

证券研究报告 | 行业策略
2021年6月6日

行业新纪元，消费新时代

——2021年中投资策略

分析师：符蓉

执业证书编号：S0680519070001

2021年6月

- 消费重启新时代，行业发展新纪元
- 消费变迁的底层逻辑——美好生活的向往
- 消费螺旋式上升，2021年是上台阶“大年”

- 一、板块综述与投资策略
- 二、自上而下：寻找抗通胀品类
- 三、自下而上：挖掘成长赛道机会

白酒六年长牛，带动板块估值上移

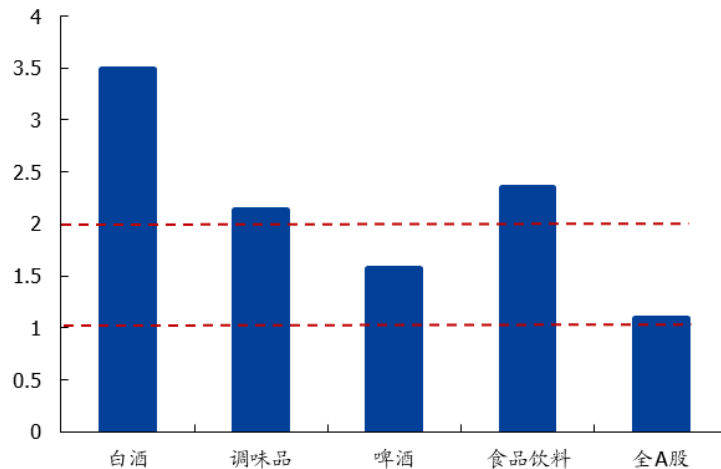
- **“量缩价增”背景下，中高端白酒弹性强：**2015年部分消费品行业呈现出明显的“量缩价增”现象，高端品的量价提升，推升了业绩的增速。白酒行业是其中的典型代表，据国家统计局统计，中国白酒的销量从1306吨（2016年）下行至756吨（2019年），销量四年间下行超过四成。在茅台的带动下，中高端白酒出现了量价提升的局面，使得不少白酒公司近五年的业绩年复合增速超过20%，体现在股价层面上，2015年初至今9只十倍股中，白酒占7席（山西汾酒21倍、酒鬼酒16倍、五粮液15倍、泸州老窖14倍、水井坊14倍、贵州茅台13倍、舍得酒业11倍）。
- **戴维斯双击效应明显，白酒行业估值不断拉升：**随着业绩的高增长，2015年白酒行业迎来新一轮长牛，板块估值（PE-TTM）从17x（2015年初）上移至59x（截止2021年5月底），上移3.5倍。此外，调味品（2.1倍）、啤酒板块（1.6倍）的估值亦出现上移。

图表1：食品饮料行业年涨跌幅

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021年5月底
食品饮料涨跌幅	20%	26%	7%	56%	-17%	77%	64%	6%
超盈全A股	-33%	2%	19%	49%	8%	48%	42%	3%
排名	25/28	19/28	1/28	1/28	3/28	1/28	3/28	11/28

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表2：食品饮料行业目前市盈率倍数（TTM）-以2015年初为基数

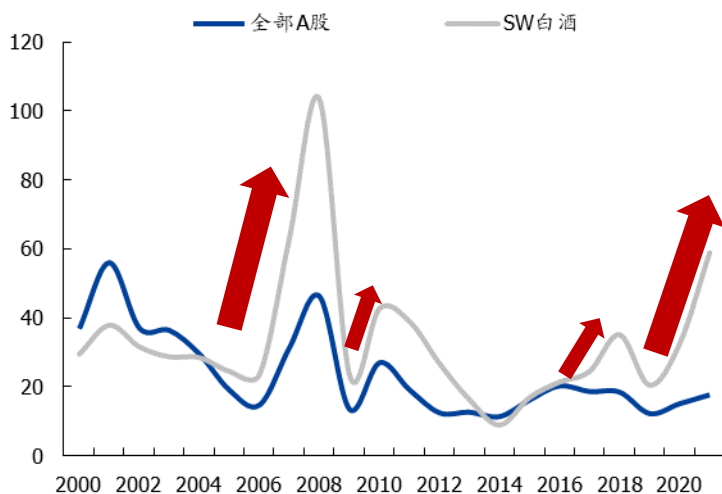


资料来源：wind，国盛证券研究所

海内外估值一体化，货币面催生“泡沫”

- **海内外估值一体化，货币面催生“泡沫”**：近些年随着经济增速放缓后“成长板块”增速回归、外资流入等原因，近五年食品饮料的白马公司估值亦出现了明显的抬升，2016年初龙头贵州茅台和海天味业的动态市盈率分别为17倍和40倍，目前已上行至59倍和85倍。如果我们对比海外消费品龙头来看，2016-2019年属于“估值靠拢”，海外消费品龙头的估值稳中略升，而中国消费品龙头的估值迅速向海外龙头靠拢。2020年面对疫情导致的经济发展“停滞”，全球货币超发造成消费品龙头的估值再上台阶，其中帝亚吉欧、人头马、茅台等消费品龙头的估值再上台阶。
- **“强Beta”属性，经济上行期白酒弹性显现**：2007年、2010年、2017年、2021年白酒行业估值显著高于市场，回溯发现，均为经济上行期（包含货币面宽松带来的“泡沫阶段”）。目前白酒板块估值已“脱离”历史中枢，但相较于2007年还有一定空间。

图表3：白酒行业与全A股估值对比 (PE-TTM)



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表4：部分国内外消费品公司估值对比

	PE(TTM)-2016 年初	PE(TTM)-2020 年初	PE(TTM)- 2021/5/30
帝亚吉欧	20	25	65
百富门	33	35	39
五粮液	18	31	49
贵州茅台	17	36	59
龟甲万	71	40	53
海天味业	40	57	85
爱马仕国际	—	50	87
人头马	—	35	75

资料来源：wind，国盛证券研究所

逆势靠必选，顺势靠可选——食品饮料投资策略

- **必选稳定性高，逆势有超额：**必选品主要包括调味品等板块，其特点为需求稳定且价格稳定，通常受到成本周期驱动。在经济周期下行期间，由于其必选属性，具备抗风险能力，实现周期穿越。复盘板块历史走势，可以发现在2009年、2020年经济下滑阶段，调味品板块的超额收益非常显著，明显跑赢全部A股及白酒等其他可选品板块。
- **可选强Beta，顺势有弹性：**可选品主要包括白酒等酒类板块，其特点主要表现为与经济周期同步性强，经济复苏有望带动量价齐升，需求弹性释放。复盘可见，2006-2007年、2016-2017年白酒板块均表现出较明显的超额收益率，2021年PPI增速呈抬头趋势，截至2021/5/19，白酒板块涨跌幅跑赢调味品板块，亦跑赢全部A股。

图表5：板块年涨跌幅（%）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021/5/30
SW白酒	18	307	161	-61	104	28	5	1	-42	55	24	29	96	-21	104	98	10
SW调味品	-20	96	142	-58	221	-2	-35	-21	33	24	51	-17	53	19	54	118	-14
SW食品综合	-34	40	135	-68	111	37	-25	14	54	-2	62	-15	-16	-1	35	56	4
全部A股	-6	116	128	-64	87	-9	-22	5	2	53	24	-12	6	-26	29	23	3
SW食品饮料	8	209	138	-58	104	25	-5	-3	-11	20	26	7	56	-17	77	91	6

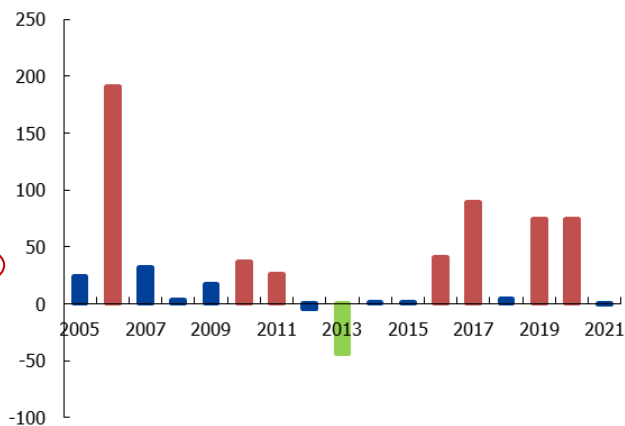
资料来源：wind，国盛证券研究所（注：2021年涨跌幅截止日期为2021/5/30；总市值加权平均涨跌幅）

图表6：中国PPI同比增速（%）



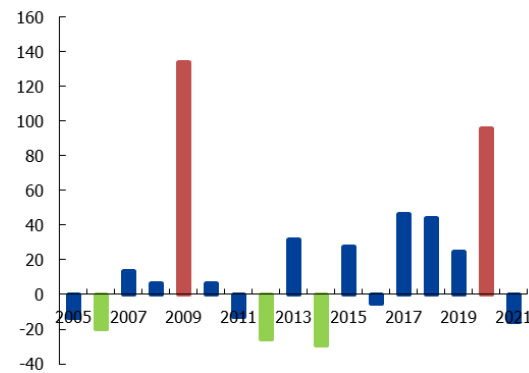
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表7：白酒板块超额收益率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表8：调味品板块超额收益率（%）

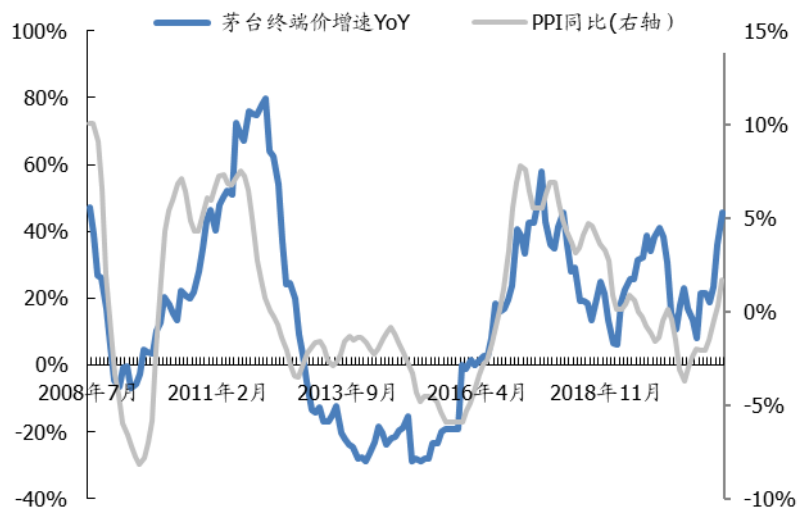


资料来源：wind，国盛证券研究所

自上而下：为什么顺势靠可选？

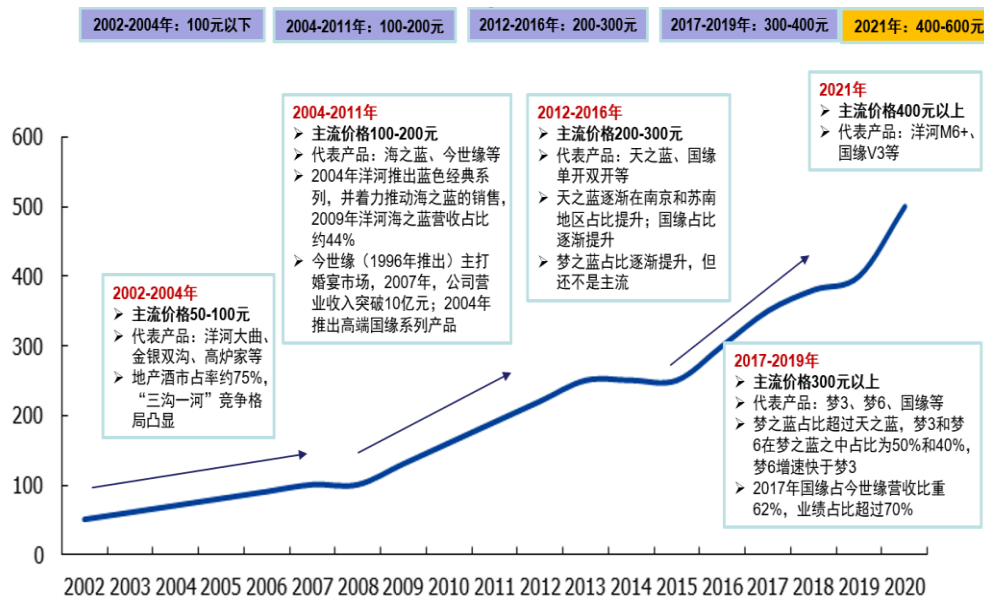
- **价：消费升级上台阶、高端品强抗通胀属性。**我们拟合了茅台终端价增速与PPI同比增速间的关系，二者呈现强相关性。经济复苏、消费升级背景下，可选品尤其是高端品具备较强提价能力，价格弹性释放，具备对抗通胀的属性。
- **量：回补性需求、高端品承接升级需求。**经济下行周期背景下，可选品的消费需求在一定程度上被压制，经济回暖时该需求将实现回补，高端可选品供给端有效对接消费升级需求，从而实现量增。

图表9：茅台终端价增速与PPI同比增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表10：江苏省消费升级节奏



资料来源：wind，国盛证券研究所

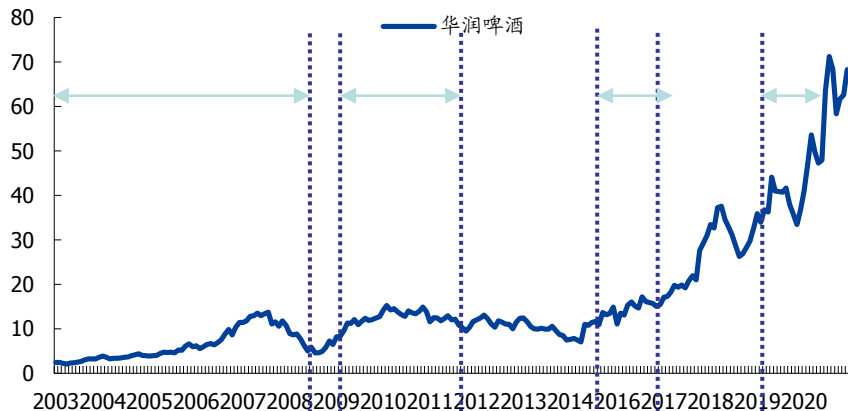
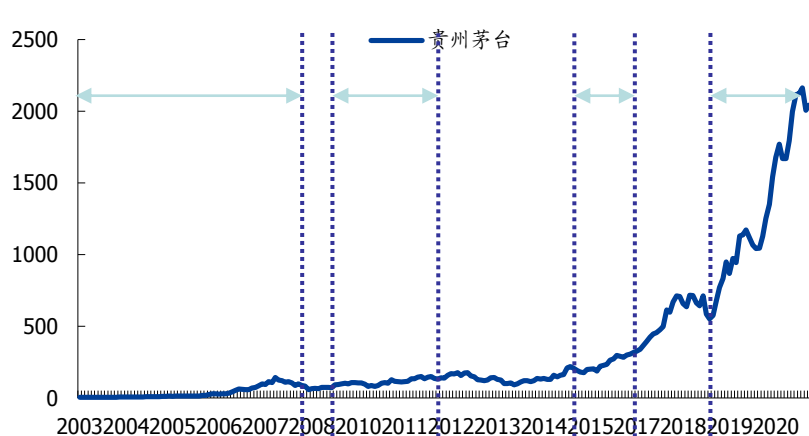
龙头培育市场，顺周期可选赛道分化

■ 顺周期背景下，可选品表现分化：消费螺旋式上移，经济周期决定消费升级节奏，但是竞争格局及龙头对市场的培育，决定板块在顺势背景下的发展空间。

➤ 2003-2008年、2009-2012年：可选品板块涨幅同步。

➤ 2015-2017年、2019至今：白酒、啤酒跑赢，葡萄酒、黄酒掉队。

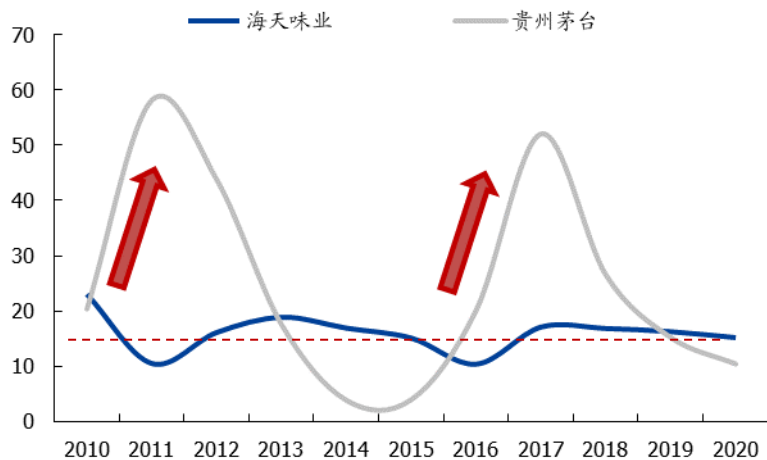
图表11：2003年至今酒类股价走势图（元）



自上而下：为什么逆势靠必选？

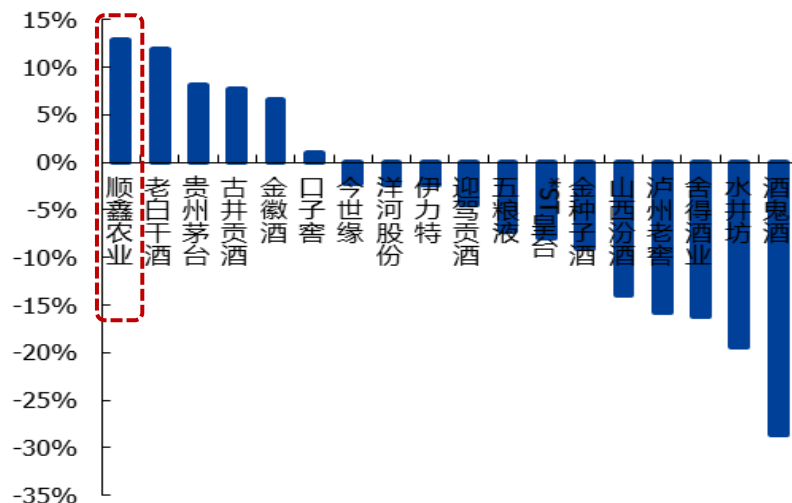
- **弱经济周期：必选刚需属性，与经济周期弱相关。**以调味品为例，过去十年龙头海天味业的收入增速区间为10-20%，且多数年份增速区间为15-20%，波动率极低。相较而言，白酒龙头贵州茅台过去十年的收入增速区间为0-60%，随经济周期的波动较大。
- **弱库存周期：大众品属性，快周转弱价格弹性。**必选品多数为单价较低的大众品，渠道周转较快，一旦库存出现问题，企业能迅速反应，在较短时间内清库存，所以库存对于周期的扰动相对较小。例如：2012-2014年白酒行业需求下移，中高端白酒面临渠道去库存周期，顺鑫由于产品为低端光瓶酒，周转较快，库存周期不明显，所以业绩稳定性相对较强。

图表12：海天味业和贵州茅台营收增速对比 (%)



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表13：2012-2015年顺鑫农业营收增速超越白酒行业



资料来源：wind，国盛证券研究所

成本压力下，经济顺周期必选难超盈

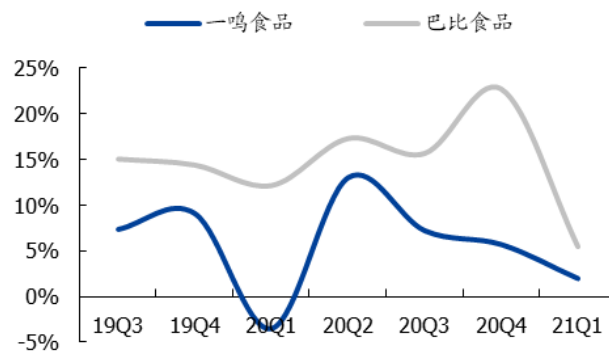
- **经济顺周期，必选品种需求弹性不足。**由于必选品的需求相对稳定，经济复苏期量价的弹性相对较弱。从一季度的情况来看，调味品、多数食品公司收入增速稳定，未出现白酒、啤酒等可选消费的量价弹性。
- **PPI和CPI上升，成本端阶段性承压。**今年以来原材料成本上行明显，其中包装纸价格同比翻倍，玻瓶、农副产品等价格亦出现一定程度的上涨，从一季报来看，多数调味品公司利润率承压。此外，连锁业态的公司虽收入同比恢复明显，但由于成本压力，利润率复苏亦慢于营收。

图表14：调味品公司毛销差同比变动幅度 (pct)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
海天味业	1.4	1.8	0.2	3.2	0.0
中炬高新	1.7	0.6	1.6	-0.9	-4.1
千禾味业	3.0	7.7	2.5	1.1	-11.0
恒顺醋业	0.6	-2.5	1.9	-2.1	-1.1
天味食品	0.7	9.8	0.3	-11.2	-11.1
日辰股份	-1.7	-2.3	-1.4	-1.7	-3.7
涪陵榨菜	3.7	4.8	-3.1	12.4	-5.8
安琪酵母	2.2	6.5	5.7	-0.6	-0.4

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表15：一鸣食品和巴比食品净利率情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

今年基本面如何？

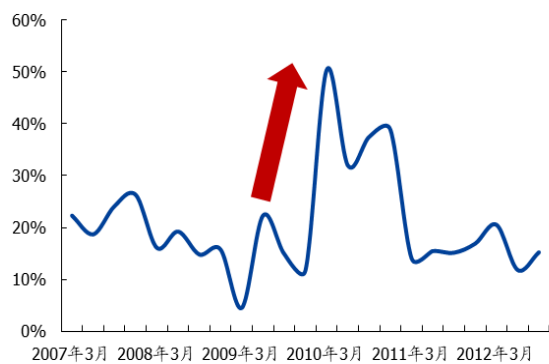
■ 宽货币后强复苏，PPI和CPI双升

- 消费升级再上台阶，高端品表现最优
- 可选消费回补明显，强复苏周期开启
- 小品牌迎来阶段性“逆市”发展期
- 原材料成本上涨，必选行业阶段性承压，提价成为主旋律

■ 对标2010年，强复苏预计持续1-2年，部分行业高增亦有“泡沫”累积

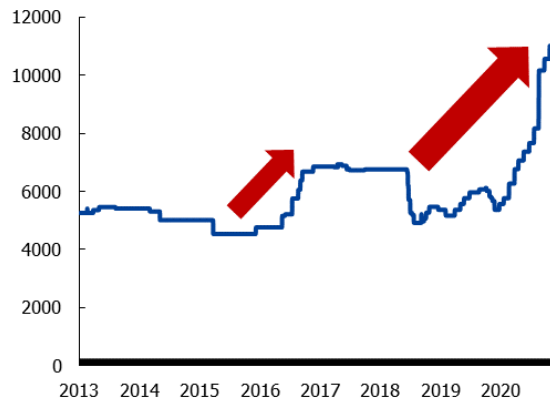
- 白酒行业弹性最强，次高端价格带迎来发展“牛市”
- 新一轮招商铺市期，渠道加库存，“泡沫”逐步累积
- 千元价格带中周期维度进入放量价格带，2000元成为高端酒新门槛

图表16：2007-2012年白酒行业销量增速（折65度）



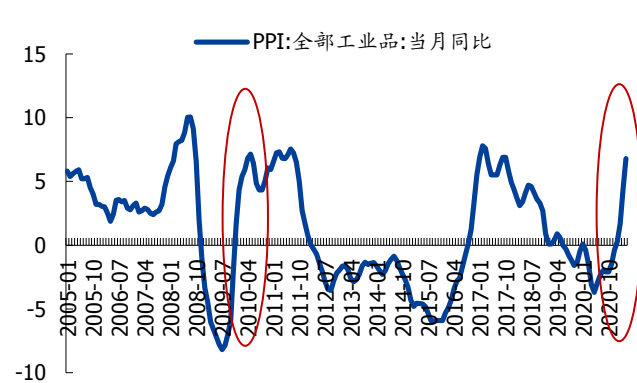
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表17：中国包装纸价格（元/吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表18：中国PPI同比增速（%）



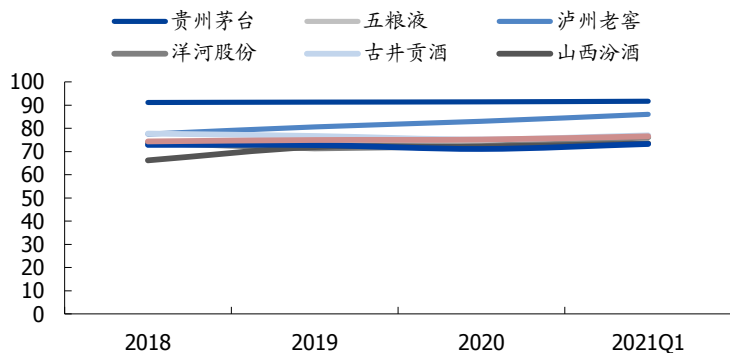
资料来源：wind，国盛证券研究所

- 一、板块综述与后续展望
- 二、自上而下：寻找抗通胀品类
- 三、自下而上：挖掘成长赛道机会

自上而下：抗通胀顺周期的高端品

- **高端可选品利润增速普遍快于收入增速，大众品普遍反之。**在CPI增速抬头的背景下，可以看到调味品等大众品板块多数呈利润增速慢于收入增速的现象，而白酒及啤酒板块各公司则多数利润增速快于收入增长。
- **成本对高端品及大众品的影响差异：**1) 成本在高端品中占比更低。从成本构成来看，高端可选品的毛利率明显高于大众品，贵州茅台毛利率超90%，调味品龙头海天味业毛利率略超40%，原材料波动对大众品影响更大；2) 高端品把握消费升级方向，顺周期提价。必选品通常受成本驱动，提价多以覆盖成本为目的，高端品与经济周期拟合程度更高，提价有利于品牌力跃迁。3) 高端品承接消费升级需求，次高端和千元白酒行业扩容明显。

图表19：各酒企毛利率对比 (%)



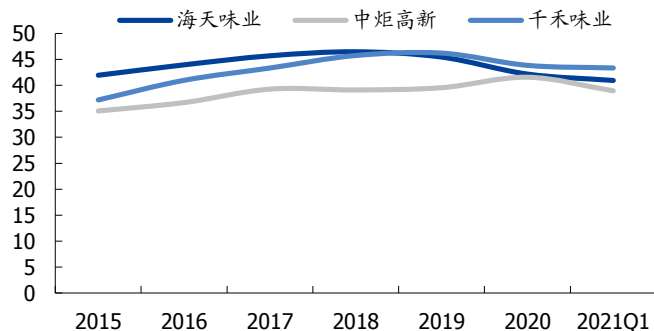
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表21：各公司归母净利润增速与营业总收入增速之差 (%)

公司名称	2021Q1	公司名称	2021Q1
贵州茅台	-4.4	重庆啤酒	54.7
五粮液	0.8	珠江啤酒	203.4
泸州老窖	-13.9	伊利股份	115.2
洋河股份	-17.0	光明乳业	-7.5
古井贡酒	2.0	绝味食品	233.5
山西汾酒	0.7	涪陵榨菜	-24.1
今世缘	3.4	安井食品	50.5
口子窖	21.8	海天味业	-0.5
顺鑫农业	6.4	中炬高新	-24.7
青岛啤酒	48.4	千禾味业	-76.2

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表20：调味品毛利率对比 (%)



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表22：我国CPI当月同比走势 (%)

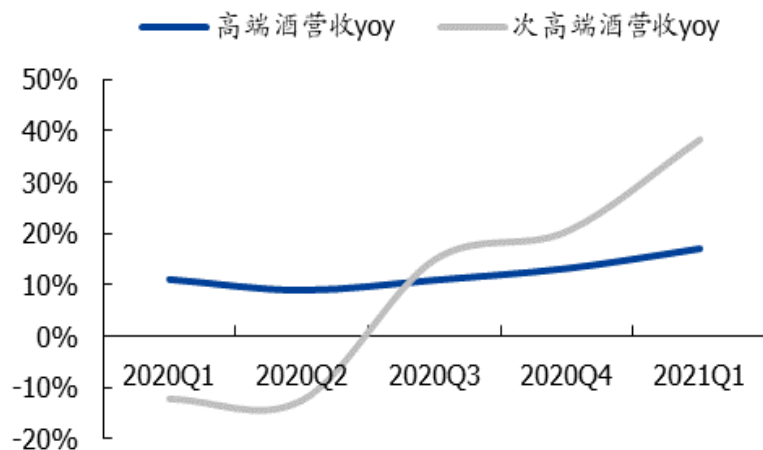


资料来源：wind，国盛证券研究所

次高端白酒迎新一轮“牛市”

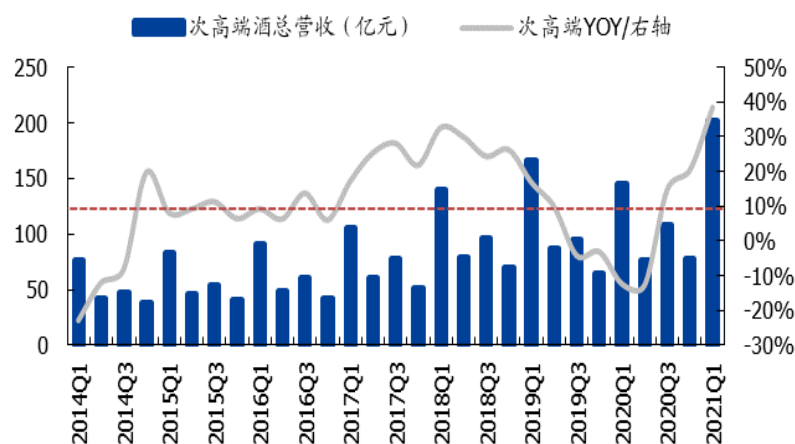
- **行业景气是次高端“牛市”的基础。**过去十年白酒行业经历了三次较为明显的上行期，分别为2010-2011年、2016-2017年和2020下半年至今，其中两次为强刺激后经济的强复苏，一次为去产能后经济的提振式发展。2015-2017年行业年复合增速近40%，2018-2020行业年复合增速约10%，随着行业景气度向上，我们预计**2021年次高端价格带同比增速将超过35%，并会维持2年左右的高速扩容周期。**
- **行业周期“放大器”，次高端具备成长弹性。**千元价格带崛起后，次高端今年春节强势反弹，青花汾酒、水井坊、舍得、洋河梦6+等品牌2021年一季度营收同比翻倍，增速甚至快于千元价格带，开启新一轮发展周期。
- **为何次高端行业增速领跑？**1) 行业规模相对较小，消费进阶后次高端销量弹性较大。2) 开启新一轮渠道招商铺市，“放大”行业增速。3) 疫情清库存，终端进入加库存周期。4) 酱酒热度虽延续，边际作用或递减。

图表23：高端及次高端酒企单季度营收增速对比



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表24：次高端上市公司营收增速情况

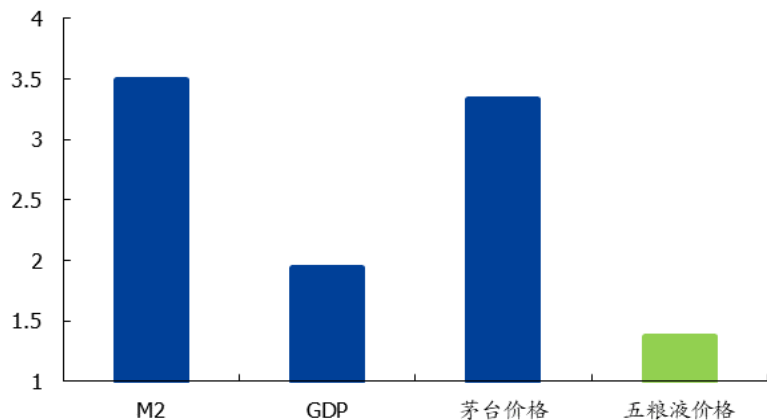


资料来源：wind，国盛证券研究所

白酒千元价格带进入放量阶段

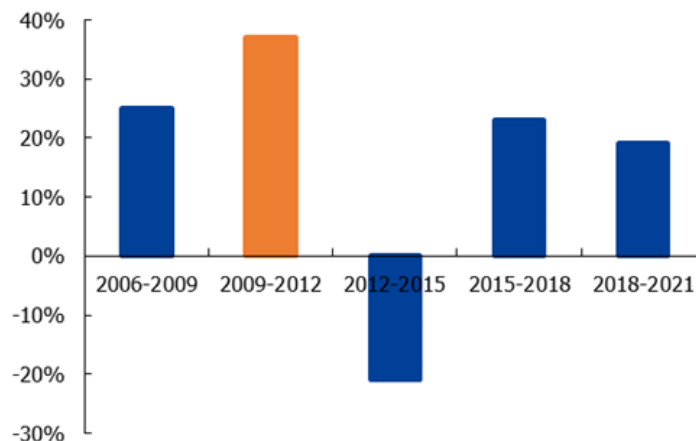
- **千元价格带走进“百姓家”，放量可期。**消费价格带呈现跳跃式发展周期，2015年以来，300-600元价格带成为白酒行业的“成长型”价格带，行业规模从100亿（2014年）上行至500亿（2020年）。后疫情时代，价格带跃迁正在进行时，“成长型”价格带从300-600元向600-1000元价格带迁移，次高端的高端化趋势明显。千元价格带亦进入放量价格带，竞争格局亦存变数。
- **重新定义高端价格带，2000元成为高端酒门槛。**过去我们将茅五泸作为高端酒的三巨头，过去五年其价格带已出现明显区隔，目前茅五价差近三倍，随着消费的升级，我们理应重新定位高端酒。1) 从宏观指标来看，以2010年为基数1，2020年M2和GDP分别为3.5和1.9，如果以购买力衡量，现在的高端酒应该是十年前（同品牌力）的2倍左右，若考虑金融属性，应该是十年前的3.5倍。从这个维度来看，茅台（3.3倍）基本符合其金融属性下的增幅，五粮液（1.4倍）显著跑输。2) 从主流消费价格带来看，江苏、安徽主流消费价格带是十年前的2-3倍，基本反映了消费升级的速率。2010年茅五泸终端价在700-800元，反映了当时高端酒的定价，那么十年后的当下，2000元理应成为高端酒的门槛。

图表25：十年茅五终端价与宏观指标增值幅度



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表26：茅台终端价年复合增速

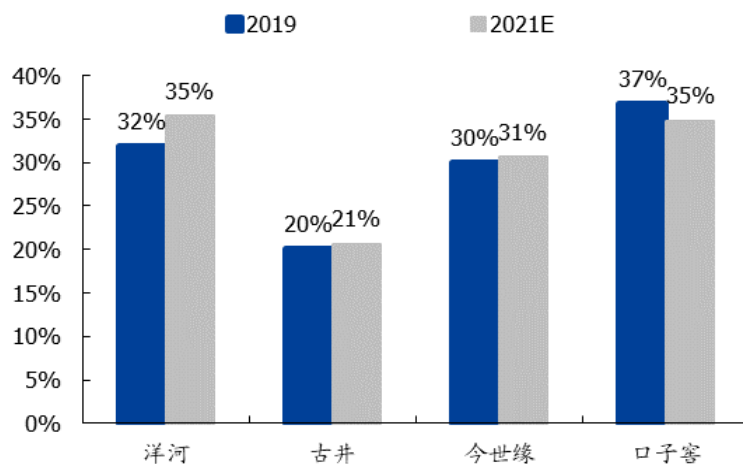


资料来源：wind，国盛证券研究所

地产酒利润率提升，存在预期差

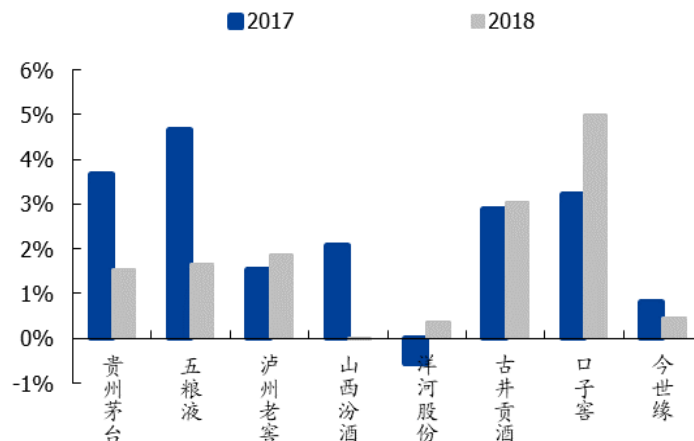
- **消费升级对地产酒是“双刃剑”，后周期属性明显。**古20、洋河梦6+等中高端产品表现超预期，而古井献礼、口子5年以下产品、海之蓝等低价格带产品库存相对较大，由于中低端占比较高，消费升级背景下，地产酒的收入弹性较小，且部分未跟上升级脚步的品牌面临危机。但前期布局较早的品牌受益于消费升级趋势，利润端预计将有较强弹性。且由于消费自上而下升级，地产酒有一定的后周期属性，目前仍存在一定预期差。
- **利润端：结构升级明显，净利率同比增速较快，净利率预期有望上调。**地产酒结构升级加速，在此背景下，地产酒龙头的净利率有望提升，使得利润表现好于预期。对比上一轮消费升级来看（2017-2018年），2018年古井、口子窖的净利率同比提升3.0pct和5.0pct。展望2021年，地产酒龙头吨价加速提升带动毛利率上移，与此同时，2020Q3高端酒率先复苏，老窖和汾酒销售费用率大幅缩减，而彼时古井、今世缘等仍处于库存清理阶段，费用率下移并不明显，随着疫情冲击的减弱和消费的回补，今年费用率亦有下降空间。

图表27：地产酒龙头净利率预测（wind一致预期）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表28：2017-2018年部分白酒公司净利率同比增减情况

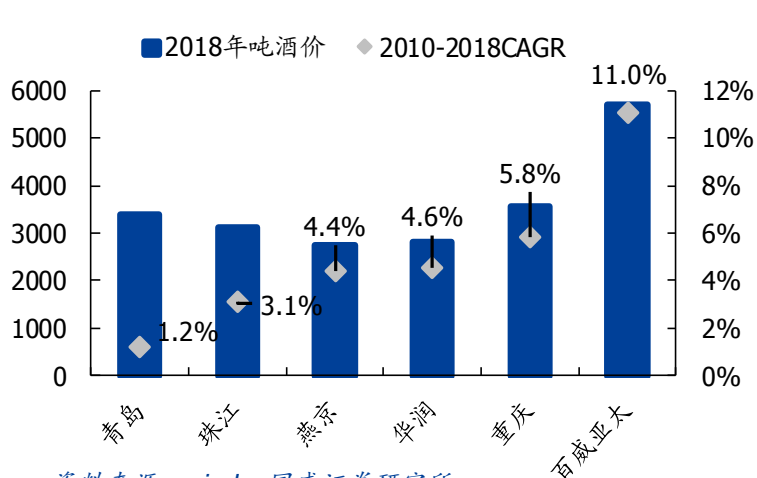


资料来源：wind，国盛证券研究所

啤酒高端化加速，利润释放弹性强

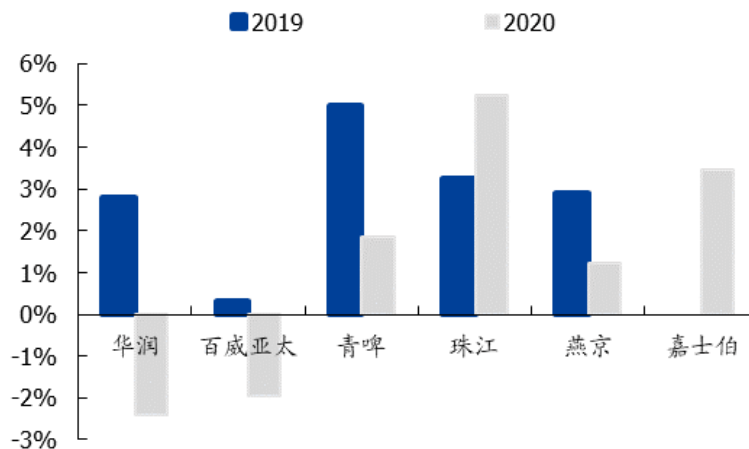
- 提价“常态化”，品牌高端化加速。**自上而下来看，消费升级，啤酒高端化是大势所趋：欧美等发达国家啤酒的吨价在6000-7000元，中国的吨价3000-4000元，对标来看，中国啤酒的吨价有将近一倍的提升空间。中国啤酒的主流价格带将从4元向6元再向8元升级。嘉士伯中国核心品牌在同价格带中产品力强。乌苏2019年疆外市场开启快速增长，2020年乌苏疆外同比+106%。华润啤酒牵手喜力，打造“4+4”产品组合，2020年次高端及以上销量同比+11.1%。
- 开源节流，啤酒行业利润释放弹性强。**2020年主流品牌华润和青啤的吨净利为188元和281元，换算为500ml瓶装，即为0.09元/瓶和0.14元/瓶。若啤酒行业未来价格持续提升，国产品牌的利润弹性较强，我们测算每提价5%，利润率将有1%左右的提升。此外，国企改革进行时，与海外啤酒公司相比，国产啤酒的人均效率仍有较大提升空间。

图表29：2010-2018年主要啤酒企业吨价及年复合增速（元/千升）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表30：2019和2020年主要啤酒企业吨价增速情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

- 一、板块综述与后续展望
- 二、自上而下：寻找抗通胀品类
- 三、自下而上：挖掘成长赛道机会

自下而上：寻找成长赛道机会——好吃好喝的餐饮主赛道

- 餐饮行业发展以及资本催化行业加速变革，部分赛道进入收割期。一二级市场餐饮企业上下游融资增加，催化行业加速变革，餐饮供应链发展日趋完善，投资机会涌现。
- 成长赛道特性：早期渗透期，行业双位数增长。主要赛道包括餐饮、复合调味料、预制菜、早餐、茶饮赛道等。

图表31：餐饮行业上下游上市公司一览

上游：

复合调味料：颐海国际、天味食品、日辰股份、海天味业、丁点儿股份（拟上市）

预制菜/半成品：味知香、立高食品、南侨食品、千味央厨（拟上市）

速冻食品：安井食品、海欣食品、惠发食品

下游：

火锅/川式：海底捞、呷哺呷哺、九毛九

其他菜系：同庆楼、广州酒家、全聚德

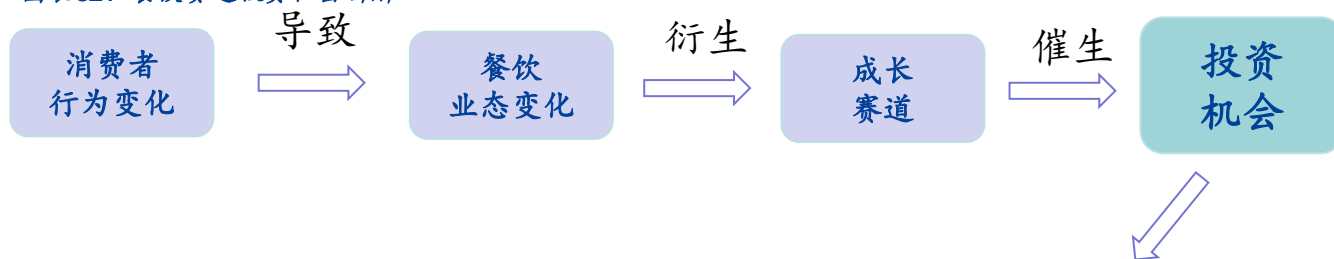
早餐/休闲食品：巴比食品、一鸣食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌、奈雪的茶（拟上市）

资料来源：wind，国盛证券研究所

三、自下而上：寻找成长赛道机会

- 看好上游食材工业化、下游餐饮连锁化率提升的投资机会。中游我国冷库、冷链物流基础设施仍需完善，上游农产品生产机械化程度低、且流通方式仍以批发市场为主，相对重资产模式，但是对标欧美其产业发展空间亦较大。
- 万亿餐饮大市场，多子赛道标准化升级，有望跑出多个千亿级别公司。近年来餐饮供应链行业大发展，各个细分子赛道龙头雏形已现，其中上游复调、预制菜初具规模，下游卤制品、茶饮、早餐等赛道出现多家上市公司。
- 无界餐饮，“破壁发展”产业链融合趋势明显。由于中游供应链逐渐成熟，品类间、产业上下游呈现出融合渗透的发展趋势，子行业龙头尝试破壁发展。

图表32：餐饮赛道投资机会拆解



餐饮——产业变革

- 1) 产业迭代，传统企业逐步被淘汰
- 2) 中餐连锁上行，火锅&茶饮赛道火热
- 3) 餐饮企业向食品赛道渗透，拓张边际

食品——新兴赛道

- 1) 复调：成长赛道，短期难见行业边际
- 2) 预制品：BC端齐增长，从米面肉丸逐渐扩充，从导入期向成长期过度

餐饮产业链变迁——催生复合调味料及预制菜发展机会

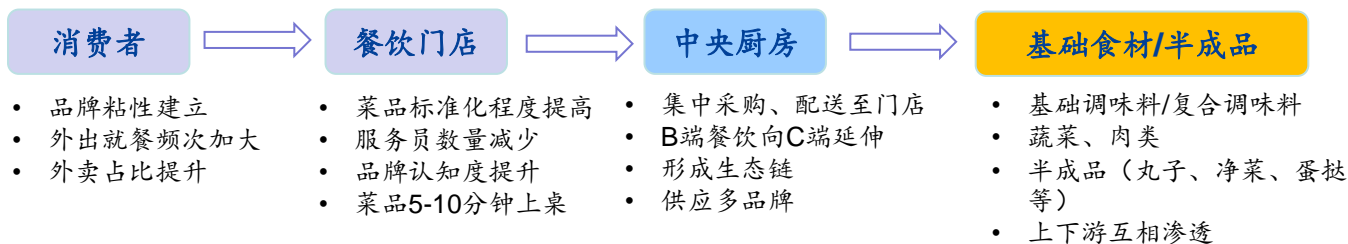
图表33：餐饮产业链变迁催生复合调味料及预制菜发展机会

共赢生态链

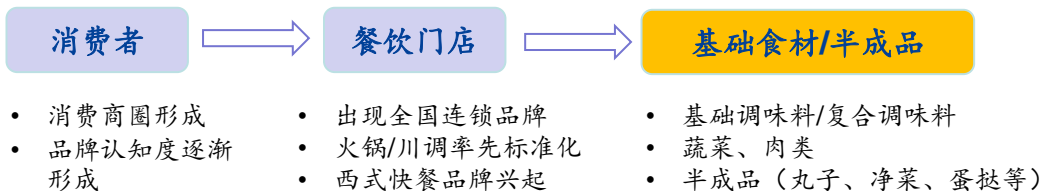
“吃”耗时减少
快捷、方便（向西方演进）

标准化、可复制性强
生命周期拉长
上下游延伸、对内转对外

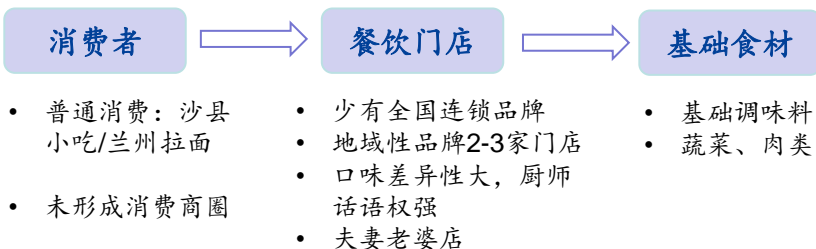
农副产品演变为食品
行业集中度提升
复合化是大趋势



餐饮3.0
海底捞
眉州东坡
盒马生鲜



餐饮2.0
湘粤情
肯德基

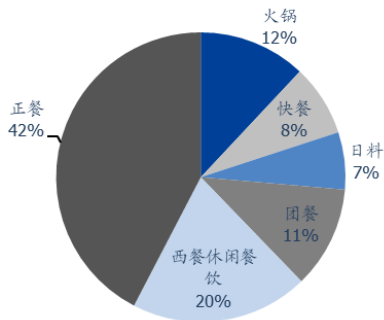


餐饮1.0
沙县小吃
兰州拉面

消费者：休闲时间减少，火锅/茶饮市占率提升

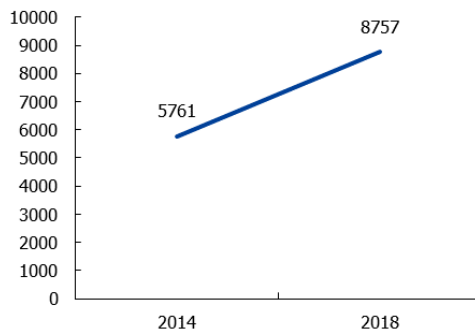
- **标准化、快捷化解决消费者痛点。** 中国人每日休闲时间逐年下降，2020年降至2.42小时/天。
- **火锅、茶饮连锁龙头市占率提升。** 火锅（12%）和快餐（8%）在餐饮占比分类前两位，传统西式连锁企业市占率略有下降，火锅/茶饮进入赢家通吃阶段，蜜雪冰城、海底捞2020年门店新增40-50%。

图表34：中国餐饮各品类收入占比



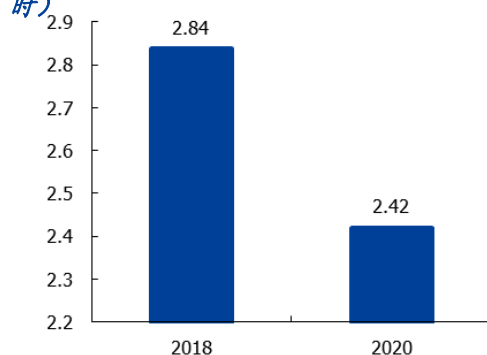
资料来源：中国饭店协会，国盛证券研究所

图表35：中国火锅市场总收入（亿元）



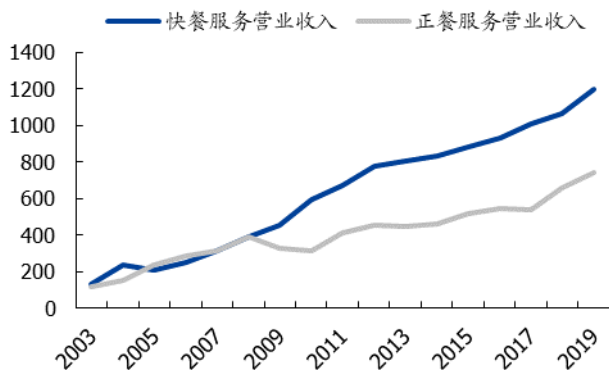
资料来源：中国饭店协会，国盛证券研究所

图表36：中国每日人均休闲时间（小时）



资料来源：《中国经济生活大调查(2019—2020)》，国盛证券研究所

图表37：餐饮连锁企业收入（亿元）



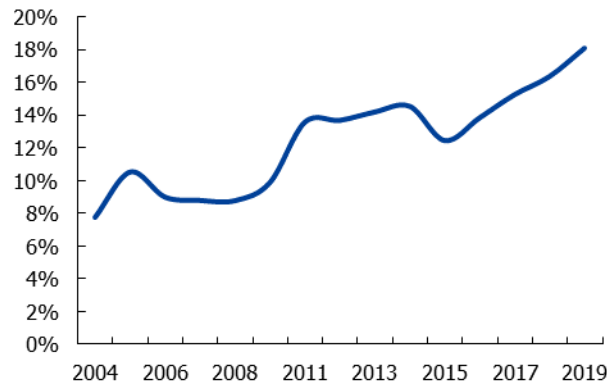
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表38：中国餐饮连锁Top12市占率（%）

	2016	2017	2018	2019
肯德基	11.3	11.3	10.6	10.8
麦当劳	5.3	5.2	5.1	4.9
星巴克	3.5	4	4.3	4.3
海底捞	1.4	1.9	3.1	3.8
必胜客	2.7	2.6	2.3	2.1
德克士	2.9	2.7	2.3	2
华莱士	1.1	1.4	1.7	1.5
一点点	0.6	1.1	1.2	1.3
喜茶	0.3	0.4	0.6	1.2
汉堡王	1	1.2	1.2	1.2
呷哺呷哺	0.7	0.9	0.9	1.1
瑞幸咖啡	-	-	0.2	1
其他	69.2	67.3	66.5	64.8

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表39：中国一人户家庭占比

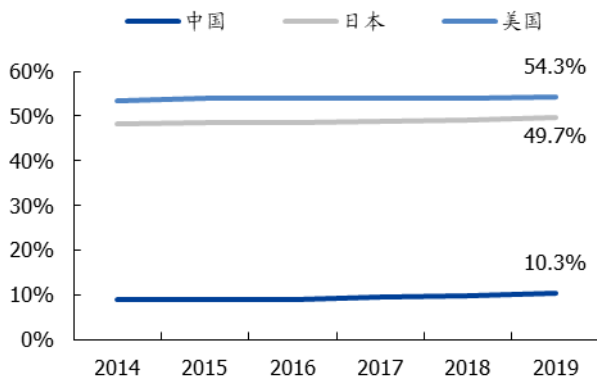


资料来源：wind，国盛证券研究所

餐饮门店：生命周期短，连锁化率提升空间大

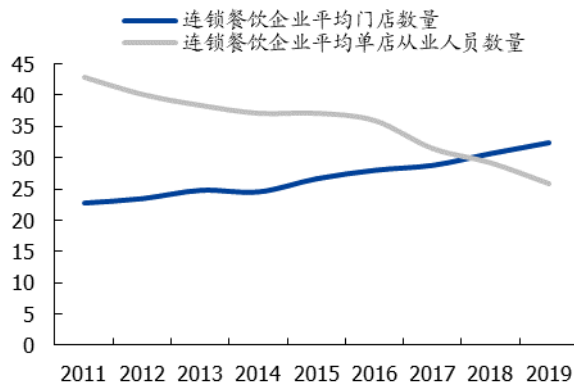
- **餐饮万亿大市场，连锁化率提升空间大。**我国餐饮行业规模2019年达到4.7万亿，2010-19年增长CAGR为11.4%。中国餐饮连锁化率约为10.3%，相较于美国（54.3%）和日本（49.7%）有较大提升空间。
- **痛点1：标准化节约人力成本。**我国连锁餐饮平均门店数量自2011年22.7家提升至2019年32.5家；单店从业人员数量自2011年42.8人下降至2019年25.8人。“连锁规模”与“单店人数”呈现剪刀差走势，源于连锁行业提升标准化程度节约了人力。
- **痛点2：标准化、品牌化延长生命周期。**生命周期短成为餐饮最大痛点，美团点评数据显示，2018年餐厅平均寿命仅为508天，生命周期成为盈利关键。

图表40：中美日餐饮连锁化率变化情况



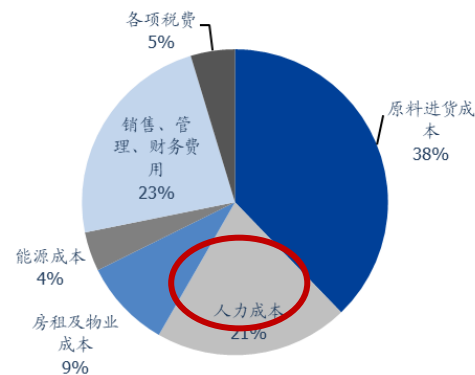
资料来源：中国产业信息网，中国饭店协会，国盛证券研究所

图表41：中国连锁餐饮平均门店数与单店人员



资料来源：中国产业信息网，中国饭店协会，国盛证券研究所

图表42：中国连锁餐饮平均门店数与单店人员

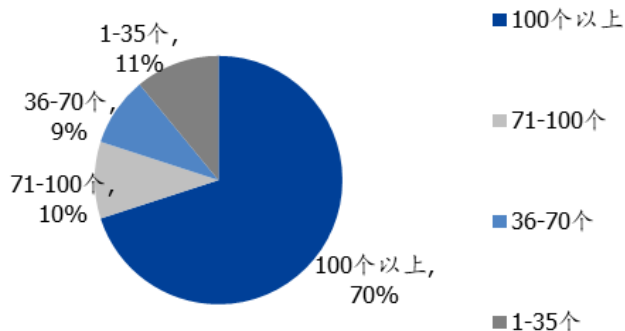


资料来源：中国产业信息网，中国饭店协会，国盛证券研究所

供应链：“前店后厂”模式普及，拓展产业链

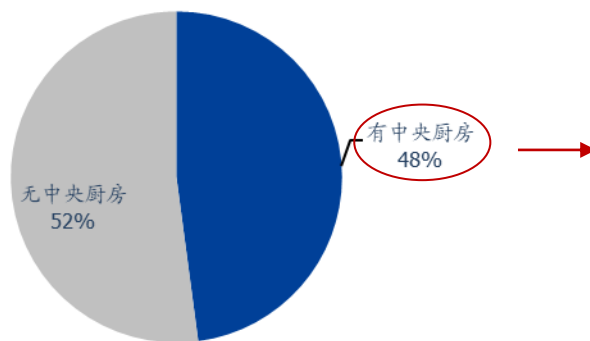
- **餐饮企业进军食品行业，加快产业融合，提升稳定性。**相较于餐饮行业，食品行业的经营稳定性较高，规模效应明显。其中调味品的利润率较高，通常在15%以上，食品利润率相对较低，通常在5-15%。
- **品牌效应互相促进，从C端向BC、CC延伸。**以海底捞为例，品牌输出从门店向消费端渗透，颐海——蜀海——海底捞的模式打通产业链。同时，蜀海还向B端延伸，拓宽行业边际。
- **供应链成为餐饮巨头核心竞争力和孵化器。**供应链发展催生行业的标准化，餐饮门槛降低，加速行业整合发展，小企业出清，龙头市占率提升。

图表43：餐饮企业供应商数量



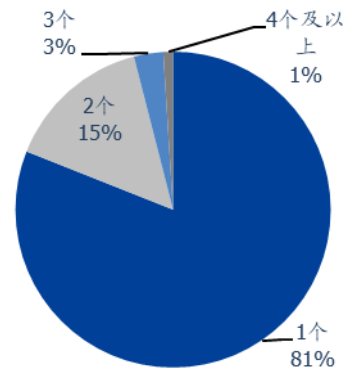
资料来源：中国产业信息网，中国饭店协会，国盛证券研究所

图表44：有无中央厨房的餐饮企业占比



资料来源：中国产业信息网，中国饭店协会，国盛证券研究所

图表45：餐饮企业中央厨房个数

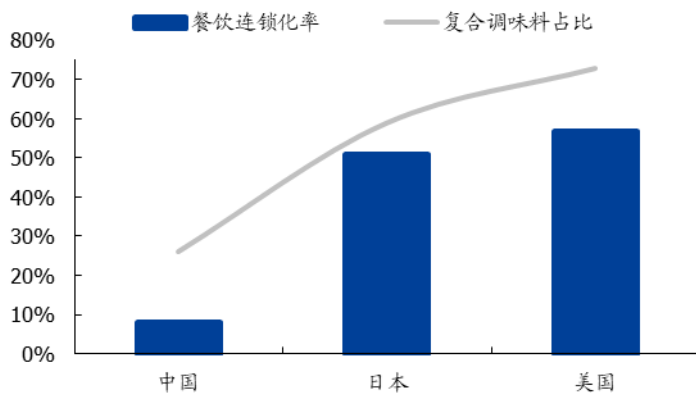


资料来源：中国产业信息网，中国饭店协会，国盛证券研究所

复调：川调起步较快，其他品类跟进中

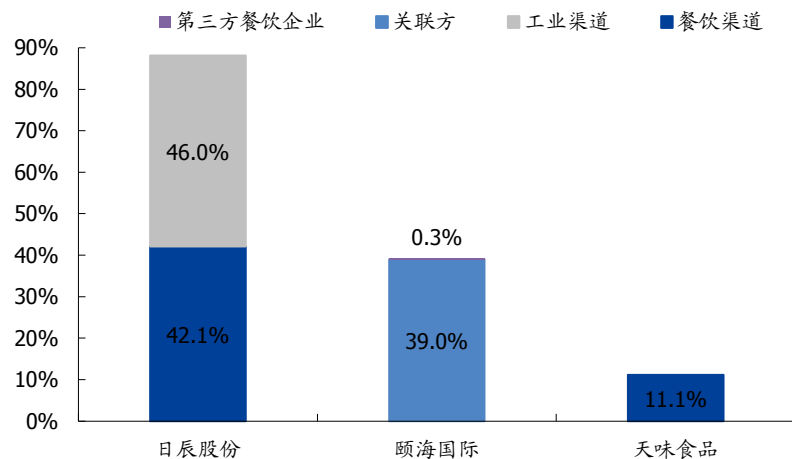
- **复合调味料：受益于餐饮连锁化，打开发展空间。**2018年我国复合调味料市场规模为1091亿元，2013-2018年复合增速约为14.39%。火锅及川菜作为最易于连锁化的餐饮类型，全国化普及过程中带动了川香调味料和底料的快速发展，2011-2018年川香调味料市场规模复合增速近20%，而火锅底料2013-2018年市场规模增速约为15%，均高于复合调味料整体增速水平。从B、C两端综合来看，我们中性预计我国的复合调味料市场空间约4000-5000亿元，餐饮连锁化率提升有望贡献较大增量。
- **复调企业在餐饮渠道中错位竞争。**目前复合调味料上市公司主要有日辰股份、颐海国际及天味食品。从B端布局来看，2019年日辰股份、颐海国际及天味食品B端营收占比分别约为88%（餐饮渠道42%、工业渠道46%）、39%、11%。从赛道角度看，颐海国际与天味食品均处辣味复调赛道，日辰股份以非辣系赛道为主；从目标客户定位角度看，海底捞为颐海国际最大餐饮客户，日辰股份下游餐饮客户多以中高端为主，定制为其特色，天味食品作为从C端切入B端的后进入者，以高性价比大红袍产品。我们认为复调企业的错位竞争有利于加速复合调味品在餐饮供应链中的渗透，同时助力打开自身成长空间。

图表46：中美日餐饮连锁化率以及复合调味品占比对比



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表47：主要上市公司渠道构成对比（2019年）

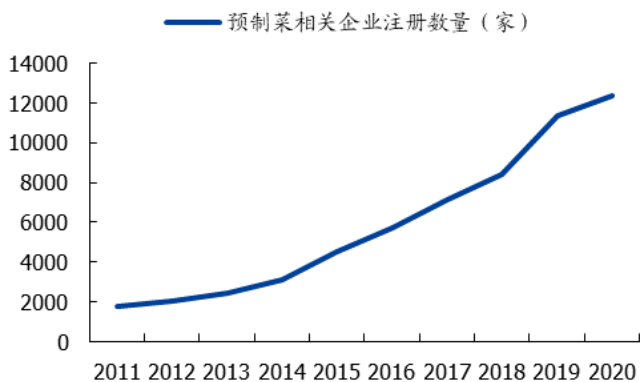


资料来源：wind，国盛证券研究所

预制菜：行业处于早期阶段，多业态参与角逐

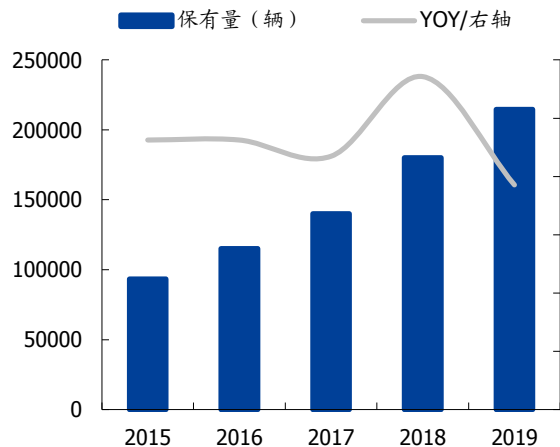
- 预处理市场规模约2000亿，品类分散肉制品占比较高。根据中国产业信息网的统计，2020年我国预处理的肉类和海鲜市场规模约为1838.29亿元，近5年CAGR为6.3%，预处理的水果和蔬菜市场规模约为120.93亿元，近5年CAGR为8.0%。从供给端来看，冷链物流、大数据技术实现精准营销以及线上线下渠道的多元化，共同为预制菜行业发展创造条件。根据中物联冷链委的数据，我国冷链车2019年的保有量为214700辆，2015-2019年CAGR约为23%。从需求端来看，消费升级、生活节奏加快、人力成本上升等，都会带动预制菜的需求。
- 行业仍处于早期发展阶段，市场集中度低。目前行业中多数企业规模小，行业较为分散，正处于由导入期向成长期过渡的阶段。味知香为预制菜行业上市第一股，2016-2020年营收CAGR约为21%。根据中国产业信息网数据，2020年美国、日本和中国的预制菜销量分别为433.2万吨、206.4万吨和169.3万吨，人均消费量分别为13.12千克、16.42千克和1.21千克，对比日本与美国，我国人均预制菜消费量和总体市场成长均有较为广阔空间。

图表48：预制菜企业数量持续提升



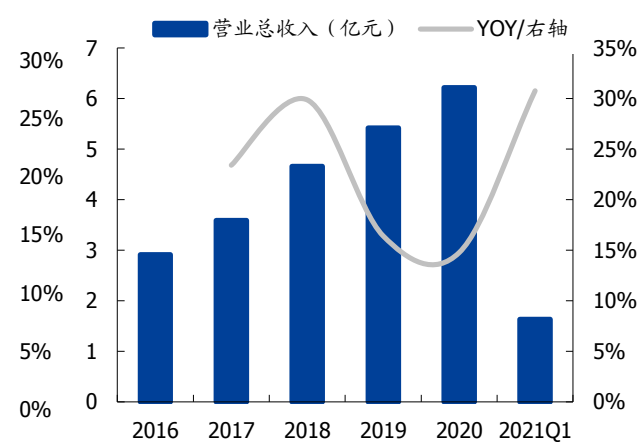
资料来源：企查查、国盛证券研究所

图表49：我国冷藏车保有量及增速



资料来源：中物联冷链委，国盛证券研究所

图表50：味知香营业总收入规模及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

速冻：龙头集中度提升，完成全国化布局

- 速冻食品：千亿市场，受益食材工业化生产趋势。**2018年我国速冻食品市场规模约1149亿元，自2011年以来，我国速冻食品行业规模一直保持稳步增长，2013-2018年复合增长率达到12.1%。随着餐饮连锁快速扩张，客户对食材把控、口味稳定性、配送效率等方面提出了更高的要求，其核心在于标准化（如原材料、调味料、加工过程等），从而催生了上游基础食材工业化、规模化生产的需求。速冻行业受益下游餐饮连锁化及消费场景扩充，未来行业成长预期良好。
- 赛道互相延伸，品类多样化。**传统调味品企业向复调延伸，如：海天、家乐等；传统食品企业向半成品延伸，如：安井、天味、圣农等；传统餐饮企业向半成品和复调延伸，如：海底捞、眉州东坡等。

图表51：安井食品、三全食品、海欣食品、惠发食品、千味央厨、广州酒家对比(2019年)

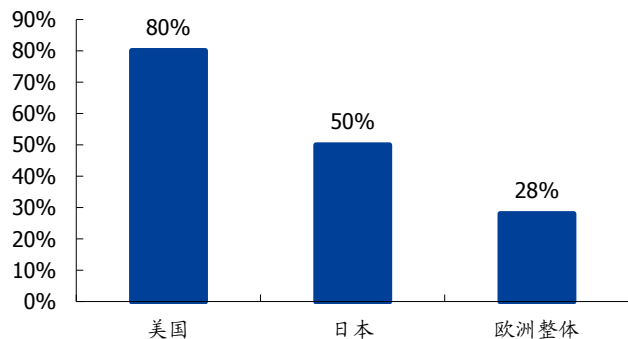
	产能及布局	产品结构	渠道结构
安井食品	基本实现全国化产能布局，在厦门、无锡、泰州、四川、湖北、河南、广州等地均已建或在建生产基地，2019年产量51.34万吨	共有速冻食品300余种，目前以火锅料制品为主（速冻肉制品及速冻鱼糜制品共占收入63.13%），速冻米面占公司收入26.35%，菜肴制品占公司收入10.37%。	经销商和商超渠道占比分别为86%/11%，2019年B/C占比分别约60%/40%，公司疫情后提出BC兼顾，双轮驱动策略，新招募一批BC类经销商，未来BC比例为5:5。
三全食品	基本实现全国化产能布局，在华中、华东、华南、华北均有生产基地，2019年产量62.65万吨，海欣目前产能主要集中在东部沿海地带	主品类为传统速冻米面制品汤圆、水饺19年分别占公司收入29.89%和30.88%，近公司收入的6成。近期公司涮烤汇上市，发力速冻火锅料制品，持续丰富其产品线。	以C端为主，2019年公司零售和餐饮渠道分别占比87%/13%，但公司2018年后成立餐饮事业部，餐饮端占比正逐步提升。
海欣食品	主要集中在东南沿海（福建和浙江）等地，通过租赁+自建的方式解决产能瓶颈，2019年年产量为9.93万吨	聚焦深海鱼糜产品，速冻鱼糜制品占比73.88%，速冻肉制品产品为20.10%	流通渠道为主，2019年农贸渠道占比80%，KA卖场占比约16%。
惠发食品	集中在山东地区，2019年产量8.91万吨	以火锅料制品为主，丸制品、油炸品、串制品、肠制品占比分别为38.18%/25.47%/9.20%/7.23%。	公司以经销模式为主，经销商自行对接下游各渠道
千味央厨	集中在河南地区，2019年产能9.92万吨	主打油炸类速冻米面制品，油条、芝麻球是公司核心大单品。截止19年共有305个SKU，其中油炸类占收入55.30%、蒸煮、烘焙类速冻米面制品分别占22.23%和19.87%，菜肴类和其他占比2.59%。	直营和经销模式并存，其中直营模式对接B端客户，占比
广州酒家	集中在广东地区，2019年产量2.56万吨	速冻食品收入占比24.15%，主打广式点心细分市场，目前SKU数量较其他企业仍较少	-

资料来源：wind，国盛证券研究所，注：因2020年产量及产品结构等数据受疫情影响较大，故采用2019年数据进行对比展示

冷冻烘焙：蓝海市场品类延展，龙头雏形已现

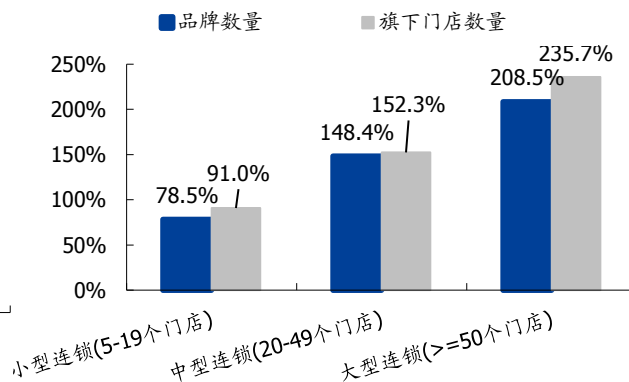
- **我国冷冻烘焙食品市场规模尚不足百亿，有5倍以上空间。**根据“安琪烘焙大讲堂”，预计到2020年底亚太地区冷冻面团市场规模将达到50亿美元，到2025年将达到70亿美元；仅日本市场2018年冷冻面团市场规模已接近120亿人民币。从另一个角度看，当前我国烘焙食品零售额规模2317亿元；由于原材料占比约为25-35%，假设冷冻烘焙在生产端渗透率约为10%，则冷冻烘焙市场规模约为58-80亿元。以美国为例，1949年只有3%的面包店使用冷冻烘焙食品，到1961年就快速增加到39%。假设我国冷冻烘焙食品渗透率达到39%，市场规模将达到226-316亿元。
- **蛋挞皮、中式糕点是主要应用产品。**我国冷冻面团行业自2004年起步，冷冻面团厂家主要位于东部及沿海地区，基本上无发酵的以中式点心应用为主，比如中式蛋挞皮、糕点及月饼等。冷冻烘焙在面包领域应用目前较少，近两年奥昆推出的甜甜圈等产品得到了市场广泛认可。
- **烘焙行业连锁率提升，助推冷冻烘焙渗透率提升。**根据美团点评，2019年大型连锁品牌数量同比+208.5%，旗下门店数量同比+235.7%，显著高于中型、小型连锁品牌。

图表52：国外冷冻烘焙使用比例



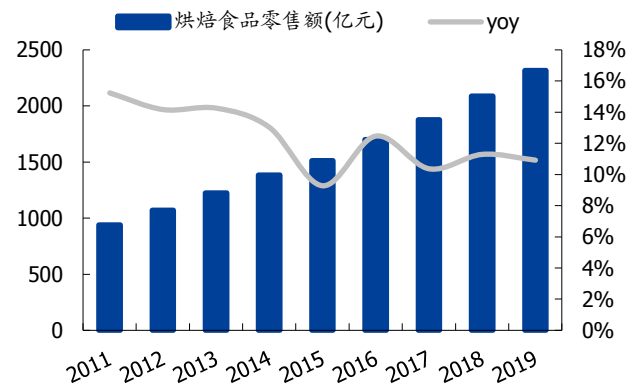
资料来源：立高食品招股说明书、国盛证券研究所

图表53：2019年中国烘焙门店连锁品牌规模增速



资料来源：美团点评、国盛证券研究所

图表54：中国烘焙食品零售额及增速



资料来源：立高食品招股说明书、国盛证券研究所

风险提示

- **经济复苏情况不及预期。**整体而言，所有食品饮料行业的发展与宏观经济均有关，未来中美贸易战存不确定性，目前疫情，尤其是海外疫情的影响深度及广度仍有待观察，存在经济下行的风险。
- **行业发展速率不及预期。**受到宏观经济以及行业竞争的影响，各行业的增速存在不及预期的风险。
- **疫情发展有一定的不确定性。**目前国内疫情有所缓解，但是仍有局部疫情爆发，全球疫情发展不确定性强。

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。



Thank You