

# 食品饮料

## 三家“类平台”大众品公司的简要比较

从消费品的发展路径来看，大众品主打产品矩阵，由于其价格弹性无法比肩高端品，单一产品市占率遇到天花板后，需要倚靠强渠道力再塑单品，最终形成平台化公司；海外对标来看，可口可乐、雀巢、三得利、龟甲万等公司均走向平台化。

在食品饮料上市公司中，农夫山泉、海天味业、金龙鱼平台化雏形已现，三家公司的市值均超过了6000亿元，动态市盈率超过100倍，资本市场亦给予了其平台化的估值溢价。本文将聚焦于三家类平台公司（农夫山泉、海天味业、金龙鱼），试图从行业属性、竞争格局、品类拓展方向等维度对其进行简要比较。由于市值、市盈率、必选属性、增速中枢等指标相似，使得分析对比之于投资有一定的借鉴意义。

### ➤ 赛道对比：消费与制造的血统差异

我们经常将净资产收益率作为衡量一门生意“好坏”的重要指标，净资产收益率由净利率、资产负债率、杠杆比率决定。净利率反映了生意的赚钱难易，负债率和杠杆比率是对生意模式的“加权”，通过加快周转、提高财务杠杆的方式提升赚钱能力。就三家大众品龙头而言，2019年海天味业和农夫山泉的净利率分别为27%和21%，显著高于金龙鱼（3%）。

### ➤ 格局对比：单寡头与双寡头的模式差异

除了赛道属性之外，竞争格局亦会影响公司的净利率水平。从几家食品饮料龙头公司的数据来看，双寡头模式的销售费用率要高于单寡头模式。从市占率来看，金龙鱼、海天在食用油和酱油行业的市占率与第二品牌的比例超过2:1，已形成单寡头模式；而农夫市占率与第二品牌的比例未超过1.5:1，随着家庭装占比的提升和品牌力的拉升，农夫或向单寡头模式演进。

### ➤ 发展方向：拓展赛道的差异比较

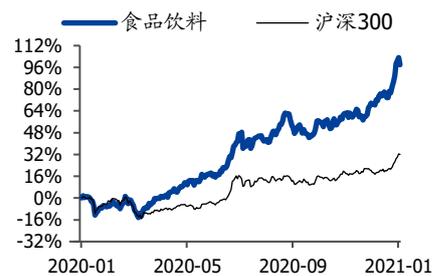
海天站位最优，海天以酱油为基本盘，蚝油势头正盛，酱类、食醋、料酒处于拓展期，并切入复合调味料赛道，调味品平台雏形已现。海天切入的蚝油和复合调味料赛道均有双位数的行业增速，其中海天在蚝油赛道已成为绝对的领军者，复合调味料虽是新进入者，但赛道尚未出现垄断性龙头；相较于农夫和金龙鱼而言，海天身处调味品“沃土”，不断拓展企业版图。

农夫非水业务赛道相对拥挤，茶饮料主打健康化可圈可点；金龙鱼米面赛道营收空间较大，协调效应明显，试水中央厨房赛道，后续值得关注。

**风险提示：**宏观经济增速放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号: S0680520030004

邮箱: shenyang@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：徽酒消费分化，古 20 动销加速—安徽白酒市场调研》2020-12-20
- 2、《食品饮料：浅谈万亿五粮液的改革之路》2020-11-16
- 3、《食品饮料：换个角度看洋河》2020-11-08



## 内容目录

1、平台化：大众品霸主的终极之路.....	3
2、赛道对比：消费与制造的血统差异.....	4
3、格局对比：单寡头与双寡头的模式差异.....	5
4、发展方向：拓展赛道的差异比较.....	6
5、风险提示.....	7

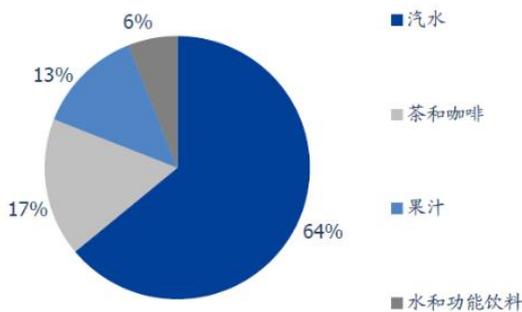
## 图表目录

图表 1: 2019 年可口可乐业务结构图 (销量).....	3
图表 2: 2019 年雀巢收入占比情况.....	3
图表 3: 2019 年主力品类收入占比.....	3
图表 4: 部分大众品龙头公司市值与市盈率情况.....	3
图表 5: 2019 年部分食品饮料公司净利率与资产负债率.....	4
图表 6: 2019 年部分食品饮料公司 ROE 与资本投入对比.....	4
图表 7: 金龙鱼食用油销售均价区间(元/吨).....	4
图表 8: 金龙鱼食用油毛利率区间.....	4
图表 9: 2019 年部分食品饮料公司毛利率与毛销差.....	5
图表 10: 2019 年部分食品饮料公司 ROE 与资本投入对比.....	5
图表 11: 中国包装水行业竞争格局变化.....	5
图表 12: 伊利蒙牛常温奶市占率对比 (%).....	5
图表 13: 海天味业酱油和蚝油营收占比变化.....	6
图表 14: 茶饮料按零售额竞争格局.....	6
图表 15: 农夫山泉饮料业务布局.....	6

## 1、平台化：大众品霸主的终极之路

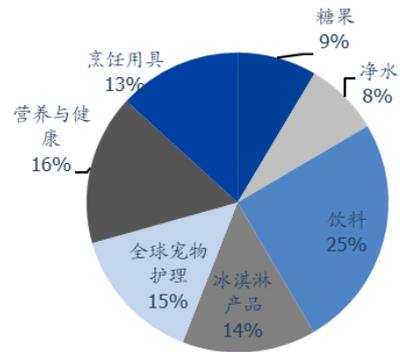
随着经济发展阶段和人口结构的变化，中国多数消费品赛道从量增时代走出，龙头的市占率持续提升，强者恒强的趋势明显。从消费品的发展路径来看，高端品主要依靠大单品，享受消费升级下的价格弹性，比如：贵州茅台、爱马仕等；大众品主打产品矩阵，由于其价格弹性无法比肩高端品，单一产品市占率遇到天花板后，需要倚靠强渠道力再塑单品，最终形成平台化公司。海外对标来看，可口可乐、雀巢、三得利、龟甲万等公司均走向平台化。

图表 1: 2019 年可口可乐业务结构图 (销量)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2019 年雀巢收入占比情况

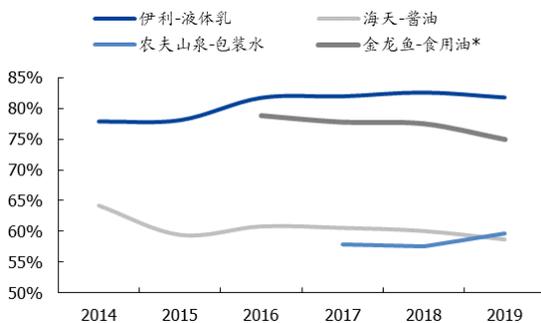


资料来源: wind, 国盛证券研究所

在食品饮料上市公司中，农夫山泉、海天味业、金龙鱼平台化雏形已现，三家公司的市值均超过了 6000 亿元，动态市盈率超过 100 倍，资本市场亦给予了其平台化的估值溢价，三家公司主打品类的收入占比分别为 60%，59%和 78%（金龙鱼数据为食用油/厨房食品收入），相较于海外平台化巨头，其品类分散化仍有较大空间。伊利股份虽有液态奶之外的业务条线，但从营收占比和发展情况来看，目前营收中液态奶占比约 82%，其奶粉、冷饮等产品表现中规中矩，其平台化的能力和发展路径仍有一定的不确定性，所以伊利虽净利润体量高于前三家，但市值不及其一半。

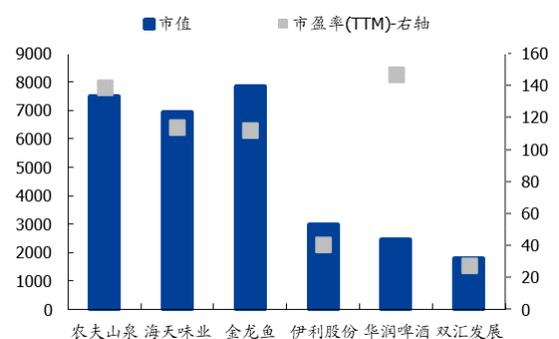
本文将聚焦于三家类平台公司（农夫山泉、海天味业、金龙鱼），试图从行业属性、竞争格局、品类拓展方向等维度对其进行比较分析。由于市值、市盈率、必选属性、增速中枢等指标相似，也使得分析对比之于投资有一定的借鉴意义。

图表 3: 2019 年主力品类收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所; 注: 金龙鱼为食用油占厨房食品收入占比

图表 4: 部分大众品龙头公司市值与市盈率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所; 注: 市值与市盈率数据截止 2021 年 1 月 9 日

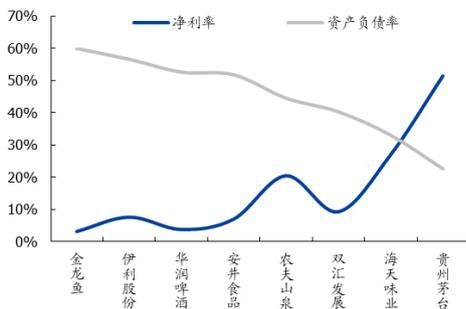
## 2、赛道对比：消费与制造的血统差异

我们经常将净资产收益率作为衡量一门生意“好坏”的重要指标，净资产收益率由净利率、资产负债率、杠杆比率决定。净利率反映了生意的赚钱难易，负债率和杠杆比率是对生意模式的“加权”，通过加快周转、提高财务杠杆的方式提升赚钱能力。

净利率较高的公司通常情况下有较强的壁垒，科技公司依靠技术铸造壁垒，消费品公司依靠产品力和品牌力塑造壁垒。具体到食品饮料行业来看，口感差异是产品力的源头，好吃、好喝是对强产品力最朴实的表达，同时，广告宣传等方式给产品赋能打造品牌力亦可增强壁垒，比如：茅台主打稀缺性、农夫突出天然健康、可口可乐绑定快乐概念等。通常而言，净利率较低的消费品公司产品同质化较强，品牌能见度不高，具有一定的制造业属性；但标准品通常周转较快，制造规模效应强，可以依靠高周转、高杠杆提升 ROE。

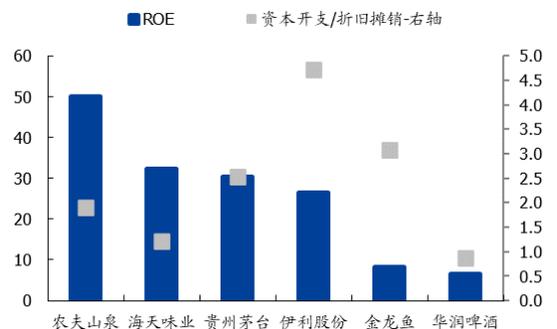
就三家大众品龙头而言，2019年海天味业和农夫山泉的净利率分别为 27%和 21%，显著高于金龙鱼（3%），差异主要来源于毛利率，同为国民品牌，为何金龙鱼的利润率水平显著低于其他消费品龙头？我们认为有以下几方面原因：1）大豆压榨产业链较长，食用油仅为粮油加工的一环，相较于其他食品，食用油更像是农产品加工的产物，压榨工艺相对简单，产品同质化程度较高。2）国家对粮油类民生基础产品价格管控力度更大，金龙鱼虽市占率领先优势明显，但鲜少提价，2016-2019 年金龙鱼食用油销售均价平稳，利润率受成本变化而变动。

图表 5：2019 年部分食品饮料公司净利率与资产负债率



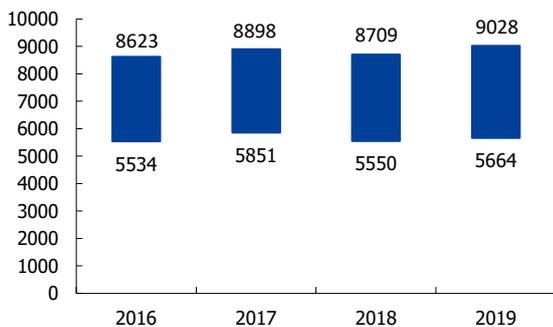
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 6：2019 年部分食品饮料公司 ROE 与资本投入对比



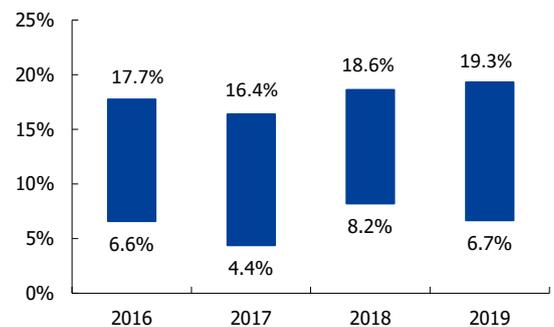
资料来源：wind，国盛证券研究所；注：农夫由于 2019 年分红较高，ROE 数据偏高，2018 年 ROE 为 25%

图表 7：金龙鱼食用油销售均价区间(元/吨)



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 8：金龙鱼食用油毛利率区间

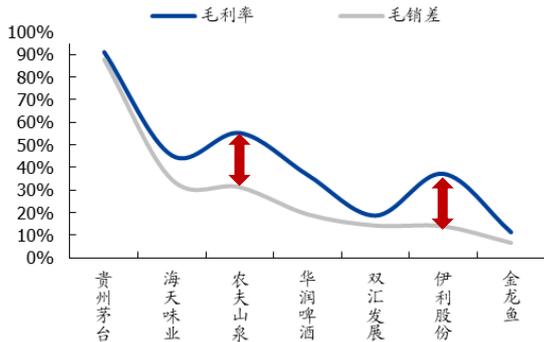


资料来源：wind，国盛证券研究所

### 3、格局对比：单寡头与双寡头的模式差异

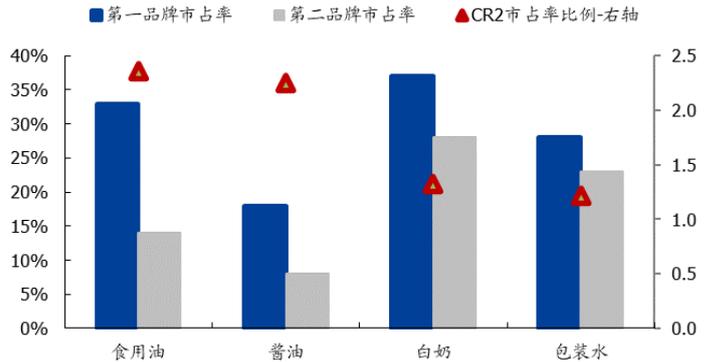
除了赛道属性之外，竞争格局亦会影响公司的净利率水平。从几家食品饮料龙头公司的数据来看，双寡头模式由于龙头议价权相对较弱，通常情况下，要依靠较高的销售费用率提升市占率和品牌话语权。从上市公司报表来看，农夫山泉和伊利股份的销售费用率相对较高。从市占率来看，金龙鱼、海天在食用油和酱油行业的市占率与第二品牌的比例超过 2:1，而农夫和伊利的市占率与第二品牌的比例未超过 1.5:1。

图表 9: 2019 年部分食品饮料公司毛利率与毛销差



资料来源: wind, 国盛证券研究所

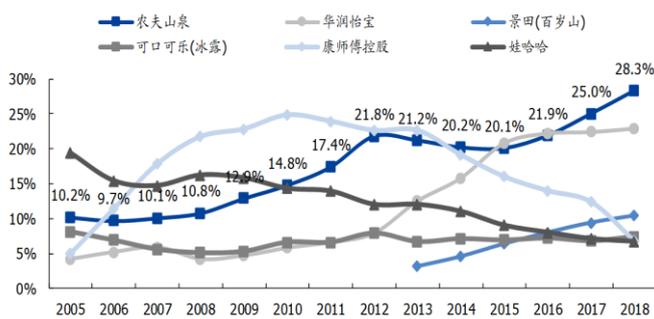
图表 10: 2019 年部分食品饮料公司 ROE 与资本投入对比



资料来源: wind, 中国产业信息网, 智研咨询, 国盛证券研究所

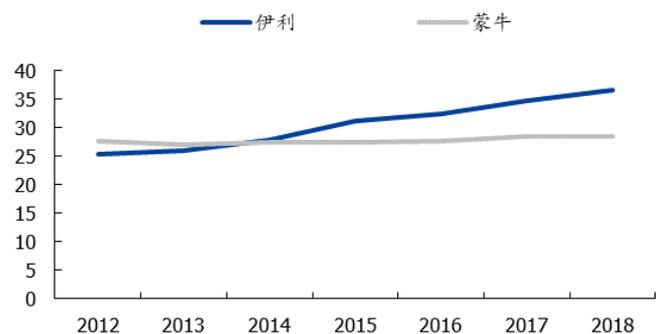
农夫是否有可能向单寡头演进? 目前包装水进入两元水时代, 农夫和怡宝的市占率分别为 28% 和 23%, 差距虽未拉开, 但是农夫的上升势头明显。从渠道对比来看, 海天和金龙鱼的家庭消费占比一半左右, 农夫的家庭消费占比较低 (不到 20%), 近年来包装水在家庭端的渗透率提升速度较快, 近三年农夫的中大包装规模收入增速超过 30%, 随着家庭装的放量 and 普通装的市占率提升, 行业竞争格局或有变化。

图表 11: 中国包装水行业竞争格局变化



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 12: 伊利蒙牛常温奶市占率对比 (%)



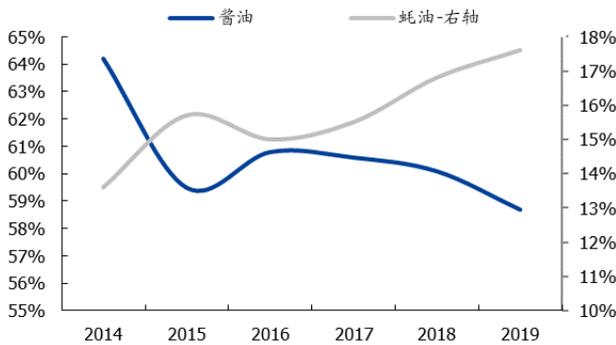
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4、发展方向：拓展赛道的差异比较

海天以酱油为基本盘，蚝油势头正盛，酱类、食醋、料酒处于拓展期，并切入复合调味料赛道，调味品平台雏形已现。海天切入的蚝油和复合调味料赛道均有双位数的行业增速，其中海天在蚝油赛道已成为绝对的领军者，复合调味料虽是新进入者，但赛道尚未出现垄断性龙头；相较于农夫和金龙鱼而言，海天身处调味品“沃土”，不断拓展企业版图。

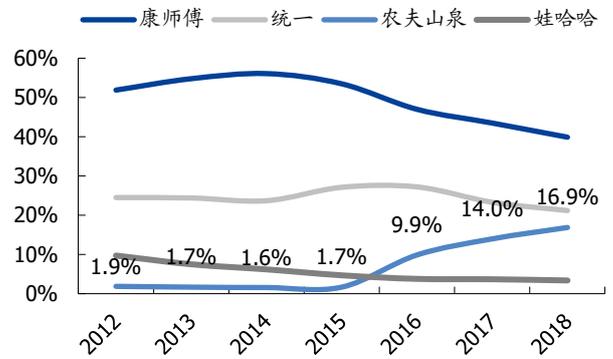
根据 Euromonitor 的统计，2018 年中国蚝油的行业收入（零售端）约为 59 亿元。蚝油是中国调味品的细分品类中增长最快的品类之一，2013-2018 年蚝油行业收入的复合增速为 12.8%，从行业的竞争格局来看，代表企业为海天及李锦记，行业进入者较少，海天市占率约为第二名李锦记的 6 倍。复合调味料是调味品的“未来之星”，2020 年公司推出大单品切入复合调味料赛道。根据 Frost&Sullivan 的统计，2018 年我国复合调味料市场规模为 1091 亿元，2013-2018 年复合增速约为 14.4%。

图表 13: 海天味业酱油和蚝油营收占比变化



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表 14: 茶饮料按零售额竞争格局



资料来源：尼尔森，国盛证券研究所

农夫以包装水为基本盘，重点发展茶饮料、功能饮料、果汁等，有别于康师傅、统一、可口可乐等巨头，公司主打健康、低糖概念，在竞争激烈的饮品赛道市占率持续提升，目前在茶饮料、功能饮料、果汁的市占率均处于第三的位置，其中茶饮料是公司第二重视的品类，东方树叶占茶饮料比重约为 1/4，近 2 年增长较快，目前东方树叶以成为无糖茶饮料的龙头。且从盈利性的角度来看，公司茶饮料的毛利率为 60%（2019 年），比肩包装水。除了茶饮料之外，过去几年果汁类收入增速较快，但其毛利率水平相对较低。

图表 15: 农夫山泉饮料业务布局

品类	品牌	备注
包装饮用水	农夫山泉	市场份额第一
茶饮料产品	东方树叶、茶π	市场份额第三
功能饮料产品	尖叫、维他命水	市场份额第三
果汁饮料产品	农夫果园、水溶 100、NFC、17.5°	市场份额第三
其他产品	咖啡、苏打水、植物酸奶、鲜果	

资料来源：农夫山泉招股书，国盛证券研究所整理

金龙鱼以食用油为基本盘，拓展米面市场，并试水调味品、中央厨房、速冻等赛道。米面与食用油的渠道趋同，协调效应明显，在行业体量上，米大约是油的 5 倍，面粉大约是油的 3 倍。虽然米面的行业增速趋缓，但是包装化率较低，2019 年包装大米销量 919 万吨，占整体

大米消费量 6.4%，由于米面市场散装占比较大，加工企业及品牌众多，整体市场竞争较为分散。目前在包装米面市场中，益海嘉里（金龙鱼）的市占率分别为 18%和 27%，均领先于竞争对手。除了协同效应较强的米面赛道之外，公司试水高毛利的调味品赛道，与台湾知名品牌丸庄合作，生产高品质黑豆酱油，设计总产能 16 万吨，首批产品于 2019 年 10 月上市，此外公司 2019 年 9 月收购山西梁汾醋业，涉足食醋产业。

## 5、风险提示

宏观经济增速放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险，假设及测算可能存在误差。

### 免责声明

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

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

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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

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

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com