

食品饮料行业

推荐

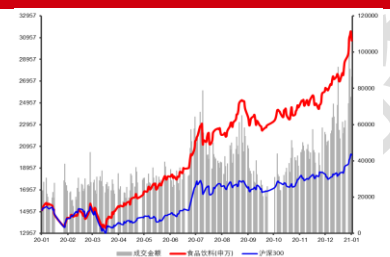
市场数据 (2021-01-12)

	行业指数涨幅
近一周	4.54%
近一月	18.02%
近三月	31.91%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
妙可蓝多	600882	推荐
贵州茅台	600519	推荐
五粮液	000858	推荐
泸州老窖	000568	推荐
山西汾酒	600809	推荐
酒鬼酒	000799	推荐
伊利股份	600887	推荐
海天味业	603288	推荐
天味食品	603317	推荐
良品铺子	603719	推荐
盐津铺子	002847	推荐

行业指数走势图



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚
 执业证书编号: S0070519050001
 电话: 010-83991712
 邮箱: zhangzg@grzq.com

联系人
 李思佳
 电话: 010-83991717
 邮箱: llsj@grzq.com

相关报告

确定性为王, 紧握龙头, 布局成长

——食品饮料行业 2021 年投资策略

投资要点

■ 复苏已至下半场, 估值矛盾待解, 业绩预期差决定市场方向。

2020 年疫情导致全球经济出现一轮被显著强化的“经济下行——政策刺激——经济回暖——政策退出”周期。当前疫情对市场冲击已趋弱, 国内经济修复运行至中后期。疫情发生后充裕流动性与市场确定性的追逐大幅推高消费板块估值, 20Q1/Q2 必选消费品率先表现, 可选消费需求恢复与市场表现节奏均慢于必选消费。2021 年经济复苏已进入下半场, 高估值、流动性收紧预期及低基数效应下, 消费板块财报盈利增速大概率逐季回落, 市场表现多由流动性收紧落地时点与业绩实际增长表现驱动。而消费升级、经济增长引擎转变以及内需消费导向等长逻辑, 仍将是决定消费板块投资价值的坚固基石。

■ 白酒: 2020 年行情极端演绎, 21 年情绪高点后需回归本源。

2020 年白酒行情贯穿全年, 消费需求逐季复苏, 高端酒、次高端、小酒轮番表现。年底春节旺季强劲需求预期将板块整体估值推向高潮。我们认为, 2021 年白酒赛道优势不改, 板块仍具备配置价值, 但前期涨幅已较可观, 21Q1 或是白酒板块全年情绪高点。其中, 高端白酒受益自身品牌壁垒, 将享受稳定增长, 推荐关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖; 另外可关注处于主产品提价与销售区域扩容周期的山西汾酒、酒鬼酒、今世缘等。

■ 乳制品: 行业格局优化+成本上行, 关注龙头盈利诉求。

疫情爆发后, 乳品需求受制于物流而短暂下滑, 隔离放宽后消费回补现象明显, 下半年基础/高端白奶需求旺盛, 其余品类恢复恢复偏慢。21 年初原奶成本上行推动产品提价已落地, 我们认为乳品增强体质、提升免疫力的属性与消费者日益提升的健康理念高度契合, 行业景气上行将贯穿全年, 龙头加强盈利诉求的提价、控费动作将成为行情驱动要素。建议关注产品、品牌和渠道竞争优势兼备, 且可利用上游布局弱化成本波动, 持续收割市场份额的龙头伊利股份; 以及坐拥奶酪行业高成长、近期获蒙牛收购的国产奶酪第一股妙可蓝多。

- **调味品：需求冲击基本消退，关注成本推动型提价落地时点。**

2020 年疫情对调味品需求冲击主要来自餐饮端，为完成业绩指标，海天等龙头均对渠道有一定压库行为，导致后续去库进度成为业绩波动决定因素。展望 2021 年，我国餐饮端需求迈入正常化，而 C 端与工业需求维持稳定，预计调味品将重回稳定增长轨道。我们认为，2021 年调味品的投资机会主要包括：1) 酱油、醋等传统品类成本推动型提价预期，关注行业龙头海天味业、中炬高新、恒顺醋业；2) 餐饮连锁化，外卖、团餐消费高速发展趋势下，复合调味品赛道获得高速成长机遇，可对龙头企业颐海国际、天味食品逢低布局。
- **休闲零食：万亿市场百家争鸣，优质供应链价值凸显。** 休闲零食行业赛道大、品类丰富、细分赛道多，不同赛道市场规模与成长性各异，其中烘焙、熟卤制品、坚果炒货等成长与行业整合空间兼备，市场关注度较高。由于行业进入门槛低，产品同质化现象明显，目前行业仍处于成长与整合阶段，尚未出现全品类、全渠道龙头，市场竞争较为激烈，主要玩家业务模式不一。在行业整合期内，拥有优质供应链的企业，可及时洞悉消费者需求变化，并高度发掘自身产品及营销创新能力，快速提供适配产品，从而实现对市场份额的收割与品牌地位的跃升。推荐关注三只松鼠、良品铺子、盐津铺子。
- **投资建议：2021 年主要关注大众品提价与高成长赛道布局机会。** 2021 年信用收紧预期下，食品饮料行业估值驱动效应削弱，高企的估值与业绩实际表现将成为决定行业市场表现的主要矛盾。我们认为主要投资机会如下：1) 竞争优势显著且不易复制的行业龙头业绩确定性较强，可凭借宽护城河享有估值溢价；2) 可对高成长赛道核心标的逢低布局，以业绩快增消化高估值；3) 调味品、乳品等代表性大众品的原材料价格自 20H2 起进入上涨通道，推动大众品提价预期，预期落地将对大众品龙头的市场表现构成直接催化效应。
- **风险因素：** 疫情出现大面积反复；宏观政策出现超预期转向；食品安全风险；消费需求复苏不及预期；大众品原材料价格上涨风险；当前行业整体估值偏高。

目 录

1. 2020 年消费市场表现回顾	6
1.1 经济复苏已行至下半程，市场关注政策退出节奏	6
1.2 消费板块估值全线走高，可选走强时点慢于必选	7
1.3 2021 年消费板块驱动因素分析	10
1.3.1 长期驱动因素之一：消费升级的需求	10
1.3.2 长期驱动因素之二：我国经济增长引擎由投资向消费转变	11
1.3.3 长期驱动因素之三：国内大循环为主的双循环发展格局	12
1.4 食品饮料行业 2020 年表现复盘	12
2. 白酒：高估值或成为常态，高端化趋势加快	14
2.1 疫情加剧白酒行业原有发展趋势	14
2.2 白酒需求基本恢复，短长投资逻辑兼备	15
2.3 2021 年高端/次高端/中低端白酒发展前景预测	16
3. 乳制品：竞争格局优化，龙头盈利诉求加强	18
3.1 疫情加强消费者健康诉求，乳制品需求韧性增强	19
3.2 2021 年乳制品行业发展趋势预判	19
4. 调味品：需求冲击基本消退，关注提价动作	21
4.1 2020 年调味品行业市场表现复盘	22
4.2 2021 年调味品行业投资机会	23
4.2.1 成本推动型提价仍可能在 21 年落地	23
4.2.2 复合调味品：发展契机已至，关注头部企业量增空间	25
5. 休闲零食：万亿级市场，关注供应链模式演变	26
5.1 我国休闲零食产业的市场特征	26
5.2 休闲零食主要业务模式与代表企业梳理	29
5.2.1 良品铺子：全渠道融合优势显著，高端定位打造品牌优势	30
5.2.2 盐津铺子：商超散称龙头，“店中岛”模式加快全国化进程	32
5.2.3 三只松鼠：线上渠道第一龙头，转型线下瓶颈仍待跨越	35
6. 投资建议	38
6.1 21 年配置主线一：具备宽护城河的行业龙头	38
6.2 21 年配置主线二：高成长赛道，新消费领域	38
6.3 21 年配置主线三：成本推动型提价	39
7. 风险提示	39

插图目录

图 1: M2 同比增速自 2020 年 3 月起显著抬升	6
图 2: 我国 GDP 累计同比增速仍未恢复至疫情前水平	6
图 3: 我国基建与地产增速已基本恢复疫前水平	6
图 4: 我国工业企业利润总额同比增速恢复较显著	6
图 5: 我国社会消费零售总额尚未恢复至疫前水平	6
图 6: 我国人均消费支出同比增速仍大幅低于疫前水平	6
图 7: 申万 28 个一级行业中, 消费主要行业 2020 年估值提升排名靠前	7
图 8: 长江必选消费与中证可选消费指数涨幅走势	8
图 9: 我国工业企业利润增速与社零消费增速走势	8
图 10: 长江必选消费与中证可选消费指数 2020 年起涨幅差走势	8
图 11: 2020 年我国居民可支配收入仍未恢复原有增速	9
图 12: 居民可支配收入中位数增速低于名义增速	9
图 13: 消费板块 2020 年估值 (PE-TTM) 涨幅表现	9
图 14: 2016-2020 年社零消费同比增速走势	9
图 15: 食品饮料行业龙头企业市场表现优于行业整体表现	10
图 16: 我国居民可支配收入水平持续提升	11
图 17: 消费对我国经济的拉动效应持续增强	12
图 18: 当前食品饮料板块与各细分行业涨幅分解	12
图 19: 食品饮料与子行业 2020 年估值 (PE-TTM) 涨幅表现	12
图 20: 我国食品制造与酒饮料制造利润总额同比增速	13
图 21: 食品饮料与各子行业 20Q1-Q3 季报归母净利润增速	13
图 22: 白酒进入存量增长期, 本次疫情后出现负增长	14
图 23: 本轮白酒景气周期, 高端品提价能力远高于中低端	14
图 24: 白酒行业整体利润向高端/次高端产品持续集中	14
图 25: 18 家上市酒企营收在行业中的市场份额持续提升	14
图 26: 白酒代表性标的股价年均复合增速	15
图 27: 白酒板块与食品饮料与中证可选年度收益对比	15
图 28: 限额以上餐饮收入恢复速度优于行业	16
图 29: 高端/次高端/中低端上市酒企归母净利润增速走势	16
图 30: 飞天茅台 53 度出厂价与一批价走势	17
图 31: 普五 52 度出厂价与一批价走势	17
图 32: 我国乳制品扩容增速整体已步入低水平	18
图 33: 我国乳制品产量同比增速疫情后快速恢复	18
图 34: 伊利常温奶市占率持续扩容, 表现优于蒙牛	19
图 35: 蒙牛低温奶表现优于伊利	19
图 36: 目前我国原奶价格处于温和上升通道	20
图 37: 伊利蒙牛两强销售费用增速显著放缓	20
图 38: 乳制品各细分赛道生命曲线, 奶酪处于导入期	20
图 39: 我国不同品类调味品市场销售占比结构	21
图 40: 我国调味品消费渠道占比, 餐饮、零售占比较高	21

图 41: 调味品各细分赛道生命曲线, 复合调味品处于导入期	22
图 42: 申万调味品行业 2020 年各季度估值与业绩涨幅	23
图 43: 酱油原材料成本价格涨幅较为显著	23
图 44: 海天味业提价动作与盈利能力对比	24
图 45: 中炬高新提价动作与盈利能力对比	24
图 46: 调味品提价对调味品板块的股价表现总结	24
图 47: 火锅底料市场集中度较为分散	25
图 48: 中式调料市场集中度极度分散	25
图 49: 天味食品产能稳定扩容, 支撑未来业绩增长	26
图 50: 天味食品加大品宣费投, 赋能品牌形象	26
图 51: 我国休闲零食市场规模历年增速	27
图 52: 休闲零食细分赛道销售占比	27
图 53: 2020 年休闲零食各细分行业集中度与行业增速	27
图 54: 休闲食品消费者职业分布	27
图 55: 休闲零食销售渠道占比	28
图 56: 休闲零食线上三巨头市占率今年持续走低	28
图 57: 休闲食品商业模式分类总结	30
图 58: 良品铺子五大品类收入占比	30
图 59: 良品铺子实现线上线下销售渠道均衡发展	30
图 60: 2016 年起, 良品铺子加快加盟店扩张速度	31
图 61: 良品铺子对华中地区的销售依赖逐步下降	31
图 62: 良品铺子近年整体利润增速快于三只松鼠, 2020 年受疫情影响利润增速减慢	32
图 63: 自主生产型企业的净利率通常显著高于代工生产型企业	33
图 64: 公司各品类销售占比趋近, 烘焙成为新增长点	33
图 65: 公司盈利增速自 2018 年起显著攀升	33
图 66: 盐津铺子“金铺子”、“蓝宝石”店中岛	34
图 67: 盐津铺子店中岛网点扩张对业绩增长拉动显著	34
图 68: 休闲食品企业规模成长趋势, 三只松鼠快速扩容	35
图 69: 三只松鼠线上市占率位列行业第一	35
图 70: 三只松鼠出现增收不增利现象	37
图 71: 三只松鼠线上业务占比居高不下	37
图 72: 阿里巴巴获客成本逐步走高	37
图 73: 三只松鼠销售费率 17 年起上升, 净利率有所下滑	37

表格目录

表 1: 调味品企业过往数年提价动作	23
表 2: 各类休闲食品的代表性品牌	27
表 3: 线上电商/线下渠道在客流量、转化率与客单价上的异同	29
表 4: 良品铺子线下运营效率优于行业	31
表 5: 三只松鼠线上运营效率持续提升	36
表 6: 相关标的汇总表(市值、股价对应日期: 2021 年 1 月 8 日)	40

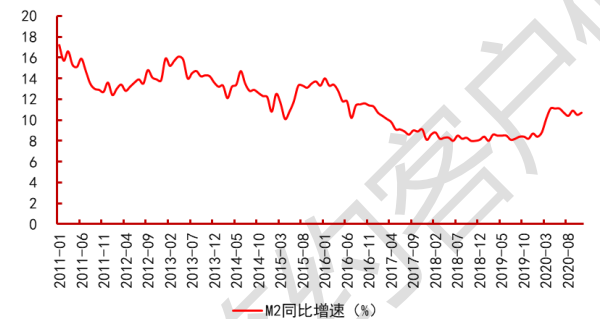
1. 2020 年消费市场表现回顾

1.1 经济复苏已行至下半程，市场关注政策退出节奏

作为 2020 年最大的超预期冲击，新冠疫情为全球经济带来一轮被疫情显著强化的“经济下行——政策刺激——经济回暖——政策退出”式周期波动。就国内而言，在疫情爆发导致经济下行触底后，财政与货币逆周期政策开始发力，国内以房地产与基建投资为主的引擎开始走强，带动国内经济增速初步回暖，此时封城渐次结束，疫情对实体经济与居民心理的冲击逐步消退，经济回暖恢复趋势向企业端传导，企业盈利逐渐改善，并逐步传导至居民收入端，促进消费能力的修复与企业资本开支的提升。

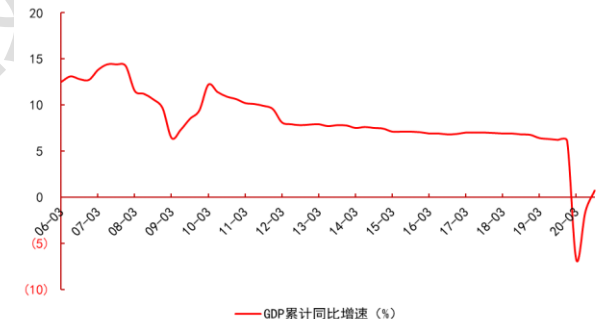
如将经济的复苏阶段拆解为前、中、后期，则：1) 基建与地产投资增速作为前期指标，已基本恢复疫前水平；2) 中期指标方面，以库存周期角度来看，当前仍处于 16-19 年库存周期结束后新一轮库存周期由被动去库到主动补库的过渡阶段；企业利润自 20H2 起呈现显著快速修复趋势，但从移动平均的角度看，企业盈利修复阶段仍未结束，后续仍有盈利修复空间。3) 后期指标方面：社零增速探底后快速回升，但仍未恢复疫情前增速，8 月后增速转正，10 月、11 月分别为 4.3%、5.0%。

图 1: M2 同比增速自 2020 年 3 月起显著抬升



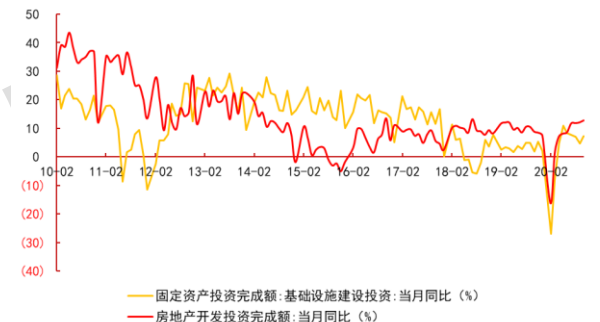
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 2: 我国 GDP 累计同比增速仍未恢复至疫情前水平



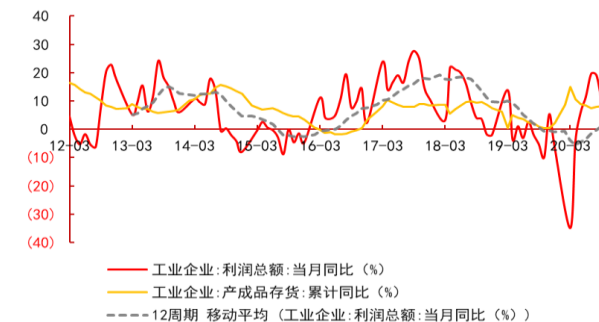
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 3: 我国基建与地产增速已基本恢复疫前水平



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

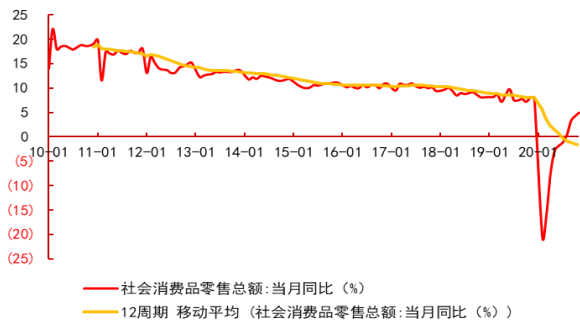
图 4: 我国工业企业利润总额同比增速恢复较显著



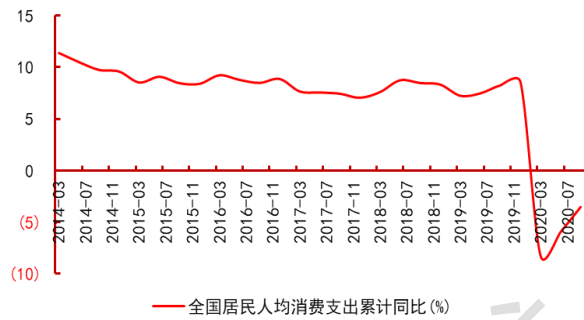
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 5: 我国社会消费零售总额尚未恢复至疫前水平

图 6: 我国人均消费支出同比增速仍大幅低于疫前水平



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

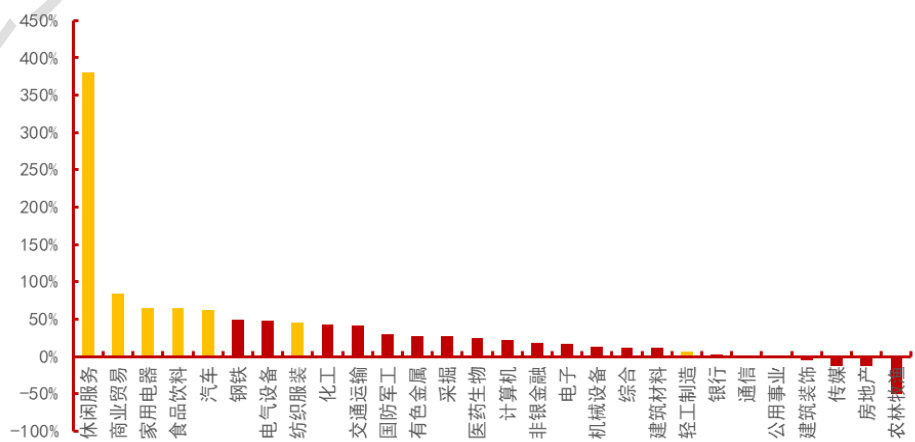
我们认为,疫情强化了我国经济周期的运行波动。疫情消退的大背景下,我国经济周期的复苏阶段已运行至中后期,表现为前、中期指标已基本完成修复,后期指标仍处于修复过程中。从宏观经济增速角度看,市场预期2020年4季度GDP增速回升至6%的概率较高。伴随经济回暖,2021年国内货币、财政政策刺激力度将稳中渐退、逐步回归正常。

1.2 消费板块估值全线走高, 可选走强时点慢于必选

消费方面,疫情导致消费场景被阻隔,消费需求急速下滑,社零数据下行触底,消费类企业收入与现金流均受到直接冲击,微观报表恶化,部分中小企业产能被永久出清。

充裕流动性与市场确定性的追逐,显著推高消费板块估值。疫情发生后全球正常经济活动受到较大限制,经济衰退压力加大,主要经济体央行均大量投放流动性予以应对。同时疫情对市场风险偏好的压制,加剧资金对业绩确定性优质资产的追逐,我国作为全球唯一正增长的主要经济体,为内需消费业绩增长提供了充足安全边际。以上因素催化下,2020年大消费板块整体走强,主要消费行业估值提升显著。

图 7: 申万 28 个一级行业中, 消费主要行业 2020 年估值提升排名靠前



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

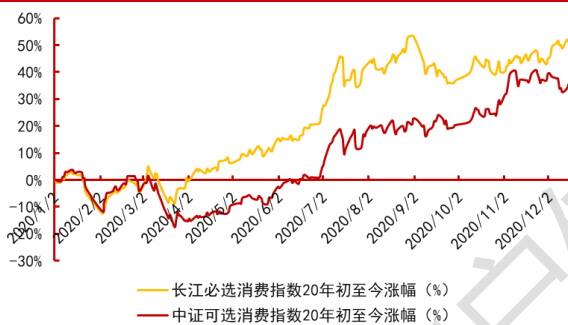
20Q3 期间,可选消费需求恢复明显,并在财报端有所体现。若以经典的必选/可选消费视角来看,二者受本次疫情影响下,市场表现有所分化。主要因疫

情冲击自 20 年 3 月起席卷全球，美国财政/货币刺激下，全球流动性宽松环境初步确立，此时疫情形式持续严峻，必选消费作为生活刚需品，业绩增长确定性优于可选消费，周期波动属性偏弱，防御属性较强。表现为 20Q2-Q3 季度内，必选消费指数的市场表现优于可选消费。

相较必选消费，可选消费发力更晚，主要因疫情爆发初期生产与消费均受限制，对企业盈利构成直接冲击，企业盈利下降传导至居民收入端，导致居民被动选择削减消费以应对收入下滑。可选消费必需属性弱于必选消费，在收入恢复不足前提下，需求恢复节奏也慢于必选消费。

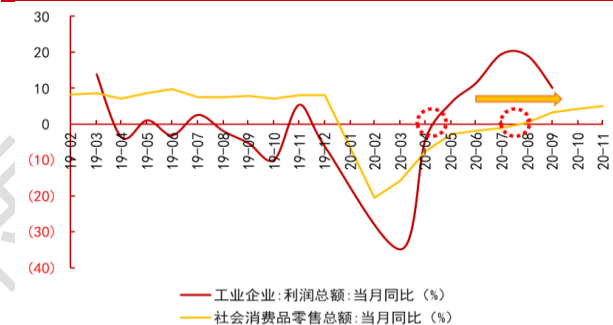
本次疫情发生后，消费需求逐步回暖，社零增速于 20Q3 期间首次回正，可选消费品需求的快速修复也发生在这一时期。在财报端的体现，则是可选消费品生产企业的盈利增速在 20Q3 期间出现明显回升。我们观察必选消费与可选消费指数走势，可以发现 10 月中下旬（即 Q3 业绩公布期）可选消费指数涨幅开始显著优于必选消费，主要因可选消费需求修复在财报端获得了验证，而必选消费投资性价比有所回落。

图 8：长江必选消费与中证可选消费指数涨幅走势



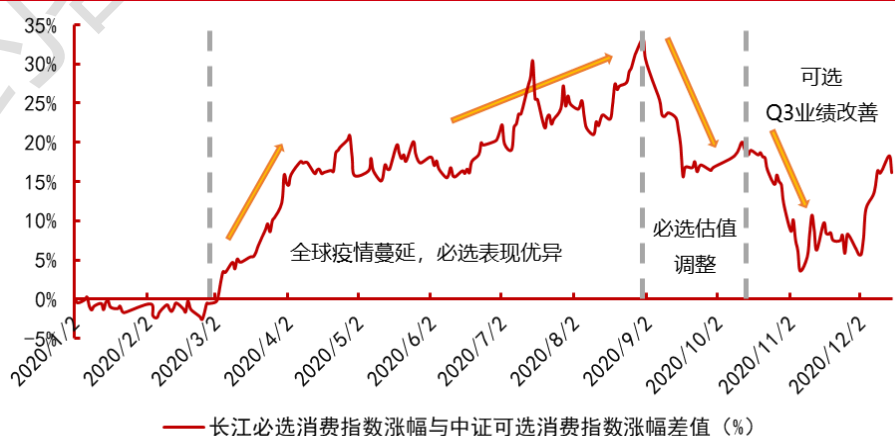
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 9：我国工业企业利润增速与社零消费增速走势



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 10：长江必选消费与中证可选消费指数 2020 年起涨幅差走势

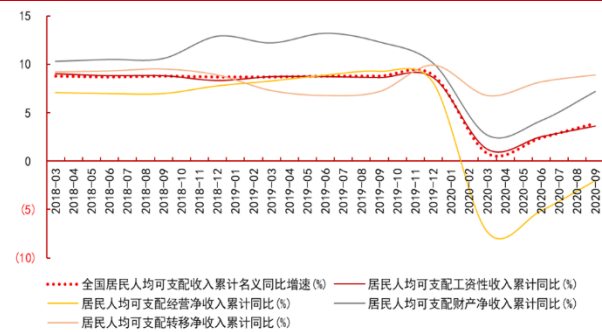


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

疫情拉大居民收入差距，或影响整体需求修复水平。疫情发生后，我国居民可支配收入增速呈现稳步修复势头，目前仍未修复至疫情前水平，料居民收入增速修复将持续至 21Q1&Q2 期间。

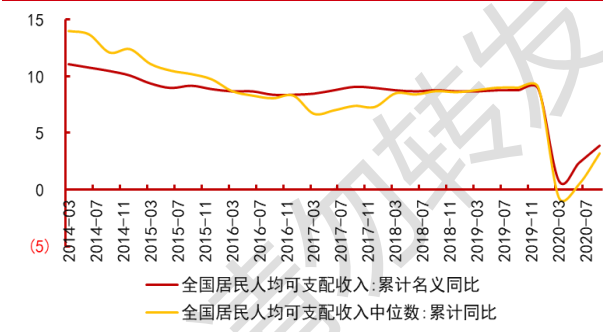
我们观察疫后居民可支配收入不同分项的同比增速走势，可以发现财产/经营净收入的修复速率快于工资/转移净收入。同时，居民可支配收入中位数同比增速落后于名义同比增速，可以判断工薪阶层及以经营收入为主要收入来源的群体，在疫情后收入恢复的速度慢于高收入群体。而工资性收入与全国居民人均可支配收入增速拟合最优，说明工薪阶层收入修复情况是我国居民收入修复水平的实际指引。可见，疫情发生后居民收入差距存在扩大趋势。

图 11：2020 年我国居民可支配收入仍未恢复原有增速



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12：居民可支配收入中位数增速低于名义增速

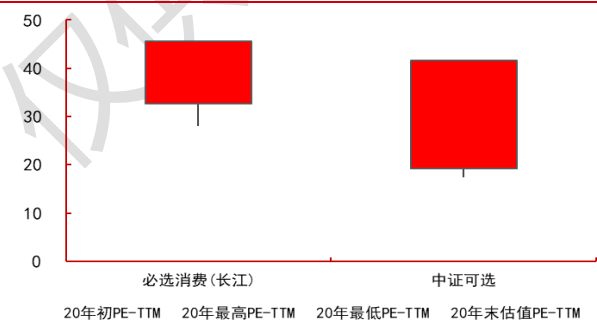


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

20Q3 期间，居民可支配收入中位数与名义同比增速差距开始缩窄，判断伴随宏观经济恢复、居民经营收入修复及转移支付制度持续完善，我国居民收入差距或在 21 年有所缩窄。

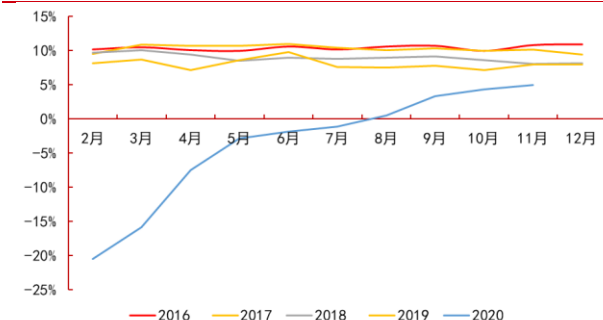
21 年消费板块盈利增速大概率逐季回落，市场表现更多由业绩增长驱动。当下市场对 2021 年消费板块的主要共识包括：1) 20Q4-21H1 经济仍将向上修复，受益于 20 年低基数效应与春节消费旺季，预计 21Q1 业绩弹性较高；2) 疫情后流动性宽松的市场环境以及市场对消费板块业绩韧性的偏好，驱动消费板块估值显著提升，市场表现多由估值带动，当下包含食品饮料、家用电器、轻工、汽车等行业估值分位已处于近 10 年高位。预计 2021 年市场表现更多由业绩增长驱动；3) 2021 年伴随经济全面修复，货币政策和财政政策将稳中渐退、逐步回归正常，流动性大概率边际收紧；4) 2021 年经济增速预计将前高后低、逐季回落，但作为十四五规划开局年，当前政策调控空间仍足，经济增长将存在稳定中枢。

图 13：消费板块 2020 年估值（PE-TTM）涨幅表现



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 14：2016-2020 年社零消费同比增速走势

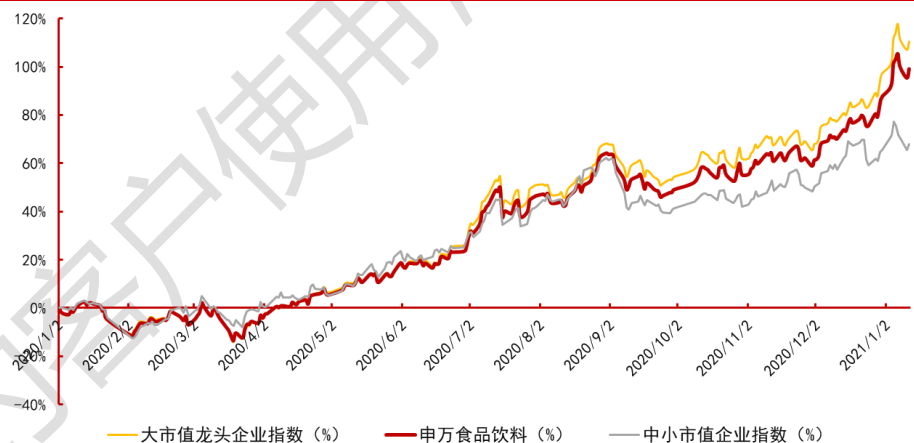


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

当前消费板块整体估值偏高，需关注龙头企业业绩是否能如期消化估值。我们认为，当下市场行情分化显著，应当对行业龙头的业绩稳定性与预期符合度给予更多关注，原因主要包括：1) 当前宏观经济处于向好回升阶段，消费景气回暖趋势将持续。消费行业优质龙头能维持较稳定的盈利增长，业绩确定性更强，市场给予较强的“稳定性溢价”；2) A 股市场龙头市值较高，其市场表现通常优于非龙头中小企业，且对行业整体市场表现影响力较强；3) 龙头企业通常市占率较高，本轮疫情后中小产能出清现象明显，市占率向龙头企业集中，因此龙头企业受益于行业景气回升的程度更深，反映行业景气边际变化的能力更强。

以食品饮料行业为例，我们选取申万食品饮料指数中所有成分股，并对 2021 年 1 月 11 日相应个股市值做出排序，选取排名前 17 的个股（即贵州茅台、五粮液、海天味业、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、伊利股份、双汇发展、青岛啤酒、古井贡酒、今世缘、酒鬼酒、重庆啤酒、百润股份、中炬高新、绝味食品、顺鑫农业）。以该日市值构造市值加权指数，同时对剩余成分股构造市值加权指数。观察 2020 年至今指数涨幅，可发现龙头企业市场表现优于食品饮料指数走势，且与申万食品饮料指数整体市场表现拟合度较高。

图 15：食品饮料行业龙头企业市场表现优于行业整体表现



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

因此，需关注龙头企业的业绩是否符合预期。如龙头企业业绩增速能够符合市场预期，结合龙头企业的估值溢价优势，则预计消费行业个股市场表现分化的现象将在 21 年内有所持续，盈利能力与市场预期基本吻合的消费龙头企业，将继续享受一定程度的估值溢价。

1.3 2021 年消费板块驱动因素分析

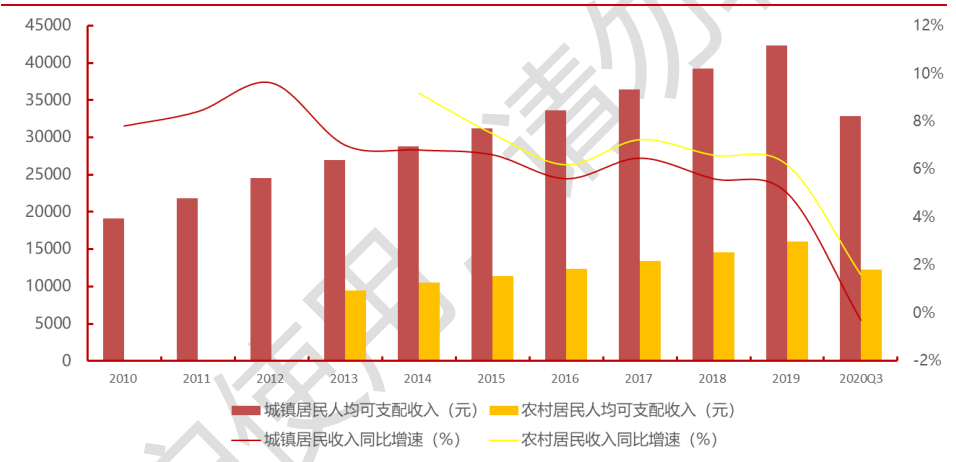
1.3.1 长期驱动因素之一：消费升级的需求

伴随我国居民收入的持续提升，居民会自发性希望追求更好的生活品质以及消费体验，形成消费升级的心理需求。具体表现是，当下消费者更注重消费品的时尚度与品质，也有更高意愿为商品的设计、外表、品牌价值支付溢价。

从需求端看，消费者满足自身消费升级需求，需同时具备消费意愿与消费能力，而我国居民消费意愿与消费能力正处于稳步提升的趋势中：

- 消费意愿：主要与消费观念和社会保障制度有关。消费观念上，我国主流观念提倡节俭和储蓄，但新一代消费者已逐步接受更激进的消费方式，比如贷款、白条消费等。另外我国社会保障制度的逐步完善，也将提升边际消费倾向。
- 消费能力：消费能力与我国的居民实际的人均可支配收入增长直接关联。十四五规划目标为 2020-2035 年我国居民可支配收入年均复合增速达到 4.7% 左右，未来我国居民消费能力将稳步提升，收入步入中产阶级水平的居民占比也将持续扩容。

图 16：我国居民可支配收入水平持续提升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从供给端看，向消费者提供商品的质量、品种，以及对消费体验的提升能力将持续加强，保证消费升级需求不断被满足。具体而言，生产技术的提升促进产品不断升级，未来向消费者所提供的产品附加值将持续提升，主要体现在产品的消费体验、氛围、品牌价值、便利程度等方面；另外，产品结构也将持续完善，新产品、新行业、新业务模式与消费场景不断涌现，满足个性化需求的产品也将持续增加。另外，我国基础设施的演进，如 5G、充电桩、数字化运营等设施的建设与完善，也将成为满足消费升级需求的重要助力。

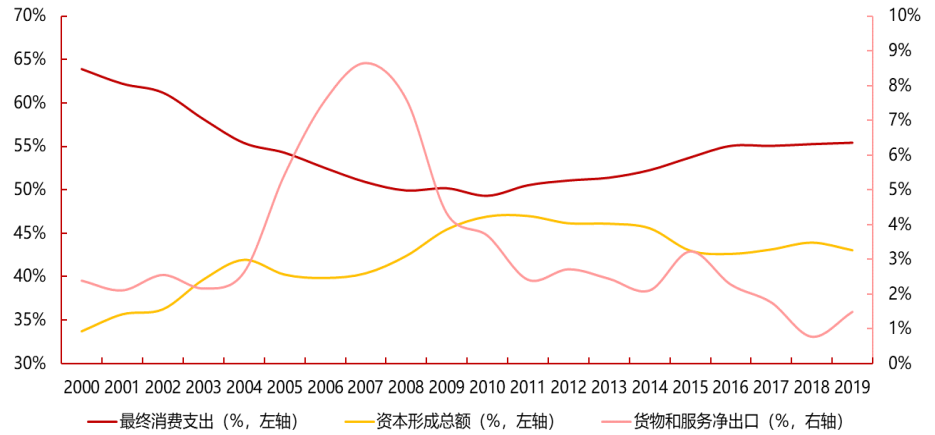
1.3.2 长期驱动因素之二：我国经济增长引擎由投资向消费转变

我国过往经济驱动模式，可概括为高储蓄率、高投资率和低消费率带动的投资驱动型经济，但投资驱动型增长模式不可长期持续：1) 可能造成自然资源过度消耗、环境严重破坏等后果；2) 由于工业、制造业等领域的投资增长过快，可能导致产能严重过剩。

而由消费驱动的经济增长波动则相对平稳。另外，我国居民收入水平的持续提升，也赋予内需消费更大增长潜力。可以认为，我国已经步入经济“降速换挡”阶段，核心变化之一即为由过去投资驱动向消费驱动转变，该过程中消费对我国经济的拉动效应将逐渐增强。国家统计局数据显示，自 2010 年以来

我国产业结构不断升级，第三产业占 GDP 比重从 2010 年的 39.8% 升至 2019 年的 53.9%，消费占 GDP 比重从 48.5% 升至 55.4%，远高于投资和出口。

图 17：消费对我国经济的拉动效应持续增强



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.3.3 长期驱动因素之三：国内大循环为主的双循环发展格局

内循环即国内供给和需求所形成的经济循环。与此相对应的外循环，即为参与国际产业链供给和需求所形成的经济循环。我国自 2001 年底加入 WTO 之后外循环实现腾飞，逐步向高端制造等技术密集型产业发展。但在全球经济增长放缓、逆全球化兴起、中美摩擦升级的局势下，我国外循环面临一定不确定性。

在全球经济增长放缓、中美摩擦升级的局势下，旺盛的内需市场将成为经济增长的稳定器，也是经济的压舱石。20 年 7 月，我国政治局会议正式定调“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。扩大内需作为未来我国的长期战略基点与主要战略方向，已正式得到确立，可以预见未来中央政策层面，将长期向消费尤其是可选消费倾斜。

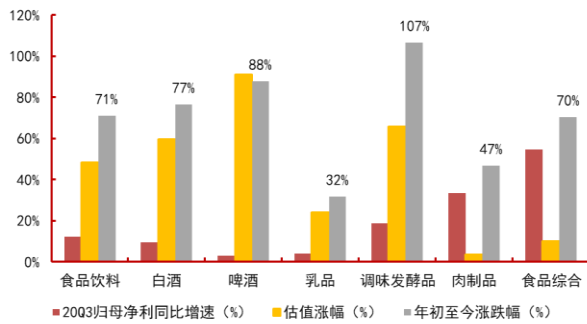
总结：消费板块的长期驱动因素是决定板块业绩中枢的关键基石，亦将成为 2021 年乃至长期消费板块市场表现的核心逻辑之一。

1.4 食品饮料行业 2020 年表现复盘

2020 年食品饮料行业在申万一级行业中涨幅排名第二，上涨主要由估值驱动。流动性宽松与业绩韧性所带来的市场偏好对估值的显著抬升是今年食品饮料行情主要驱动因素。其中，白酒、啤酒、乳品、调味发酵品的上涨均由估值提升主导，目前估值分位均处于近五年较高水平，机构对白酒等优质资产的抱团效应导致白酒估值持续创出新高；肉制品高盈利主要受益猪肉价格调整滞后于生猪价格所带来的价差盈利；食品综合则主要受益于疫情期间速冻食品、休闲食品等产品需求的提升。

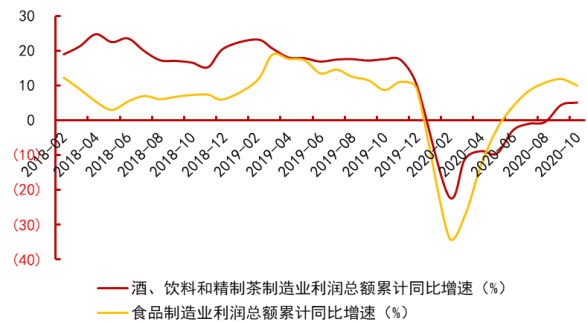
图 18：当前食品饮料板块与各细分行业涨幅分解

图 19：食品饮料与子行业 2020 年估值 (PE-TTM) 涨幅表现

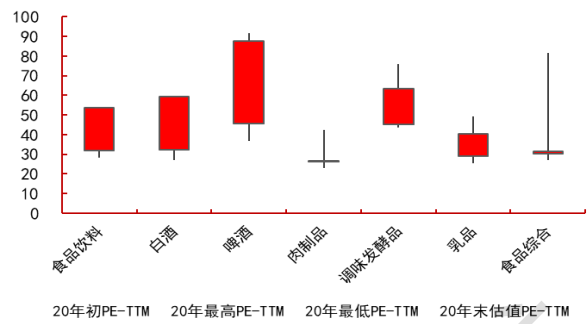


数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 20: 我国食品制造与酒饮料制造利润总额同比增速

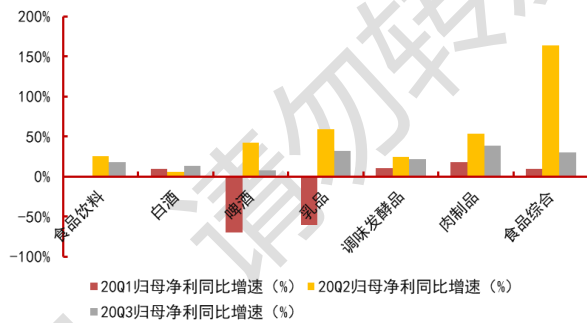


数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 21: 食品饮料与各子行业 20Q1-Q3 季报归母净利润增速



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

从各个子行业利润同比增速的走势来看,食品制造行业利润增速的边际修复速度自6月起逐步回落,而酒、饮料与精制茶制造业增速则自疫情导致触底后,呈现递进式回升。对应至申万食品饮料行业名下的三级子行业中,则是白酒板块的盈利呈现出显著的逐季回升现象,而啤酒则因二季度业绩透支较多,3季度盈利增速快速下滑。其余乳制品、调味发酵品、肉制品、食品综合等子行业,均在3季度呈现显著的业绩增速回落现象。

行业中各子板块受益于经济缓慢复苏+消费氛围恢复,基本面基本处在恢复周期,但恢复速度将出现分化:1)当前我国生鲜乳、大豆/黄豆等食品与饮料制造原材料仍处在上涨通道,判断20Q4我国食品制造业利润增速仍将处在相对偏低水平,持平或略低于Q3;2)而酒与饮料制造业则受益于需求回暖与提价逻辑,处在盈利能力上升通道,Q4盈利增速环比回升概率较强。

展望21年,低基数效应下Q1业绩弹性应为全年最高;Q2期间,如疫情未反复,则疫情对消费量的影响将进一步淡化。由于20Q2期间啤酒、乳制品、调味品、肉制品、食品综合等子板块均于发生部分回补性消费,以及部分Q1收入确认延迟至Q2,预计21Q2业绩增速将大幅回落;进入Q3后,本轮因疫情而强化的经济触底复苏已进入中后期,预计经济修复趋势将趋弱,企业盈利增速将回到疫情前轨道。

总结:2020年新冠疫情导致全球经济出现一轮被显著强化的“经济下行—政策刺激—经济回暖—政策退出”式周期。当前疫情对市场情绪的影响已逐步趋弱,国内经济修复运行至中后期。

疫情发生后，充裕流动性与市场对确定性的追逐大幅推高消费板块估值。20Q1/Q2 期间防御性偏强的必选消费品率先表现，可选消费需求恢复与市场表现节奏均慢于必选消费。进入 2021 年，经济复苏进入下半场，高估值、流动性收紧预期以及低基数效应下，消费板块财报端盈利增速大概率逐季回落，市场表现更多由流动性收紧落地时点与业绩实际增长表现驱动。而消费升级、经济增长引擎转变以及内需消费导向等长逻辑，仍将是决定消费板块投资价值的坚固基石。

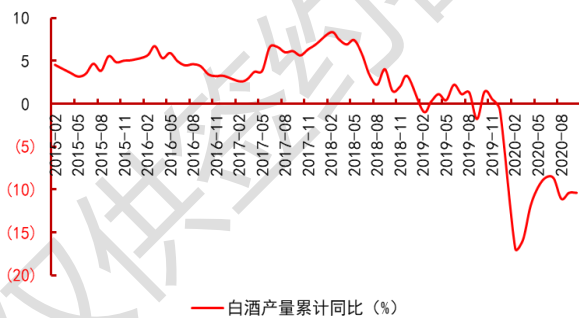
2. 白酒：高估值或成为常态，高端化趋势加快

本轮白酒景气周期的显著特征之一在于白酒消费结构的调整以及白酒市场的分化，2002-2012“黄金十年”中白酒增长体现为名酒与民酒同享景气红利，而 2016 年至今这一轮景气周期则体现出明显的存量增长特征，白酒产品提价升级动作成为驱动白酒行业扩容的主要动力。另外，消费升级的心理需求下，消费者愿意为白酒的品牌、品质支付更高溢价，导致白酒行业分化加剧，高端/次高端价格带增速明显快于中低端价格带。

2.1 疫情加剧白酒行业原有发展趋势

2020 年疫情对白酒行业的影响在于强化了行业原有挤压式增长、产品结构高端化、市场份额与行业利润向高端/次高端企业集中的趋势。疫情发生后，白酒需求端承压，消费者更倾向于选择品牌力、产品质量或渠道力更强的产品，而中低端白酒成为受冲击最大的品类，部分中小酒企退出市场，产量出现负增长。同时，白酒整体需求结构向中高端上移，名酒企业依靠自身品牌力、充足的现金流、较高的毛利率等优势，进一步加速企业营业收入在行业中占比份额的提升。

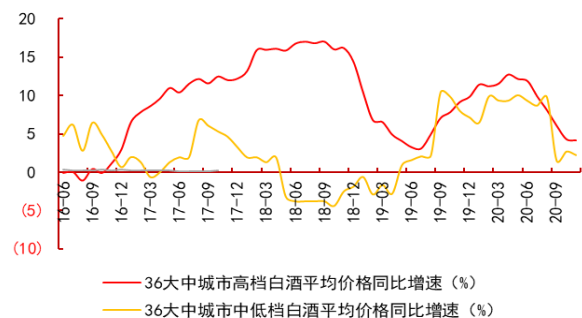
图 22：白酒进入存量增长长期，本次疫情后出现负增长



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

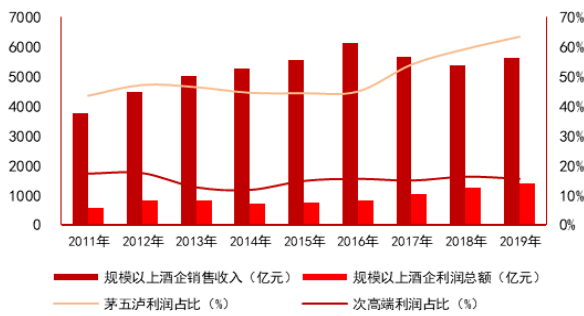
图 24：白酒行业整体利润向高端/次高端产品持续集中

图 23：本轮白酒景气周期，高端品提价能力远高于中低端

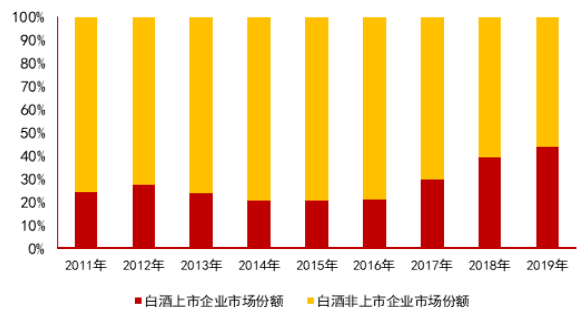


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 25：18 家上市酒企营收在行业中的市场份额持续提升



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

2.2 白酒需求基本恢复，短长投资逻辑兼备

从季度表现来看，疫情显著削弱了白酒消费量，直接影响 2020 年春节旺季白酒业务循环，导致白酒库存积压。在价格彰显品牌力的认识下，保价成为酒企疫后工作的核心，酒企在 Q1/Q2 基本选择放缓发货节奏，充分去化库存，确保疫情过后白酒价格体系尽快恢复正常运转。

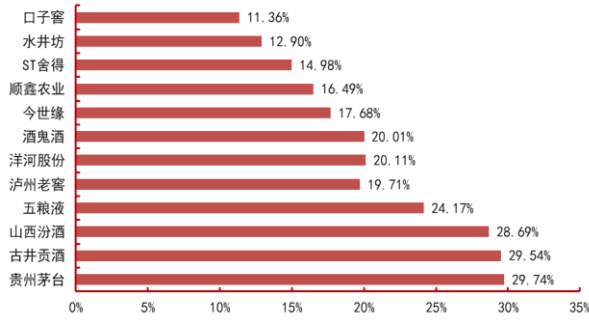
名酒渠道库存进入 5 月后基本恢复健康，但疫情影响仍未完全消退，餐饮恢复程度仍较低，对白酒消费形成一定压制，导致端午白酒消费氛围恢复不及预期。而 6-8 月为白酒销售淡季，餐饮消费仅恢复至 8 成左右，在量增受限前提下，酒企为保证业绩增长，精力更多转向对自身产品品牌力的维持与提升，通过直接提价、产品结构升级、加大直营占比、减少渠道配额、发布新品和营销推广，达到销售吨价上提的目的。

9 月起白酒进入中秋国庆双节备货旺季，餐饮基本恢复完全，被疫情压制的宴席、聚饮、赠礼等需求出现明显回暖。10 月黄金周期间，全国零售与餐饮企业销售额同比增速回正，验证国内消费氛围基本恢复，且国庆出游受限促进了白酒在探亲、宴席、赠礼等消费场景中出现具备补偿性质的爆发式增长，助推白酒销量回升。10、11 月的社零消费增速逐步向疫前修复，亦佐证白酒终端消费基本摆脱疫情影响，为 20Q4 业绩提供坚实支撑。

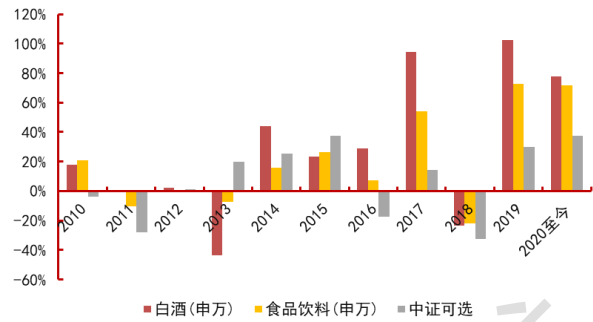
得益于赛道优势，白酒指数自 2010 年以来，持续跑赢中证可选消费以及食品饮料指数，长期超额收益明显。少数跑输年份为 13、15 年，主要因三公政策限制，导致白酒政务消费快速下行，行业由过热转入低谷。大部分白酒上市公司在 2010 年起的年均复合涨幅均在 10% 左右，其中贵州茅台、古井贡酒、山西汾酒为近 10 年长跑冠军。考虑到白酒公司的上市时间均在二十年左右，10% 以上的股价年均复合增幅，长周期投资回报较优异。

图 26: 白酒代表性标的的股价年均复合增速

图 27: 白酒板块与食品饮料与中证可选年度收益对比



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部



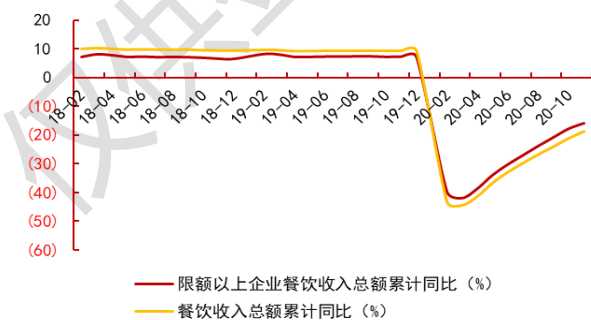
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

展望 21 年, 居民基本适应疫情存在, 防控常态化将有效促进终端消费正常化。2020 年疫情对春节聚饮、婚喜宴消费需求的一致预计在 21 年春节仍有一定回补空间, 叠加 20Q1、Q2 的业绩低基数效应, 可期待白酒板块 21H1 业绩弹性, 并适度提升估值容忍度。另十四五开局年, 对酒企业绩实现目标有一定提振。进入下半年后, 疫情对季度业绩波动的扰动基本结束, 白酒消费量将回归“消费升级需求——提价助推行业扩容”的行业增长逻辑。行业仍将体现出量增乏力、挤压式增长的特征, 利润端马太效应将持续, 全行业利润向高端、次高端集聚, 中低端小厂产能有序出清。高端品收割行业利润份额显著, 次高端次之。

2.3 2021 年高端/次高端/中低端白酒发展前景预测

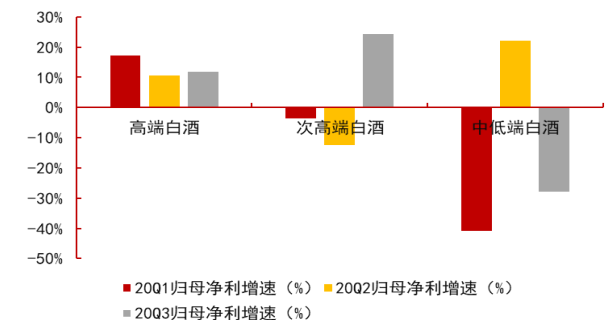
高端、次高端与中低端白酒在本次疫情中, 需求恢复节奏存在显著分化。疫情初期终端消费场景极度萎缩, 高端白酒作为白酒产品中品牌力最强的硬通货, 消费量受疫情影响程度最低, 部分次高端白酒消费量出现一定调整, 而与餐饮消费关联较强的中低端则陷入深度调整。在财报口径的体现, 则是高端白酒的业绩季度增速波动最小; 次高端白酒则因宴席等消费场景在国庆期间有显著恢复, 业绩增速在 Q3 出现环比大幅回升; 另外, 白酒行业存量增长的特征在中低端白酒整体收入增速中则有直观的体现, 目前上市中低端酒企的整体营收增速呈现下降势头, 不同酒企业绩走势则存在显著分化。

图 28: 限额以上餐饮收入恢复速度优于行业



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 29: 高端/次高端/中低端上市酒企归母净利增速走势



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

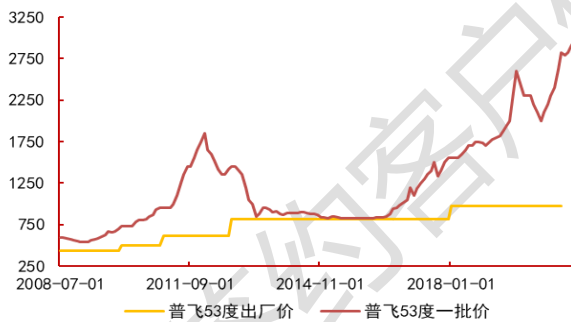
不同白酒品类盈利能力高度分化, 既取决于白酒的产品属性与商业模式, 也与我国消费者心理需求直接相关。作为社交消费品, 白酒在我国文化、消费

习惯、传统等因素影响下，属于商务宴请、赠礼、聚饮等特定消费场景中的刚需品，体现消费者对特定对象的尊重程度，因此消费者愿为品牌附加值支付高额溢价。而名酒品牌基因由历史文化底蕴决定，品牌壁垒持续加固，无法依靠短期广告投放逆袭。因此，白酒品牌分层清晰。

高端白酒：高端白酒属于高净值人群社交高频选择，品牌护城河由时间+历史底蕴+产区区位所构建，品牌壁垒难以逾越。本次疫情期间高净值人群受益于大类资产价格的上移，财富损失相对较少，对高端白酒的消费需求依然强劲。2002-2019 年高端酒销量 CAGR 约 11.0%。在我国中产阶级崛起，高净值人群持续增长的背景下，预计未来高端白酒需求增长仍有较高确定性，未来 5 年内消费量 CAGR 在 6.5%-8.5% 之间。提价方面高端白酒提价增速长期基本锚定我国城镇居民可支配收入增速，判断 2020-2024 年高端白酒同期复合增速也在 5%-6% 左右。结合上述判断，预计 2020-2024 年高端白酒市场规模年均复合增速在 12%-15% 左右。

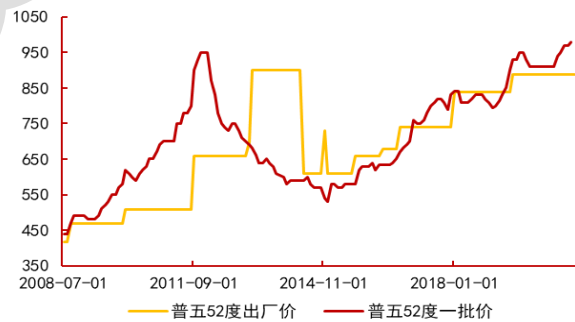
从批价走势看，高端酒批价在 2020 年春节后受疫情影响整体处于低点，普飞/普五/国窖 1573 批价一度跌至 1950/910/810 元左右，二季度起高端酒通过控量挺价实施渠道去库，带动批价单边上行，中秋国庆消费正常化叠加餐饮消费恢复，普飞/普五/国窖 1573 批价上升至 2830/960/860 元左右，显著提升渠道和终端盈利能力。判断在消费正常化之后，2021 年高端白酒批价将趋于平稳缓增。

图 30：飞天茅台 53 度出厂价与一批价走势



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 31：普五 52 度出厂价与一批价走势



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

次高端白酒：相对高端市场，次高端市场具备高弹性、高波动性、竞争激烈的特征，目前尚未出现全国化的龙头企业，区域性较强，行业集中度较低，行业洗牌仍在持续，主要品牌收入差距不大。预计未来国内次高端白酒将会形成“全国化品牌+区域强势品牌并存”的竞争格局，龙头市占率将呈现逐渐提升态势。

进入 21 年后，次高端白酒整体下游消费场景如宴请、礼赠等已基本恢复。高端白酒供求格局偏紧，批价稳步上升，但尚未出现大量缺货现象，判断次高端白酒承接高端白酒需求溢出的可能性偏低。中期看，中产阶级及高收入人群增长推动高端商务宴请、婚喜宴场合消费频次增加，支撑次高端产品需求增长，预计 20-24 年次高端消费量复合年度增速在 5% 左右。价升方面，判断 21 年起居民可支配收入 CAGR 增速将回到 7%-8% 区间，带动次高端品类消费量实现 5%-

8%左右的增速，提价能力将低于高端。处于主产品提价周期与全国化战略销售区域扩容向上周期的酒企，业绩弹性更足，如山西汾酒、酒鬼酒、今世缘等。

中低端白酒：作为偏快消品性质的酒类，中低端市场是白酒行业中受量增下降影响最大的品类。在白酒消费品牌化趋势下，中低端白酒提价能力显著弱于高端/次高端，酒企更倾向于通过费投、提价与形象单品的推出维护品牌形象，追求中低端白酒向中高端的跃迁。这一趋势下，中低端白酒整体市场或将持续整合，竞争力弱的中小品牌将有序出清，头部品牌市场份额持续扩容。预计 21 年全年恢复正常的餐饮消费将成为支撑中低端、尤其是光瓶酒白酒消费恢复的中枢，头部酒企顺鑫农业等将维持稳健增长。

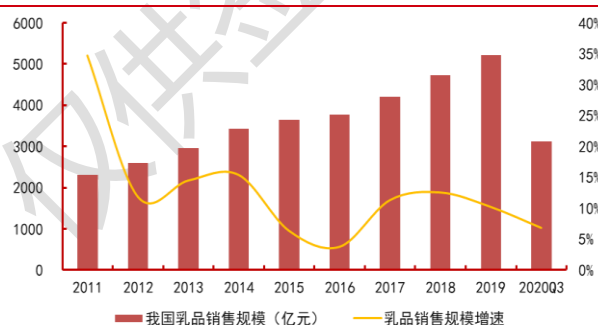
总结：2020 年白酒行情贯穿全年，在消费需求逐季复苏的基本面支撑下，高端酒、次高端、小酒轮番表现。前期白酒板块上涨逻辑主要因高端酒赛道优势与茅五泸业绩高度确定性，吸引避险资金入场；中期市场表现更多因金徽酒等行业并购事件驱动；后期小酒行情则主要受短期资金驱动。进入年底后，春节旺季强劲需求预期将白酒板块整体估值推向高潮。

我们认为，在我国中产阶级崛起，高净值人群持续增长背景下，白酒高端/次高端品类需求将持续上行，提价仍将是酒企业绩核心驱动力。白酒赛道优势不改，板块仍具备一定配置价值，但前期涨幅已较可观，21Q1 或是白酒板块全年情绪高点。其中，高端白酒受益于自身品牌壁垒，将享受稳定增长，推荐关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖；另外可关注处于主产品提价与销售区域扩容的酒企，如山西汾酒、酒鬼酒、今世缘等。

3. 乳制品：竞争格局优化，龙头盈利诉求加强

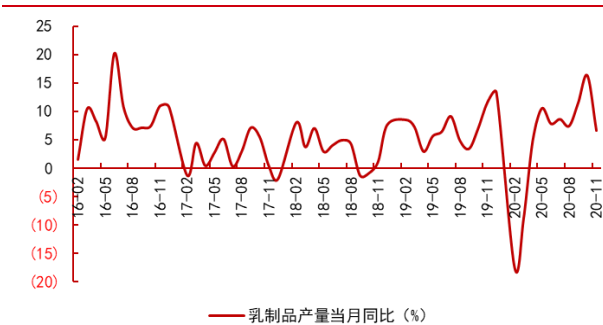
我国的乳制品行业自 2005 起迅速扩容，其后十年间均处于高速发展期。2014 年之后，作为必选属性较强的品类，乳制品渗透率水平已处于高位，人均消费增量有限，导致总销量增长趋缓，行业转向低个位数增长。20Q1-Q3 规模以上乳企营收规模为 3120 亿元，同比增速为 6.8%。我们认为未来消费者健康理念将持续加强，我国乳品景气向上趋势明确，乳品消费量将稳健扩容。

图 32：我国乳制品扩容增速整体已步入低水平



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 33：我国乳制品产量同比增速疫情后快速恢复

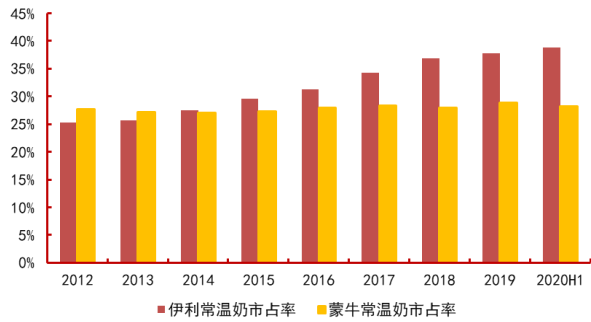


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

市场份额看，不同品类竞争格局存在差异：1) 常温白奶/常温酸奶：伊利、蒙牛 CR2 市场份额在 50%+，集中度仍在持续提升；2) 低温白奶：受制于短保质期与冷链建设进度，仍处于区域乳企割据阶段，且伊利蒙牛两强暂无大幅发

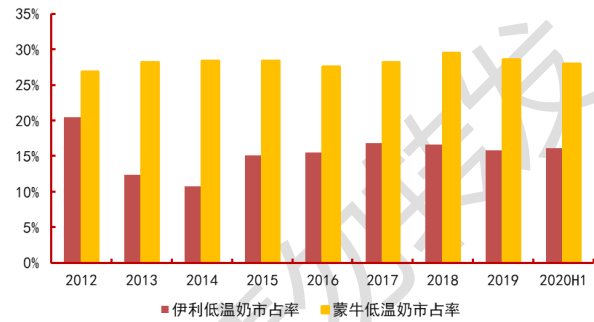
力巴氏奶的市场动作；3) 奶粉：进口品牌与国产品牌均有一定市场地位，进口品牌价格偏高、品牌力较强，但低线城市渠道推力逊于国产品牌。近年国产品牌逐步摆脱食品安全事件影响，重获消费者认可；4) 奶酪：在我国乳制品消费中仍处于导入期，目前以海外品牌百吉福等为主导，国产品牌份额分散，仅妙可蓝多排名位列前五。

图 34：伊利常温奶市占率持续扩容，表现优于蒙牛



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 35：蒙牛低温奶表现优于伊利



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3.1 疫情加强消费者健康诉求，乳制品需求韧性增强

疫情发生后，受终端关停、礼品消费受阻、供给端/物流端受限等因素影响，一季度各大乳企销量均出现明显下滑，乳企业绩大幅下降。同时，密集抗疫宣传期间，乳制品“增强免疫力”的产品属性也得到反复强调：20年2月疫情最严重时期，我国卫健委发布的《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》中明确建议每人每天饮用300g牛奶或摄入奶制品；钟南山、张文宏等抗疫权威医学专家也数次在防疫讲座中提到为了增强免疫力应当“多喝牛奶”。消费者健康理念在乳制品提高免疫力的功能属性在宣传下得到强化，乳品消费短暂下降后快速恢复。

二季度乳企加大促销力度完成减库动作，叠加消费者提升身体素质诉求加强，白奶出现报复性消费，拉动乳企业绩增速快速反弹，而常温酸等品类仍未恢复；三季度头部乳企减弱营销力度，叠加二季度阶段性透支效应，销售增速出现一定回落。进入四季度后，疫情冲击大幅减弱，中秋国庆乳品销售与渠道订单表现，均反映白奶需求持续旺盛。据此判断，白奶类产品是消费者健康意识提升后受益效果最显著的品种，21年春节白奶产品旺销概率较高。其他品类，如常温/低温酸奶品类也逐步走出下滑通道，春节需求仍有向上修复空间，礼赠类高端常温酸需求有望迎来回补性消费。

我们认为，乳制品增强免疫力、改善身体素质的产品属性在本次疫情中得到进一步凸显，居民对乳品的消费习惯得到增强，21年全年以白奶为代表的乳品品类将维持较强消费韧性。

3.2 2021年乳制品行业发展趋势预判

展望2021年，我们认为乳制品行业将有以下发展趋势：

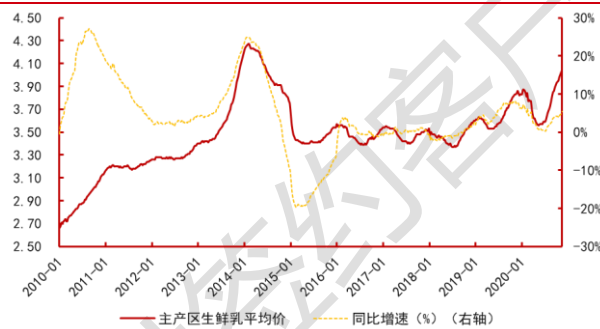
预计 2021 年原奶价格将维持温和上涨，白奶提价已落地。原奶产能扩充周期偏长，乳牛自出生到泌乳的周期长达 2 年左右，导致供给变化往往滞后于需求，我国原奶价格呈现周期性波动。我国本轮原奶上涨周期始于 2018 年，因环保标准提升推高原奶生产成本，自 2015 年起部分收入无法覆盖乳牛养殖成本的中小养殖户相继退出，原奶供应量由过剩转入紧缺，我国原奶价格步入温和和上涨通道。展望 2021 年，我国乳牛存栏量短期难以大幅扩容，预计原奶价格仍将保持温和上涨趋势。

原奶价格上行导致乳企盈利能力承压，近期伊利、蒙牛均对自身主力白奶产品实施提价，即为乳业通过提价转嫁成本压力的动作。但我们认为，当下消费者对白奶的需求刚性强于其他产品，后续乳企对常温酸奶等主力产品大幅提价可能性不大。

成本上行叠加市场集中度提升，伊利蒙牛盈利诉求有望强化。我国乳品行业发展较为成熟，两大巨头伊利、蒙牛持续收割中小乳企市场份额。同时，伊利、蒙牛两强的主力单品安慕希/纯甄规模基数已明显抬升，后续扩容速度大概率下滑，而新爆品仍在孵化中，盈利成长面临压力。对此，疫情期间伊利、蒙牛两强通过主动控制费投平抑需求波动。疫情影响趋弱后，原奶价格上涨对两强盈利能力再次构成挑战。

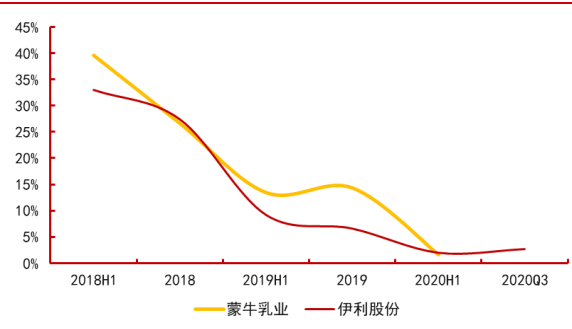
在乳业双雄地位稳固、行业竞争格局优化、原奶成本压力增强的前提下，预计乳品双强伊利、蒙牛未来将更多依赖控费增利手段，减缓买赠促销与营销投放力度，通过提升企业净利率保持盈利能力稳步抬升。

图 36：目前我国原奶价格处于温和上升通道



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

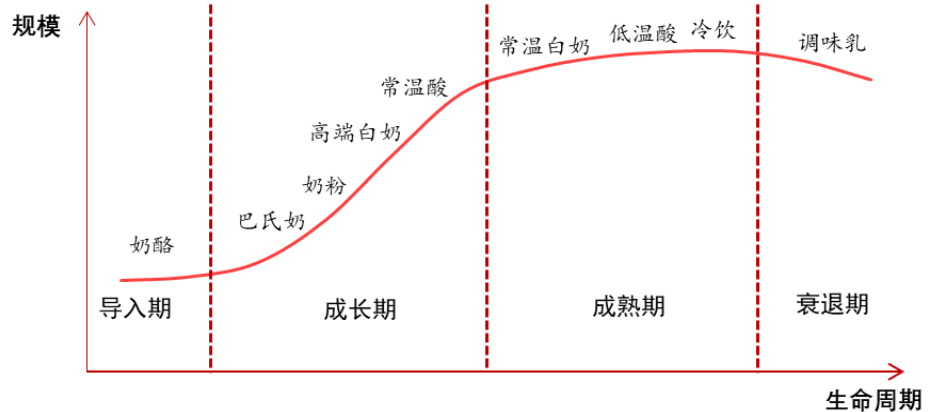
图 37：伊利蒙牛两强销售费用增速显著放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

奶源争夺将持续，关注奶酪、巴氏奶等高成长品类。伊利、蒙牛、飞鹤、新乳业均加大上游奶源抢占力度，预计未来争夺仍然激烈。我国乳制品行业各细分赛道中，奶酪处在导入期，巴氏奶、高端奶处于成长期。液态奶是我国主流消费乳制品。各子行业中：市场体量较大的常温白奶、低温酸奶已步入成熟期；巴氏奶、奶粉、高端白奶、常温酸奶仍处于成长期。其中巴氏奶因健康属性与冷链配送建设空间，成长潜力较高；奶酪属高附加值固态乳制品，行业增长与整合想象空间较足。

图 38：乳制品各细分赛道生命曲线，奶酪处于导入期



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

总结：2020 年疫情爆发后，乳品需求仅短暂受制于供给/物流阻碍，隔离限制放宽后消费回补现象明显，下半年基础/高端白奶需求旺盛，饮品属性较强的常温酸奶则恢复偏慢。2021 年初原奶成本上行推动产品提价已落地，我们认为乳品增强体质、提升免疫力的产品属性与消费者日益提升的健康理念高度契合，行业景气上行趋势将贯穿全年。

建议关注产品、品牌和渠道竞争优势兼备，且可利用上游布局弱化成本波动，持续收割市场份额的龙头伊利股份；以及坐拥奶酪行业高成长、近期获蒙牛收购的国产奶酪第一股妙可蓝多。

4. 调味品：需求冲击基本消退，关注提价动作

从商品属性看，调味品属于生活必须的必选消费品，产品生命周期长、使用频率高，消费者对产品价格敏感度相对较低，使用粘性偏高，常与对应菜系搭配使用。从使用量看，餐饮端人均调味品摄入量 of 家庭端的 1.6 倍，因此餐饮/外卖近年迅速发展，对调味品使用量增长起到直接促进作用。

从产品结构看，目前我国调味品市场主销品类以酱油、食醋两大类传统调味品为主，其中酱油销售额占比在 60% 以上，是我国调味品销售第一大品类；从销售渠道看，可分为餐饮、零售与工业渠道，其中餐饮渠道主要销售对象为餐饮企业，餐饮端调味品销售额占比高达 45%，有“得餐饮者得天下”之说；零售渠道主要销售对象为家庭消费者，占比在 30%；工业渠道主要销售对象为食品制造企业，占比约 25%。

图 39：我国不同品类调味品市场销售占比结构

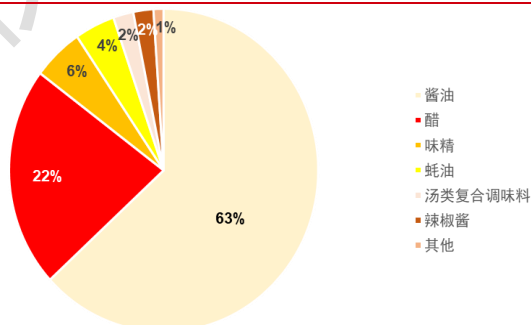
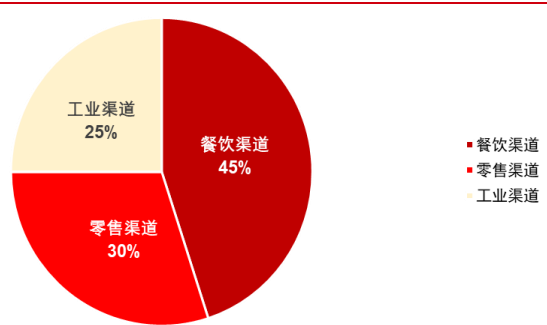


图 40：我国调味品消费渠道占比，餐饮、零售占比较高



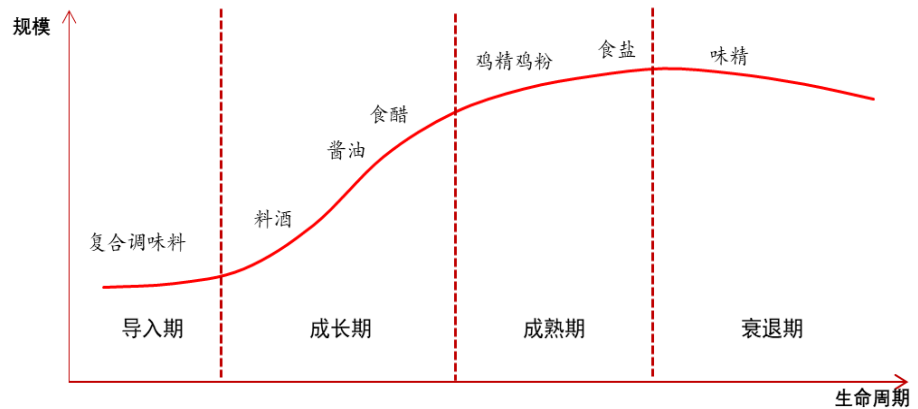
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

不同地域气候、生活习惯等差异的存在，导致对调味品的口味存在地域偏好，国内调味品市场竞争格局地域割据现象明显。其中，食醋是口味地域偏好决定销售半径的典型案列，不同地区对各自产地食醋的偏好导致食醋行业区域性明显，“四大名醋”山西老陈醋、江苏镇江香醋、福建永春老醋、四川保宁醋各具其优势销售区域，行业内难以出现全国性食醋龙头。

各细分赛道中复合调味品处于导入期，酱油、食醋处于成长期后半段：酱油、食醋规模最大，其中：1) 酱油必选属性最强，市场规模最大，细分品类最丰富，通过产品升级与裂变，市场规模维持稳定增长，海天稳居第一梯队；2) 食醋受制于地域口感偏好暂无全国品牌；3) 复合调味品细分品类较多，行业整方兴未艾，消费者心智未建设完全，处于导入期向成长期过渡阶段。

图 41：调味品各细分赛道生命曲线，复合调味品处于导入期



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

4.1 2020 年调味品行业市场表现复盘

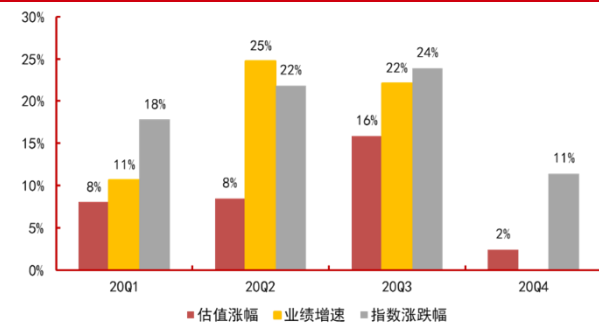
2020 年调味品行业整体需求的最大冲击来源于餐饮端。20 年 1 月疫情爆发后，餐饮营业门店数量及订单量较疫情爆发前降幅一度高达 90%。随着国内疫情稳定，餐饮消费稳步回暖，外卖需求大增也部分抵消了堂食餐饮消费下滑的影响。具体恢复进度上，4-5 月餐饮消费额恢复至疫情前 6 成左右，6-7 月恢复至 8 成左右，8 月恢复到近 9 成，10 月餐饮消费同比增速正式回正，但 11 月再度小幅转负。我们认为，当前餐饮消费整体景气程度基本恢复至疫情前水平，但国内疫情小范围零星爆发、疫苗推广进度较慢，预计将对 21 年餐饮消费构成一定抑制效应。

20Q1 疫情对餐饮消费的显著压制，对海天等行业龙头餐饮端需求构成直接影响，但居家消费场景增加促进商超、电商、社区等 C 端线下销售渠道以及线上销售量增，部分弥补餐饮端消费量下滑，同时龙头企业通过加大针对餐饮渠道折扣促销力度，推进渠道主动加库，对平滑业绩波动起到一定作用，同时推高餐饮渠道库存，去库成为影响业绩恢复主要因素之一。

二季度后，国内疫情稳定，餐饮消费需求逐月改善，餐饮端需求回升。供给端方面 6 月调味品企业为冲刺半年度任务，主动向渠道压库的动作较多，同时部分餐饮 5-6 月正常补库，均促进调味品上市企业整体业绩增速环比回升；三季度内，餐饮恢复程度进一步提升，但渠道压库较多，库存消化需求导致调味品企业营收增速有不同程度放缓。

估值方面，调味品板块受益于必需品刚需属性，业绩稳定性强于餐饮其余子行业，疫情期间防御属性优势凸显较强，持续享受估值溢价。另外疫情期间，海天等头部企业利用自身品牌实力，实施逆势布局，加速渠道下沉与品类开发，加速市场份额聚集，走出疫情恢复常态后，龙头将获得更高增长中枢与份额优势，进一步推高行业龙头估值溢价。

图 42：申万调味品行业 2020 年各季度估值与业绩涨幅



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 43：酱油原材料成本价格涨幅较为显著



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

20 年 5 月以来，大豆、黄豆等主要原材料成本进入上涨通道，目前大豆、黄豆指数等原材料涨幅在 25%+、50%+，瓦楞纸等包材亦有 10%左右涨幅。结合过往调味品行业提价市场背景来看，成本压力通常系推动提价的直接原因，由成本推动酱油龙头提价的条件已逐步走向成熟。

4.2 2021 年调味品行业投资机会

展望 2021 年：我国餐饮营收增速已实现转正，餐饮端需求迈入正常化，而 C 端与工业需求维持稳定，预计 21 年需求端将重回稳定增长轨道。目前市场对大豆、黄豆等原材料价格上涨对调味品企业的成本压力给予一定关注。

4.2.1 成本推动型提价仍可能在 21 年落地

海天、中炬等调味品龙头通常 4-5 年为一轮提价周期，上轮提价周期发生在 15-17 年期间，提价直接促进因素通常为原材料成本上涨，包含大豆、黄豆、包材等。从餐饮需求、原材料成本端以及过往提价周期看，调味品提价条件已基本满足，过往调味品直接提价动作均开启一轮企业盈利加速上行周期，叠加大豆价格近期显著上涨，市场对提价预期较强烈，带动申万调味品指数 12 月涨幅最高在 20%以上。但近期海天味业所发布的“2021 年产品无提价计划”声明，标志着调味品企业短期提价预期基本落空。

表 1：调味品企业过往数年提价动作

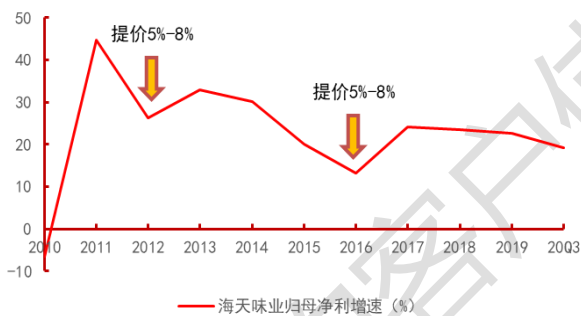
产品	2008	2010	2011	2012	2013	2014	2016	2017
海天味业	10%	10%		5%-10%		5%	5%-8%	
李锦记	6%-10%			5%-10%				
中炬(美味鲜)			5%-10%		5%	5%		5%-6%
千禾味业								5%-8%

数据来源：国融证券研究与战略发展部

我们认为，海天味业对提价的澄清，主要因为调味品作为大众必需品，消费群体涵盖以工资收入为主要来源的工薪阶层、以经营收入为主要来源的人群以及拥有更多资产的高收入群体。目前工资性收入与财产性收入恢复速度差距持续上升，居民收入差距扩大。基数庞大的工薪阶层消费能力未完全恢复，提价条件仍未成熟。

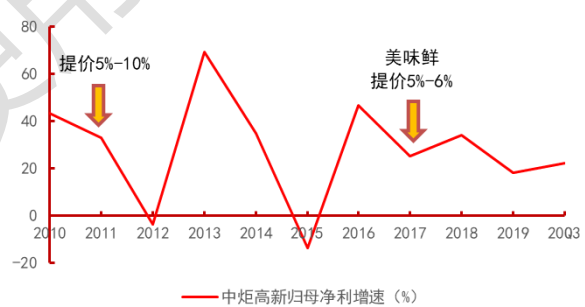
另外，从过往经验看，终端对调味品提价需 1-3 个季度消化，当下海天采取提价策略，竞争企业如不跟随则可确保自身产品价格优于海天，或导致海天短期内销量下降对业绩冲击大于提价增利效应。因此，海天短期声称不提价，既是自信可依赖自身品牌优势与控费能力覆盖成本上升的信心体现，也是目前时点下，大众品提价条件仍不完全成熟的反映。

图 44：海天味业提价动作与盈利能力对比



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 45：中炬高新提价动作与盈利能力对比



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从海天、中炬过往提价动作对公司业绩的影响来看：受制于成本压力上升与终端对提价的消化时滞，企业采取提价动作对盈利能力的积极影响通常不会在当年显现，而更多在提价第二年得以反映；如提价过快、提价幅度过大，导致下游无法消化提价，则将对销量构成较大冲击，对盈利能力的提升造成一定负面影响。

图 46：调味品提价对调味品板块的股价表现总结



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

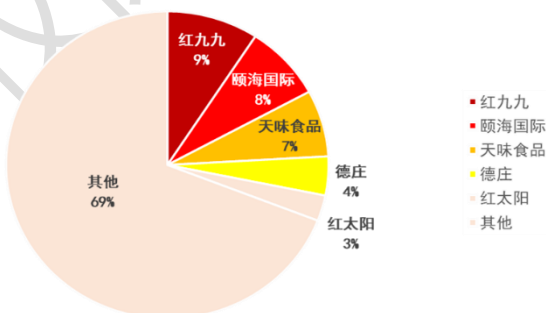
消费能力主要由居民可支配收入决定, 我们认为我国居民可支配收入同比增速修复至疫前正常增长轨道, 大概率将持续至 21H2, 彼时或许是调味料提价条件的实际成熟时点。同时需注意, 在原材料成本压力持续加码前提下, 提价动作仍有提前的可能。在提价条件逐步成熟, 提价预期靴子未落地前, 判断调味品板块大幅回调可能性偏低, 提价动作是否落地、何时落地将成为决定板块市场表现节点的关键因素。

4.2.2 复合调味品: 发展契机已至, 关注头部企业量增空间

我国主流调味品大致包括三类: 基础调味品、高浓度及高效调味品、复合调味品。复合调味品指将基础调味品按照一定比例调配制作成的调味品。在当前我国餐饮行业快速扩容、餐饮连锁化率提升与外卖、团餐消费高速发展趋势下, 对餐饮烹饪过程的“便捷”、“标准”、“口味稳定”要求逐步提升, 而复合调味品的预制过程起到了提高烹饪效率、节省烹饪时间的作用, 与当下餐饮发展趋势高度契合, 因而成为调味品未来增长潜力最大的子赛道之一。

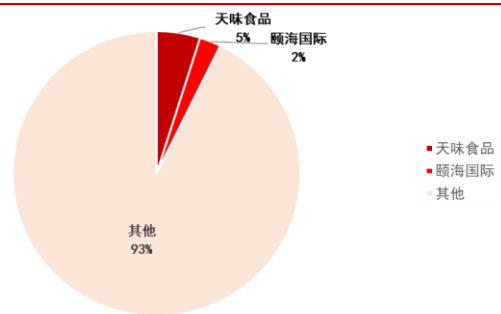
2019 年复合调味品市场规模约 850 亿左右, 15-19 年 CAGR 在 13%左右。从量增潜力看, 目前我国复合调味品市场渗透率仅在 20%-25%左右, 渗透率提升空间广阔。从市场集中度看, 复合调味品目前仍处于产品导入期, 行业格局未定, 整合潜力较强。从销售渠道看, 当前餐饮连锁化率稳步提升, 复合调味品可通过加码餐饮端定制餐调, 获取增量市场空间。

图 47: 火锅底料市场集中度较为分散



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 48: 中式调料市场集中度极度分散

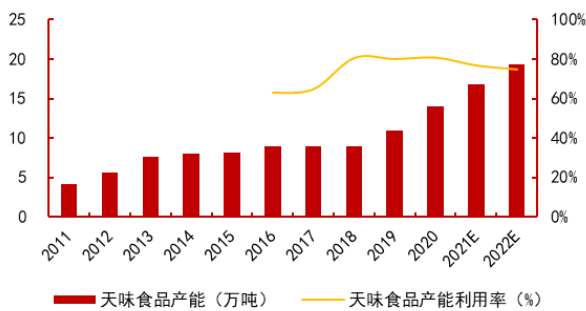


数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

我国火锅与川菜餐饮风靡，使火锅底料和中式调料需求快速扩容，成为复合调味品中潜力最大的品类，头部企业具备一定份额整合潜力，未来有望同时享受行业扩容与份额提升的量增红利。

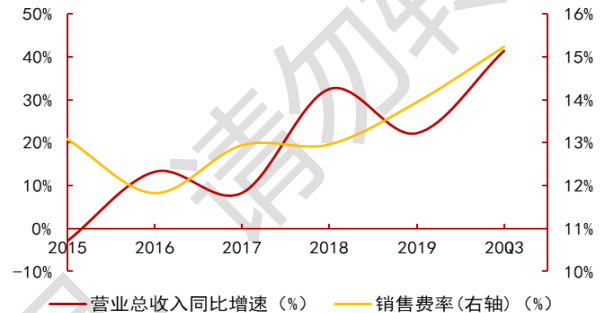
其中，天味食品在火锅料/川料均具一定市场影响力。公司以西南地区为基地市场，在华中、华东市场亦有布局，目前拥有“大红袍”火锅底料、“好人家”川菜调料等核心单品，主要消费场景为火锅调味与酸菜鱼调味。公司火锅底料与川味调料在 2019 年均出现产能吃紧现象，表明公司产品需求旺盛、未来业绩增长潜力充足。未来 3 年内，公司将通过有序投放新增产能解除产能瓶颈，并通过节目冠名、明星代言、广告投放等品宣动作，为公司品牌形象持续赋能。

图 49：天味食品产能稳定扩容，支撑未来业绩增长



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 50：天味食品加大品宣费投，赋能品牌形象



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

总结：2020 年疫情对调味品的冲击主要来自餐饮端，为完成业绩指标，海天等调味品龙头在上半年均对渠道有一定加库行为，导致后续去库进度成为决定业绩波动的主要因素。伴随餐饮消费逐月恢复，渠道库存压力有所减轻，展望 2021 年，我国餐饮营收增速已实现转正，餐饮端需求迈入正常化，而 C 端与工业需求维持稳定，预计 21 年需求端将重回稳定增长轨道。

我们认为，2021 年调味品的投资机会主要包括：1) 酱油、醋等传统品类成本推动型提价预期，关注行业龙头海天味业、中炬高新、恒顺醋业；2) 餐饮连锁化，外卖、团餐消费高速发展趋势下，复合调味品赛道获得高速成长机遇，可对龙头企业颐海国际、天味食品逢低布局。

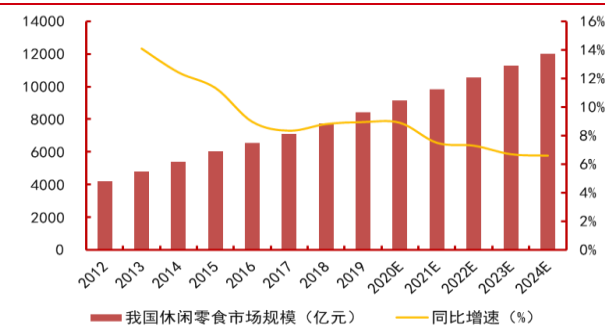
5. 休闲零食：万亿级市场，关注供应链模式演变

休闲零食可定义与“主食”相对应的食品集合，属于改善生活质量的非必需消费品。基于消费目标群体庞大且复购率偏高，我国休闲零食市场总规模在 8000 亿以上。

5.1 我国休闲零食产业的市场特征

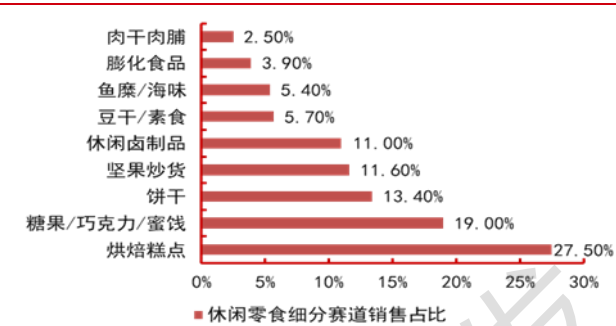
伴随我国居民生活水平的不断提高以及生活品质的提升，原先以满足温饱为主要诉求的食品消费，逐渐向风味型、营养型、享受型甚至功能型的消费理念升级，零食消费支出逐步增加，推动近年休闲零食市场规模与品类细分快速扩容，预计 2021-2025 年期间，休闲食品整体市场扩容年均复合增速或在 6%-9% 左右，市场总量稳步扩容。

图 51：我国休闲零食市场规模历年增速



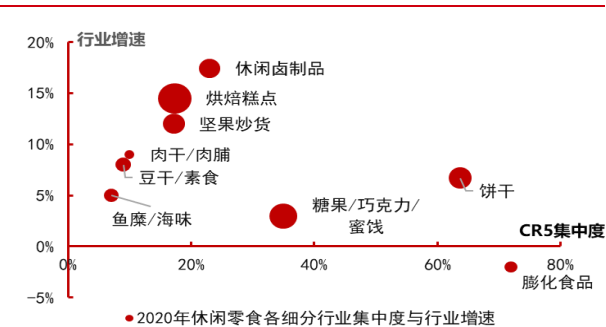
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 52：休闲零食细分赛道销售占比



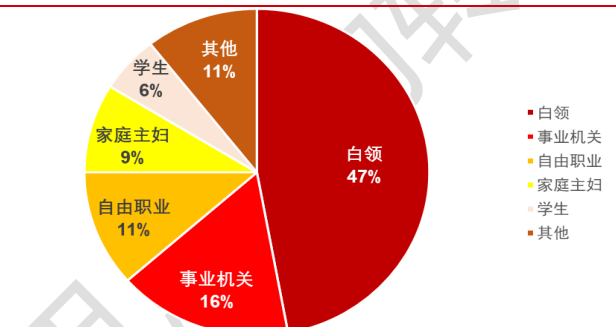
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 53：2020 年休闲零食各细分行业集中度与行业增速



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 54：休闲食品消费者职业分布



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

休闲零食的消费主力群体为 18-35 岁的年轻女性，其消费占比达到 60% 以上。从职业构成看，公司白领对休闲零食的消费占比达 40%-50%，其次为事业机关（16%+）、自由职业者（11%+）、家庭主妇及学生群体。纵观休闲零食消费主力军，以下特征较为明显：关注新鲜事物，注重改善生活品质，看重颜值、品质、产品服务与情感诉求，冲动消费频次偏高。可以认为，居民生活水平的提升、对生活品质的追求以及对新鲜感、个性化的追逐，是休闲零食产业不断扩容与品种裂变升级的核心驱动因素。

消费者对休闲零食的多样性需求，决定休闲零食的细分品类结构以及行业竞争格局：

- 细分品类：休闲零食代表性品类主要包含烘焙（面包、蛋糕）、坚果炒货、休闲卤制品、糖果巧克力、膨化食品，以及饼干、果干、咸味食品（素食、鱼糜），肉干肉脯等。若以行业扩容潜力与企业增长空间作为研究切入点，则烘焙类、休闲卤制品、坚果炒货等细分品类成长空间与规模兼具，受市场关注程度较高。

表 2：各类休闲食品的代表性品牌

品类	代表品牌
烘焙糕点	达利园、桃李面包、好丽友、盼盼
糖果巧克力蜜饯	费列罗、亿滋、Dove、Mars、Hershey
坚果炒货	三只松鼠、百草味、良品铺子、沃隆、来伊份、洽洽
休闲卤制品	绝味、周黑鸭、煌上煌

肉干肉脯	良品铺子、天喔、御食园、佳宝
膨化食品	乐事、上好佳、盼盼、旺旺
饼干	奥利奥、嘉士利、嘉顿、Danone
豆干/素食	祖名、金磨坊、功德林、井祥
鱼糜/海味	鱼大叔、水一方、赶海弟

数据来源：国融证券研究与战略发展部

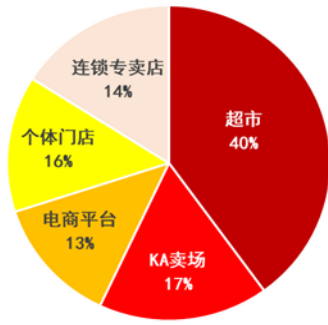
- 竞争格局：休闲零食作为改善型消费品的产品性质，决定其细分品类丰富的品类特征，继而导致其业务模式多样。另外，新一代消费者对便捷、健康的关注，导致休闲零食场景细分程度加深，生命周期缩短，另外，线上网红休闲零食如“王饱饱”、“自嗨锅”等兴起，对传统休闲零食企业构成一定冲击。目前国内尚未形成全品类、全国范围占据绝对优势的行业龙头，多为细分品类与区域市场领导品牌。

从销售渠道角度来看，目前超市/KA 卖场是休闲零食销售的主要渠道，销售占比高达 50%-60%。另外，我国电商平台的持续发展以及目前社交电商销售、流量去中心化的快速演进，均促进线上销售份额扩容与业务模式演进，预计未来休闲零食线上销售占比将持续扩容。但线下仍将是休闲零食主要销售渠道，主要因线下渠道的客户沟通与购物体验将持续占优，线上渠道缺乏体验性、可触性、可感性等劣势难以扭转。

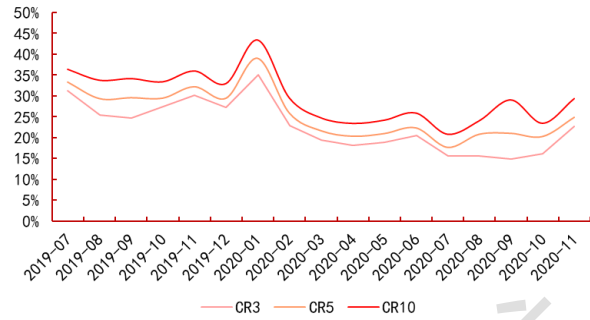
- **线上渠道：疫情促进市场份额向线上转移，网红品牌加速产品生命周期迭代。**从电商扩容速度看，天猫、京东等线上传统电商销售增速由 13 年 50%+ 降至 18 年 30%+，呈现降速势头。但 20 年疫情影响下，线上零售配送优势凸显，叠加线上零售业态逐步完善（社区生鲜团购等新业态出现，提升线上一站式购物便利程度），线下销售额加速向线上转移。另外，休闲食品总体线上销售份额提升，但在线上流量入口多元化、流量去中心化（抖音/指标带货分流），以及网红产品螺蛳粉等个性化定位冲击下，传统电商三巨头三只松鼠、良品铺子、百草味市场份额受到一定冲击，由 20 年初的 30%+ 下降至 10 月的 20% 上下。
- **线下渠道：**线下销售渠道主要包含超市/KA 卖场、个体门店、品牌连锁专卖店等。相对于线上销售渠道，线下零售渠道的扩容主要依赖销售网点数量的提升，扩容速度相对慢于线上企业。其中超市/KA 卖场的扩容重点在于网点维护与扩容，而品牌连锁的扩容则对成本控制提出更高要求。线下渠道网点的客流量通常低于线上，但客户销售转化率则优于线上渠道。同时，休闲零食线下/线上销售模式会给企业财务运转带来差异：通常线下销售毛利率通常高于线上渠道；另外，通过商超、线上平台销售的企业，因结算通常存在账期，应收账款周转速度相对较慢，而通过直营零售方式销售的企业，回款及时，应收账款周转速度相对较快。

图 55：休闲零食销售渠道占比

图 56：休闲零食线上三巨头市占率今年持续走低



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

从过往经验看,线上与线下渠道运营的业务模式差距较大,导致以线上销售起家、无线下运营经验的品牌,发展线下渠道通常需经历一定适应期。

表 3: 线上电商/线下渠道在客流量、转化率与客单价上的异同

渠道	流量	流量转化率	客单价
商超	中等	中等	中等
品牌连锁	小	高	高
线上电商	大	低	高

数据来源: 国融证券研究与战略发展部

5.2 休闲零食主要业务模式与代表企业梳理

休闲食品大市场、多品类、技术壁垒偏低的产业特征,导致其具备竞争企业众多,同时不同企业同品类产品高度相似、头部品牌效应微弱的行业竞争格局。竞争格局不明晰以及线上销售份额的提升,导致休闲食品行业长期处于低毛利水平,目前休闲食品企业的毛利率约为 30%-40%左右。

通过对休闲食品业务模式的梳理,我们对休闲零食的业务模式做出以下分类:

1) 以产品模式看,主要包括发力优势品类的单品聚焦模式以及多品类模式。其中,单品聚焦模式专注耕耘特定细分市场,业务聚焦核心主打品类。而多品类模式则覆盖多个细分市场,具备多个主打产品。举例而言,上市公司洽洽食品的产品销售结构中,葵瓜子占比在七成左右,属于典型的单品聚焦企业。而三只松鼠销售结构包含各类坚果,烘焙食品、肉制品、果干等,其中单一品类在对应细分市场中市占率不高,以不断扩充自身销售品类的丰富度实现企业规模的成长;

2) 以生产模式看,主要包括自主生产的制造型企业与 OEM 代工生产、线上销售为主的平台型企业。自主生产型制造企业的销售渠道以传统的线下直销+经销+品牌连锁为主,逐步开拓线上销售渠道。具体而言,即通过线下销售获得一定市场地位与品牌影响力后,通过打通传统电商、社交电商、自营线上 APP、终端门店在线配送的线上销售渠道,实现线上线下全渠道销售。代表性企业包括:洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、来伊份等;而 OEM 代工生产为主的平台型企业,多数从线上渠道起家,借助近年互联网电商快速发展的引流效应完成

线上销售快速扩容与品牌形象建立后，再向线下渠道转型。代表性企业包括：三只松鼠、良品铺子等。

目前 A 股市场休闲食品企业众多，不同企业的商业模式有所区别。我们在此针对不同企业做出案例分析，以辨析不同商业模式的特征与优劣，并尝试判断其未来发展前景。

图 57：休闲食品商业模式分类总结

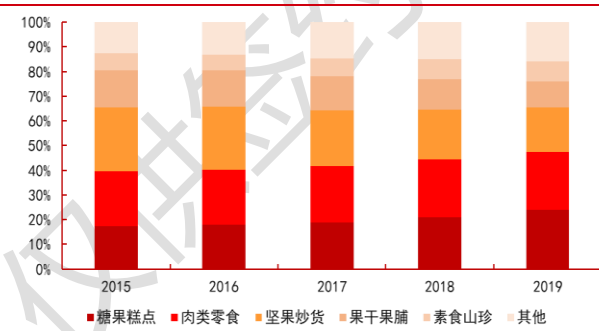


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

5.2.1 良品铺子：全渠道融合优势显著，高端定位打造品牌优势

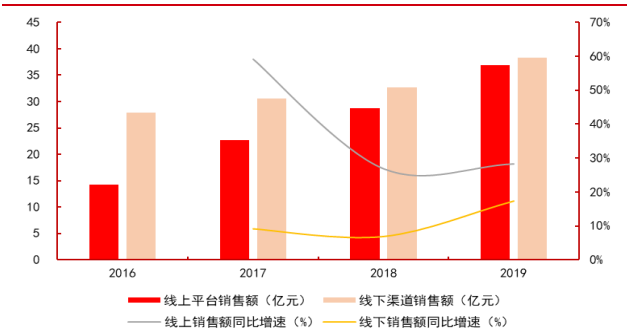
良品铺子成立于 2006 年，自线下零售连锁起家，主要深耕华中市场。公司主销产品包括肉类零食、坚果炒货、糕点、果干、素食山珍等多个品类，主打高端市场，高端产品销售占比达 50%。公司于 2011 年开始加码线上电商业务，受益于“高端零食”的差异化竞争战略，公司早于竞争对手实现了线上线下渠道均衡销售。

图 58：良品铺子五大品类收入占比



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 59：良品铺子实现线上线下销售渠道均衡发展



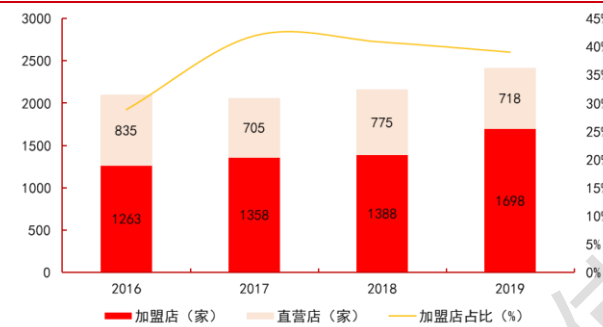
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

相较于三只松鼠，良品铺子各类主打产品销售份额更均衡，且在线下渠道的运营具有显著先发优势。良品铺子自线下起家，2006 年首家门店在武汉开业，此后通过门店拓展，持续抢占优势店址，完成对当地消费者心智的抢占。线下渠道与消费者的距离更近，良品铺子在抢占市场份额的同时，也建立了良好的

线下品牌效应。可以认为，线下运营的先发优势，是良品铺子线下渠道地域扩张与线上渠道快速打通的制胜关键。

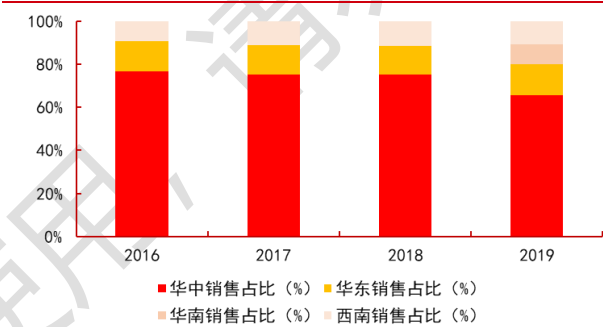
目前，公司拥有 718 家直营店和 1698 家加盟店。从公司近几年门店扩张战略看：1) **注重加盟店扩张**。加盟店扩张速度快于直营店，更适宜在行业跑马圈地阶段抢占市场。16 年起，公司提出“加盟为主，直营为辅”的门店布局策略，注重加盟店扩张，加盟店占线下渠道利润比例由 16 年的 30% 以下上升至 19 年的 40% 左右，加盟门店数量由 1263 家上升至 1698 家；2) **执行“开大店、关小店”的门店转型策略**。公司自 17 年起推行“开大店、关小店”、“商圈店转型”的门店转型策略，直营店重点布局购物中心等高势能运营场所，推动品牌高端化转型，当年直营店数量明显减少。18、19 年，公司通过完善商圈开店布局、精简直营店渠道调整，将直营店总数控制在 700 家以上，实现了直营店整体布局的优化升级。

图 60：2016 年起，良品铺子加快加盟店扩张速度



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 61：良品铺子对华中地区的销售依赖逐步下降



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

良品铺子十余年线下运营积累经验，确保其线下店铺运营效率优于行业，举例而言，良品铺子线下加盟店单店营收、直营店收入租金比均优于三只松鼠。

1) **加盟店单店收入**：根据年报，2019 年良品铺子加盟店单店收入贡献为 148 万元，而三只松鼠在 19 年新开联盟小店 268 家，关闭联盟小店 0 家，年末累计联盟小店 278 家，仍处于加盟店快速扩张期，19 年加盟店单店营收为 101 万元；2) **直营店收入租金比**：良品铺子 2019 年收入租金比为 6.47，而三只松鼠因转型线下时间不长，直营门店运营仍未成熟，收入租金比为 4.51，显著低于良品铺子；3) **加盟店收入坪效**：良品铺子 2019 年加盟店单店收入为 148 万元，加盟店平均单店面积为 60.11 平米，单平米平均收入为 2.46 万元/年，而三只松鼠仅为 1.55 万元/年。

表 4：良品铺子线下运营效率优于行业

	2016	2017	2018	2019
加盟店单店收入：				
良品铺子加盟模式收入（亿元）	13.29	19.00	20.68	22.86
良品铺子加盟店（家）	1263	1358	1388	1698
良品铺子加盟单店收入（万元）	105.20	145.02	150.59	148.13
三只松鼠加盟模式收入（亿元）	/	/	/	2.8

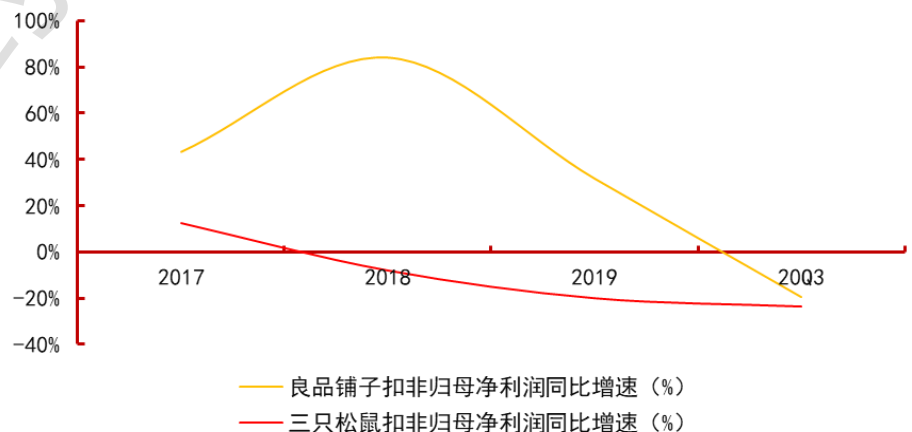
三只松鼠加盟店（家）	/	/	/	278
三只松鼠加盟单店收入（万元）	/	/	/	100.72
直营店收入租金比：				
良品铺子直营模式收入（亿元）	14.59	11.77	13.34	15.47
良品铺子租赁费用（亿元）	2.31	1.84	2.24	2.39
良品铺子直营店收入租金比	6.31	6.39	5.96	6.47
三只松鼠直营模式收入（亿元）	/	/	/	5.18
三只松鼠租赁费用（亿元）	/	/	/	1.15
三只松鼠直营店收入租金比	/	/	/	4.51
加盟店收入坪效：				
良品铺子加盟平均单店面积（平米）	/	/	/	60.11
良品铺子加盟单店坪效（万元/年/平米）	/	/	/	2.46
三只松鼠加盟平均单店面积（平米）	/	/	/	65
三只松鼠加盟单店坪效（万元/年/平米）	/	/	/	1.55

数据来源：国融证券研究与战略发展部

同时，良品铺子的线上业务发展同样出色，线上、线下销售额占比基本处于同一水平。目前已成功打通门店终端、电商平台、社交电商、自营移动 APP、终端门店在线化（美团、饿了么）等全方位销售渠道网络，进而尽可能密集的触达消费者生活。

我们认为，良品铺子是目前少数几家同时具备线下/线上渠道优势，且能较顺畅的贯通线上线下运营场景，从而持续为品牌影响力赋能的上市休闲零食企业。与三只松鼠、洽洽食品等竞争优势集中于单一线上/线下的休闲零食品牌相比，良品铺子通过精准定位高端化零食，跳出同质化竞争，在锁定利润的同时，利用优于行业的成熟线下门店管理体系、人才储备与运营经验，重点发力线下业务，以复制性较强的加盟模式加快扩店速度，实现利润端的快速增长。

图 62：良品铺子近年整体利润增速快于三只松鼠，2020 年受疫情影响利润增速减慢



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

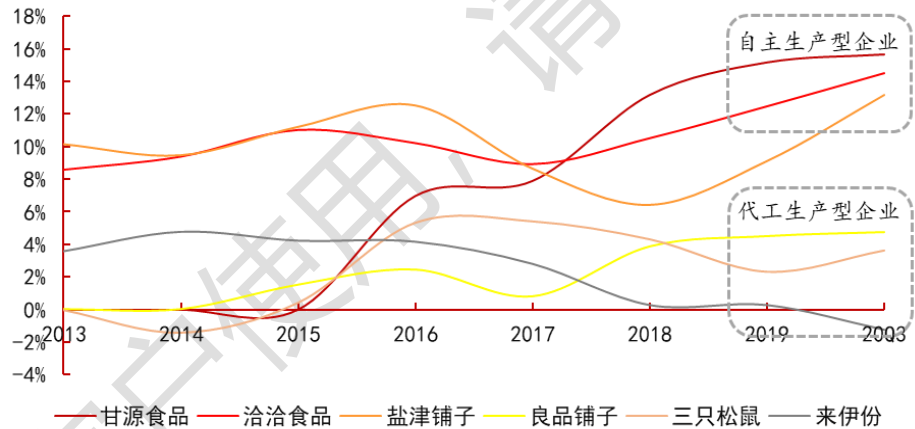
5.2.2 盐津铺子：商超散称龙头，“店中岛”模式加快全国化进程

盐津铺子于 2005 年成立，主要销售根据地华中地区，定位为多品类休闲零食自主生产制造商。相较于三只松鼠、良品铺子等 OEM 代工生产的供应链平台型企业，盐津铺子所有主销产品均采用自主生产模式。

产品体系方面，目前公司主要包含咸味小吃(豆干、鱼糜、素食产品等)、休闲烘焙、坚果果干三大产品体系。公司自 2005 年成立起，通过逐年自建凉果蜜饯、素食、肉制品、坚果、烘焙糕点产线，持续完善各品类休闲零食的产能建设布局，目前拥有四大生产基地，总产能超过 4 万吨。

从生产模式角度看，公司坚持自主生产模式。自主生产与代工生产型休闲零食企业的主要区别在于：自主生产企业对采购、生产、加工、品控、销售等核心环节均由企业自行运营。自主生产企业资产偏重，固定资产占总资产比例偏高，但通过量销定产，可以最大限度发挥自有产线生产效率及规模优势，从而控制采购成本，获得更高的单位盈利能力水平。

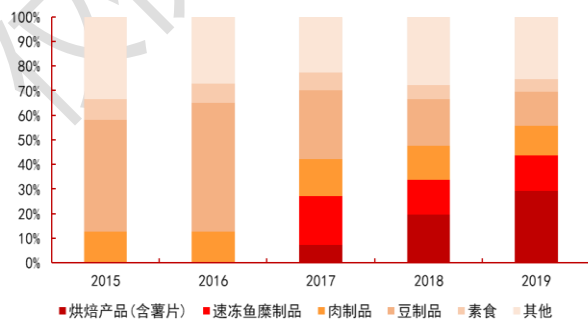
图 63：自主生产型企业的净利率通常显著高于代工生产型企业



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

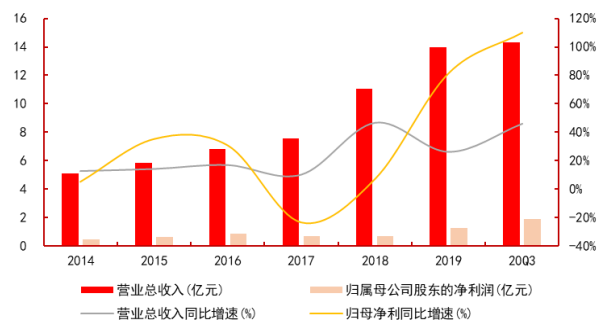
另外，公司以“实验工厂”模式不断研发新品并投放市场，丰富自身销售品类，尽可能确保顾客实现“一站式”购齐。2017-2018 年为公司新品密集投放期，公司产能利用率逐步攀升，所建设的烘焙、果干、辣条产线产能持续放量，为公司 18 年起业绩增长迈入快车道奠定了产能基础。目前烘焙、果干两大新品类已成为拉动公司业绩增长的新引擎。

图 64：公司各品类销售占比趋近，烘焙成为新增长点



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 65：公司盈利增速自 2018 年起显著攀升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

销售渠道方面，公司主要专注线下销售，以商超散称品牌专柜为核心销售渠道。商超散称专柜是我国休闲零食市场的主流销售形态之一。商超散称渠道的优势在于：1) 在固定面积内陈列多种产品，给予消费者多元化选择，满足一站式购买需求；2) 借助与商超长期完成渠道扩张，固定资产投入较低，可确保渠道稳定性与经营持续性。另外大型连锁商超通常具备品牌统一准入机制，入驻品牌可跟随商超网点下沉而实现渠道扩容；3) 品牌专柜模式利于企业强化品牌形象，占领消费者心智；4) 散装定价相对偏高，增加坪效的同时方便商超进行品牌管理，确保单位面积效益最大化。

公司前期借助直营模式拓展核心商超渠道，与核心商超如沃尔玛、家乐福、卜蜂莲花、大润发、永辉、人人乐等大型连锁商超均保持长期、紧密合作关系。大型商超进场品牌选择严格，进入门槛较高，入驻品牌多为市场认可度较高的优质品牌，公司通过布局大型连锁商超，逐步构建品牌形象与品牌影响力。确立一定市场口碑后，公司发展本地区经销商，完善渠道建设，目前经销商渠道销售占比在 50%左右。

自 2017 年起，公司通过由原有散称专柜升级至“店中岛”销售专柜，实现品牌势能与业绩增速的快速增长。公司发展初期与其余商超品牌混合摆放，对提升品牌认知度的效果存在一定制约。2017 年起，公司对商品陈列模式实施升级，通过布局“店中岛”模式，建立统一“品牌专柜”集中陈列品牌货品。店中岛模式的优势在于：1) 更利于展现品牌特色，加大品牌与其他品牌的差异度，强化消费者对品牌的印象；2) 拥有较高性价比，能以较低的门店租赁、装修以及导购人员工资成本，达到在大型商超的陈列目的；3) 扩张速度较快。店中岛模式可在商超内实现标准化的快速复制。

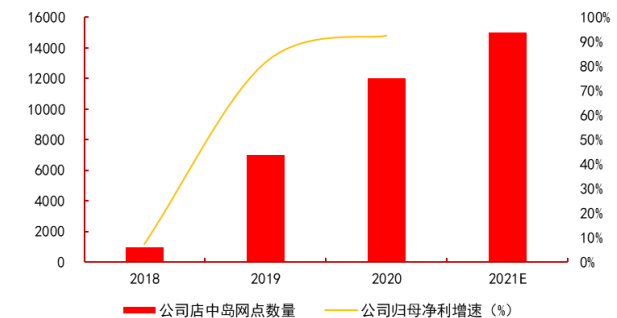
2018-2020 年，公司通过“金铺子”“蓝宝石”双店中岛同步推广，每年各增设店中岛网点 1000、6000、5000 家左右，2020 年店中岛总数已达上万家。从公司盈利增速趋势可以发现，店中岛网点扩张对公司业绩拉动显著。

图 66：盐津铺子“金铺子”、“蓝宝石”店中岛



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 67：盐津铺子店中岛网点扩张对业绩增长拉动显著



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

我们认为，盐津铺子的主要竞争优势在于自建产线的研发上新能力与核心优质商超的长期合作关系。区别于三只松鼠、良品铺子等代工企业，盐津铺子通过坚持自主生产、多品类运营、“实验工厂”持续丰富品类的商业模式，持续孵化爆品，在成本与品质控制方面优势显著。同时企业主打商超散称销售模式，叠加与优质商超、KA 卖场的长期合作关系，也能确保企业以较低成本完成线下

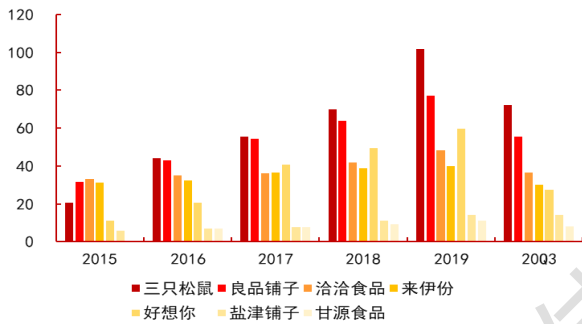
渠道推广。长期看，公司烘焙、果干等新品仍处于快速放量区间，中岛网点扩容路径明确，而线上渠道仍待开拓，预计后续线上业务仍有较大增长潜力。

公司 2019 年股权激励计划中，对高管与核心技术人员股权激励业绩目标为 19-21 年收入复合增长率达 17%，净利润复合增长率达 52%。公司在 19、20 年均顺利达成股权激励目标，预计 21 年将顺利达成业绩目标。

5.2.3 三只松鼠：线上渠道第一龙头，转型线下瓶颈仍待跨越

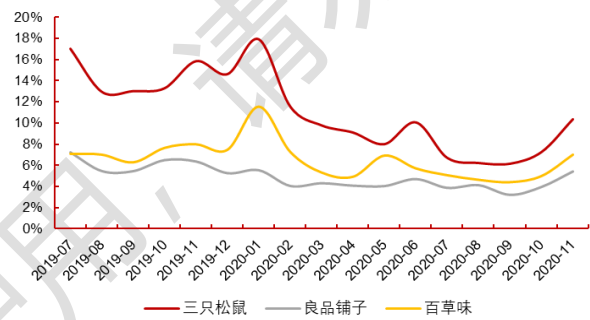
三只松鼠成立于 2012 年，属于最早一批享受线上电商红利的休闲零食企业。相较其他品牌，三只松鼠互联网电商属性最为显著，线上营收占比长期在 90%左右，其中天猫/京东平台上销售额占比达 80%以上。过往 8 年乘阿里巴巴等电商高速发展之势能，实现销售规模快速扩容，19 年总营收体量超 100 亿，位居上市公司首位，线上市占率多年均为业内第一。

图 68：休闲食品企业规模成长趋势，三只松鼠快速扩容



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 69：三只松鼠线上市占率位列行业第一



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

三只松鼠的业务模式，从产品策略来看，属于以坚果品类为主的多品类模式，产品生命周期偏短、可依赖新品类持续驱动业绩成长；渠道方面则属于 OEM 代工生产、互联网 B2C 线上销售为主的渠道平台运营模式。公司未来的目标是成为成熟的休闲零食供应链平台，作为对接上游供给端产品生产与下游需求端产品销售的连接口，对供应链实施重构，有效匹配供给端资源和消费者需求。供应链平台的业务容纳量极高，是扩容与行业整合潜力最大的业务模式。

三只松鼠为何能在互联网时代实现快速扩容？

回溯 2012 年，我国互联网技术快速发展期已过，以天猫、京东等电商为代表的科技公司初步完成自身优势地位的构建，进入平台红利释放期。以阿里巴巴为例，2012 年阿里巴巴 GMV 增速达到 10%，活跃买家数达 1.6 亿，处于高速发展阶段。这一阶段，各大互联网平台均致力于进一步整合资源，以便构建更大的生态体系。平台对中小创业者有意识的资源倾斜，降低了创业门槛与成本，使得中小创业者获得大量平台红利，诞生了一批成功的初创企业，三只松鼠即为其中之一。

在销售渠道选择上，三只松鼠高度专注于线上渠道营销。作为初创品牌，三只松鼠敏锐的意识到在天猫、京东等互联网平台地位仍未固化时，电商会将自身平台费用控制在较低水平，而线上渠道的销售加价比例、人工成本、门店租金等费用均低于线下，成本优势显著。因此，三只松鼠秉承互联网思维，最

大化利用线上渠道低成本优势，快速打开市场，首年入驻天猫的双十一销量即位居零食销售第一位。

在生产模式选择上，三只松鼠选择了轻资产 OEM 代工模式。代工模式的优点在于，公司在前期可省去大笔投资自建厂房的成本与时间，在迅速将产品从理念变为实物的同时，更多投入精力在品牌开发与渠道营销方面。三只松鼠持续采用代工模式，通过委托第三方实施采购、生产零食产品，实现了销售快速上量与产品上新，并根据消费者偏好的变化及时调整。

在品牌打造上，公司采取品牌 IP 化+强分销策略。公司前端营销采取了直接、粗暴、低价方式，实现快速引流，短时间快速提升了人气与口碑，确保消费者尽可能容易接触并接受品牌。另外，公司在休闲零食领域独创性采用品牌 IP 化、人格化的形象打造策略，精准定位 18-35 岁的休闲零食主力消费人群，围绕具备萌属性的松鼠形象，尝试以动画、电影等形式扩大品牌运营生态圈，建立与消费者的情感联系，从而突出品牌差异度。

因此，三只松鼠的成功要素在于抓住坚果零食品类的品牌化趋势，把握互联网电商风口，最大化利用线上渠道成本红利与代工模式，在短时间内实现销售规模扩张，同时在零食领域创造性的通过品牌 IP 化打造品牌差异度，从而在短短 8 年内实现了品牌势能与销售体量的跃迁式发展。

作为阿里首批线上休闲零食代表性企业，三只松鼠的品牌辨识度主要集中于线上渠道，线上运营效率优于行业。1) **三只松鼠享受线上品牌先发优势：**三只松鼠初创时，电商渠道竞争格局仍未固化，企业可以低成本撬动更大销售份额。随着移动互联网进入下半场，流量红利基本消失，传统电商流量获取成本走高，后进企业不仅需面临流量成本上升的难题，更需面对现存竞争者企业的抵抗性竞争；2) **三只松鼠的线上运营效率优于行业：**从运营指标来看，三只松鼠较其他零食品牌，获客成本更低、复购率更高、用户转化率更高、供应链效率也处在较高水平。

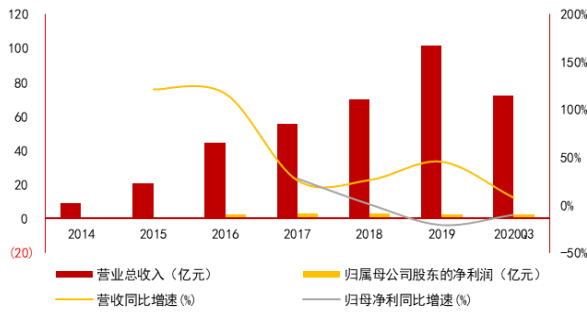
表 5：三只松鼠线上运营效率持续提升

	2016	2017	2018
三只松鼠客户人均消费频次	1.67	1.67	1.83
三只松鼠天猫客户转化率（独立访客数/订单数）	9.80%	8.70%	11.40%
三只松鼠天猫获客成本（推广费用/订单数量）（元/件）	1.56	1.61	1.27
良品铺子天猫获客成本（推广费用/订单数量）（元/件）	2.96	2.32	1.97

数据来源：国融证券研究与战略发展部

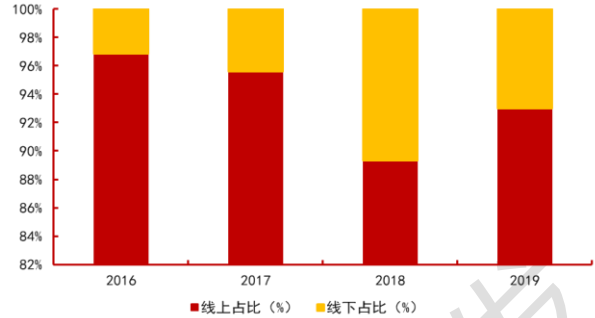
但进入 18 年后，互联网平台快速扩容红利渐褪，线上获客成本逐步走高，线上企业生存环境变差，三只松鼠线上业务盈利能力增速开始趋缓，销售费率逐步走高，主要因平台服务费（平台按成交额定比例抽取佣金、平台使用年费等）与推广费（平台站内推广及广告费）持续攀升。进入 2020 年，线上平台流量呈现多元化加速趋势，流量入口分散化对主流电商渠道新增流量构成较大冲击。三只松鼠利用直播、短视频等工具扩大引流入口，进一步提高了获客成本。

图 70：三只松鼠出现增收不增利现象



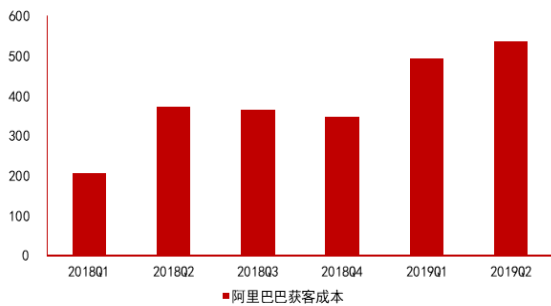
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 71：三只松鼠线上业务占比居高不下



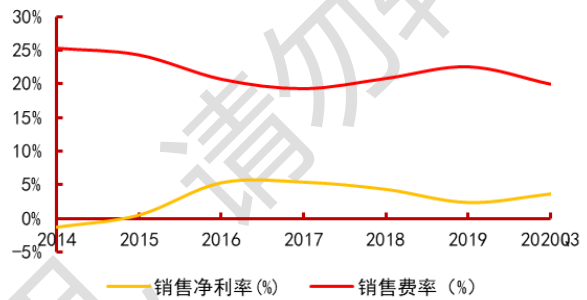
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 72：阿里巴巴获客成本逐步走高



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 73：三只松鼠销售费率 17 年起上升，净利率有所下滑



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

针对这一局面，公司试图突破过于依赖线上业务的瓶颈，加快向线下转型的步伐。公司线下渠道主要布局包括：直营模式“松鼠投食店”、加盟模式“联盟小店”，以及与苏宁小店等 2B 电商合作入驻线下实体店，线下收入中 95%来自投食店和松鼠小店。

但公司互联网品牌定位痕迹较重，运营时互联网思维显著，品牌与业务运营优势基本集中在线上渠道。而向线下渠道发力，要求公司在弱化电商标签的同时，快速适应线下运营模式。而公司线上定价为高标价+高强度促销模式，促销力度变化频繁，如线下定价与线上保持一致，则存在一定菜单成本；如无法保持一致，则导致线上线下定价割裂，线下产品可能出现滞销，降低运营效率，增加运营成本。另外，公司拓店时遭遇了线下运营人才储备不足、扩店运营效率低、品牌线下消费场景认可度低等问题，导致公司线下业务拓展偏于缓慢，盈利释放速度弱于预期，近千家门店仅占销售收入的 8.89%。

从运营角度来看，三只松鼠业务模式目前处于瓶颈期。在线上业务增量逐步趋缓，线下业务盈利受阻的前提下，公司通过战略转变，改善业绩增长质量，由粗放型增长向定位更精准、渠道更全面，增长质量更高的增长路径转变。主要动作包括：1) 品牌定位从“全品类零食”转向“坚果果干+精选零食”，更看重增长质量；2) 精简 SKU，预计 20 年底将砍掉 300 个 SKU，几乎精简一半数量；3) 进一步提升线下业务占比，从而提升公司整体盈利能力。

总体看，三只松鼠是一家依赖线上电商红利奠定行业地位的休闲零食企业，具有显著的互联网电商属性，早期重点追求规模快速扩容而非利润提升。但其

早期成长期间对线下布局较为薄弱，导致其对线上业务存在重度依赖，且难以在短时间内破局。目前公司主要通过调整产品结构以及内部运营梳理，客服原有商业模式瑕疵，确保在线下转型过渡期的稳定盈利增长水平。

总结：我们认为，休闲零食行业赛道大、品类丰富、细分赛道多，不同赛道市场规模与成长性各异，其中烘焙、熟卤制品、坚果炒货等成长与行业整合空间兼备，市场关注度较高。由于行业进入门槛低，产品同质化现象明显，目前行业仍处于成长与整合阶段，尚未出现全品类、全渠道龙头，市场竞争较为激烈，主要玩家业务模式不一。

在行业整合期内，拥有优质供应链、可以通过尽可能低的成本实现市场规模扩张的企业，能够及时抢占市场份额、实现规模效应，通过洞悉消费者需求变化并快速提供适配产品，最终实现品牌地位的跃升。推荐关注良品铺子、盐津铺子、三只松鼠。

6. 投资建议

2021 年信用收紧预期下，食品饮料行业估值驱动效应削弱，高企的估值与业绩实际表现可能成为主要矛盾。这一环境下，具备深护城河的行业龙头业绩确定性较强，亦可依靠稀缺性享受估值溢价；部分成长潜力充沛的高赛道优质标的也具备较强的估值消化能力。另外，调味品、乳品等代表性大众品的原材料价格自 20H2 起进入上涨通道，推动大众品提价预期，如预期落地将对大众品龙头的市场表现构成直接催化效应。

6.1 21 年配置主线一：具备宽护城河的行业龙头

本次疫情倒逼下，各行业优胜劣汰加快，马太效应放大，中小企业遭受重创，而巨头可凭借过去积累的品牌效应以及充裕的资金、人才支持，加速行业布局。具体表现为中小企业产能出清，部分龙头企业通过逆势扩张，市场份额加速集中，头部企业与非第一梯队企业的差距被进一步拉开。

就食品饮料行业而言，本次疫情属于阶段性影响，大众必需品行业整体需求疫情过后仍将保持稳定，改善型消费品受益消费升级驱动的长逻辑，需求也将平稳增长。因此我们认为进入 2021 年后，头部企业逆势布局所获得的市场份额将带来增量收入。面临疫情复发等风险时，头部企业也将凭借竞争优势，最大程度平滑业绩波动，获得更高业绩确定性。从资金层面看，2020 年市场增量资金大多来自大体量公募基金，公募基金对白马偏好较强，有利于白马标的市场表现。推荐关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、青岛啤酒、海天味业、伊利股份、双汇发展、桃李面包、涪陵榨菜、金龙鱼等。

6.2 21 年配置主线二：高成长赛道，新消费领域

2020 年消费板块整体估值均有显著拔高，进入 21 年后，伴随业绩复苏驱动效应边际走弱与流动性收紧预期，估值下杀风险不可忽视。从估值消化角度而言，高成长赛道以业绩增长消化估值的能力最强，可视为 2021 年最重要的

投资主线之一。而在食品饮料行业中，除传统渗透率较高、领导者已确定的成熟行业，也不乏成长空间巨大的高成长细分赛道，如复合调味品、奶粉、奶酪、巴氏奶、熟卤制品等。

以上赛道中代表企业估值水平虽然已经走高，但未来有望通过业绩高速增长消化估值。在行业扩容过程中，相应企业品牌实力与渠道布局也将持续增强，投资价值将进一步提升，可适当增加对以上赛道的跟踪与布局。其中复合调味品、休闲食品行业整合潜力较足；国产奶酪品牌影响力正处于提升阶段，未来有望获得外资品牌部分增量份额；巴氏奶是乳制品行业中最具成长性的细分品类之一，但受制于全国范围内冷链运输设施尚未建设成熟，目前市场格局仍处于区域割据阶段。我们认为成长想象空间较大的高成长赛道优质企业将成为2021年市场关注的焦点之一，可优选代表企业择机布局。推荐关注妙可蓝多、天味食品、新乳业、绝味食品、安井食品、盐津铺子等。

6.3 21年配置主线三：成本推动型提价

疫情后全球流动性均有放宽，推动大宗原材料价格迈入上行通道。20年下半年起，包括原奶、大豆、大麦、包材等食品饮料行业原材料价格均有所上涨，推升企业成本压力。企业盈利能力承压时，可通过对产品提价直接提升企业盈利增长水平，开启一轮盈利新增长周期，且龙头成本转嫁能力强于中小企业，加快市场份额集中。当前乳制品、调味品企业通过提价消化成本压力的预期已逐步升温。我们认为，2021年内可布局具有成本推动型提价预期的大众品行业龙头。

目前，乳制品龙头伊利对基础白奶产品提价3%-5%已靴子落地，调味品龙头海天味业近期虽在官网上宣称2021年不实施提价，但在居民收入增速未完全恢复前提下，大众品提价较为敏感，后续不排除成本持续提升压制盈利能力增长后，企业再度开启提价的可能性。

7. 风险提示

疫情出现大面积反复；宏观政策出现超预期转向；食品安全风险；消费需求复苏不及预期；大众品原材料价格上涨风险；当前行业整体估值偏高。

表 6：相关标的汇总表（市值、股价对应日期：2021 年 1 月 8 日）

股票代码	名称	市值	股价	20EPS	21EPS	20PE	21PE	评级
600519.SH	贵州茅台	26255	2090.00	36.26	42.73	57.64	48.91	推荐
000858.SZ	五粮液	12305	317.00	5.16	6.12	61.41	51.80	推荐
000568.SZ	泸州老窖	3742	255.47	4.01	4.96	63.72	51.47	推荐
600809.SH	山西汾酒	3591	411.99	3.29	4.14	125.23	99.57	推荐
000799.SZ	酒鬼酒	627	193.00	1.39	2.10	139.13	91.91	推荐
603369.SH	今世缘	777	61.90	1.25	1.55	49.64	40.05	中性
600887.SH	伊利股份	2997	49.27	1.23	1.45	40.17	33.95	推荐
600882.SH	妙可蓝多	251	61.38	0.24	0.87	257.83	70.39	强烈推荐
603288.SH	海天味业	6943	214.25	1.95	2.31	109.62	92.56	推荐
600872.SH	中炬高新	582	73.10	1.06	1.32	68.67	55.28	中性
600305.SH	恒顺醋业	239	23.87	0.34	0.38	70.85	62.32	中性
603317.SH	天味食品	472	74.88	0.71	1.02	104.75	73.46	推荐
300783.SZ	三只松鼠	164	41.00	0.65	1.14	62.85	35.90	中性
603719.SH	良品铺子	247	61.61	0.84	1.11	73.23	55.39	推荐
002847.SZ	盐津铺子	139	107.20	1.92	2.73	55.97	39.29	推荐

数据来源：国融证券研究与战略发展部

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20%以上；

推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5%以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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保持在最新状态。同时，本公司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。

国融证券股份有限公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。