

穿越通胀迷雾

海通证券2021年中期投资策略报告会

2021 INTERIM INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO.,LTD.



海通证券
HAITONG

证券研究报告
(优于大市, 维持)

《关注需求恢复与消费升级下的 投资机遇》

颜慧菁 (食品饮料行业首席分析师)

SAC 号码: S0850520020001

2021年06月18日



1. 核心观点
2. 外部环境分析
3. 主要子行业分析
4. 估值对比与投资建议
5. 风险提示

1. 核心观点

- 1) 推荐三条投资主线：一是稳增长的白酒板块，关注高端茅台、五粮液、泸州老窖，次高端山西汾酒、洋河股份、今世缘、古井贡酒、水井坊、舍得酒业；二是利润提升空间大的啤酒板块，关注青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、燕京啤酒；三是常温业务盈利有望改善的乳制品行业，关注伊利股份、新乳业。
- 2) 白酒板块：我们认为目前处于千元价格带白酒的快速扩容期，受益于消费升级和集中度提升，高端白酒有望延续量价齐升；高端龙头提价打开价格天花板，次高端疫情后需求快速恢复，看好次高端白酒持续扩容和21年改善弹性。
- 3) 啤酒板块：我们认为：收入端产品升级仍将是行业增长主要动能；啤酒板块成本效率端改善显著，随着各公司产能优化兑现，利润提升将更加显著。
- 4) 乳业板块：我们判断行业竞争放缓中长期仍有望形成趋势。乳制品行业告别高增长之后，内部分化逐渐凸显，拥有全产业链竞争优势和全球资源整合能力的龙头企业未来增长趋势更为明确。
- 5) 风险提示。经济减速拖累消费、原材料成本上升、新冠疫情反复、食品安全问题。

注：估值股价为2021年05月28日，市盈率TTM法，市净率整体法。

第二节要点:

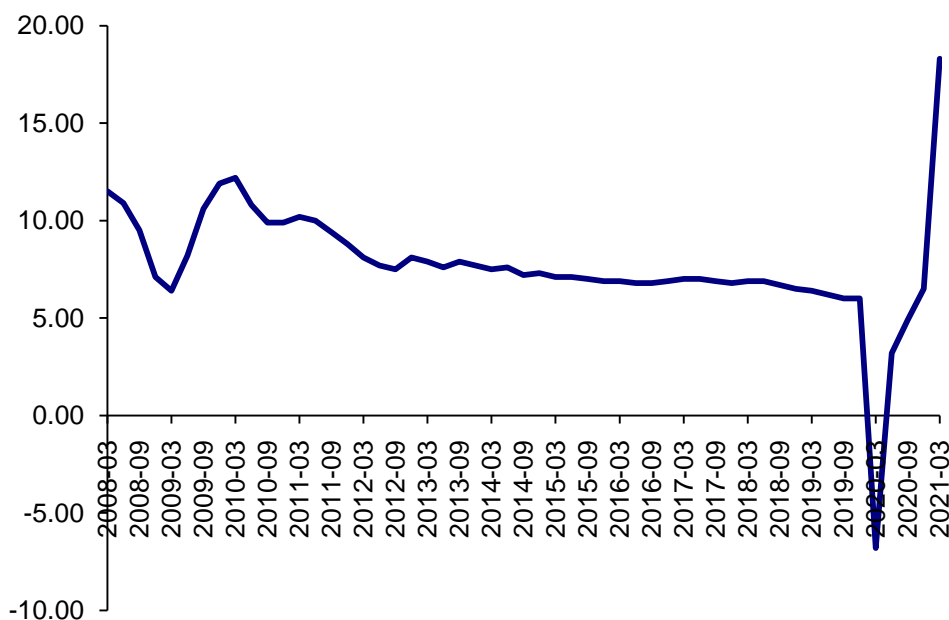
- 宏观经济和社会消费增速疫情后快速回升
- 与食品饮料相关的餐饮和批零数据逐渐复苏

2.1 宏观经济和社会消费增速疫情后显著回升

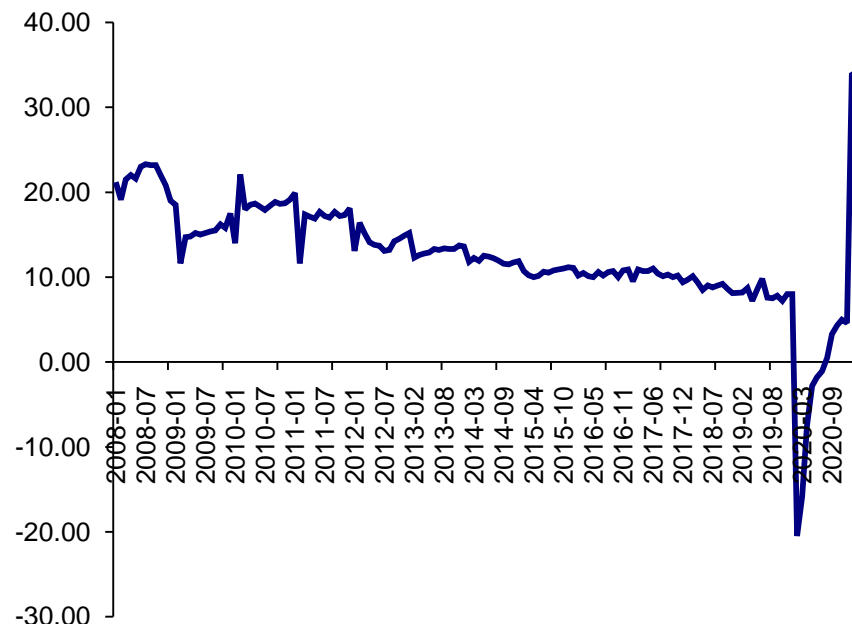
宏观经济环境：2010年以后GDP持续减速，截至2019年底，从12%降至最低6%。20Q1进一步降至-6.8%，创近十年来最低。随着疫情得到控制，GDP增速逐渐回升，21Q1同比+18.30%。

整体消费趋势：2008-2019年，社会消费品零售总额整体跟随宏观经济同步下行，同比增速从高于20%降至10%以内，2020年12月为4.6%，21Q1低基数下增速较快。

图：2008年以来GDP当季同比（%）



图：2008年以来社会消费品零售总额当月同比（%）

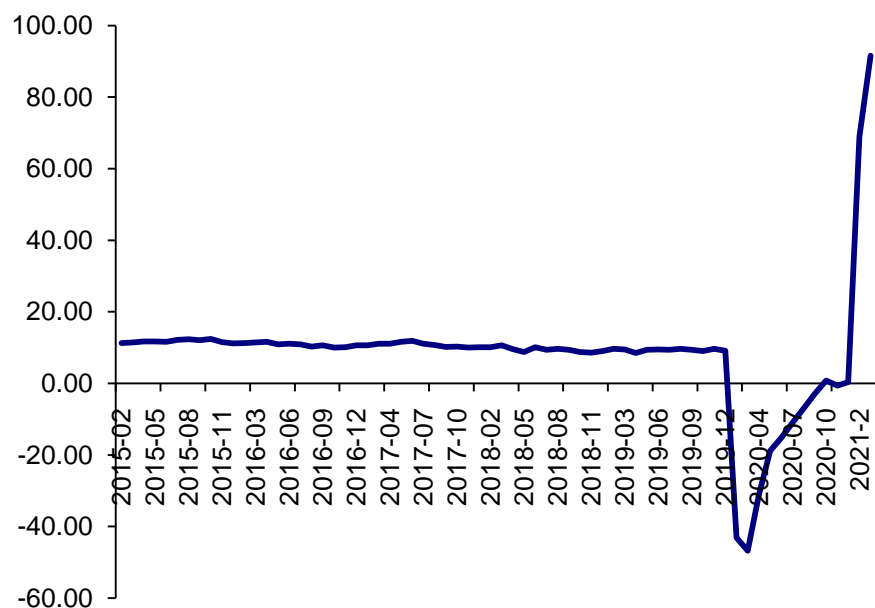


2.2 餐饮相关的餐饮和批零数据疫情后逐渐复苏

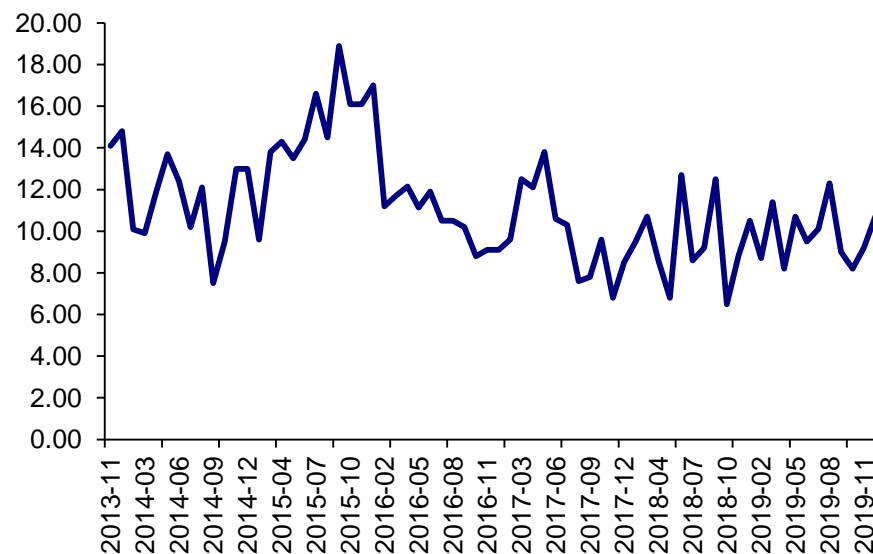
餐饮行业：2015-2019年，餐饮收入增速震荡下行，同比增速从2015年的最高12%降至10%以内，2020年2月降至-43.1%后，9月回升至-2.9%，2021年Q1低基数下加速恢复，3月同比+91.60%。

“大食品”整体行业：2015-2016年，食品饮料零售额增速下行，2017年起企稳。2019年12月同比增长10.7%。

图：2015年以来社消中餐饮收入当月同比（%）



图：零售业“大食品”收入当月同比（%）



第三节要点:

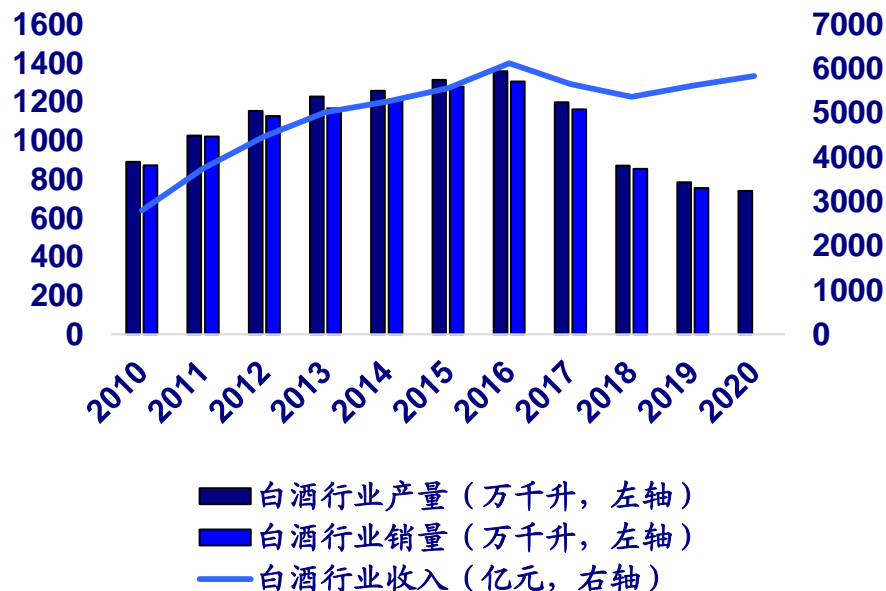
- 白酒：高端酒控量挺价，次高端需求恢复
- 啤酒：疫情不改趋势，结构高端化持续
- 乳制品：市场竞争趋于理性，双寡头格局稳健
- 调味品：量价齐升逻辑不变，兼具成长性与确定性
- 休闲食品：坚果炒货景气度高，休闲卤味行业集中度有望提升
- 软饮料：看好包装饮用水&功能饮料&甜牛奶乳饮料赛道机会

3.1 白酒：量减价增或成为主旋律，行业集中度有望提升

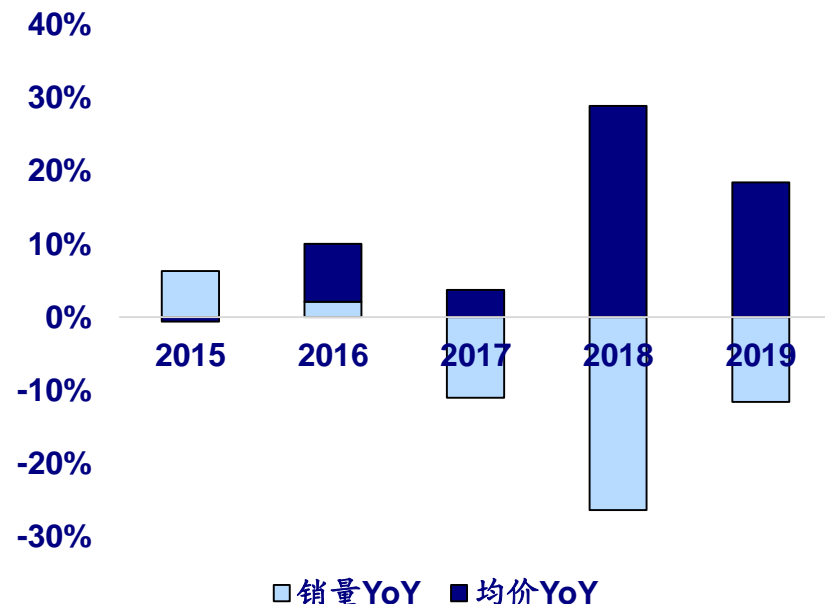
量减价增或成为行业主旋律。近年来白酒行业规模基本持平，2015-20年收入CAGR为1.0%，2015-19年均价CAGR为14.4%，2017-19年行业销量连续三年回落，随着“少喝酒，喝好酒”的理念深入人心，我们认为量减价增或成为行业常态。

白酒行业集中度有望提升。我们认为疫情下中小企业受冲击较大，需求恢复、消费升级下名优白酒竞争优势较大，有望抢占中小白酒企业市场份额。

图：2010-20年白酒行业产销量及收入



图：近年来行业延续量减价增趋势



3.1 白酒：可比公司估值表

表：可比公司估值表

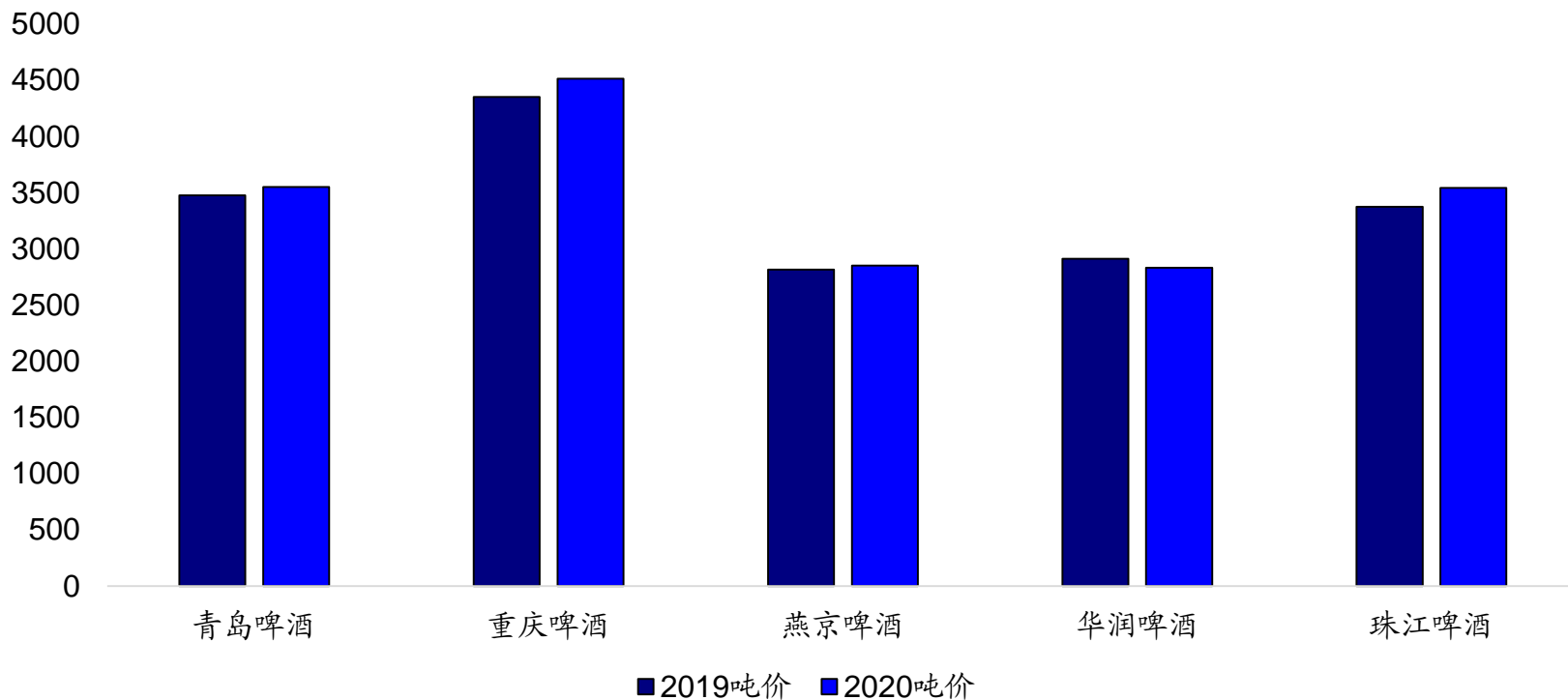
代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
高端白酒												
600519	贵州茅台	2199.50	27630.07	37.17	42.99	50.10	59.17	51.16	43.90	17.13	14.32	12.03
000858	五粮液	296.50	11508.97	5.14	6.28	7.48	57.68	47.18	39.65	13.43	11.35	9.62
000568	泸州老窖	262.20	3840.58	4.10	5.15	6.39	63.95	50.88	41.06	16.64	13.75	11.15
	均值			15.47	18.14	21.32	60.26	49.74	41.53	15.73	13.14	10.93
次高端白酒												
600809	山西汾酒	466.00	4061.32	3.54	5.14	6.82	131.89	90.74	68.31	41.54	30.41	22.57
002304	洋河股份	228.10	3437.44	4.98	5.44	6.36	45.94	41.91	35.86	8.93	7.91	7.08
603369	今世缘	55.72	699.01	1.25	1.54	1.91	44.61	36.07	29.10	8.46	7.18	6.03
000596	古井贡酒	235.97	1188.34	3.68	4.76	5.78	64.08	49.62	40.82	11.83	9.82	8.28
000799	酒鬼酒	225.97	734.24	1.51	2.39	3.37	149.36	94.74	66.96	25.70	20.85	16.42
600779	水井坊	121.30	592.47	1.50	2.23	2.87	81.01	54.50	42.23	27.74	21.41	16.86
600702	舍得酒业	216.90	729.17	1.75	2.85	3.92	125.47	76.14	55.34	20.37	15.93	12.63
	均值			2.60	3.48	4.44	91.77	63.39	48.37	20.65	16.22	12.84

注：收盘价为2021年6月9日价格，估值为Wind一致预期。

3.2 啤酒：吨价提升，产品结构高端化持续

2020年，除华润啤酒推行不含瓶销售导致吨价下降外，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒的吨价同比都有所上升。同时，各家酒企的高端产品占比同样有所提升。

图：我国啤酒上市公司吨价对比（单位：元）

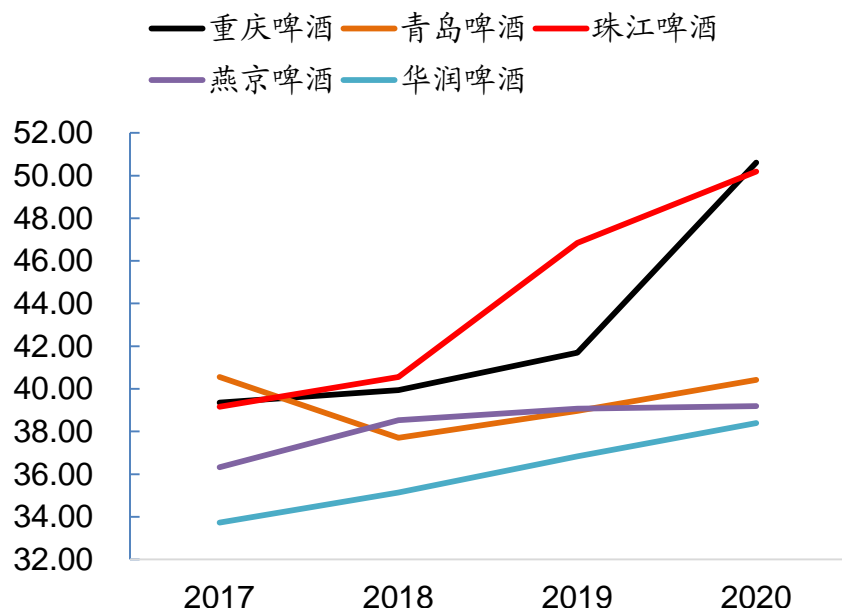


3.2 啤酒：毛利率、净利率指标均提升

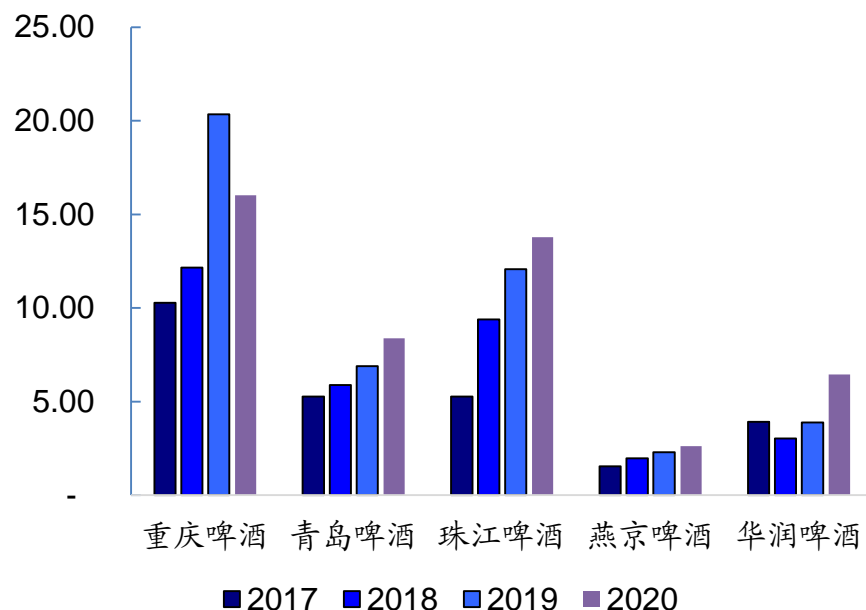
我们认为，行业增长逻辑已经从量增向价涨转化，企业竞争从低价抢份额向产品品牌、品质竞争。

我们认为在产品结构提升、提价，增值税税率降低带动下，原材料价格上涨带来的冲击会被部分抵消，2020年华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒毛利率分别增长1.56pct, 1.46pct, 0.13pct, 8.92pct, 3.35pct。

图：我国啤酒上市公司毛利率变化（%）



图：我国啤酒上市公司净利率变化（%）



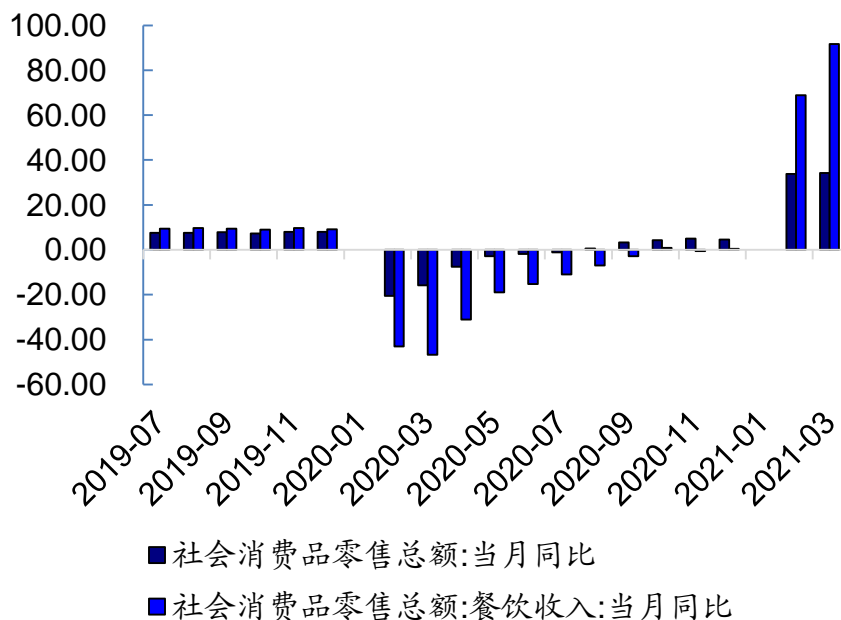
3.2 啤酒：疫情不改行业趋势

2021年一季度，我国啤酒上市公司收入均大幅回升，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒收入同比分别增加42%、38%、489%、40%，归母净利润除燕京啤酒外均同比大幅提升。

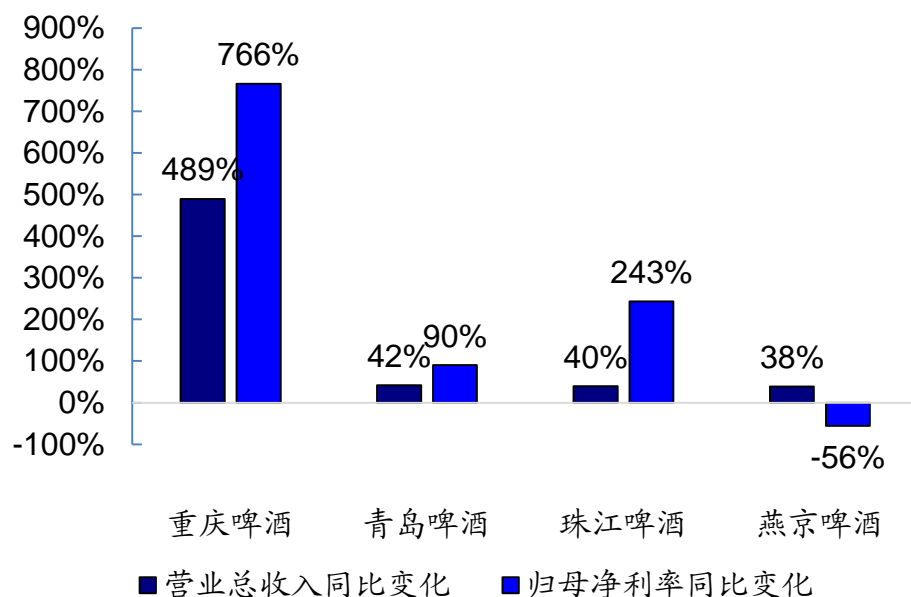
2020年，A股7家啤酒上市公司总收入同比减少0.07%；归母净利润增长22.05%；毛利率42.52%，同比增加2.98pct；净利率9.01%，同比增加2.53pct。

我们认为随着疫情的结束，餐饮、零售场景的恢复，啤酒消费和盈利将回归正常趋势。

图：社会零售总额变化（%）



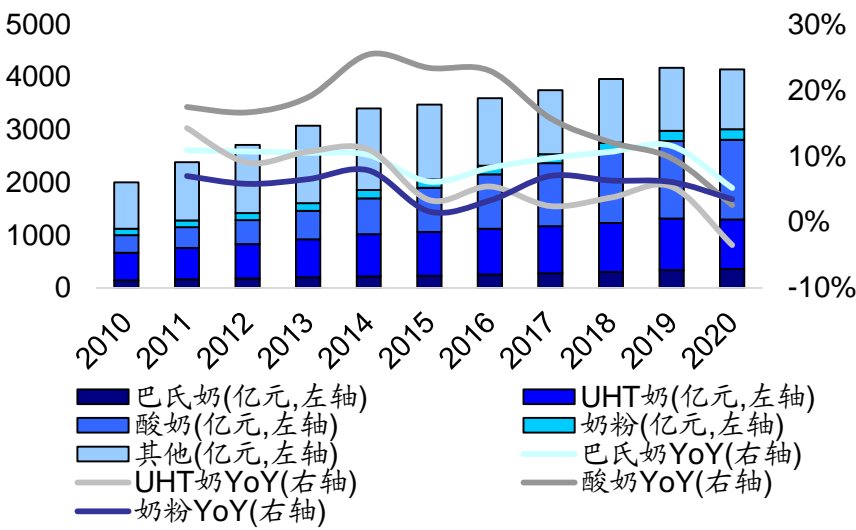
图：2021Q1我国啤酒上市公司归母净利润变化



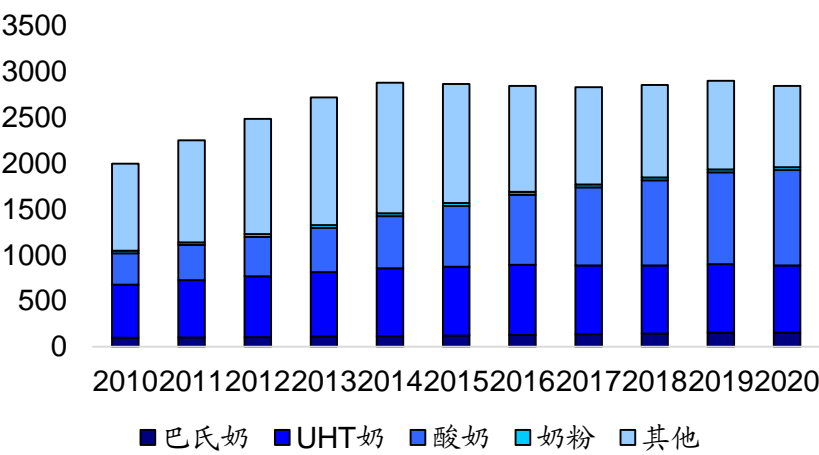
3.3 乳制品：由于重大公共卫生事件影响，行业增速有所放缓，巴氏奶受影响较小



图：乳制品细分行业规模及同比增速



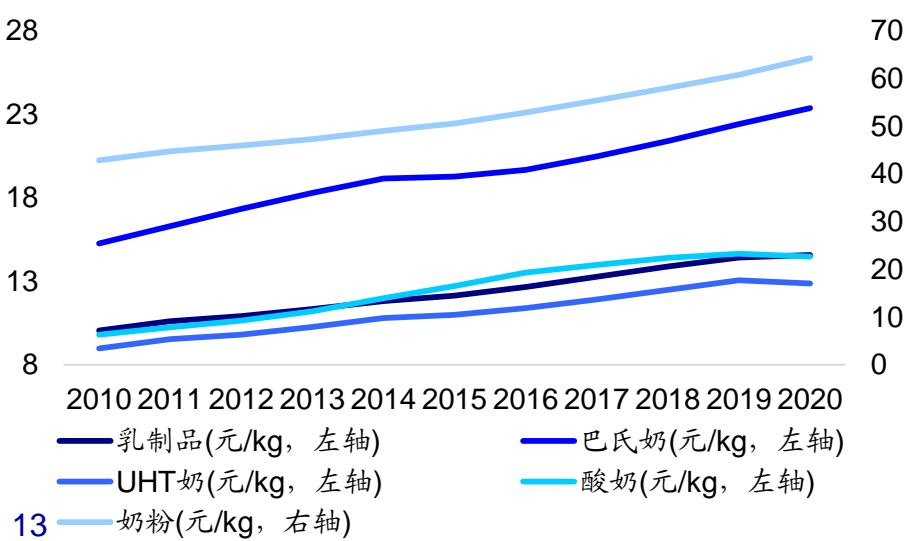
图：乳制品细分行业零售量（万吨）



我国乳制品消费以白奶和酸奶为主，2020年乳品行业零售额为4146.2亿元，2015-20年CAGR3.6%。

类别	15-20CAGR	增长趋势	规模(2020)	增速(2020)
巴氏奶	9.0%	加速增长	360.9 亿元	5.2%
UHT奶	2.6%	进入成熟期 中低个位数增长	941.1 亿元	-3.5%
酸奶	12.4%	高速增长后 增速放缓	1507.0 亿元	2.6%

图：乳制品细分行业零售价



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

3.3 乳制品行业：双寡头格局稳健

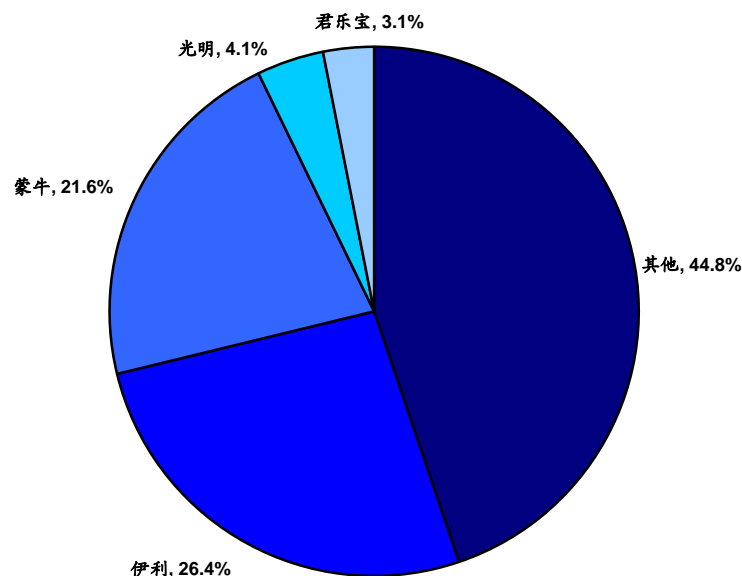
双寡头格局。2020年乳制品行业中伊利蒙牛合计份额占比近50%，分别为26.4%和21.6%。光明与君乐宝分别占4.1%、3.1%。

巴氏奶市占率前五均为地方乳企，其中光明、三元和新希望市占率排名前三，合计占比28.2%；**UHT奶步入成熟期**，双寡头占据超85%份额。**酸奶：双寡头合计占比55.6%。**

表：细分行业竞争格局

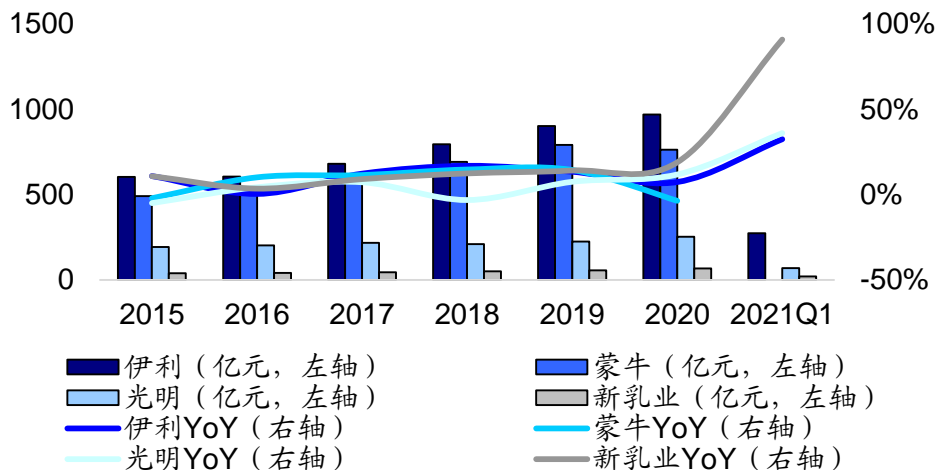
类别	CR5 (2020)	竞争格局	TOP1	TOP2	TOP3
巴氏奶	37.6%	市占率前五均为地方乳企	光明 13.7%	三元 8.7%	新希望 5.8%
UHT奶	89.0%	双寡头合计市占率85.7%	伊利 43.4%	蒙牛 42.3%	三元 1.3%
酸奶	75.2%	双寡头合计市占率55.6%	伊利 30.6%	蒙牛 25.0%	君乐宝 7.8%

图：2020年乳制品行业市场份额



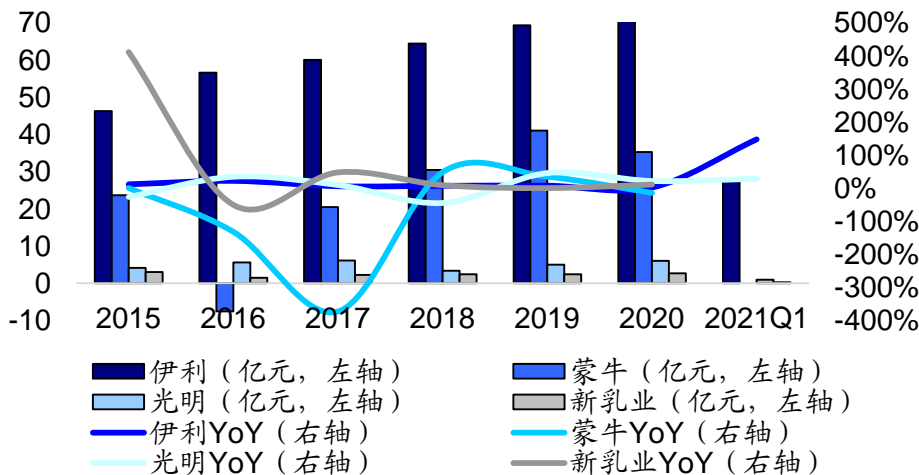
3.3 乳制品：21Q1收入增长迅速，伊利ROE居首

图：乳制品公司营业总收入

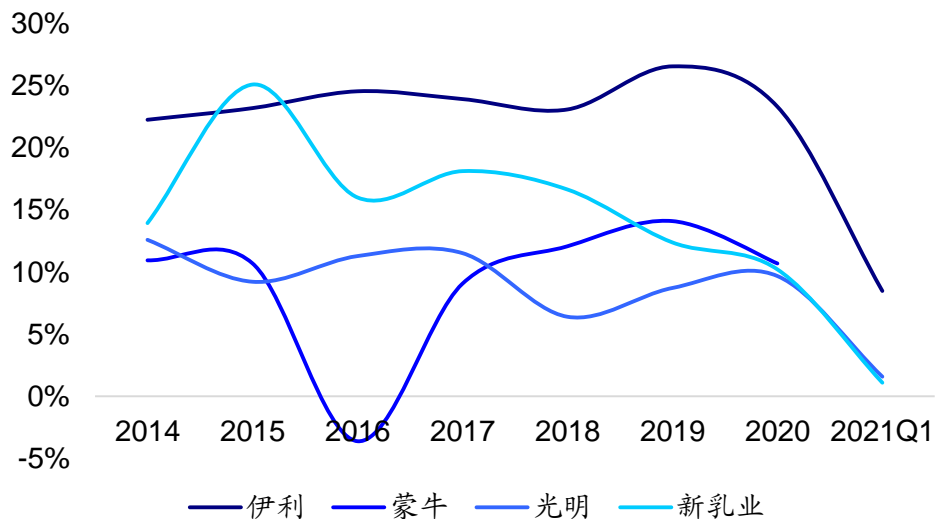


- 乳品行业收入端**21Q1**增长迅速，盈利能力有所修复。我们预计乳制品企业通过产品结构提升、减少促销以及提价等方式缓解成本端上涨压力，盈利能力逐步修复。
- 伊利**ROE**居首，**21Q1**达**8.5%**。光明、新乳业分别为1.6%、1.1%。蒙牛**ROE**为10.7%（2020）

图：乳制品公司归母净利润

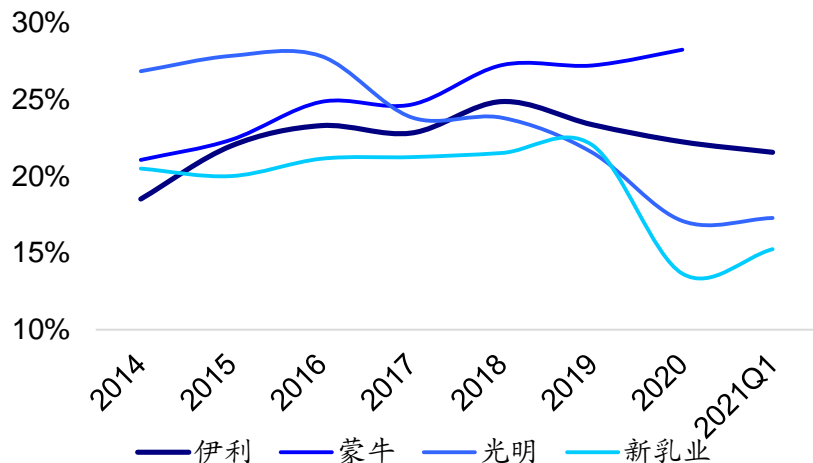


图：乳制品公司ROE对比



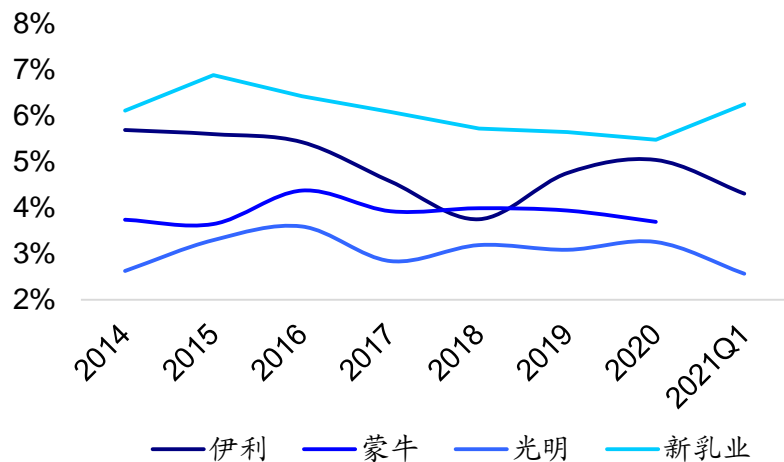
3.3 乳制品：市场竞争趋于理性，销售费用率稳中有降

图：乳制品公司销售费用率对比

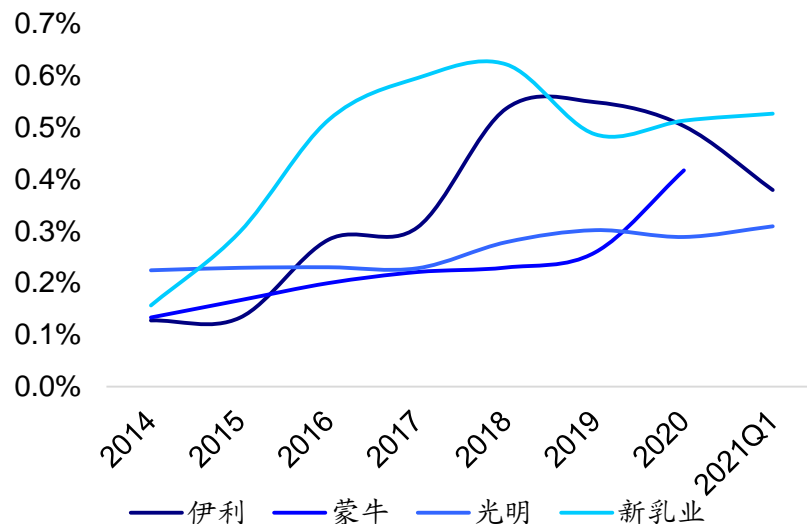


- 销售费用率有所回落。我们预计由于收入准则调整叠加常温品类竞争格局改善，销售费用率稳中有降。
- 管理费用率维持稳定。
- 研发费用率稳中有升。

图：乳制品公司管理费用率对比



图：乳制品公司研发费用率对比



3.3 乳制品：可比公司估值

表：可比公司估值表

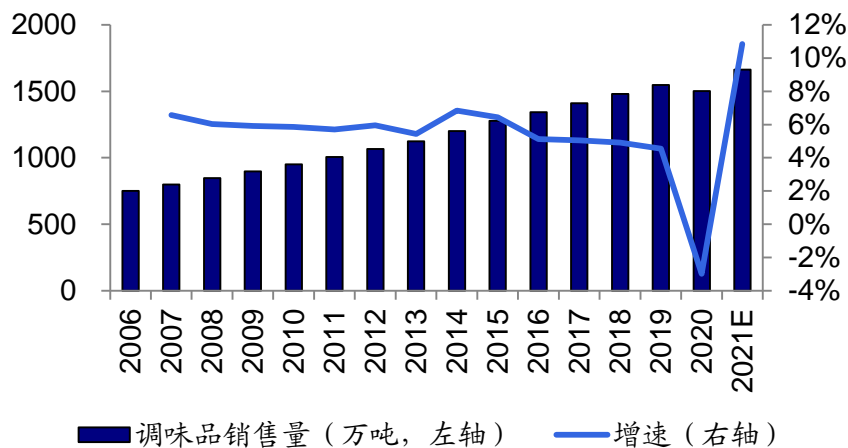
代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600887	伊利股份	39.82	2422.10	1.18	1.42	1.66	34.22	28.01	23.93	7.25	6.80	5.90
002946	新乳业	16.70	144.83	0.32	0.43	0.56	53.45	38.75	30.08	5.66	5.13	4.52
002732	燕塘乳业	23.40	36.82	0.67	0.96	1.18	35.10	24.39	19.90	3.41	3.12	2.82
02319.HK	蒙牛乳业	38.12	1505.15	0.89	1.30	1.59	43.60	29.37	23.94	4.66	3.87	3.41
均值				0.77	1.03	1.25	41.59	30.13	24.46	5.25	4.73	4.16

注：收盘价为2021年6月9日价格，估值为Wind一致预期。

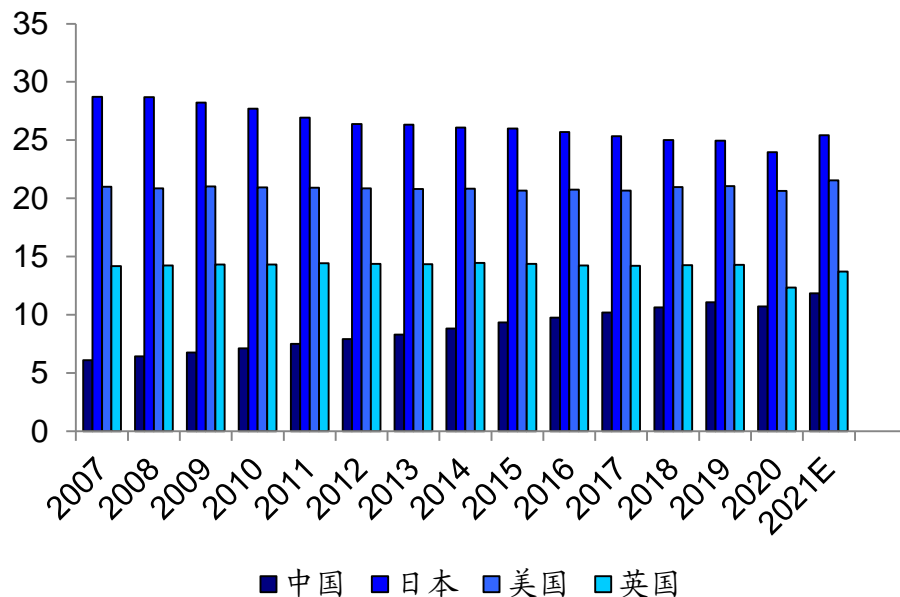
3.4 调味品：行业增速放缓，量价齐升逻辑不变

- 根据欧睿数据，近几年我国调味品行业收入增速、销量增速都在逐渐放缓，**2020年调味品行业零售额为1449.87亿元，同比增长11.41%，行业销量为1500.42万吨，同比减少2.99%。**
- 我们认为，对比日本等海外市场，国内人均消费量仍然较低，行业量上依然有较大增长空间；同时原材料涨价、消费升级大趋势下，提价、产品升级等都会带来行业均价的上移，量价齐升依旧是行业发展主旋律，收入端依然能够保持一定增速。

图：我国调味品行业销量及增速



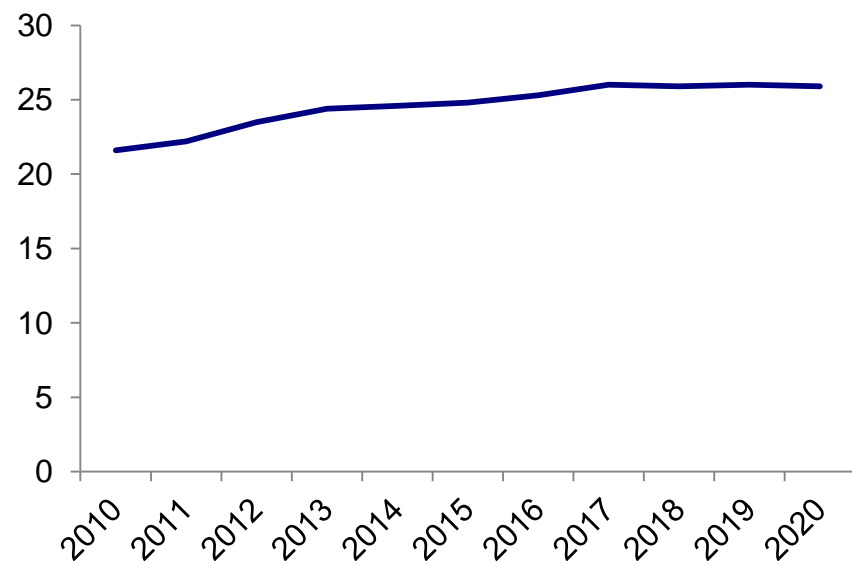
图：中日英美调味品人均消费量 (kg/人)



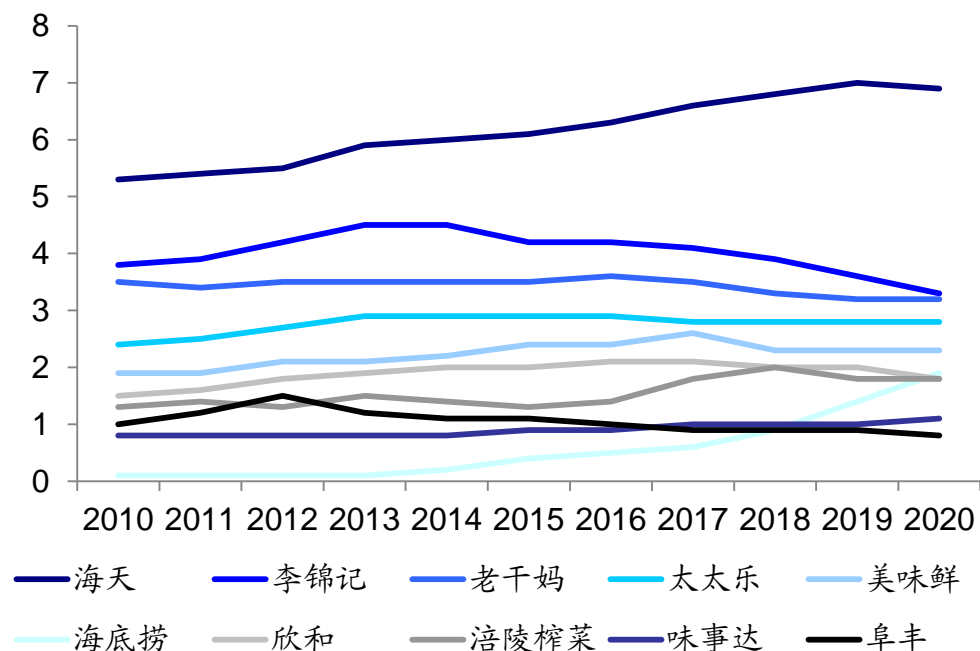
3.4 调味品：行业集中度持续提升

- 目前行业集中度仍较低，零售端CR5从2010年的21.6%提升至2020年的25.90%；海天的市占率从2010年的5.3%提升至2020年的6.9%。我们认为，在消费升级、环保趋严等趋势下，盈利微薄的中小厂商将逐渐被淘汰，行业集中度有望持续提升。

图：我国调味品零售端CR5市占率（%）



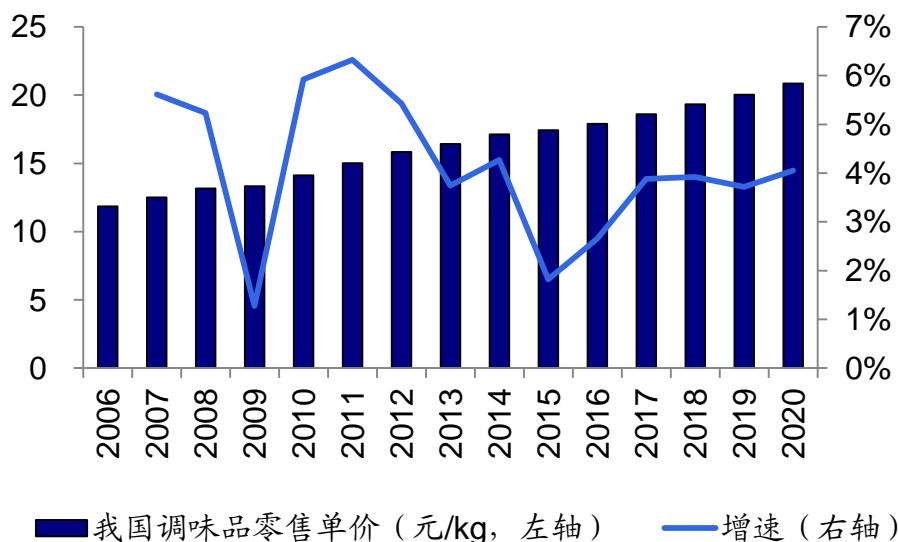
图：调味品行业主要厂商市占率（%）



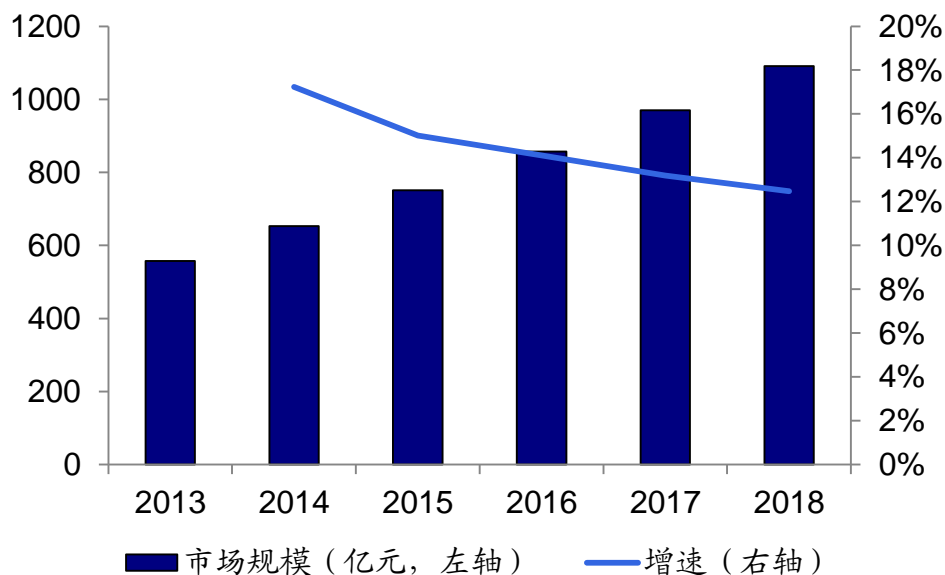
3.4 调味品：高端化、复合化趋势明显

- 最近几年调味品行业零售单价持续提升，高端化趋势明显。我们认为升级方向主要是精品化、功能化、健康化。以酱油为例，呈现出从“老抽---一般生抽---高档生抽（如鲜味酱油）、功能酱油（如蒸鱼、拌面、煲仔饭）---零添加、有机酱油”的升级趋势。
- 同时，复合化也成为调味品行业发展新趋势，我们认为复合化可以让年轻的家庭消费者方便快捷的烹饪美味，解决其不会做、没时间做的消费痛点；另一方面，餐饮行业需求日益增大，规范化和连锁化经营带来了标准化复合调味料需求的快速增长。

图：我国调味品行业零售单价及增速



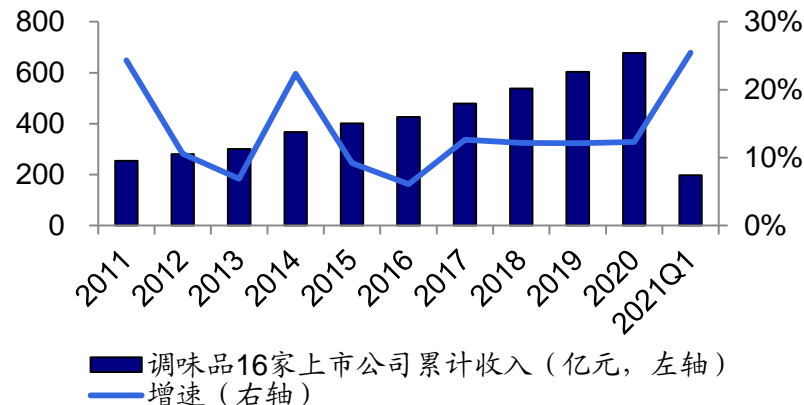
图：我国复合调味品行业市场规模及增速



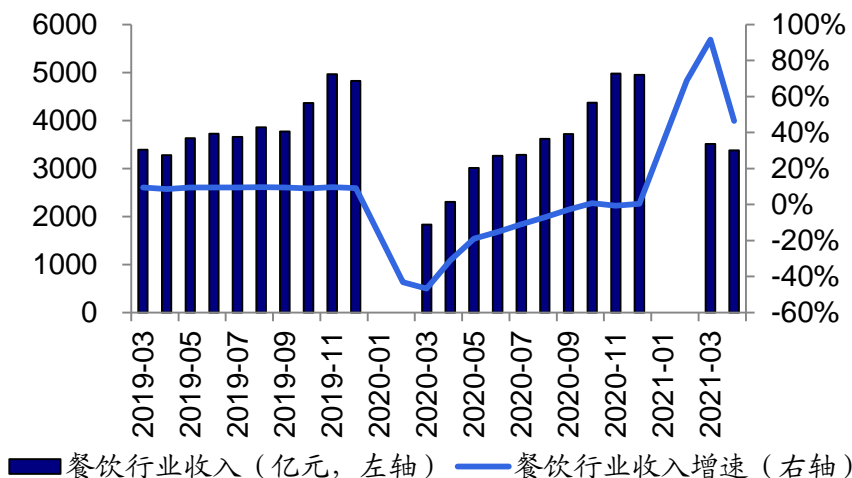
3.4 调味品：餐饮恢复，调味品需求回暖

- 受疫情影响，2021年一季度，16家调味品上市公司营收**196.93亿元**，同比增长**25.43%**；归母净利润**34.60亿元**，同比增长**17.76%**。
- 我们认为，餐饮业已经逐渐恢复，或有利于调味品行业需求回暖。

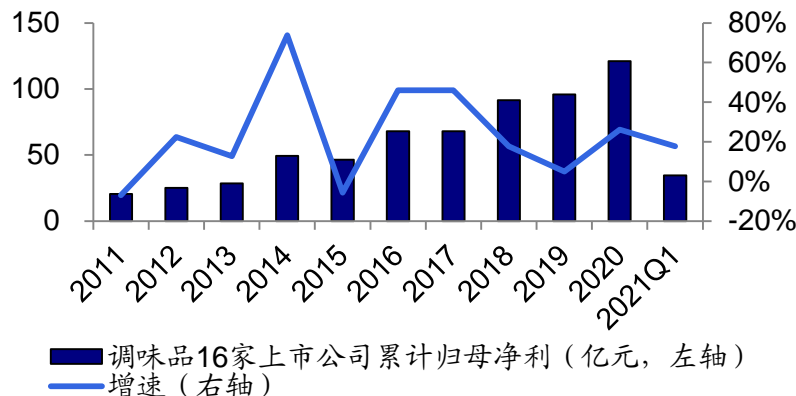
图：调味品行业上市公司收入及增速



图：餐饮行业收入及增速



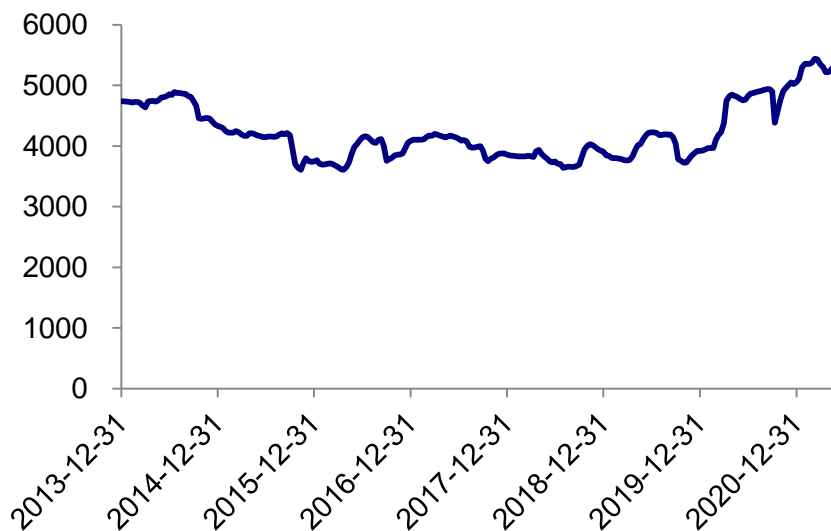
图：调味品行业上市公司归母净利及增速



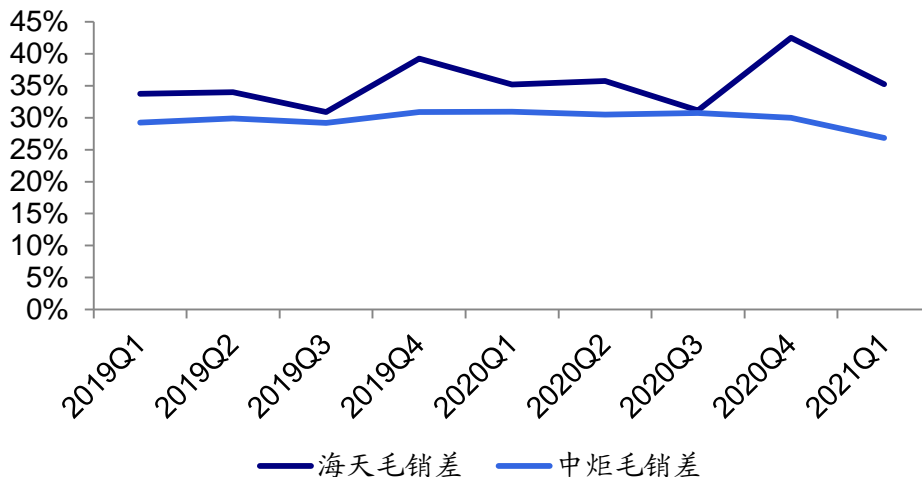
3.4 调味品：短期成本承压

- 2021年大豆、玻璃等价格上涨明显，上市公司盈利承压。我们认为龙头厂商可通过效率提升、产品升级等方式进行有效对冲，而对于中小厂商压力则更为明显，龙头厂商市占率有望持续提升。

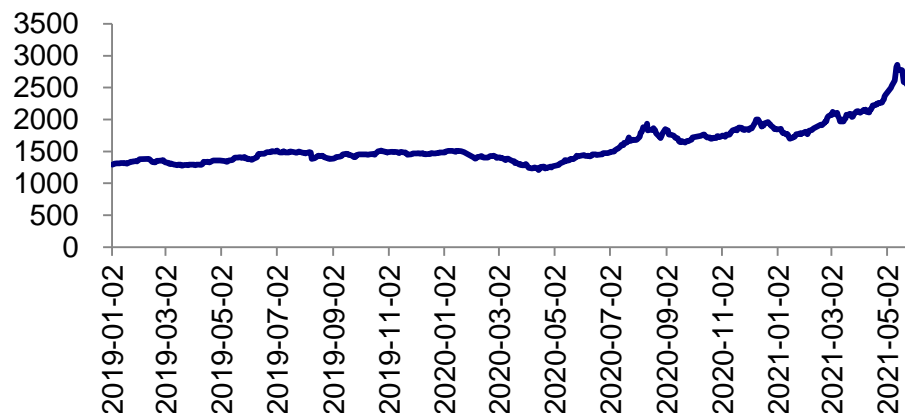
图：黄豆市场价格（元/吨）



图：海天味业、中炬高新单季度毛销差



图：玻璃期货结算价（元/吨）



3.4 调味品：重点推荐海天味业、中炬高新、天味食品

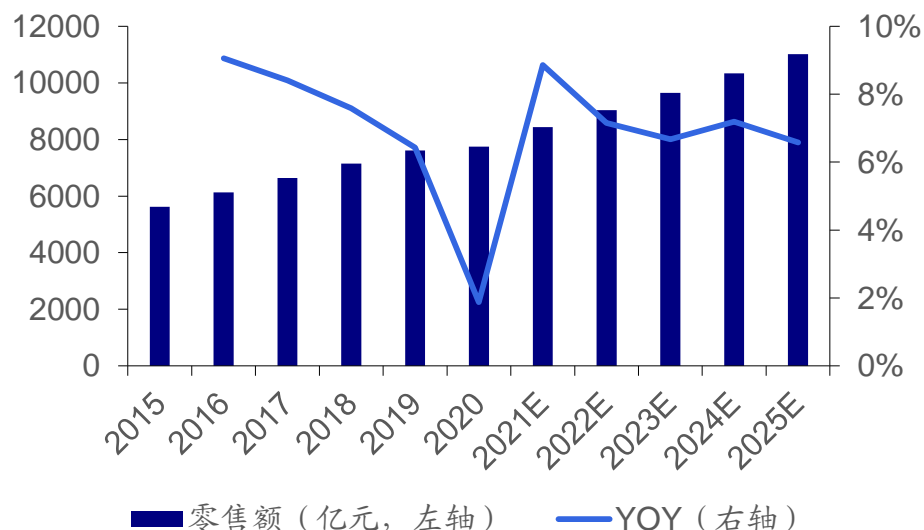


- 我们认为，在食品板块各个子行业中，调味品行业成长性、确定性都相对较高：
1) 行业格局分散，龙头企业集中度有提升空间；2) 龙头企业区域空白市场仍较大，渠道拓展及深耕空间较大；3) 必需消费品属性+低值低耗的特点使得消费者对价格敏感度低，龙头企业提价能力强。重点关注：1) 治理结构好或者有改善预期、市场化程度高的公司；2) 龙头公司品类丰富与外延并购。我们主要推荐：海天味业、中炬高新、天味食品。
- 1、海天味业：2020年疫情影响之下，全年营收依然取得15.13%增长，反映了公司强大的调整能力。我们认为公司品牌、规模、渠道等优势牢固，并在不断加强，同行难以超越，将通过内生、外延并举的方式继续发展，继续领跑行业。
- 2、中炬高新：公司在2019年提出了五年“双百”目标，即从2019年到2023年，用五年的时间，按照三步走发展战略，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。我们认为，随着公司内部治理逐渐改善，业绩有望逐渐加速。
- 3、天味食品：我们认为我国川味复合调味料行业属于完全竞争的市场，行业发展具有“小产品、大市场”的特征。我们认为公司具有先发优势，未来业绩有望实现高增长。

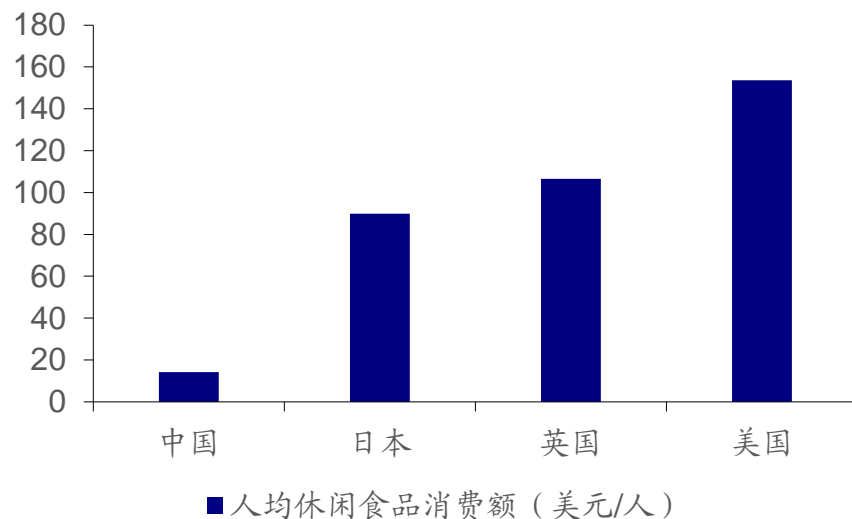
3.5 休闲食品：小零食，大赛道

- 在消费升级大背景下，休闲零食市场规模持续增长。据卫龙招股书援引弗若斯特沙利文报告，我国休闲食品行业市场规模由2015年5619亿元增长至2020年7749亿元，CAGR为6.6%，预计2025年达11014亿元。2020-2025CAGR为7.3%。（按零售额计算）
- 虽然我国休闲零食销量巨大，但人均消费仍远低于主流发达国家，仍有较大成长空间。据前瞻产业研究院，2019年我国休闲食品人均消费额为14.2美元，日本和英国为89.8美元与106.5美元，而美国达到了153.6美元。

图：2015-2025年中国休闲食品零售额及增长率



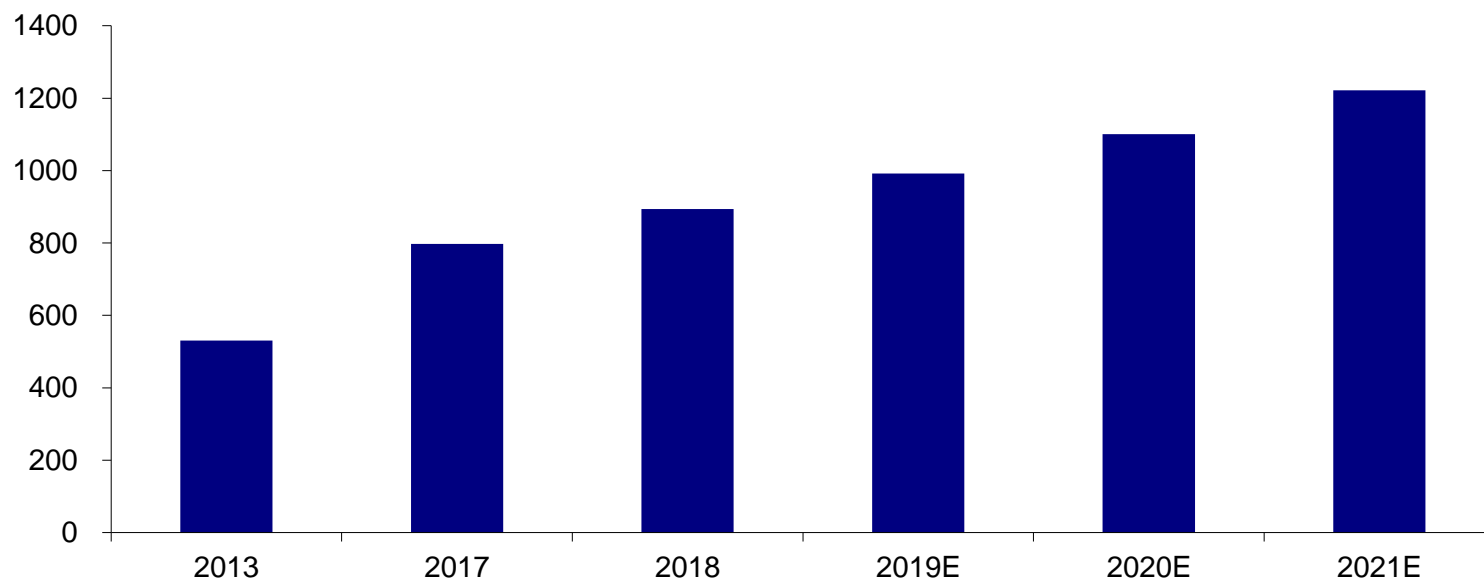
图：2019年中国及主要经济体休闲食品人均消费额



3.5 休闲食品：坚果炒货景气度高

- 休闲零食子行业坚果炒货行业近几年来发展迅速。据前瞻产业研究院，2018年我国坚果炒货行业规模达894亿元，2013年到2018年的年均复合增长率为11%，预计2025年我国坚果炒货行业市场规模将达到1855亿元左右。

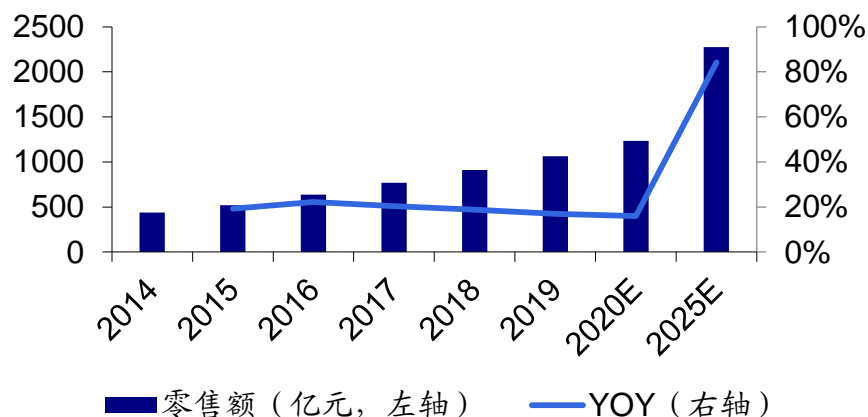
图：坚果炒货行业市场规模及预测（亿元）



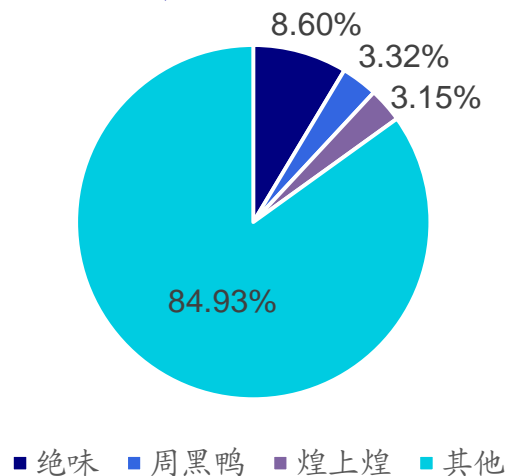
3.5 休闲食品：休闲卤味空间广阔，行业集中度有望提升

- 据煌上煌2020年年报援引Frost&Sullivan数据，预计2015-2020年我国休闲卤制品行业规模CAGR为18.8%，高于休闲食品整体行业增速12.3%。且据煌上煌2020年年报援引食品工业协会预计，2025年我国休闲卤制品市场规模达2275亿，2020E-2025ECAGR在13%左右，继续维持较快增速。
- 卤味品类市场仍以小作坊经营模式为主，行业格局较分散，2020年中国卤味市场CR5市占率合计仅为19.23%，其中绝味/周黑鸭/煌上煌分别为8.6%/3.32%/3.15%。
- 我们认为一方面休闲卤制品行业整体继续保持较快增长，另一方面随着分散的行业格局不断整合，行业头部连锁品牌凭借更强大的品牌、渠道、产品研发实力，将有望获取更高市场份额。

图：2014-2025休闲卤制品行业规模及增速（亿元）



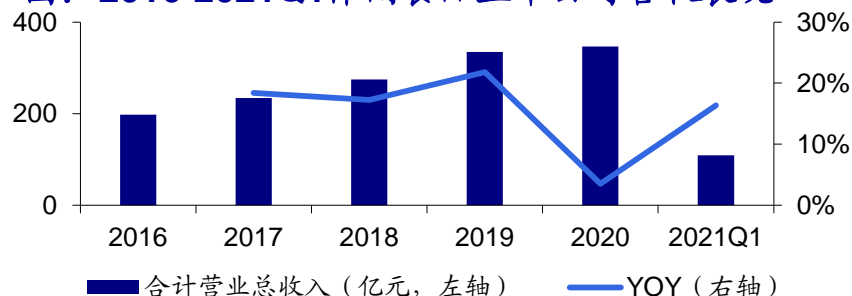
图：卤制品行业竞争格局



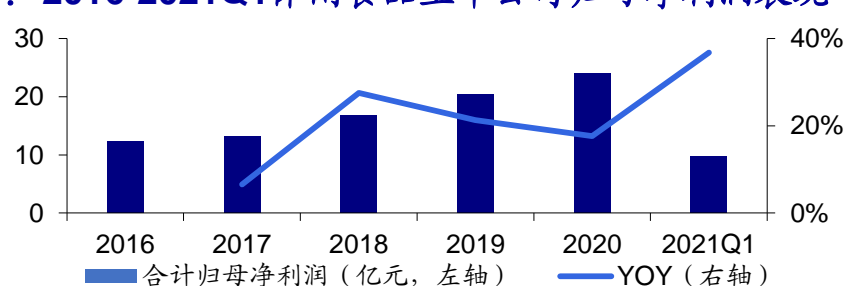
3.5 休闲食品：看好三季度行业投资机会

- 以10家休闲零食行业A股上市公司——洽洽食品、良品铺子、三只松鼠、来伊份、盐津铺子、有友食品、甘源食品、西麦食品、劲仔食品、品渥食品为例进行统计。
- 业绩表现方面，2020年合计收入同比增长3.50%（其中上半年增长11.41%，下半年下滑3.01%），合计归母净利润同比增长17.62%（其中上半年增长6.74%，下半年增长30.84%）。其中2021Q1，合计营收108.90亿元，同比+16.37%，合计归母净利润9.82亿元，同比+36.82%，收入和利润表现均较2020年增速有所上升。
- 动态估值方面，10家公司整体PE（TTM）为42.81倍（剔除部分负值标的），处于近两年来历史水平低位。
- 我们认为，休闲零食公司上半年业绩基数较高，随着进入三季度消费旺季以及高基数效应减弱，叠加近期动态估值不断调整，投资机会凸显。

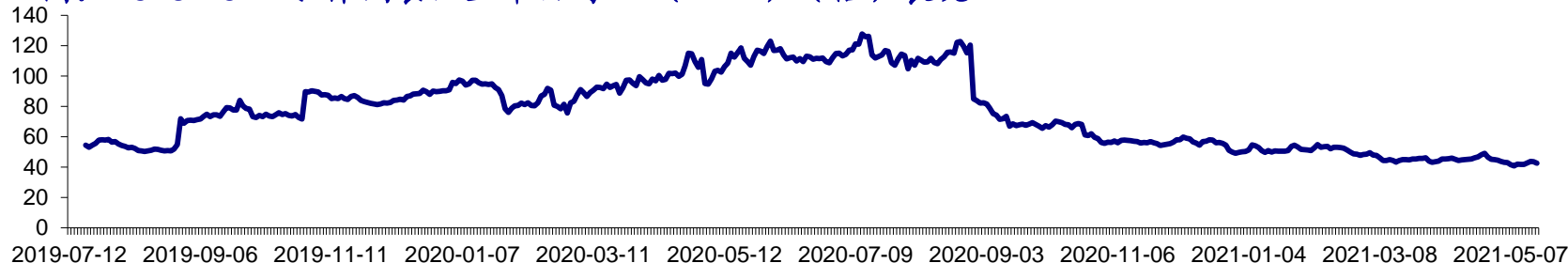
图：2016-2021Q1休闲食品上市公司营收表现



图：2016-2021Q1休闲食品上市公司归母净利润表现



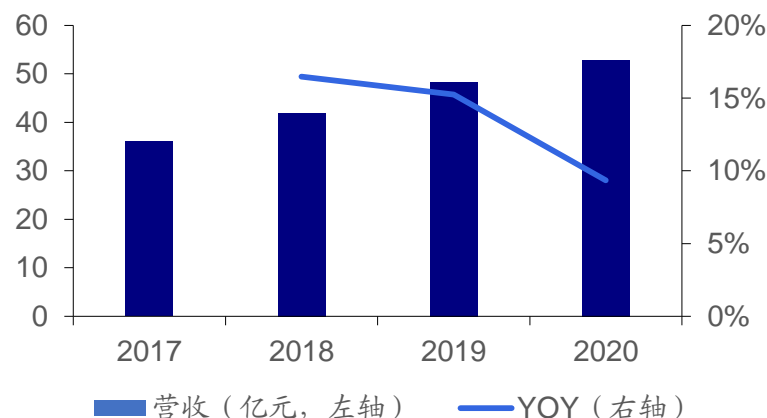
图：2019-2021Q2休闲食品上市公司PE（TTM）（倍）表现



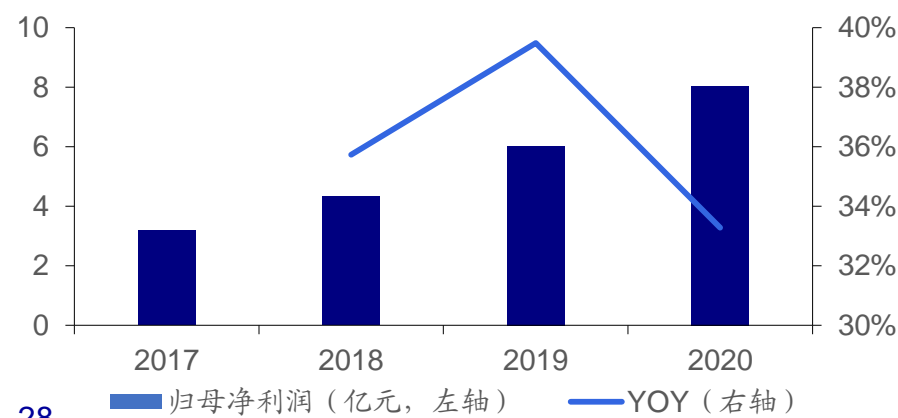
3.5 休闲食品：重点看好洽洽食品

- 公司是中国坚果炒货行业的领军品牌，凭借稳定原料基地优势和产品质量优势，深受消费者的喜爱，成功推广洽洽香瓜子、小黄袋每日坚果等产品。
- 瓜子类国葵产品是公司的拳头产品&基本盘，2017-2020年期间葵瓜子业务营收增速期间CAGR约14.2%。坚果产品为公司未来发展打开市场天花板，2015-2020年期间营收增速CAGR约115%。
- 我们预计受益于精准把握消费者需求，不断推出契合需求的新产品，渠道精耕及县乡突破将会不断扩大市场的占有率，提升销售的渗透率等，看好未来公司瓜子业务继续稳定增长，坚果业务不断打开成长空间。
- 我们预计2021-2023年公司营业收入分别为59.47/67.33/75.61亿元，归母净利润分别为9.87/11.85/14.04亿元。结合A股可比公司估值，给予公司35-45倍的PE（2021E）估值区间，对应合理价值区间为68.25-87.75元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：（1）市场需求下滑，（2）渠道拓展不及预期，（3）新品推出不及预期，（4）食品安全问题。

图：2017-2020洽洽食品营收表现



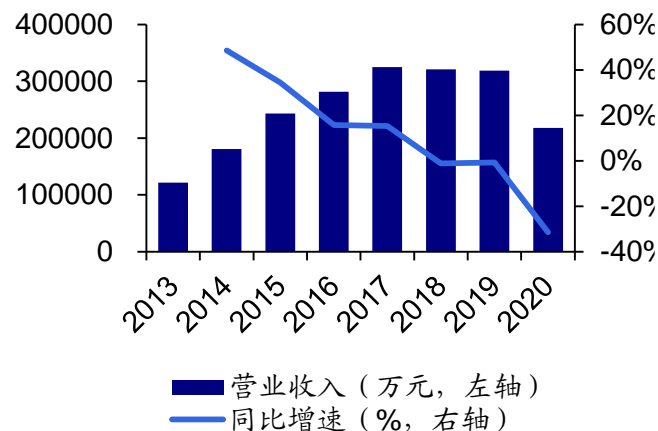
图：2017-2020洽洽食品归母净利润表现



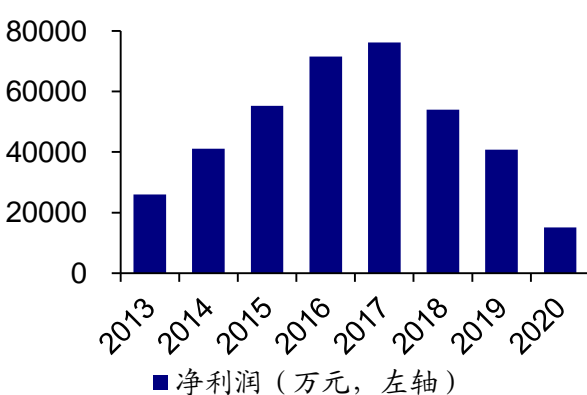
3.5 休闲食品：重点看好周黑鸭

- 公司于**2019**年下半年正式升级“**直营+特许经营**”商业模式，并开启第三次创业之路，**2020**年公司推出单店特许模式，全面开放了特许经营，并完成了发展式特许、单店特许及员工内创三种特许模式的探索和落地。
- **2020**年公司特许门店数量飞速增长，已开业特许经营门店共计**598**家（占公司总门店数目比例已超过**30%**，且**2019**年仅有**5**家特许经营门店投入运营）。参照以加盟模式为主的绝味食品过去三年年均新开店**1139**家的速度，我们认为开放特许经营模式后，未来几年公司门店扩张速度将大幅提高，为提速成长打下坚实基础。
- 公司持续贯彻线上线下全渠道销售模式，除继续开发“直营+特许经营”商业模式的线下实体店铺业务外，亦注重电商、外卖及新零售及社区团购等渠道的拓展。我们认为公司不断发力全渠道布局建设，一方面经营抗风险能力将得到大幅提升，另一方面能够更好地顺应消费发展趋势和消费者流量的变化，为业绩增长提供更多动力。
- 我们预计**2021-2023**年公司主营业务收入分别为**37.44/47.24/58.56**亿元，总收入分别为**37.54/47.35/58.68**亿元，归母净利润分别为**5.13/6.98/8.44**亿元，给予公司**40-50**倍**PE(2021E)**估值，按照港元兑人民币**0.828**汇率计算，对应合理价值区间**10.63-13.29**港元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：（1）市场需求下滑，（2）渠道拓展不及预期，（3）新品推出不及预期，（4）食品安全问题。

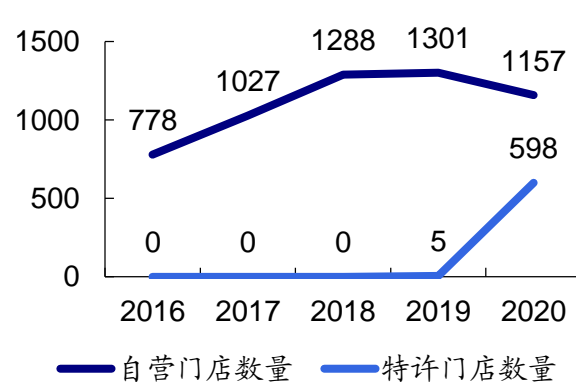
图：2013-2020年营业收入及增速



图：2013-2020年净利润情况



图：2016-2020年实体门店数量变化（家）

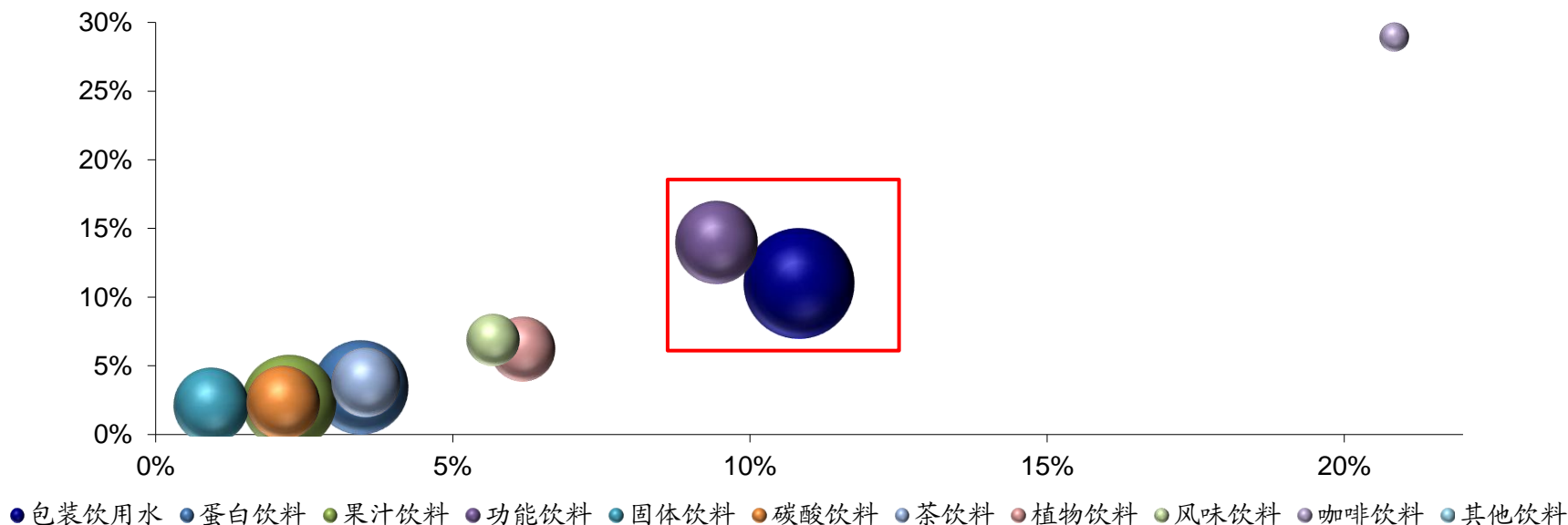


3.6 软饮料：包装饮用水&功能饮料是优质细分赛道



- 根据农夫山泉招股说明书（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文报告，按零售额计算，2019年中国软饮料市场规模为9914亿元，预计2024年将达到13230亿元，对应期间复合年增长率5.9%。
- 从规模（天花板高，能容纳大市值企业）和景气度（企业能享受行业成长红利）两个维度进行细分子行业的筛选。
- 优质细分赛道一：包装饮用水（2019年2017亿市场规模，预计2019-2024年复合年增长率10.8%）。
- 优质细分赛道二：功能饮料（2019年1119亿市场规模，预计2019-2024年复合年增长率9.4%）。

图：中国软饮料市场子行业复合年增长率&市场规模情况

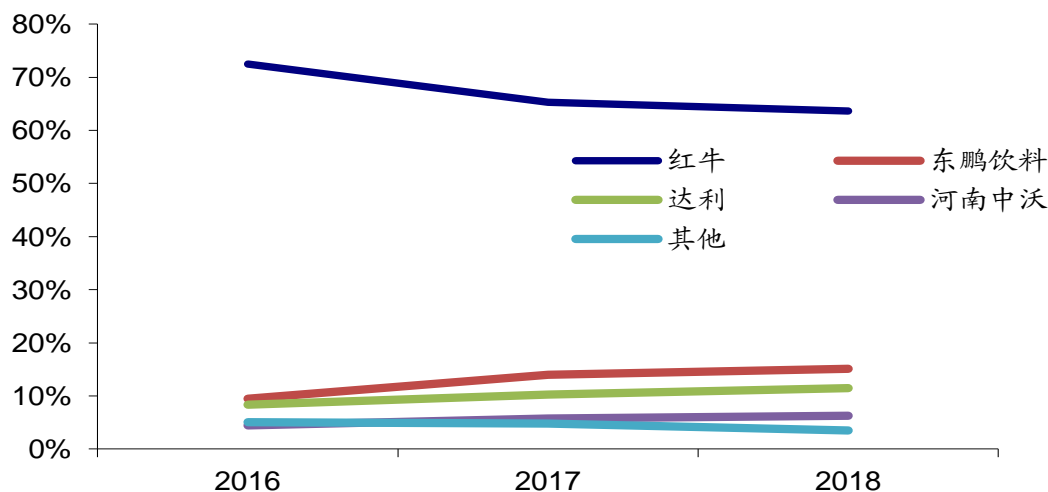


说明：横轴为2019-2024年预计市场规模CAGR，纵轴为2014-2019年市场规模CAGR，图例大小为市场规模

3.6 软饮料：龙头行业竞争格局不断向好

- 包装饮用水行业格局——龙头强者恒强
- 据农夫山泉招股说明书（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文报告，以**2019年零售额**计算，中国包装饮用水市场前五名参与者市场份额合计为**56.2%**，其中农夫山泉排名第一，**2019年零售额**领先排名第二参与者达**1.5倍**多。
- 能量饮料行业格局——民族企业不断追赶
- 据东鹏饮料招股说明书（申报稿）援引Euromonitor International数据，从**2019年**我国能量饮料市场份额来看（终端销售金额），红牛市场份额排名第一（**57%**），市场份额第二、第三的分别为东鹏特饮（**15%**）和乐虎（**10%**）。另据腾讯网“foodinc”企鹅号引用英敏特数据，**2016-2018年**红牛市场份额虽然领先，但是呈现逐步下滑趋势，而东鹏饮料、达利食品的市场份额不断提升。

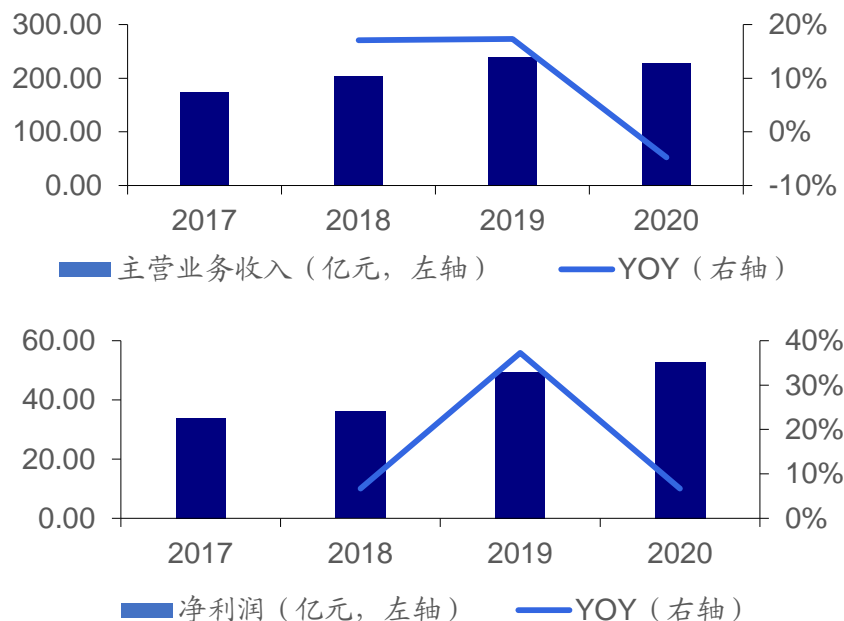
图：2016-2018年中国能量饮料市占率变化情况



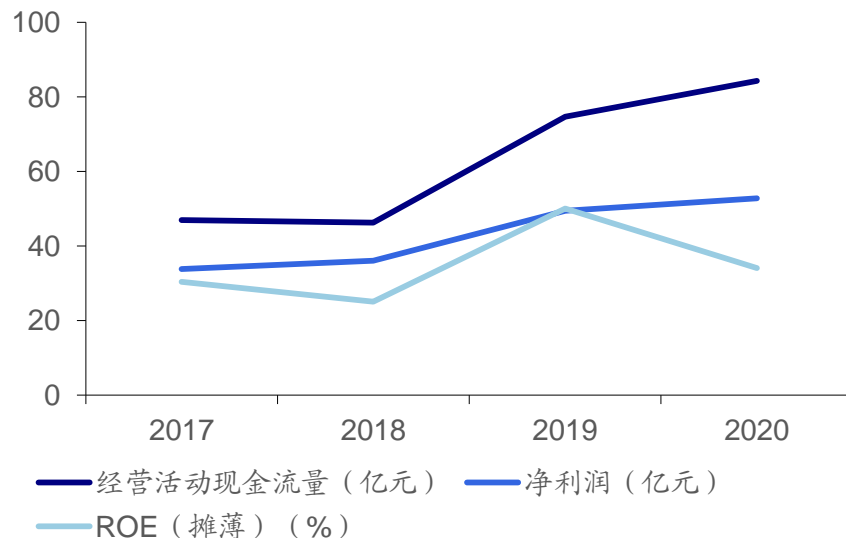
3.6 软饮料：重点看好农夫山泉

- 农夫山泉是中国包装饮用水及饮料的龙头企业。2012-2019年期间连续八年保持中国包装饮用水市场占有率第一的领导地位，茶饮料，功能饮料及果汁饮料的市场份额均居于中国市场前三位（2019年零售额口径）。
- 2018-2019年及2019-2020年，公司收益较上年分别增长17.32%/-4.76%，且2017-2019年增速远高于同期中国软饮料行业以及全球软饮料行业增速。
- 公司毛利率和净利润率水平与可口可乐接近，2017-2020年ROE（摊薄）在25%以上。
- 风险提示：（1）市场需求下滑，（2）产品推广不及预期，（3）原材料价格波动，（4）食品安全问题。

图：2017-2020年主营业务收入&净利润情况



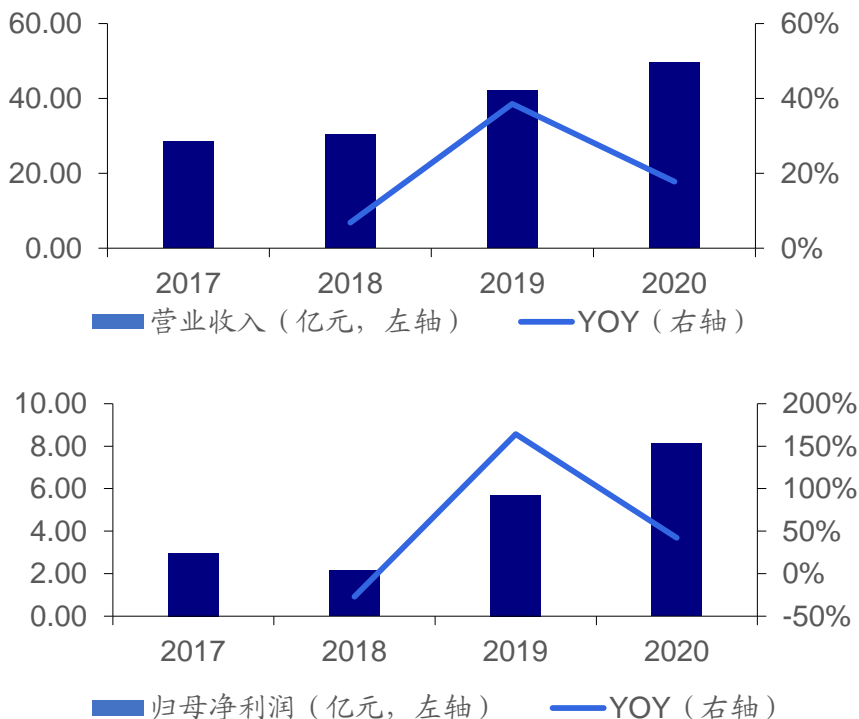
图：2017-2020年经营活动现金流&ROE情况



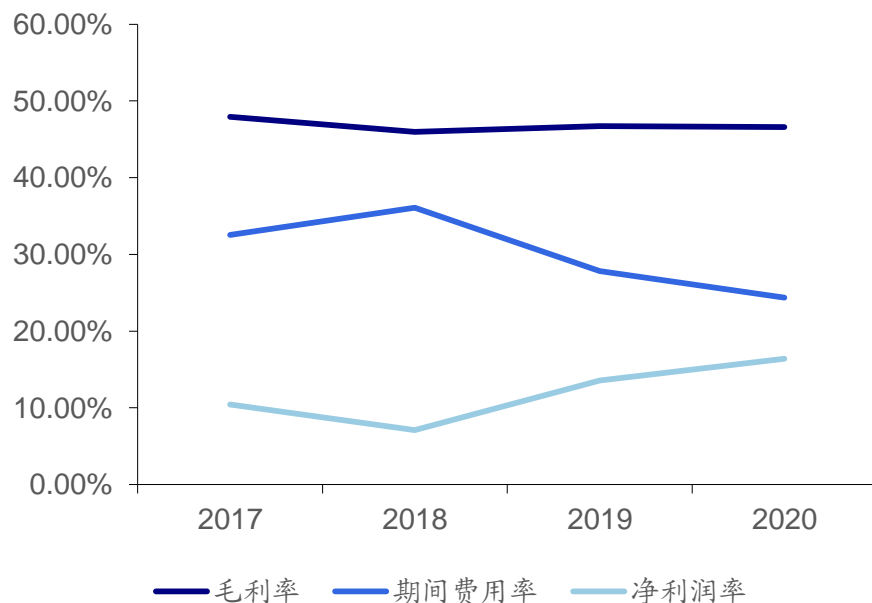
3.6 软饮料：重点看好东鹏饮料

- 据东鹏饮料招股说明书（申报稿），东鹏饮料作为能量饮料的先行者之一，产品“东鹏特饮”目前我国能量饮料市场占有率排名第二。
- 公司2017-2020年保持快速成长，其中营业收入复合增速为20.36%，归母净利润复合增速为39.96%。
- 据公司官网，公司愿景为努力将东鹏饮料打造成全国知名饮料品牌，早日实现百亿产值。
- 风险提示：（1）市场需求下滑，（2）产品推广不及预期，（3）原材料价格波动，（4）食品安全问题。

图：2017-2020年主营业务收入&净利润情况



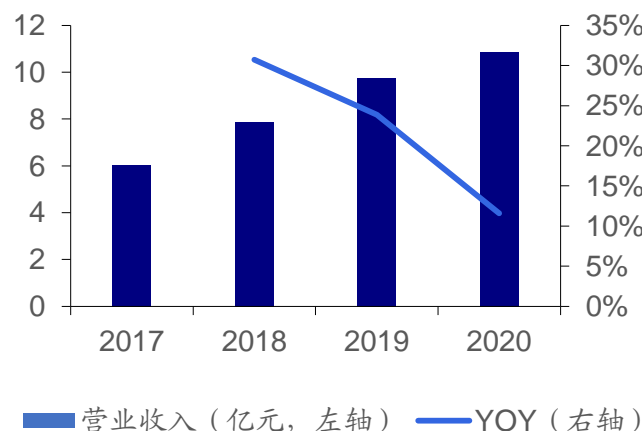
图：2017-2020年毛利率/费用率/净利率情况



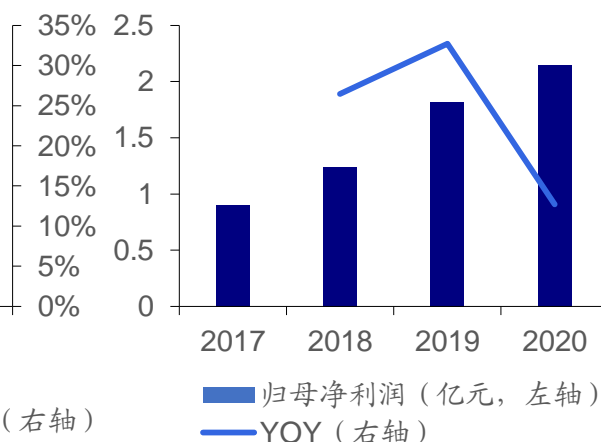
3.6 软饮料：重点看好李子园

- 公司自成立以来，一直致力于甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，其中甜牛奶乳饮料是公司畅销**20**余年的经典产品。公司根据消费者需求变化不断研发新产品，实现大品类占领市场，多品类多元化经营。
- 公司以华东为核心，形成了较强的品牌效应和市场优势，西南与华中为重点开拓区域，公司制定并推进全国市场战略布局。随着公司产品销售区域的扩展，销售渠道进一步细分、下沉。
- 随着IPO募投项目河南鹤壁“年产**10.4**万吨含乳饮料生产项目”和云南曲靖“年产**7**万吨含乳饮料生产项目”的拟建成、投产，公司将新增产能**17.40**万吨/年，弥补自有产能的缺口，满足快速增长的市场需求。此外公司拟在浙江龙游经济开发区投资新建年产**7**万吨含乳饮料及**2.4**亿只HDPE瓶生产线。
- 风险提示：（1）食品安全风险，（2）市场竞争加剧，（3）新渠道拓展不及预期。

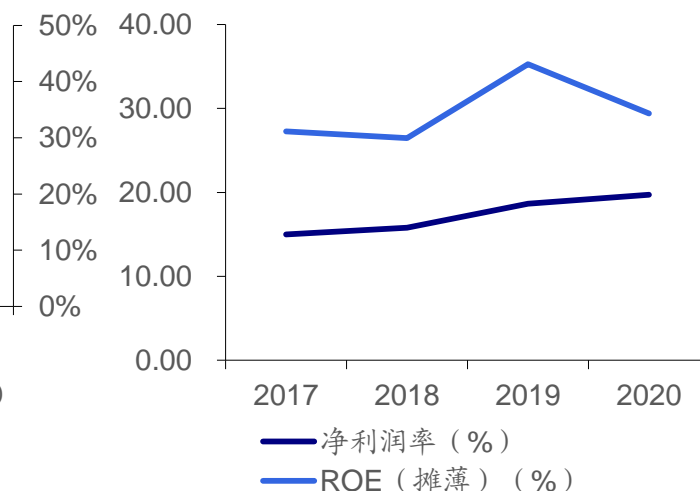
图：2017-2020年主营业务收入情况



图：2017-2020年净利润情况



图：2017-2020年净利润率&ROE情况



第四节要点:

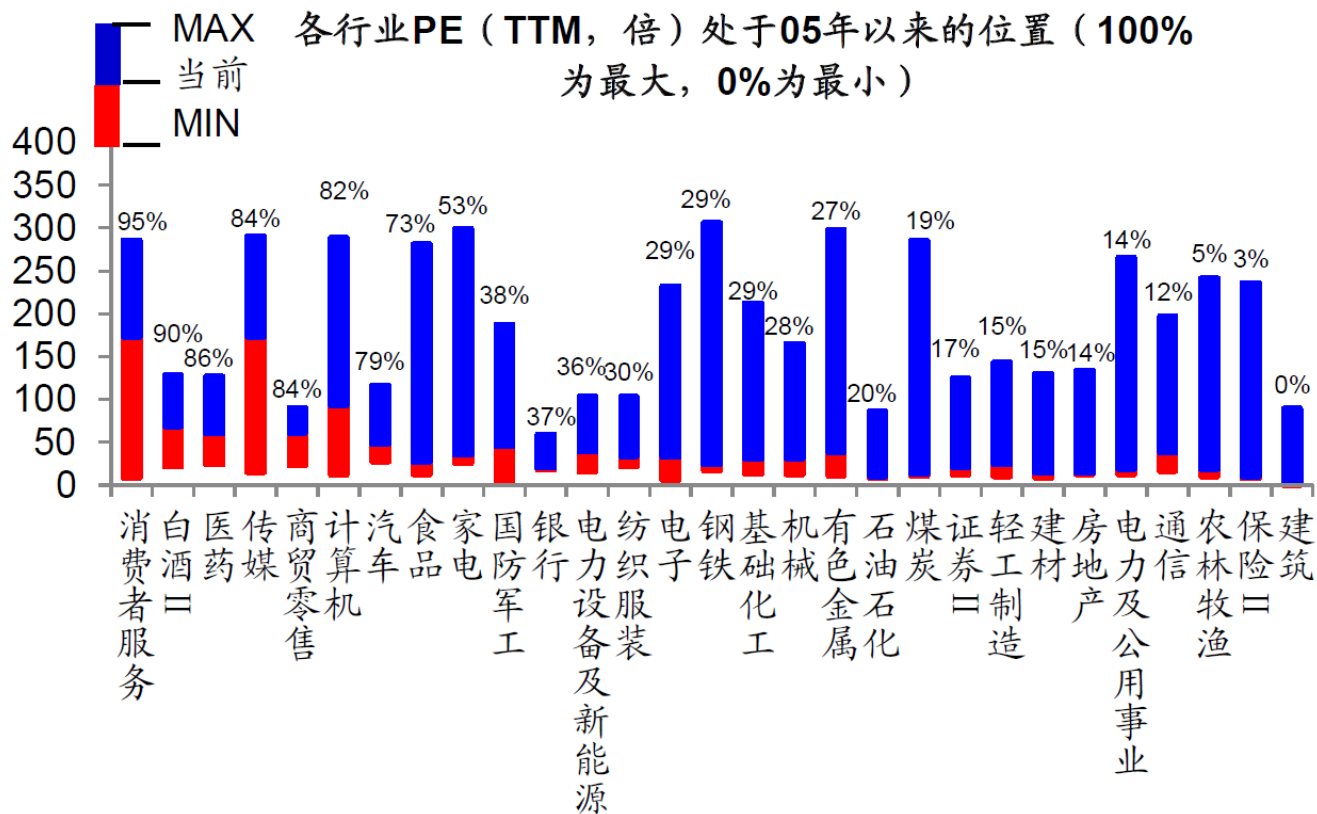
- **2005年以来市盈率位置：**白酒、食品饮料分列第**2、8**位
- **2005年以来市净率位置：**食品饮料、白酒分列第**2、3**位
- **2016年以来涨跌幅：**食品饮料处于第**1**位
- **机构持仓分布：**截止**2021年3月31日**，食品饮料处于第**一**位

4.1 估值对比与投资建议——市盈率分位水平



2005年以来市盈率位置，白酒、食品饮料分列第2、8位（共29个行业）

图：2005年以来各板块市盈率分位数，截至2021年5月21日



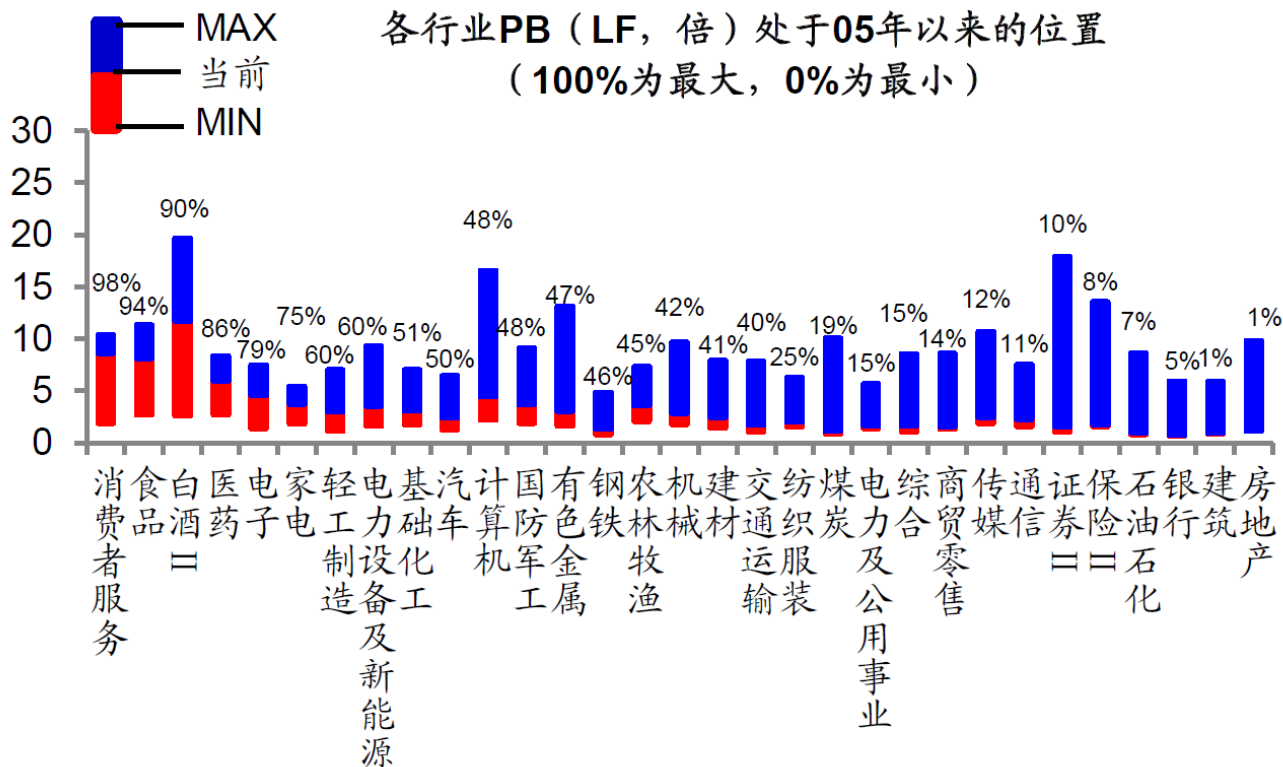
4.2 估值对比与投资建议——市净率分位水平



海通证券
HAITONG

2005年以来市净率位置，食品饮料、白酒分列第2、3位（共29个行业）

图：2005年以来各板块市净率分位数位置，截至2021年5月21日

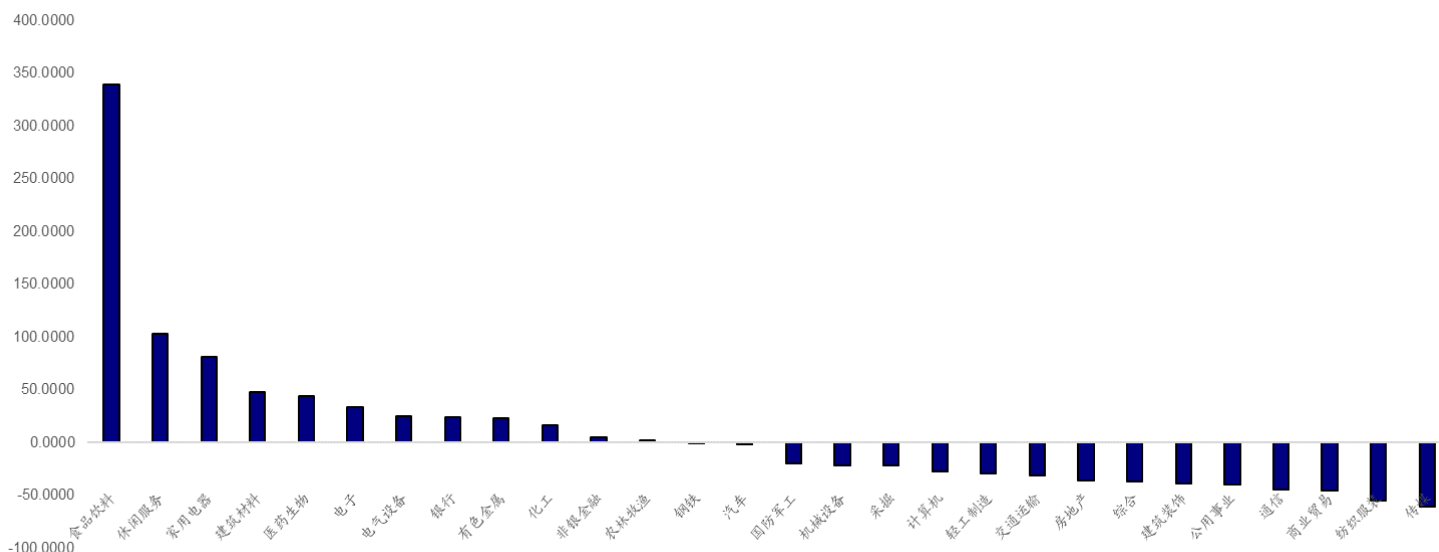


4.3估值对比与投资建议——涨跌幅

2016年以来涨跌幅：食品饮料处于第1位（共28个行业）

2016年以来，上证综指涨幅为1.88%，仅有食品饮料、休闲服务、家用电器、建筑材料、医药生物、电子、电气设备、银行、有色金属、化工、非银金融、农林牧渔12个板块上涨，平均涨幅为62.11%，其中食品饮料涨幅339.44%，在28个行业中涨幅第一。

图：2016年以来各板块涨跌幅（%）



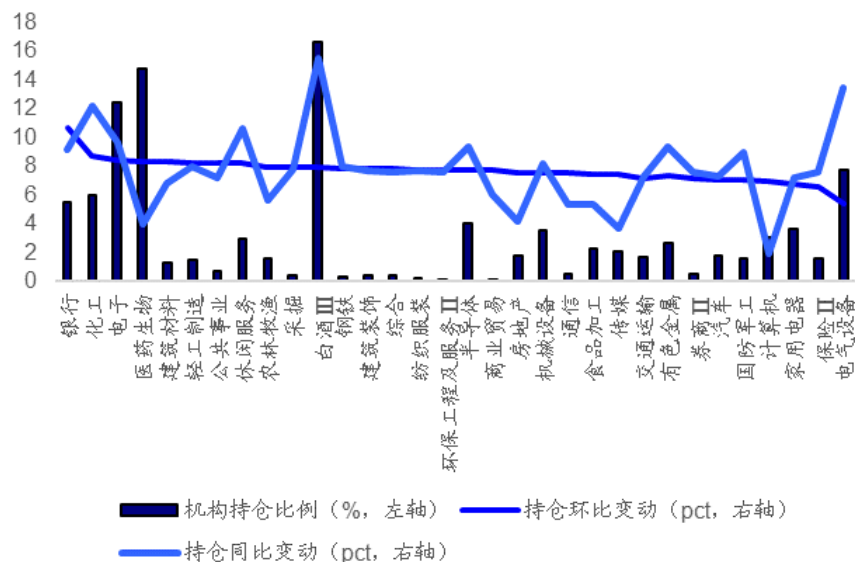
注：申万一级行业，共28个；涨跌幅区间为2016年1月1日至2021年5月28日

4.4 估值对比与投资建议——机构持仓分布

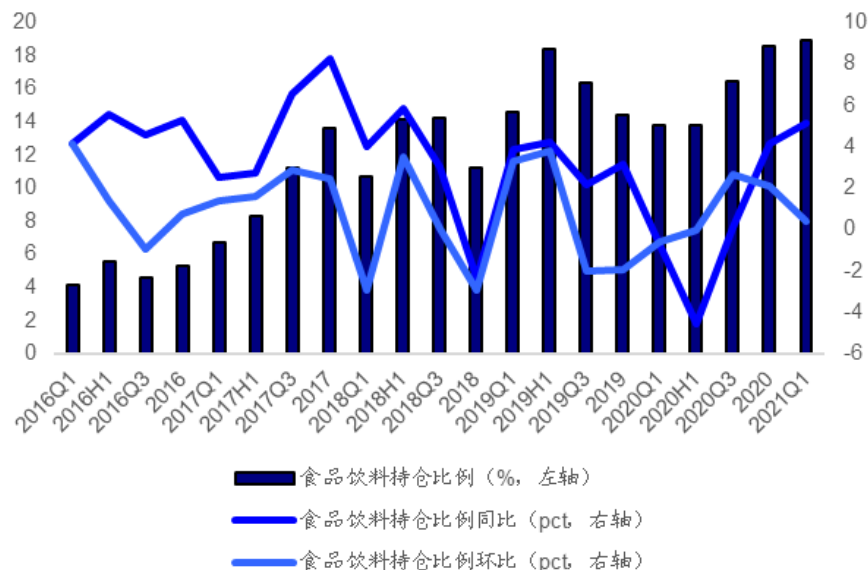


分行业看，2021年一季度机构投资者仓位中，食品饮料处于第一位，同比20年一季度上升5.13pct；2017年三季度至2021年一季度，食品饮料机构持仓比例在10%-20%区间震荡。

图：2021年一季度机构持仓分行业



图：历史食品饮料机构持仓比例及环比同比变动



4.4 估值对比与投资建议——投资建议



推荐三条主线：

一是稳增长的白酒板块，关注高端茅台、五粮液、泸州老窖，次高端山西汾酒、洋河股份、今世缘、古井贡酒、水井坊、舍得酒业。

二是利润提升空间大的啤酒板块，关注青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、燕京啤酒。

三是常温业务盈利有望改善的乳制品行业，关注伊利股份、新乳业。

5. 风险提示

风险提示：

经济减速拖累消费、原材料成本上升、新冠疫情反复、食品安全问题。

分析师声明

颜慧菁

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

食品饮料研究团队:

食品饮料行业首席分析师: 颜慧菁

SAC执业证书编号: S0850520020001

电话: (021)23154181

邮箱: yhj12866@htsec.com

分析师: 闻宏伟

SAC执业证书编号: S0850514030001

电话: (010)58067941

邮箱: whw9587@htsec.com

分析师: 程碧升

SAC执业证书编号: S0850520100001

电话: (021)23154171

邮箱: cbs10969@htsec.com

分析师: 张宇轩

SAC执业证书编号: S0850520050001

电话: (021)23154172

邮箱: zyx11631@htsec.com

投资评级说明

<div>1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</div>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。