

食品饮料行业

展望食品饮料行业未来十年的好生意

核心观点:

- 我们前期发布《复盘食品饮料行业过去十年的十倍股》，本报告为下篇。我们认为展望食品饮料行业未来十年的好生意，大概率出现在两个方向：(1) 白酒和调味品板块；(2) 新消费趋势。过去十年食品饮料行业共 12 只十倍股，白酒和调味品板块共 10 只，其余 2 只受益新消费趋势；5-10 倍股共 16 只，白酒和调味品板块占 1/4，其余主要受益新消费趋势。未来十年食品饮料行业的好生意大概率仍出现在白酒和调味品板块以及新消费趋势两个方向。(1) 优异的商业模式决定了白酒和调味品板块仍是牛股的“沃土”。白酒和调味品行业已进入成熟期，行业龙头未来业绩增长稳健，投资者通过把握买点可以进一步提升投资回报率。(2) 在收入水平提升、主力消费人群变迁等因素推动下，新消费趋势仍会层出不穷，其中具有管理优势的企业逐渐成长为行业龙头。对于新消费趋势，判断趋势的可持续性和企业家能力是关键。
- 对于白酒和调味品板块，把握买点可以进一步提升投资回报率。白酒和调味品商业模式优异：(1) 白酒和调味品消费具有高粘性。高粘性的特点使得两个行业消费基本盘稳固，可长期存在。(2) 产品高度差异化且生命周期极长。高度差异化可以错位竞争，能够产生一批优质的企业；产品生命周期极长，几乎无任何的潮流或技术冲击、不会被后来者轻易颠覆。(3) 白酒和调味品是“时间的朋友”。随着时间的积累，白酒企业以品牌形成的壁垒、调味品企业以渠道构建的壁垒不断加固。白酒和调味品龙头未来受益消费升级和集中度提升，业绩增长稳健，投资者通过把握买点可以进一步提升投资回报率。复盘过去十年的历史，买点往往出现在非公司基本面因素而导致的迅速下跌时。
- 对于新消费趋势，酱香酒、餐饮供应链、休闲食品将是牛股的“温床”。我们认为食品饮料行业可持续性最高的新消费趋势为：(1) 酱酒扩容。酱酒扩容是消费者、渠道商、酒厂合力推动的结果。在“茅台热”带动下消费者逐渐形成酱香酒品质更高、价值更高的认知；酱酒酒企多数体量小，在旺盛需求下渠道利差高、经销商推力足；业内外资本纷纷扩产迎合需求。推荐关注郎酒、国台以及金沙等未来有望上市的酱香酒企。(2) 餐饮供应链变革。餐饮连锁化推动万亿餐饮供应链变革，餐饮半成品成长空间打开，借鉴美日餐饮半成品发展经验，复合调味料和速冻食品将最受益。推荐关注颐海、天味、日辰、安井、三全以及丁点儿、么麻子、千味央厨等未来有望上市的企业。(3) 休闲食品万亿空间，渠道业态和产品品类不断更新迭代，看好龙头市占率提升和新品类龙头的成长。关注三只松鼠、洽洽、盐津、有友、甘源等。
- 风险提示。宏观经济增长不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

行业评级

买入

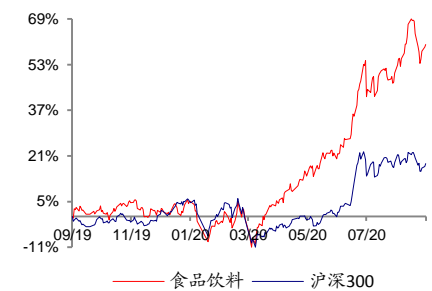
前次评级

买入

报告日期

2020-09-18

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

王文丹



SAC 执证号: S0260516110001



SFC CE No. BGA506



010-59136617

wangwendan@gf.com.cn

分析师:

袁少州



SAC 执证号: S0260520070004



010-59136617



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 食品饮料行业:为何说调味品 2020-09-14
是一门好生意?
- 食品饮料行业:复盘食品饮料 2020-09-10
行业过去十年的十倍股
- 食品饮料行业:白酒资产历史 2020-07-14
回报领先,源于优异的商业模
式

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1725.1	2020/07/28	买入	1813.00	37.65	45.32	45.82	38.06	31.51	26.27	29.70	30.40
五粮液	000858.SZ	CNY	226.02	2020/08/30	买入	251.00	5.16	6.27	43.80	36.05	33.13	27.44	21.20	20.50
泸州老窖	000568.SZ	CNY	143.48	2020/08/28	买入	156.00	3.69	4.46	38.88	32.17	30.53	25.37	21.80	20.80
洋河股份	002304.SZ	CNY	135.18	2020/08/30	买入	161.00	4.83	5.75	27.99	23.51	21.38	17.88	18.30	19.90
山西汾酒	600809.SH	CNY	207.99	2020/08/25	买入	185.00	2.87	3.62	72.47	57.46	48.77	38.82	25.20	24.10
今世缘	603369.SH	CNY	47.4	2020/08/16	买入	55.30	1.29	1.58	36.74	30.00	29.82	24.29	19.60	20.80
古井贡酒	000596.SZ	CNY	227.9	2020/08/30	买入	297.00	4.25	5.39	53.62	42.28	39.63	30.87	21.50	24.20
口子窖	603589.SH	CNY	56.8	2020/08/28	买入	68.00	2.50	2.98	22.72	19.06	16.55	13.96	19.70	21.50
顺鑫农业	000860.SZ	CNY	67.16	2020/08/23	买入	78.00	1.26	1.76	53.30	38.16	29.01	22.61	11.10	13.90
海天味业	603288.SH	CNY	160.2	2020/04/26	买入	140.42	2.34	2.86	68.46	56.01	77.34	62.69		
中炬高新	600872.SH	CNY	66.79	2020/08/21	买入	90.00	1.11	1.50	60.17	44.53	45.32	36.44	19.50	22.40
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	45.62	2020/08/21	买入	48.00	1.02	1.20	44.73	38.02	36.90	32.62	24.60	25.40
颐海国际	01579.HK	HKD	114.3	2020/01/10	买入	53.28	0.95	1.21	120.32	94.46	79.77	61.46		
恒顺醋业	600305.SH	CNY	22.08	2020/08/18	买入	27.00	0.33	0.41	66.91	53.85	64.19	49.65	11.70	12.40
天味食品	603317.SH	CNY	62	2020/08/20	买入	84.00	0.65	0.95	95.38	65.26	83.92	60.78	18.00	23.80
千禾味业	603027.SH	CNY	38.1	2020/08/16	买入	39.00	0.44	0.60	86.59	63.50	62.01	48.77	14.10	16.10
伊利股份	600887.SH	CNY	39.1	2020/08/28	买入	50.00	1.16	1.42	33.71	27.54	28.19	25.06	21.40	20.70
双汇发展	000895.SZ	CNY	52.72	2020/08/12	买入	67.00	1.97	2.24	26.76	23.54	17.62	16.42	33.80	34.10
三全食品	002216.SZ	CNY	30.64	2020/08/21	买入	43.46	0.80	0.91	38.30	33.67	32.87	30.05	23.38	21.99
安井食品	603345.SH	CNY	171.08	2020/08/21	买入	188.66	2.28	3.14	75.04	54.48	51.84	39.16	17.30	20.40
绝味食品	603517.SH	CNY	77.64	2020/08/28	买入	93.50	1.30	1.70	59.72	45.67	42.69	32.77	15.68	18.24
桃李面包	603866.SH	CNY	56.25	2020/08/21	买入	70.58	1.28	1.51	43.95	37.25	32.34	27.29	21.20	23.20
洽洽食品	002557.SZ	CNY	61.11	2020/08/11	买入	77.40	1.51	1.80	40.47	33.95	31.68	26.71	19.19	20.65
有友食品	603697.SH	CNY	25.41	2020/08/19	买入	31.00	0.77	0.90	33.00	28.23	29.42	26.06	13.50	14.10
安琪酵母	600298.SH	CNY	57.32	2020/08/18	买入	75.60	1.68	1.94	34.12	29.55	22.74	20.12	23.40	23.00
重庆啤酒	600132.SH	CNY	100.48	2020/08/16	增持	77.28	1.24	1.38	81.03	72.81	62.59	53.73	36.43	34.54
华润啤酒	00291.HK	HKD	51.05	2020/08/20	买入	60.00	0.72	1.18	70.90	43.26	36.48	25.57	12.90	22.50
三只松鼠	300783.SZ	CNY	57.7	2020/04/10	增持	81.95	0.80	1.07	72.12	53.93	59.02	41.92		

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、未来十年食品饮料行业的好生意大概率出现在白酒调味品以及新消费趋势两个方向	5
二、对于白酒和调味品，把握买点可以进一步提升回报率	8
（一）白酒和调味品商业模式优异，是食品饮料行业中具有独特优势的板块	8
（二）白酒和调味品龙头受益消费升级和集中度提升，业绩有望稳健增长	10
三、新消费趋势下催生新品类或新业态，成长空间巨大	12
（一）酱香白酒品类的迅速扩容，有望诞生数家具有成长性的企业	13
（二）餐饮供应链变革，复合调味品和速冻食品龙头最受益	17
（三）休闲食品万亿空间，渠道业态和产品品类不断更新迭代	19
四、风险提示	22

图表索引

图 1: 回顾白酒行业历史, 自 2000 年以来, 一共出现四次非公司基本面因素导致的迅速下跌.....	7
图 2: 调味品板块在 2018 年下半年出现非公司基本面因素导致的迅速下跌	7
图 3: 全球酒精人均消耗量 (升) 数十年来保持平稳上行趋势	9
图 4: 中国烈酒年消费量保持上行, 且占据酒类饮料主流.....	9
图 5: IMF 预测中国未来居民收入增长和 CPI 增速	11
图 6: 高净值人群财富和收入增速快于居民收入增速	11
图 7: 调味品行业随着居民收入增长及外出就餐占比提升产量保持稳健的增长..	12
图 8: 2018 酱油行业市占率, 仍有提升空间	12
图 9: 2018 榨菜行业市占率	12
图 10: 2018 醋行业市占率	12
图 11: 五粮液超越汾酒后出现十余年“浓香热”, 茅台超越五粮液后出现“酱香热”	13
图 12: 预计至 24 年酱酒行业整体收入 CAGR 在 15%-20%	14
图 13: 预计至 24 年白酒行业扩容至 8000 亿元以上, CAGR 约 7%, 酱酒占比约 35-40%左右	14
图 14: 19 年我国餐饮行业收入 4.67 万亿, 10-18 年 CAGR11.43%.....	17
图 15: 我国餐饮业原材料进货成本占比 41.31%	17
图 16: 18 年我国速冻食品收入达 1342 亿元, 13-18 年 CAGR10.1%.....	18
图 17: 2015-2020 年复合调味料收入复合增长 14.7% (十亿元)	18
图 18: 19 年我国休闲食品行业销售额 11430 亿元	20
图 19: 中国咸味零食、甜味零食和糖果的人均消费额低于发达国家 (美元) ...	20

表 1: 2010-2020 十年 10 倍以上涨幅股票共 12 只, 主要集中在白酒和调味品板块, 其余两只受益新消费趋势.....	5
表 2: 2010-2020 十年 5-10 倍股共 16 只, 白酒调味品占 1/4, 其余多受益新消费趋势.....	5
表 3: 过去十年 (2010-2020 年) 10 只受益新消费趋势的龙头企业激励机制相对完善.....	6
表 4: 调味品消费是人类的本能、能够激发大脑奖励机制.....	9
表 5: 名优白酒在历史上五次评酒会奠定, 白酒企业以品牌构建壁垒并不断累积	9
表 6: 调味品餐饮渠道占比高, 易守难攻, 调味品企业以渠道构建壁垒并不断累积	10
表 7: 从清香到浓香再到酱香, 工艺越来越复杂、口感浓郁度越来越高.....	13
表 8: 酱酒行业除茅台规模较大外, 其余酒企成长空间较大	15
表 9: 酱酒市场第三、四梯队酒企各具特色, 呈现“百花齐放”格局	16
表 10: 已上市和拟上市速冻食品和复合调味料企业.....	19
表 11: 已上市和拟上市休闲食品企业.....	21

一、未来十年食品饮料行业的好生意大概率出现在白酒调味品以及新消费趋势两个方向

复盘过去十年的十倍股，主要出现在白酒调味品板块以及新消费趋势两个方向。根据我们在上篇《复盘食品饮料行业过去十年的十倍股》中所述，过去十年的十倍股主要出现在两个方向：白酒和调味品板块；新消费趋势。此规律在5-10倍股上同样适用。白酒和调味品牛股辈出源于优异的商业模式：（1）白酒和调味品消费具有高粘性，消费者基本盘长期稳固，可长期存在。（2）产品高度差异化且生命周期极长。高度差异化可以错位竞争，能够产生一批优质的企业；产品生命周期极长，几乎无任何的潮流或技术冲击、不会被后来者轻易颠覆。（3）白酒和调味品是“时间的朋友”。随着时间积累，白酒企业以品牌形成的壁垒、调味品企业以渠道构建的壁垒不断加固。新消费趋势往往会衍生新的品类或业态，处在其中的公司在行业发展初期业绩普遍高增长，部分具有良好激励机制和管理优势的公司逐渐成长为行业龙头，业绩增速持续超越行业，享受行业成长和市占率提升的双重红利。

表 1：2010-2020十年10倍以上涨幅股票共12只，主要集中在白酒和调味品板块，其余两只受益新消费趋势

代码	名称	2010/1/1 起从最低价 至 2020/8/21 的涨幅	近十年平均 ROE (%)	近三年平均 ROE (%)	行业归属和驱动因素
01579.HK	颐海国际	3805.67%	57.03	26.50	调味品
600872.SH	中炬高新	2158.80%	11.93	17.43	调味品
600519.SH	贵州茅台	2048.44%	33.89	33.51	白酒
600305.SH	恒顺醋业	1913.59%	9.39	15.90	调味品
002507.SZ	涪陵榨菜	1765.05%	16.70	25.48	调味品
000858.SZ	五粮液	1675.53%	23.02	22.48	白酒
002568.SZ	百润股份	1512.39%	16.11	10.93	预调鸡尾酒，新消费趋势
000596.SZ	古井贡酒	1493.87%	22.00	22.84	白酒
600809.SH	山西汾酒	1362.06%	24.08	24.30	白酒
603288.SH	海天味业	1173.04%	33.87	33.89	调味品
01717.HK	澳优	1126.07%	12.91	22.94	奶粉，新消费趋势
600779.SH	水井坊	1044.62%	13.70	32.45	白酒

数据来源：wind、广发证券发展研究中心（注：新股自上市后一个月算起，注2：涨幅指的是自最低点至2020/8/21的涨幅，下同）

表 2：2010-2020十年5-10倍股共16只，白酒调味品占1/4，其余多受益新消费趋势

代码	名称	2010/1/1 起从最低价 至 2020/8/21 的涨幅	近十年平均 ROE (%)	近三年平均 ROE (%)	行业归属和驱动因素
600887.SH	伊利股份	886.54%	25.75	24.95	乳制品，市占率提升
000568.SZ	泸州老窖	885.24%	28.52	22.25	白酒
002481.SZ	双塔食品	879.95%	7.47	3.98	植物蛋白，新消费趋势
000860.SZ	顺鑫农业	879.90%	8.26	9.03	白酒
002216.SZ	三全食品	750.56%	6.55	6.32	速冻食品，新消费趋势叠加管理改善

600132.SH	重庆啤酒	734.79%	18.86	37.92	啤酒，格局优化、管理改善
603345.SH	安井食品	714.45%	18.19	15.01	速冻食品，新消费趋势
002557.SZ	洽洽食品	707.88%	14.67	13.82	休闲食品，新消费趋势叠加管理改善
00291.HK	华润啤酒	706.14%	5.27	6.19	啤酒，格局优化
000799.SZ	酒鬼酒	675.45%	9.60	10.91	白酒
300146.SZ	汤臣倍健	668.13%	13.66	9.42	保健品，新消费趋势
002847.SZ	盐津铺子	636.31%	23.50	14.71	休闲食品，新消费趋势叠加管理改善
00345.HK	维他奶	597.75%	21.16	20.57	豆奶及其他软饮料（植物蛋白），新消费趋势
002695.SZ	煌上煌	586.93%	11.41	9.66	休闲卤制品，管理改善
603027.SH	千禾味业	566.24%	17.08	16.23	调味品
600882.SH	妙可蓝多	540.99%	1.42	0.93	乳制品，新消费趋势

数据来源：wind、广发证券发展研究中心（注：妙可蓝多从2016/1/1算起、新股都自上市后一个月算起）

展望食品饮料行业未来十年的好生意，大概率出现在白酒调味品以及新消费趋势两个方向。白酒和调味品板块牛股辈出主要源于优异的商业模式，未来白酒和调味品龙头业绩确定性较高。随着中国消费者收入水平不断提升、主流消费人群代际变更以及基础设施的不断升级，未来新的消费趋势仍会层出不穷。对于投资者而言，投资新消费趋势、白酒和调味品板块两个方向的侧重点不同：

新消费趋势：判断趋势的可持续性以及企业家能力是关键。如果不考虑估值变化，股价十年涨十倍对应业绩年化复合增长率高达27%以上。食品饮料行业整体来看自2012年之后就已经进入成熟期，高增长的机会主要源于新的消费趋势产生。从过去十年来看，一个新的消费趋势出现会造就新的业态或新的品类（例如我们在上篇提到的鸡尾酒、羊奶粉和人造肉等），如果出现个别公司能够逐渐成长为该行业的龙头，业绩增速持续超越行业，往往会成为牛股。复盘历史，我们发现新消费趋势中能够成长为大牛股的企业特点为：多是民营企业，激励机制完善且均具有一定的管理优势。一个新的消费趋势出现，处在其中的所有公司均没有先发优势，在行业初期均能够出现爆发式增长，但能否在十年的维度持续跑赢竞争对手、成长为行业龙头，企业家的能力可能占据了更大权重。对于新消费趋势，判断趋势的可持续性以及企业家能力是关键。

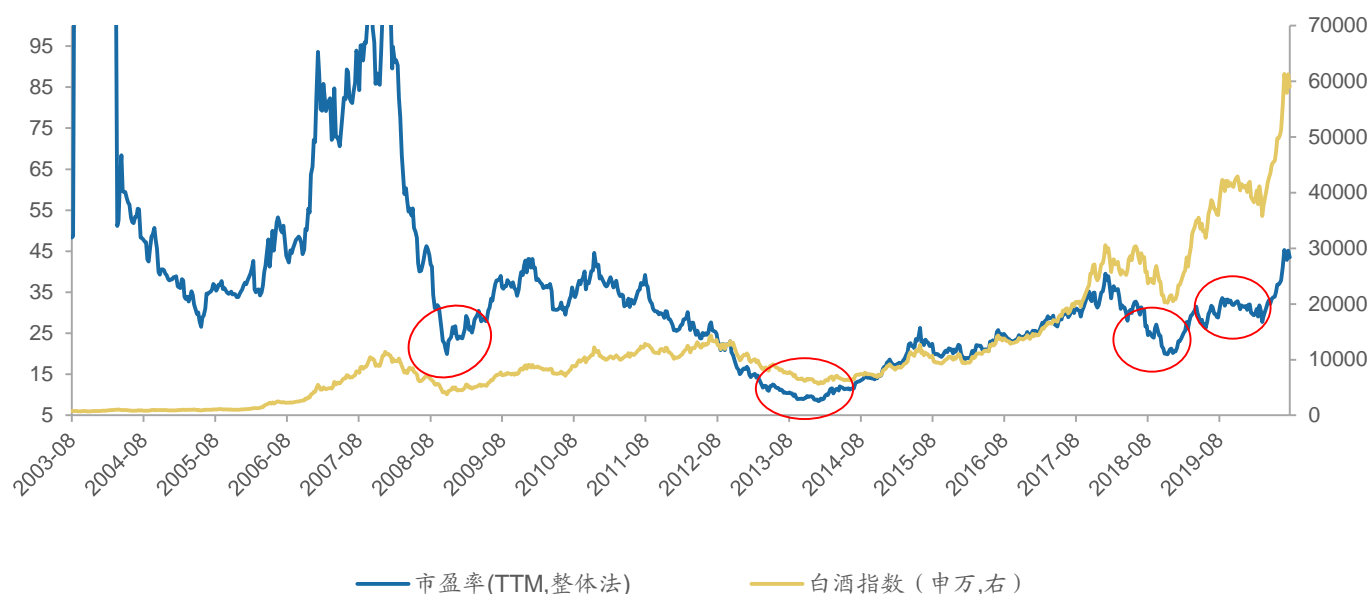
表 3：过去十年（2010-2020年）10只受益新消费趋势的龙头企业激励机制相对完善

代码	名称	实际控制人	管理层持股比例	行业所属	受益趋势
002568.SZ	百润股份	刘晓东	43.89%	鸡尾酒龙头	鸡尾酒
01717.HK	澳优	-	15.34%	羊奶粉龙头	羊奶粉和高端进口奶粉消费趋势兴起
603345.SH	安井食品	章高路	16.45%	速冻火锅料龙头	餐饮供应链变革
002481.SZ	双塔食品	招远市金岭镇人民政府	14.08%	豌豆蛋白龙头	西方人造肉
600882.SH	妙可蓝多	柴琇	19.27%	奶酪龙头	奶酪消费趋势兴起
002216.SZ	三全食品	陈南,陈希,陈泽民,贾岭达	39.11%	速冻米面龙头	餐饮供应链变革和管理改善
002557.SZ	洽洽食品	陈先保	-	休闲食品龙头	休闲食品品类更新迭代和管理改善
300146.SZ	汤臣倍健	梁允超	47.85%	保健品龙头	保健品
00345.HK	维他奶	-	37.92%	植物蛋白奶龙头	植物蛋白健康饮食趋势

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

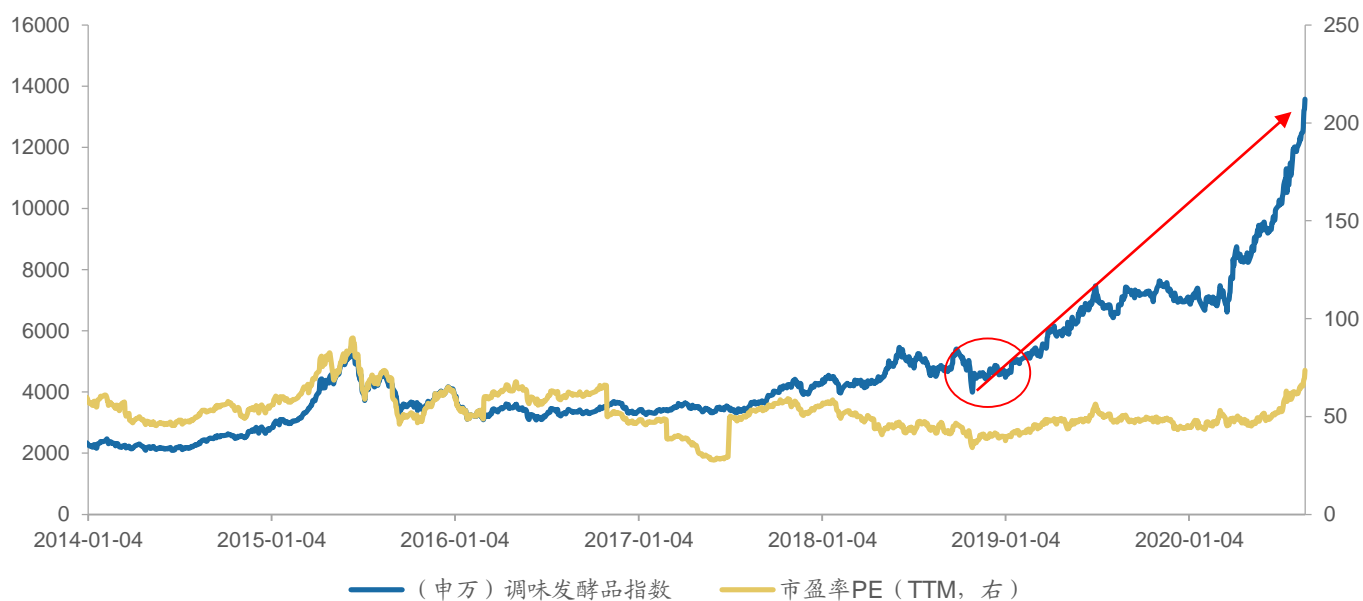
白酒和调味品板块：商业模式优异、业绩增长稳健且确定性较高，把握买点可以进一步提升回报率。白酒和调味品龙头所处行业本身已经进入成熟期，业绩增长确定性较高。投资者通过把握买点可以获取估值业绩双击的收益，进一步提升回报率。回顾历史，白酒和调味品龙头的买点往往出现在非公司基本面因素导致的下跌。

图 1：回顾白酒行业历史，自2000年以来，一共出现四次非公司基本面因素导致的迅速下跌



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 2：调味品板块在2018年下半年出现非公司基本面因素导致的迅速下跌



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、对于白酒和调味品，把握买点可以进一步提升回报率

白酒和调味品板块商业模式优异、龙头业绩增长稳健，把握买点可以进一步提升回报率。白酒和调味品板块商业模式优异，龙头地位稳固，业绩增长确定性较高。我们认为对于此类型的股票，投资者一直持有可以获取非常稳健的收益，但通过把握买点，可以赚取业绩估值双击的收益，进一步提高回报率。

（一）白酒和调味品商业模式优异，是食品饮料行业中具有独特优势的板块

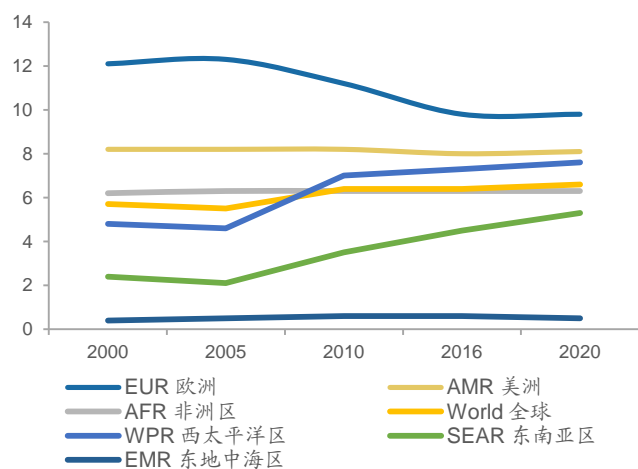
过去十年白酒和调味品板块是食品饮料行业中盛产牛股的“沃土”，源于极为优异的商业模式。拉长时间来看，决定消费品投资回报率的最重要的因素是竞争格局，只有竞争格局稳固清晰的行业，其中的原有企业才能在长时期内持续不断的享受经济发展的红利并收获大量现金流，否则，无论是业外资本进入还是业内企业互相竞争，均会消耗掉大量现金流，甚至导致原有企业在竞争中不断被新企业取代。白酒和调味品具有非常稳固且清晰的竞争格局，其根源来自于两者极为优异的商业模式：

（1）白酒和调味品消费具有极高的粘性。根据我们前期发布的深度《白酒资产历史回报领先，源于优异的商业模式》，酒、烟、茶、咖啡、辣椒等均是具有高粘性的消费品，中国白酒作为高度烈酒的一种，工艺复杂，香型、口感丰富，叠加文化传统等因素，在中国缺乏完全类似的替代品，消费基本盘长期稳固。调味品的消费同样具有高粘性。味道主要分为“酸甜苦辣咸”，辣味和麻味可刺激多巴胺分泌；咸、甜、鲜味能够给人带来较强的愉悦感——舌头上咸、甜、鲜味感受器多，利用神经线路直达大脑快感区，引导大脑产生愉悦感。高粘性的消费特点使得两个行业消费基本盘稳固，可长期存在。

（2）白酒和调味品产品本身高度差异化且生命周期极长。白酒和调味品产品可高度差异化，这决定了其中企业可以走错位竞争的道路，避免出现产品同质化“价格战”的情景，且可以涌现出多个细分子行业，产生一批优质的企业；白酒和调味品作为中国传统行业，产品生命周期极长，几乎没有任何的潮流或技术冲击（对比软饮料或服装行业中层出不穷的新潮流、科技行业中日新月异的新技术）。

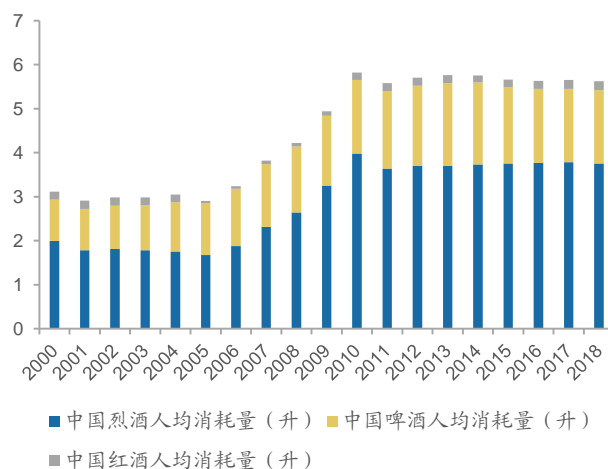
（3）白酒和调味品均是“时间的朋友”。随着时间的积累，白酒以品牌形成的壁垒、调味品以渠道构建的壁垒均会不断的加固。白酒作为酒精饮料中的奢侈品、社交属性强，老名酒具有很强的品牌壁垒且不断加深，消费者更换新品牌会增加自己的社交成本。调味品下游餐饮消费占比高，一方面，由于餐饮企业更换新品牌会导致菜品口味发生变化，因此一旦使用习惯轻易不会更换品牌；另外一方面，调味料行业优质经销商资源有限（人脉资源都是时间的沉淀，新经销商很难短时间建立），新企业很难再抢到优质经销商资源进行渠道扩张。

图 3：全球酒精人均消耗量（升）数十年来保持平稳上行趋势



数据来源：WHO，广发证券发展研究中心

图 4：中国烈酒年消费量保持上行，且占据酒类饮料主流



数据来源：WHO，广发证券发展研究中心

表 4：调味品消费是人类的本能、能够激发大脑奖励机制

味道	味道属性	大脑激励机制	味觉感受器识别功能（本能）
辣	具备粘性	刺激分泌多巴胺	—
麻			
咸	带来的愉悦感强	舌头上咸、甜、鲜味感受器多，利用神经线路直达大脑快感区，引导大脑产生愉悦感。	来自钠元素，是维持生命的基础
甜			人类赖以生存的能量源
鲜			对应生命所需的蛋白质（富含蛋白质和核酸的细胞质中含有鲜味）
酸	愉悦感较弱	感受器相对少一些	帮助人类识别对身体有害的食物
苦			

数据来源：《盐糖脂》，《味的世界史》，广发证券发展研究中心

表 5：名优白酒在历史上五次评酒会奠定，白酒企业以品牌构建壁垒并不断累积

排名	历届名酒评选榜单				
	第一届（1952 年）	第二届（1963 年）	第三届（1979 年）	第四届（1984 年）	第五届（1989 年）
1	茅台酒	五粮液	茅台酒	茅台酒	茅台酒
2	汾酒	古井贡酒	汾酒	汾酒	汾酒
3	泸州大曲酒	泸州老窖特曲	五粮液	五粮液	五粮液
4	西凤酒	全兴大曲	剑南春	洋河大曲	洋河大曲
5		茅台酒	古井贡酒	剑南春	剑南春
6		西凤酒	洋河大曲	古井贡酒	古井贡酒
7		汾酒	董酒	董酒	董酒

8	董酒	泸州老窖特曲	西凤酒	西凤酒
9			泸州老窖特曲	泸州老窖特曲
10			全兴大曲酒	全兴大曲酒
11			双沟大曲	双沟大曲
12			特制黄鹤楼酒	特制黄鹤楼酒
13			郎酒	郎酒
14				武陵酒
15				宝丰酒
16				宋河粮液
17				沱牌曲酒

数据来源：东方资讯，广发证券发展研究中心

表 6：调味品餐饮渠道占比高，易守难攻，调味品企业以渠道构建壁垒并不断累积

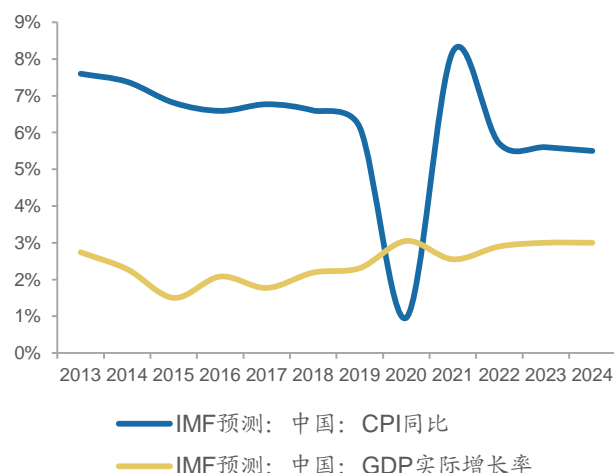
	餐饮渠道	家庭渠道	食品加工渠道
收入占比	60%	30%	10%
消费群体	餐厅厨师	家庭消费者	食品加工企业
专业程度	专业	不专业	专业
价值导向	产品，性价比	品牌，产品	产品，性价比
价格敏感度	高	较低	高
消费粘性	高	低	高
渠道属性	易守难攻	消费粘性较低，主要依赖渠道	易守难攻
盈利能力	高 (较低毛利率、低费用率)	较高 (高毛利率、高费用率)	低 (低毛利率、低费用率)

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）白酒和调味品龙头受益消费升级和集中度提升，业绩有望稳健增长

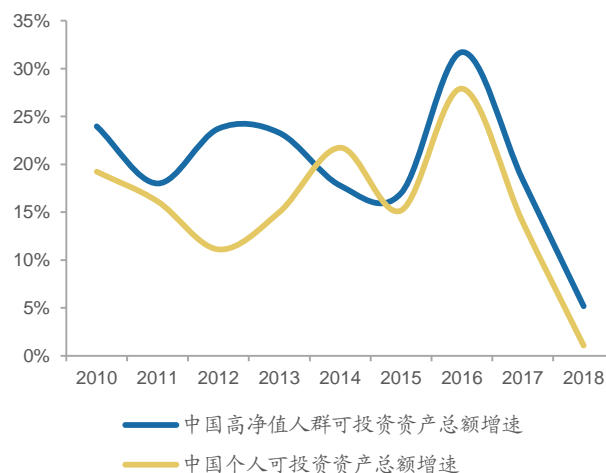
白酒龙头：优异的商业模式造就极高的ROE，未来高端和次高端龙头持续受益消费升级和集中度提升。根据我们前期发布的深度2020-07-14《白酒资产历史回报领先，源于优异的商业模式》，名优白酒长期较高的ROE来源于优异的商业模式，从产品属性来看，酒精饮料的消费粘性高，保障了白酒消费基本盘稳固；从品牌属性来看，名优白酒与法国列级名庄酒类似，都具有一定的奢侈品属性，且面临新品牌冲击的风险更小，受益社会财富增长可以长期提价。其中茅五泸受益高净值人群名义财富和收入增长，预计能实现高于行业整体的增速。其余名酒如汾酒、古井、洋河、今世缘和口子窖等等不仅仅受益于居民名义收入增长，同时也受益白酒行业集中度提升。考虑到规模效应，预计未来十年业绩有望实现双位数的复合增长率。

图 5: IMF预测中国未来居民收入增长和CPI增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 6: 高净值人群财富和收入增速快于居民收入增速

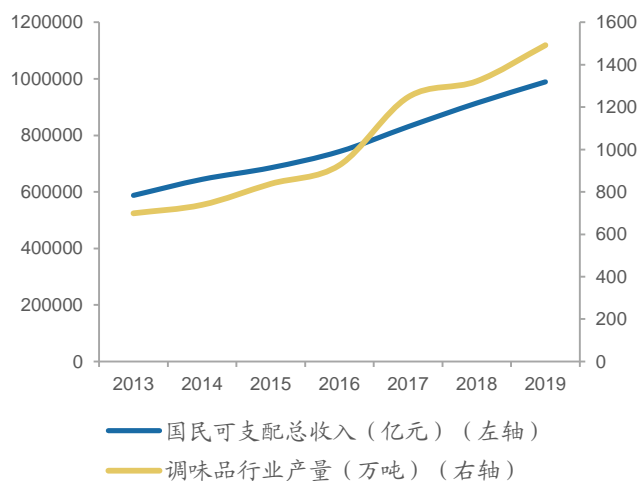


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

光瓶酒龙头牛栏山：龙头地位稳固，市占率提升叠加结构升级保持业绩增长。我们预计低端白酒市场未来进入成熟阶段，龙头优势将愈发显著。牛栏山未来市占率提升空间大。即便未来触及市占率天花板后，依然可以通过产品结构升级推动收入和业绩增长。

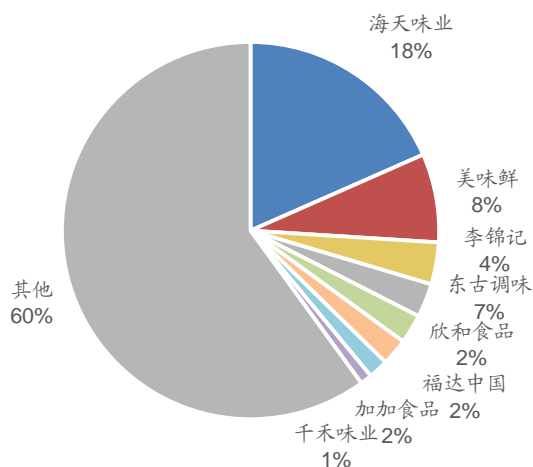
调味品龙头：必选消费属性强，各子行业龙头地位稳固。调味品板块必选属性强，随着居民收入增长行业本身能够保持平稳增长，且酱油、醋、榨菜等子行业竞争格局均较为清晰，龙头仍有提升市占率的空间，有望实现超越行业平均增速的增长。海天为酱油行业龙头，根据我们2018/8/21发布的深度报告《海天味业：管理团队和渠道为核心竞争优势，公司有望成为调味品平台型企业》，优秀管理团队和渠道高占有率构建了公司核心竞争优势，预计未来核心酱油业务继续量价齐升，同时公司通过扩张品类，有望成为调味品行业平台型企业。中炬高新作为酱油行业老二，目前仍处在扩张期，根据我们2017-12-27发布的《中炬高新：受益品类和渠道扩张，公司有望成为全国性酱油龙头》，预计品类和渠道扩张推动中炬收入稳健增长，公司盈利能力有望持续提升。涪陵榨菜作为榨菜行业单寡头，2018年市占率仅23%左右，根据我们2019-12-09发布的《涪陵榨菜深度系列二：品牌和渠道壁垒持续加强，公司2020年有望迎业绩拐点》，行业龙头有望继续提升市场份额，另外，也有望成长为酱腌菜平台型企业。恒顺作为醋行业单寡头，根据我们2020-02-25发布的《公司管理改善，未来5年收入有望加速增长》，市占率仅6.9%，仍有较大提升空间，新管理层上任有望加强渠道激励和资源投放，提升销售能力，加速全国扩张。

图 7: 调味品行业随着居民收入增长及外出就餐占比提升产量保持稳健的增长



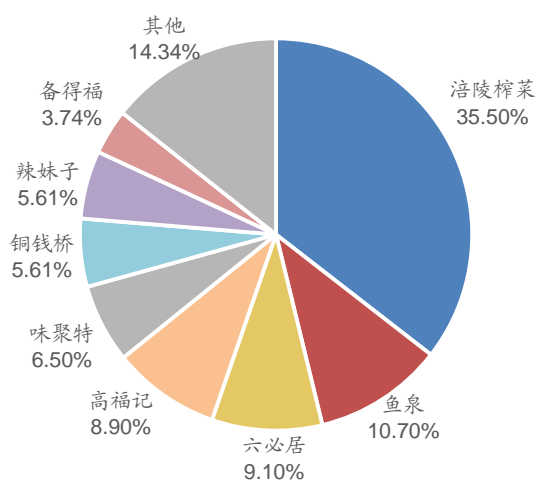
数据来源: wind, 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

图 8: 2018 酱油行业市占率, 仍有提升空间



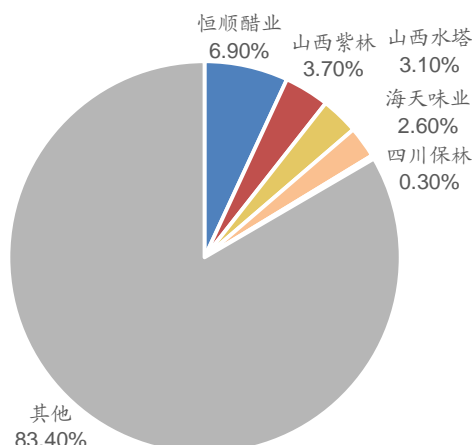
数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图 9: 2018 榨菜行业市占率



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图 10: 2018 醋行业市占率



数据来源: 前瞻经济学人, 广发证券发展研究中心

三、新消费趋势下催生新品类或新业态, 成长空间巨大

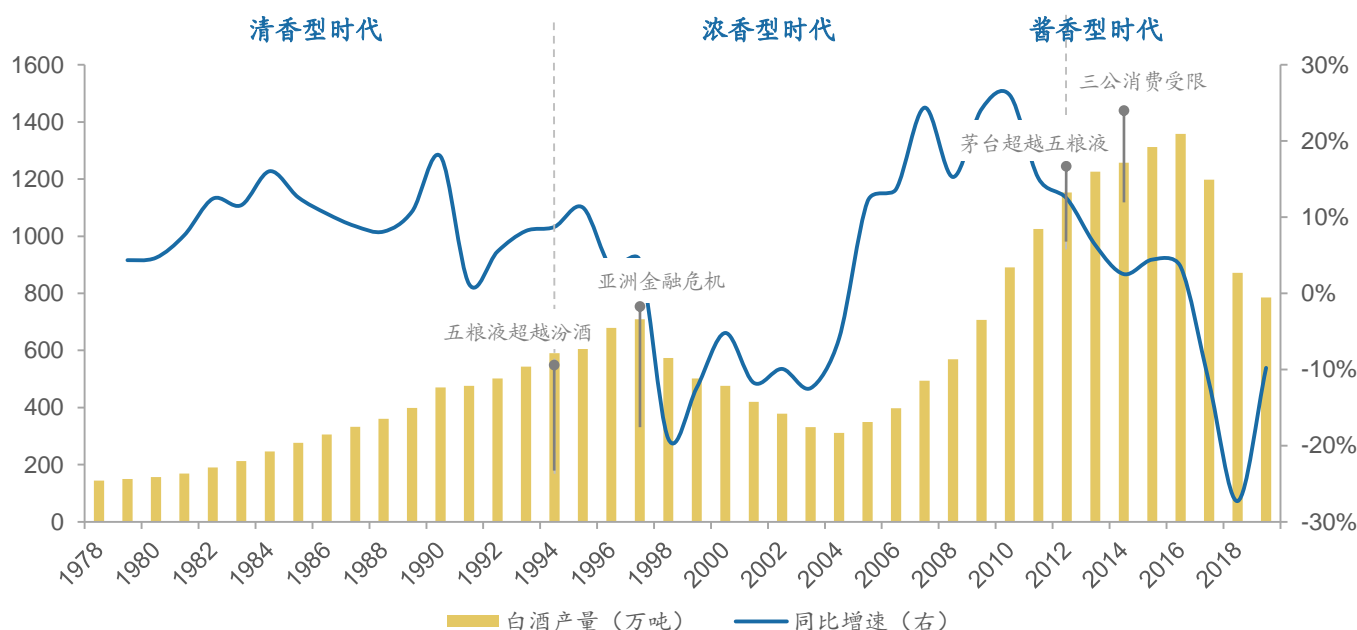
对于新消费趋势, 判断趋势可持续性和公司管理层能力是关键。食品饮料行业多数子行业在 2012 年之后进入成熟期, 对于相对较为成熟的行业, 一种投资策略是找寻优质龙头的买点, 由于多数行业龙头地位已经相对稳固, 如白酒和调味品等优质龙头, 行业龙头通过提价+集中度提升增量实现较为稳健的业绩增长, 该种投资策略的重点在于投资者需要通过判断买点才能获取更高的收益。另外一种投资策略则是分享公司本身的业绩高速增长, 食品饮料行业虽然已经处在成熟期, 但新消费趋势下有可能出现新的品类或业态, 处在其中的公司从无到有并进一步的成长为新品类中

的龙头、成长空间大，过去十年比较典型的为百润、澳优等公司，该种投资策略的重点在于：第一，投资者需要判断支撑该趋势的逻辑是否具有可持续性；第二，投资者需要判断处在其中的公司管理层或企业家的能力高低。现阶段我们认为食品饮料行业可持续性最高的新消费趋势为：（1）酱香白酒扩容；（2）餐饮供应链变革；（3）电商渗透率提升与品类扩张推动休闲食品行业高景气。

（一）酱香白酒品类的迅速扩容，有望诞生数家具有成长性的企业

消费者、渠道商、酒厂共同推动酱香酒品类扩容，成为未来白酒行业三大趋势性机会之一。根据我们2020/08/03发布的深度《茅台带动“酱香热潮”，赤水河畔“百舸争流”》，白酒行业进入成熟期，投资机会来自于结构性趋势，消费升级、集中度提升和酱香酒扩容是未来白酒行业三大趋势性机会。2019年酱香酒行业收入1350亿元，同比增长23%，远高于白酒行业8.24%的增速。酱香酒扩容是消费者、渠道商、酒厂合力推动的结果：在“茅台热”带动下消费者逐渐形成酱香酒品质更高、价值更高的认知，酱香酒浓郁醇厚的口感侵袭性更强，酱酒消费群体进一步扩大；酱酒酒企多数体量较小，在旺盛需求下渠道利差高、经销商推力足；业内外资本纷纷扩产迎合消费者需求。我们预计2020-2024年酱酒行业收入CAGR有望达15-20%，至2024年酱香酒行业收入占比整个白酒行业达35%-40%。

图 11：五粮液超越汾酒后出现十余年“浓香热”，茅台超越五粮液后出现“酱香热”



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

表 7：从清香到浓香再到酱香，工艺越来越复杂、口感浓郁度越来越高

时间	行业龙头	香型周期及特点	高粱原料	用曲量	工艺特点	基酒生产	贮藏时间	出酒率
70-80 年代	山西汾酒	清香，清香纯正，醇甜柔和，自然谐调，余味爽净	高粱	9%-11%	采用清蒸清糟，固态地缸发酵	30-50 天	0 年以上	40%

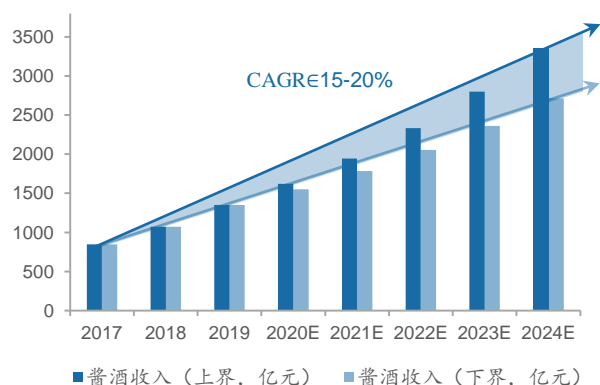
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

90-00 年代	五粮液	浓香，窖香浓郁，绵甜醇厚，香味协调，尾净余长	高粱或多粮	18%-20%	发酵采用老窖池，采用混蒸续渣工艺	50-60 天	1 年以上	30%
2013 年-至今	贵州茅台	酱香，酱香突出，幽雅细腻，酒体醇厚，空杯留香	糯性高粱	100%	酿造过程复杂，两次投粮、九次蒸煮八次发酵、七次取酒	1 年	3 年以上	20%

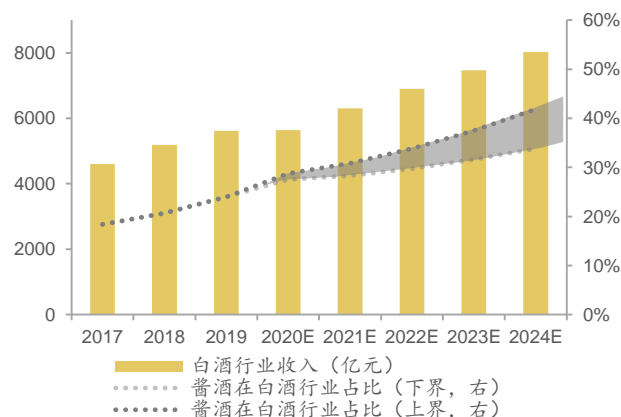
资料来源：酱酒部落等，广发证券发展研究中心。注：出酒率，根据中国酿酒工业协会定义，是在标准大气压、20摄氏度下，一个单位所产出的含量为50%的酒精产量的比例

图 12：预计至24年酱酒行业整体收入CAGR在15%-20%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心预测

图 13：预计至24年白酒行业扩容至8000亿元以上，CAGR约7%，酱酒占比约35-40%左右



数据来源：权图工作室，wind，广发证券发展研究中心预测

酱香酒行业仍处在发展初期，有望诞生数家具有成长性的酒企。从企业看，2019年酱香型白酒销售额达1350亿元，酱酒企业达千余家。第一阶梯的贵州茅台实现营收854.30亿，遥遥领先其余酱香酒企；第二阶梯的郎酒2019年营收83.48亿元，其中酱酒板块收入53.28亿元，习酒实现营收79.80亿元，两家都属于50-100亿区间的酒企；第三阶梯的国台酒业实现营收18.88亿元，金沙酒业实现营收15.26亿元，属于15-50亿级别的酒企。第四阶梯及以下的企业体量大多在10亿元及以下，增长迅速但尚未形成稳固的格局。2019年酱香型白酒市场CR1、CR3、CR5分别占据63%、73%、75%的份额，形成以千亿、百亿、十亿三个层次的分层竞争格局。酱香酒行业自近几年逐渐升温，仍处在发展的初期，除了茅台外，其余酒企规模仍较小。目前，白酒行业龙头酒企多以浓香酒企为主，我们认为随着未来酱香酒品类逐渐成长为白酒的主流香型，会产生数家乃至十余家具有成长性的酒企，看好郎酒、国台、金沙等酱香酒企。

表 8: 酱酒行业除茅台规模较大外, 其余酒企成长空间较大

阵营	企业	归属地	核心产品	19 年营收 (亿)	19 年营收情况	市占率
第一阶梯	贵州茅台	贵州省	飞天茅台	854.30	19 年同比增长 16.01%	63%
第二阶梯	四川郎酒	四川省	青花郎、红花郎	83.48	19 年同比增长 12%	10%
	贵州习酒	四川省	窖藏 1988	79.80	19 年同比增长 40.69%	
第三阶梯	国台酒业	贵州省	国标酒、国台酒	18.87	19 年同比增长 60.05%	2%
	金沙酒业	贵州省	摘要酒	15.26	19 年同比增长 165%	
第四阶梯	钓鱼台酒业	贵州省	国宾酒、贵宾酒	10+	19 年同比增长约 88%	25%
	贵州珍酒	贵州省	珍十五	10+	19 年同比增长 67%	
	云门酒业	山东省	乳白陈酿、国标 70	10+	19 年同比增长 38.2%, 酱香占 52%, 同比增长 121.7 %	
	丹泉酒业	广西省	丹泉洞藏	10+	19 年同比增长约 200%	
	仙潭酒业	四川省	紫气东来、紫潭酱酒	10	19 年同比增长约 43%	
	武陵酒	湖南省	尊享飘香	3.52	19 年同比增长 80%	
	贵州安酒	贵州省	安酒、多彩贵州			

资料来源: wind, 各企业官网与公众号, 糖酒快讯, 酒食汇, 酒业家, 广发证券发展研究中心

第一、二阶梯龙头地位已经相对稳固, 第三、四阶梯酒企各有特色、呈现“百花齐放”格局。酱香酒第一和第二梯队的龙头在行业中的地位已经稳固, 茅台遥遥领先, 青花郎“中国两大酱香白酒之一”的行业地位已经奠定, 习酒依托茅台集团的资源, 具有其他酒企不具有的优势。而第三和第四梯队的酒企虽然体量较小, 但均增长较快, 且各具特色, 目前相对已经具有一定体量优势的是国台、金沙、钓鱼台、珍酒、仙潭酒, 另外除了赤水河流域, 外省也有部分酱香酒企, 以广西的丹泉和山东的云门为代表。国台主打“茅台镇第二大酒企”的定位, 旗下大单品国台国标酒行业首创双标确证(瓶身标注酿造年份+出厂年份), 在渠道上直接引入经销商持股、充分绑定利益。金沙酒业主打产品摘要定价高端千元价位段, 定位“贵州第二瓶高端酱酒”, 2019 年摘要收入占比达 42%。钓鱼台酒业源自外交部钓鱼台国宾馆用酒, 2017 年才开始市场化运作, 坚持品牌稀缺战略, 保持 0.3 万吨不扩产, 由于产量有限, 渠道上采用授权专销制。贵州珍酒作为茅台易地实验的产物, 传承了茅台的工艺, 自 2009 年并入金东集团, 进入相对较快的发展轨道; 潭酒是川派酱酒的代表之一, 早期主要生产原酒, 优势是基酒储量丰厚, 近几年逐渐形成了年份酱酒为主打的产品战略, 以“内行喝潭酒, 敢标真年份”的品宣语句向消费者传递其产品优势。赤水河流域之外的酱酒以云门和丹泉相对体量较大, 云门八十年代通过学习茅台工艺研发出酱酒, 是北派酱香的代表之一, 也是中国酱香白酒国家标准三大制定者之一; 丹泉主打洞藏酒概念, 产品出厂之前均在天然藏酒洞“洞天酒海”中老熟。

现阶段消费者对酱酒品类认知超过品牌认知，未来3-5年是第三第四梯队酱酒企业的品牌打造黄金窗口期。如我们在第一部分所述，目前酱酒行业尚处在一个供需两旺的发展阶段，消费者对品牌没有明显的认知，更多是对品类的认知，因此所有酱酒企业几乎都能取得非常迅速的增长。但酱香酒行业的发展也会遵循消费品行业发展的规律，随着3-5年后酱香酒基酒产能开始大规模投放后，供需得到缓解、行业逐渐走向成熟，缺乏品牌力的酒企可能逐渐会丧失增长势能。因此，对第三第四梯队的酱香酒企来说，未来3-5年是品牌打造的黄金窗口期。

表 9：酱酒市场第三、四梯队酒企各具特色，呈现“百花齐放”格局

企业名称	实控人	董事长	发展历史	发展战略
贵州茅台	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会	高卫东	至今已有 800 多年的历史，是我国大曲酱香型白酒的鼻祖和典型代表，酿制技艺入选国家首批非物质文化遗产代表作名录，是一张香飘世界的“国家名片”。	<ul style="list-style-type: none"> · 巩固、维护品牌口碑 · 系列酒与茅台酒“双轮驱动” · 营销渠道改革
四川郎酒	汪俊林	汪俊林	57 年恢复生产，壮大为大型骨干酿酒企业，酿制技艺是国家级非物质文化遗产，已稳健步入百亿白酒集团行列。	<ul style="list-style-type: none"> · 品牌升空，打造极致品质文化 · 定位“中国两大酱香型白酒” · 扶大商、树好商
贵州习酒	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会	钟方达	52 年通过收购组建为国有企业，98 年并入茅台集团，属茅台集团全资子公司，是中国名优白酒企业。	<ul style="list-style-type: none"> · 站稳“高端酱香”定位 · 文化属性加持，以“君子之品”为品牌核心
国台酒业	闫希军	闫希军	由天士力于 99 年在茅台镇收购一家老字号酒厂的基础上，累计斥资 50 亿元、历经 20 余年精心打造。	<ul style="list-style-type: none"> · 定位“茅台镇第二大酒企” · 首创瓶身双标确证 · 引入经销商持股、充分绑定利益
金沙酒业	李长红	张道红	位于贵州省酱酒三大黄金产区金沙县产区，自公司成立以来从未停止过生产，58 年茅台酿酒师刘开廷引入茅台大曲酱香工艺，开始生产酱香型白酒，07 年改制金逐步从贵州走向全国。	<ul style="list-style-type: none"> · 聚焦五星、金沙回沙 1951 和摘要三大单品，产品结构升级 · 优质经销、分销团队带动良性市场环境 · 争取在 24 年实现 IPO 主板上市
钓鱼台酒业	外交部钓鱼台宾馆管理局	丁远怀	经国家外交部批准建设，距离茅台酒厂约两公里，台品牌标识源于乾隆御笔“钓鱼台”，原只为北京钓鱼台国宾馆等国家宴请及外国元首和贵宾来访供酒。	<ul style="list-style-type: none"> · 聚焦品牌的附加值的提升品质 · 坚持品牌稀缺战略，保持不扩产 · 渠道上采用授权专销制
贵州珍酒	吴向东	吴向东	公司是 75 年“试制茅台”的产物，第一批工匠、原料、设备等均从茅台酒厂调来，公司传承并发展了酱香酒的酿造技术，茅台的工匠精神在珍酒得以延续。	<ul style="list-style-type: none"> · 加大品牌打造力度 · 坚持以珍十五为中心推广 · 力争产销超过 2 万吨
云门酒业	汲英民	汲英民	青州酿酒接代传承，云门酒的生产不曾间断，74 年研制成功酱香型白酒云门陈酿，人称“江北茅台”，如今已成为高端鲁酒的新代表。	<ul style="list-style-type: none"> · 打造“乳白陈酿”和“国标 70”两大明星产品 · 同时发展“浓清酱”三大香型

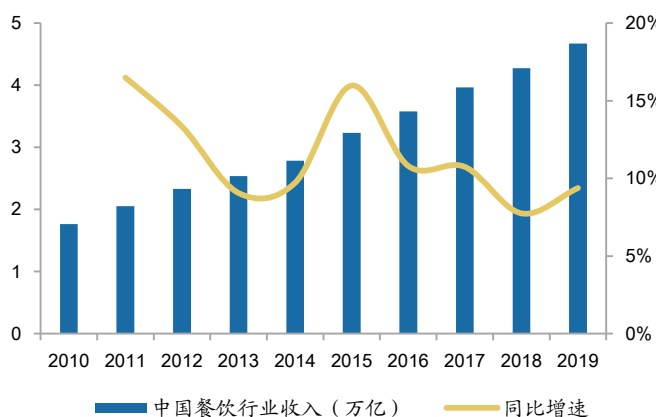
丹泉酒业	吴荣全	吴荣全	产自云贵高原南麓的“世界长寿市”河池，56年由南丹县人民政府成立地方国营酿酒厂，现如今已经拥有了实现百亿目标的体量基础。	<ul style="list-style-type: none"> 发挥带头作用振兴桂酒 “洞藏酱香”大战略 强化精准招商，增强发展后劲
仙潭酒业	李琼芬	方久伦	与国酒茅台酒厂、郎酒酒厂毗邻，13年完成改制后发展节奏加快，如今已经发展成为全国最大的酱酒原酒输出基地。	<ul style="list-style-type: none"> 创新营销，打造品牌 真材实料做酱酒、货真价实不虚标
武陵酒	衡水老白干	浦文立	71年初开始研制酱香武陵酒，在第五届评酒会与茅台、郎酒一起成为中国三大酱香名酒，后经过几度易主和改制。	<ul style="list-style-type: none"> 传承品质，恢复品牌活力 酿酒规模扩大，产线扩容 继续推行“短链模式”
贵州安酒	讯佳集团	路通	前身为民国时期周绍臣的“醉群芳酒家”，一度为贵州省最大的酿酒企业，88-91年产量居全国第一，08年联美控股（中国）入主。	<ul style="list-style-type: none"> 重构品牌文化内涵 安酒和多彩贵州双品牌双香型 团购渠道带动全渠道发展

资料来源：wind，各企业官网，人民网，微酒，酒业家，酒说，红网，广发证券发展研究中心

（二）餐饮供应链变革，复合调味品和速冻食品龙头最受益

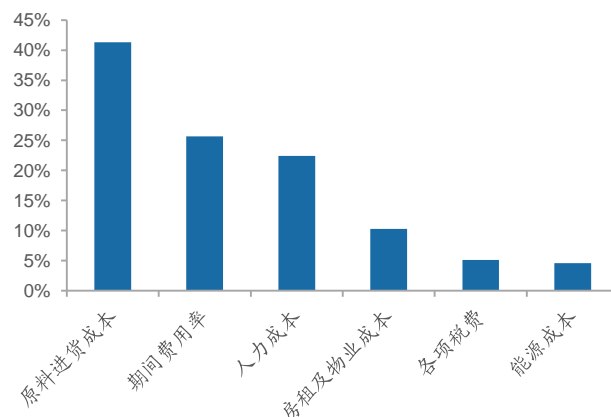
19年我国餐饮食材规模1.93万亿元，餐饮连锁化推动万亿餐饮供应链变革，餐饮半成品成长空间打开。外出就餐增加推动餐饮需求端发展：根据国家统计局，2019年我国餐饮行业收入4.67万亿元，10-19年CAGR11.43%。我国餐饮食材成本占比餐饮业营收41.31%，对应19年收入1.93万亿元。外出就餐增加有望推动未来5年餐饮食材规模CAGR5-10%，推动餐饮企业标准化和规模化发展。17年以来餐饮连锁化率和运营成本提升、外卖和单品餐饮店崛起等因素倒逼餐饮供应链变革，餐饮半成品满足餐饮店降本增效和标准化需求，行业空间有望打开。

图 14：19年我国餐饮行业收入4.67万亿，10-18年CAGR11.43%



数据来源：wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

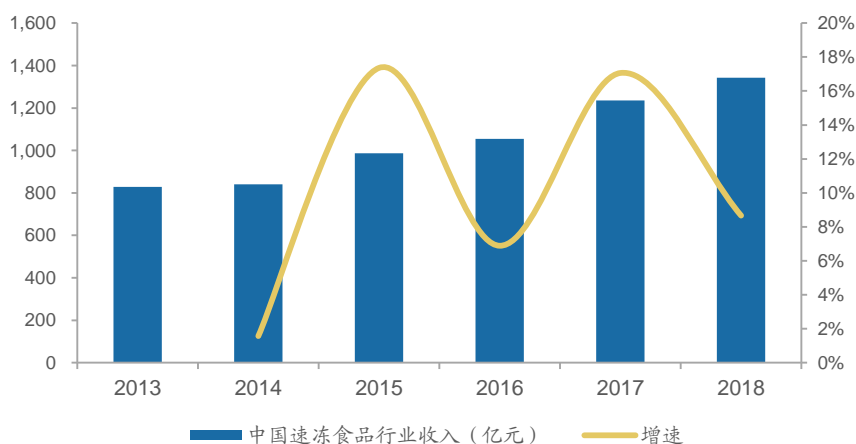
图 15：我国餐饮业原材料进货成本占比41.31%



数据来源：中国饭店协会，广发证券发展研究中心

预计未来5年速冻食品行业收入CAGR有望达10%+。2019年我国速冻食品行业收入达1475亿元，受益于餐饮标准化和家庭便捷化需求提升，我们预计未来5年速冻食品行业收入复合增速有望达10%+：（1）餐饮连锁化和运营成本提升推动餐饮标准化需求增长，餐企更加倾向于使用速冻食品简化烹饪流程提升效率，通过去厨师化降低成本。（2）现代社会生活节奏加快，家庭烹饪便捷化需求提升，叠加速冻食品品类和渠道的扩张，推动速冻食品快速增长。推荐关注安井、三全以及千味央厨等未来有望上市的企业。

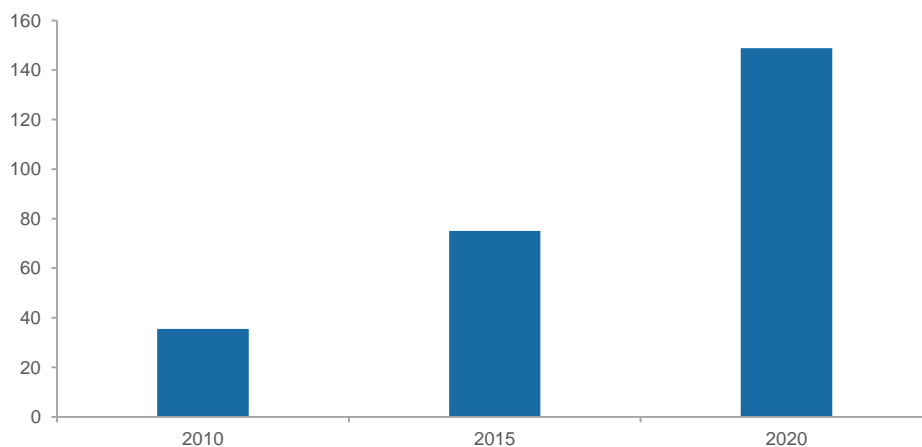
图16：18年我国速冻食品收入达1342亿元，13-18年CAGR10.1%



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

预计复合调味料行业20年收入1488亿，15-20年复合增长14.7%。根据Frost & Sullivan，复合调味料15年收入751亿元，10-15年复合增速16.1%，预计15-20年复合增长14.7%。复合调味料可细分为火锅底料、中式复合调味料、鸡精等五大品类，火锅底料\中式复合调味料是最好赛道——根据Frost & Sullivan，火锅底料、中式复合调味料15收入154/123亿元，预计15-20年复合增长15.0%/16.9%。推荐关注颐海、天味、日辰以及丁点儿、幺麻子等未来有望上市的企业。

图17：2015-2020年复合调味料收入复合增长14.7%（十亿元）



数据来源：Frost&Sullivan，广发证券发展研究中心

表 10：已上市和拟上市速冻食品和复合调味料企业

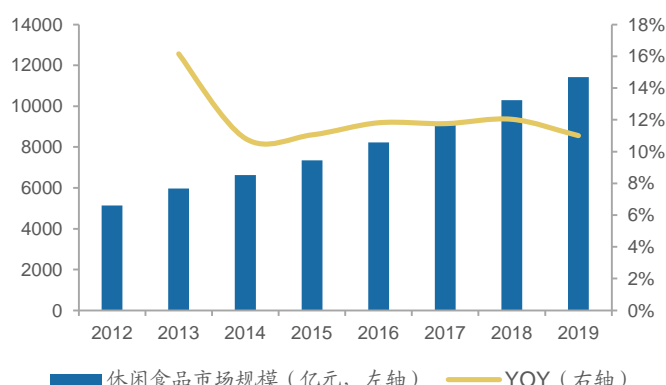
证券代码	证券简称	所属行业	是否上市	2019 年营业收入 (亿元人民币)	2019 年归母净利润 (亿元人民币)	最近三年归母净利润 CAGR (%)	2019ROE (%)	最近三年平均 ROE (%)
002216.SZ	三全食品	速冻食品	是	59.86	2.20	45.10%	10.25	6.32
603345.SH	安井食品	速冻食品	是	52.67	3.73	22.63%	15.58	15.01
01579.HK	颐海国际	复合调味料	是	42.95	7.19	40.22%	31.12	26.50
603043.SH	广州酒家	速冻食品	是	30.29	3.84	4.11%	18.56	21.76
603317.SH	天味食品	复合调味料	是	17.27	2.97	17.34%	19.93	21.76
A20096.SZ	立高食品 (有速冻食品业务)	速冻食品	否	15.84	1.81	60.35%	46.74	30.09
002702.SZ	海欣食品	速冻食品	是	13.85	0.07	-163.06%	0.86	0.59
603536.SH	惠发食品	速冻食品	是	12.10	0.06	-53.81%	0.91	6.45
A20196.SZ	千味央厨	速冻食品	否	8.89	0.74	16.77%	15.79	16.45
A19238.SZ	仲景食品	复合调味料	否	6.28	0.92	4.91%	20.02	20.19
603696.SH	安记食品	复合调味料	是	4.21	0.43	1.25%	6.92	6.17
002495.SZ	佳隆股份	复合调味料	是	2.97	0.28	9.32%	2.38	2.45
603755.SH	日辰股份	复合调味料	是	2.86	0.85	15.02%	21.84	32.65
A20283.SZ	四川丁点儿食品	复合调味料	否	2.20	0.52	-	18.16	12.78
H01338.HK	绿康集团	零售包装食品 (冷冻+调味料)	否	-	-	-	-	-
H00759.HK	圣伦食品	定制中式复合调味料	否	-	-	-	-	-
H00506.HK	通用餐饮	定制中式复合调味料	否	-	-	-	-	-
-	幺麻子食品	复合调味料	否	-	-	-	-	-
-	锅圈食汇	复合调味料	否	-	-	-	-	-

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）休闲食品万亿空间，渠道业态和产品品类不断更新迭代

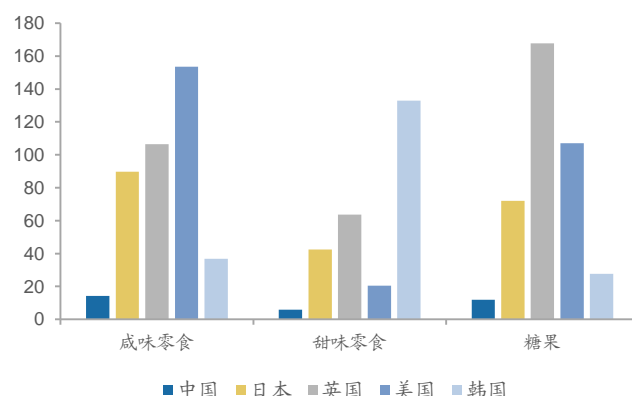
我国休闲食品行业报表端收入**6016亿元**，长期来看我国休闲食品人均消费量低于发达国家水平，预计未来发展空间大。我国休闲食品市场空间大，根据前瞻产业研究院数据，18年行业销售额已过万亿，19年销售额1.14万亿元（考虑90%渠道加价率，报表端收入6016亿元）。尽管目前我国休闲食品已具备较大市场规模，但在人均消费上仍远不及美英日韩等国家，与欧美国家相比，我国居民人均收入和人均休闲食品消费额也较低，仍有较大提升空间。分品类来看，据彭博，18年我国人均咸味零食消费额为14.2美元，低于日本（89.8美元）、英国（106.5美元）、美国（153.6美元），我国甜味零食、糖果等品类人均消费也低于发达国家。

图 18: 19年我国休闲食品行业销售额11430亿元



资料来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

图 19: 中国咸味零食、甜味零食和糖果的人均消费额低于发达国家（美元）



资料来源：彭博，广发证券发展研究中心 注：截至 2018 年

电商渠道扩张是推动行业收入扩张的因素之一。休闲食品从销售渠道来看，可分为超市、个体零售经销商、电商渠道和其他渠道。随着中国电商的迅速发展，未来休闲食品电商有望不断通过向三四线城市、农村市场下沉以及向海外市场拓展，持续推动行业发展。同时伴随电商渠道渗透率的提升，传统商超、便利店、专卖店、杂货铺的零售渠道格局逐步和线上渠道相融合，为消费者提供更好的购物体验，为行业发展注入新动能。

产品品类扩张和高端化是推动行业收入扩张的另一因素。我国休闲食品品类丰富，包括烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品、坚果炒货、膨化食品和饼干等多种品类。休闲食品行业不断进行产品创新。据商务部《消费升级背景下零食行业发展报告》，洽洽食品从葵花籽起家，持续推出国葵类、坚果类和烘焙类新品；徐福记每年汰旧换新，平均每年推出30种以上新品和口味；良品铺子则自2016年以来以每个月30-40款的速度推出新产品。目前徐福记、来伊份SKU超1000个，百草味的SKU超过600种。

休闲食品高端化和专业化是推动行业增长的另一动力。随着居民消费水平提升，休闲食品行业也存在消费升级。休闲食品企业通过使用更高品质的食材获取更高溢价，休闲食品的专业化趋势也逐步显现，休闲食品企业针对不同人群，不同生理状态推出特定的休闲食品。食材高端化和定位专业化是推动行业均价增长的重要因素。

受益于网购渗透率提升、产品品类扩张和高端化，预计未来休闲食品行业有望保持高景气。我国休闲食品行业尚处于增长期，随着我国居民人均消费能力的提升、电商渠道渗透下沉到低线市场，叠加休闲食品的不断创新、消费场景的多元化继续凸

显，休闲零食行业有望延续较快增长。

我国休闲食品行业整体集中度较低，看好品牌龙头企业市占率提升和新品类龙头的成长。我国休闲食品集中度主要是受2个因素限制：（1）我国多数休闲食品工艺上较为简单导致进入门槛较低，市场呈现“市场大、个体多”的特点，流通市场中仍存在较多散装中小型品牌。（2）休闲食品地域特色明显、口味多样。且各品类中均产生深耕多年的行业龙头，导致行业集中度难以提升。看好线上龙头三只松鼠以及线下细分子行业龙头洽洽食品、盐津铺子等龙头企业市占率提升，另外推荐关注细分子行业龙头有友食品和甘源食品。除此之外，由于休闲食品行业渠道业态和产品品类会不断更新迭代，建议投资者紧密关注休闲食品行业内部结构性和趋势性变化，找寻能够迅速成长的新品类龙头。

表 11：已上市和拟上市休闲食品企业

证券代码	证券简称	所属行业	是否上市	2019 年营业收入 (亿元人民币)	2019 年归母净利润 (亿元人民币)	最近三年归母 净利润 CAGR (%)	2019ROE (%)	最近三年平 均 ROE (%)
00322.HK	康师傅控股	休闲食品	是	622.75	33.31	22.34%	16.98	13.39
00220.HK	统一企业中国	休闲食品	是	222.52	13.66	15.87%	10.17	8.38
03799.HK	达利食品	休闲食品	是	214.45	38.41	3.80%	24.24	24.84
00151.HK	中国旺旺	休闲食品	是	201.90	36.49	5.41%	23.85	22.89
00506.HK	中国食品	休闲食品	是	172.41	4.18	-34.45%	9.54	17.75
300783.SZ	三只松鼠	休闲食品	是	101.73	2.39	-7.54%	15.88	30.09
603719.SH	良品铺子	休闲食品	是	77.15	3.40	106.89%	27.31	19.48
002582.SZ	好想你	休闲食品	是	59.61	1.93	21.69%	5.71	4.31
603866.SH	桃李面包	休闲食品	是	56.44	6.83	10.01%	19.08	19.43
603517.SH	绝味食品	休闲卤制品	是	51.72	8.01	16.88%	21.11	22.95
002557.SZ	洽洽食品	休闲食品	是	48.37	6.04	23.65%	17.29	13.82
000716.SZ	黑芝麻	休闲食品	是	44.76	0.34	-32.71%	1.23	2.87
603777.SH	来伊份	休闲食品	是	40.02	0.10	-53.23%	0.57	2.16
01299.HK	上好佳	休闲食品	否	35.75	1.90	8.21%	17.46	16.48
01458.HK	周黑鸭	休闲卤制品	是	31.93	4.07	-18.82%	9.74	14.36
603886.SH	元祖股份	休闲食品	是	22.23	2.48	6.78%	17.43	18.01
002695.SZ	煌上煌	休闲卤制品	是	21.17	2.20	16.08%	10.89	9.66
01285.HK	嘉士利集团	休闲食品	是	15.97	1.10	0.94%	15.06	14.92
002847.SZ	盐津铺子	休闲食品	是	13.99	1.28	24.88%	18.11	14.71
002991.SZ	甘源食品	休闲食品	是	11.09	1.68	39.32%	36.89	29.85
603697.SH	有友食品	休闲食品	是	10.08	1.79	-2.02%	14.64	22.50
002956.SZ	西麦食品	休闲食品	是	9.73	1.57	15.85%	16.90	25.33
01583.HK	亲亲食品	休闲食品	是	6.92	0.81	-331.59%	8.06	3.78

01210.HK	克莉丝汀	休闲食品	是	5.52	-2.24	20.36%	-120.20	-65.93
002820.SZ	桂发祥	休闲食品	是	5.07	0.85	-2.97%	7.83	8.31
01262.HK	蜡笔小新食品	休闲食品	是	4.83	-1.70	-16.23%	-29.21	-27.32
A20262.SZ	青岛食品	休闲食品	否	4.83	0.75	16.54%	18.69	17.39

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

- （1）宏观经济增速不及预期：若宏观经济增速放缓超出预期，会影响高端酒和次高端酒的消费。
- （2）疫情反复风险：经济恢复不达预期，渠道扩张不达预期。
- （3）食品安全风险：企业产品销量不达预期。
- （4）买入时点估值过高的风险。

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
王文丹：联席首席分析师，管理学硕士，6年证券行业工作经验。
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发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，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。