利，豆类炒货领域优势地位稳固；在增量品类方面，公司切入当前尚无强势品牌的口味坚果领域，该领域中口味是核心门槛，甘源充分利用自身长期炒货口味研发能力与经验优势，推出差异化产品，不仅丰富自身产品矩阵，更蓄势借道口味坚果市场培育全新增长点、实现行业突围。近年公司广告推广费用率（包括推广促销费）处于行业偏低水平，2019年仅3.7%。配合公司新品投放与产品矩阵丰富化，公司将加快营销步伐，有利于培育拉动品牌力、推动产品销售势头增长、巩固行业竞争地位，未来业绩有较大弹性。

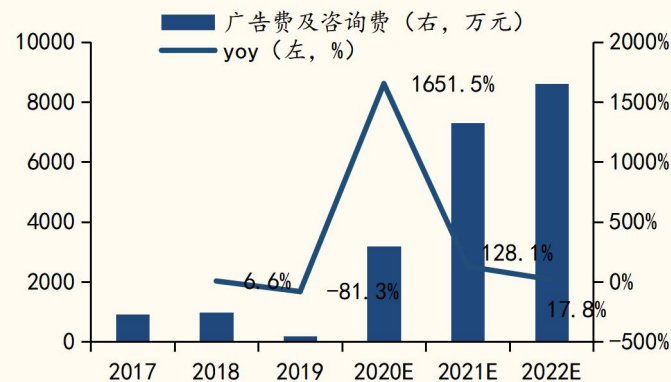
图表 97：甘源广告推广费用率处于行业偏低水平



来源：公司公告，国金证券研究所

注：三只松鼠的数据口径不包括促销费用，故偏低

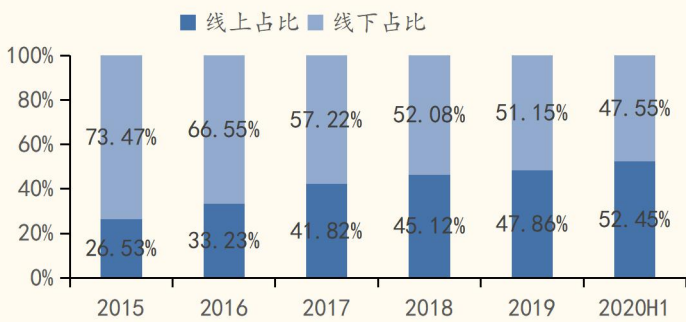
图表 98：预计甘源未来将加大广告费用投放



来源：公司公告，国金证券研究所

- **良品铺子**：在休闲零食领域消费升级依旧是大趋势，高品质和良好的消费体验是核心竞争力，我们认为良品铺子的高端化战略契合行业的发展趋势。其产品均价高于竞争对手三只松鼠、百草味，公司的毛利率高于两者，反映出其高端形象已经塑造成功，消费者愿意为高品质付更高费用。同时在同业中良品是全品全渠道发展最为均衡的公司，坚持线上线下一条腿走路，全面均衡的产品结构和渠道结构形成“多点支撑”，更具抗风险能力和应变能力。此外公司的数字信息化水平在同业中也处于领先水平。已实现包括供应链、渠道、库存、商品、营销及客户在内的产业链全域数字化，有利于提升公司运营效率和精准营销能力。

图表 99：良品铺子线上线下渠道占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 100：全品类公司里良品的新零售布局走在行业前列

公司	线上自营渠道	自营APP	规模化门店	O2O业务	灵活供应链	大数据分析系统	终端整合
三只松鼠	有	有	无	有	有	有	无
来伊份	有	有	有	有	有	有	有
良品铺子	有	有	有	有	有	有	有

来源：亿欧智库，公司官网，国金证券研究所

五、其他板块：必选消费品空间充足，规模优势下龙头效应凸显

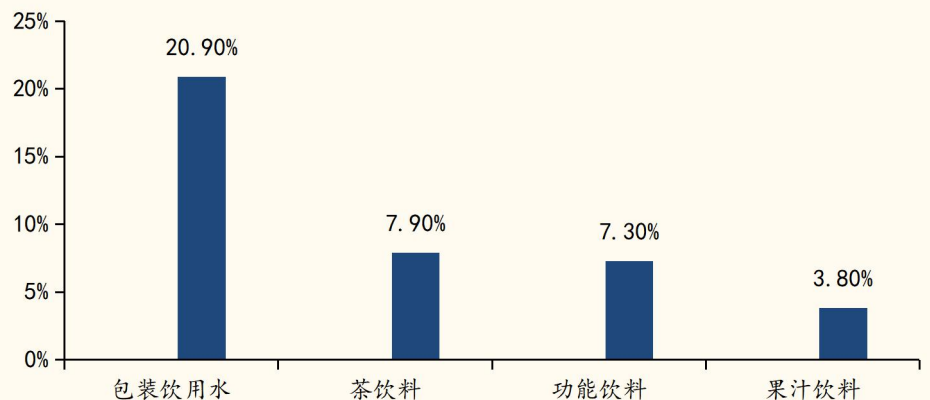
5.1 必选消费品确定性强，消费升级空间可挖掘

- 在食品饮料板块，部分领域属于必选型消费，具备稳定的购买习惯，购买频率较高；同时我国的人口基数决定了必选型消费品具有广阔的市场空间；而且随着居民健康意识、品质意识的提升，目前存在稳定的消费升级趋势。我们建议关注这些领域里品牌、渠道优势明显，可引领消费升级的龙头企业，比如饮用水领域的农夫山泉，厨房产品领域的金龙鱼，以及在早餐连锁经营领域初具规模的巴比食品。

5.2 重点标的推荐：农夫山泉、金龙鱼、巴比食品

- 农夫山泉**：我国包装饮用水的市场规模在 2000 亿元左右，过去几年的复合增速保持在 10% 以上。农夫山泉在品牌形象、渠道下沉、水源布局等方面均具备领先优势，市占率在 21% 左右，位居第一。当前瓶装水规模的增长动力主要来自大容量包装水，反映了包装水消费场景的扩大，人们在家庭饮用、做饭等环节也开始使用包装水。公司积极发力桶装水产品，推出 12L 包装桶装水，目前市占率在 8% 左右，未来增长空间较大，可抢占部分小品牌桶装水市场份额。此外，在饮料领域公司产品存活率较高，茶π 在茶饮料市场中占比 10% 左右；公司的低糖高端产品炭仸、NFC 果汁等仍在培育中，预计在健康饮食潮流下会逐步放量。

图表 101：农夫山泉各品类市占率

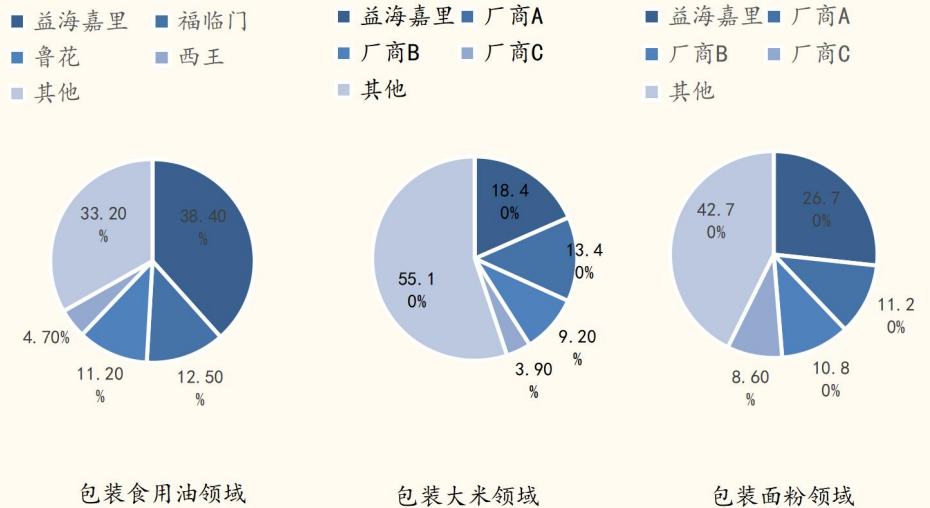


来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

- 金龙鱼**：在包装米面油领域，公司在零售渠道的销售量市场份额排名第一，且行业存在整合空间，在政策引导下市场份额会进一步向头部企业集中。

公司研发能力强，实行规模化、垂直化生产，且渠道下沉速度快，覆盖场景广阔，已经建立起龙头效应。目前准备进军调味品领域，借助其品牌效应和深度下沉的渠道销售网络有望实现放量。公司当前重视中高端产品的推广，中高端产品主打“天然”“健康”的理念，在疫情期间得到加速推广，预计随着产品结构升级的全面深化，盈利水平会有所改善。

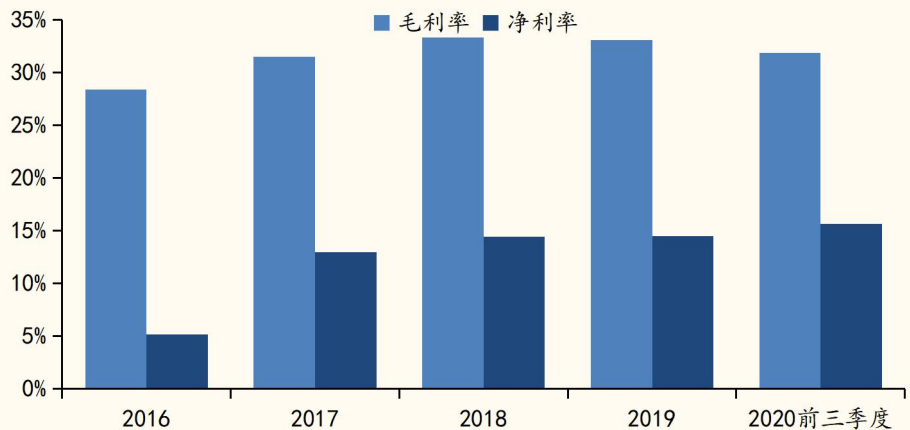
图表 102：金龙鱼各品类市占率



来源：公司公告，国金证券研究所

- 巴比食品：**公司为中式面点速冻食品制造企业，销售方式包括以连锁（加盟+直营）门店销售早餐面点和团体供餐销售，加盟门店的营收占比在80%以上。目前早餐行业的格局分散，具备优质供应链和品牌力的企业具备先发优势。公司已经具备一定规模的门店数量和标准化的供应链管理体系，近几年使得毛利率和净利率稳步上升，目前仍处于规模提升阶段，规模效应带来的成本下降在未来一段时间仍可持续；此外公司基于现有优势入局速冻食品高端领域短保食品，预计在未来盈利空间可进一步提升。在门店拓展方面，公司计划未来3年在华东、华北、华南等地开设182家直营店铺；为拓展华南地区，出台加盟优惠政策，为加盟商减少了约3-4万元投资资金。为了配合门店扩张和业务拓展，公司在南京建设新厂，并将扩建上海生产基地，进一步巩固华东市场和新门店的扩张。

图表 103：巴比食品毛利率和净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

六、风险提示

- **原材料价格大幅上涨的风险。**若上游原料价格大幅波动，将会对公司业绩产生一定的影响。
- **行业竞争加剧的风险。**若未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，将会影响公司业绩表现。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响公司口碑与销售。

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402