

拨云见日，疫情“危”后有“机”

——食品饮料行业 2020 年中期策略报告

强于大市（维持）

日期：2020 年 06 月 11 日

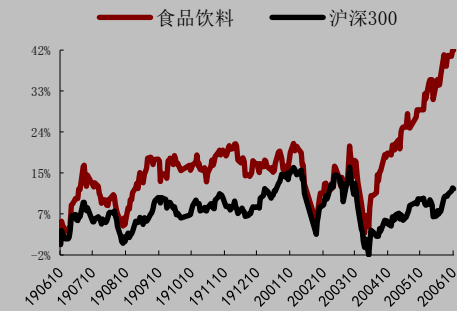
行业核心观点：

当前时点，国内疫情基本得到控制，但疫情的连锁反应仍是影响 20H2 板块投资机会的重要因素，基于此我们精选三条投资主线，①**基本面逐季改善**：旺季可期，结构升级大势所趋的啤酒板块；龙头逆势拿店，快速扩张的卤制品板块以及常温格局改善，低温迎风口的乳制品板块。②**疫情催化习惯养成**：B 端直接受益于餐饮业扩容及连锁化、标准化大趋势，C 端受益于“懒人经济”及消费升级的速冻食品板块以及空间广阔，龙头市占率提升可期，具健康化、个性化、线上线下一体化、全产业链化趋势的休闲零食板块。③**稳健价值**：驱动因素良性健康、格局稳固、护城河超深、供给长期偏紧的高端白酒板块，以及需求刚性及成长兼备的基础调味品板块。此外我们从行业属性、资金及 PEG 估值体系三个角度分析认为板块相对高位的估值仍有一定支撑，但考虑到当前估值水平，估值处于相对低位的细分板块及优质个股的投资性价比更加凸显出来。

投资要点：

- **行情回顾**：板块 H1 表现亮眼，内部子板块出现分化，防御性凸显获资金青睐。截至 5 月 29 日，申万食品饮料指数自年初上涨 14%，跑赢沪深 300 19pct，位居申万 28 个一级行业第 2 位。食品综合、肉制品、调味发酵品子板块自疫情爆发初期显著跑赢大盘，啤酒、白酒自 3 月底-4 月初反弹。外资食品饮料板块话语权较大，且食品饮料持仓比例也居首位。
- **投资主线一：基本面逐季改善，行业寒冬已过**。当前正值报表窗口期，市场关注 Q2 及后续业绩，我们认为疫情期间受打击较大，业绩受损较严重，随着疫情逐步得到控制，叠加政府不断出台促消费政策，需求逐渐回暖，后续基本面及报表迎来逐季改善的板块值得关注：啤酒、卤制品、乳制品。
- **投资主线二：疫情催化习惯养成，变化中寻机遇**。疫情期间，消费者的一些消费习惯得到养成或催化，有望形成长期需求。此外 Q1 动销较好，Q2 补库存有望短期提振业绩。相关受益板块值得关注：速冻食品、休闲零食。
- **投资主线三：稳健价值，用时间换价值**。在当前疫情防控或常态化，中美贸易摩擦等不确定环境下，我们建议关注长期业绩增长确定性较强，成长逻辑较清晰，龙头手握定价权的细分板块：高端白酒、基础调味品。
- **风险因素**：1. 政策风险 2. 食品安全风险 3. 疫情风险 4. 原材料价格风险 5. 消费恢复不及预期风险

食品饮料行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 06 月 10 日

相关研究

万联证券研究所 20200608_行业周观点_AAA_食品饮料行业周观点报告

万联证券研究所 20200601_行业周观点_AAA_食品饮料行业周观点报告

万联证券研究所 20200525_行业周观点_AAA_食品饮料行业周观点报告

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

目录

1、食品饮料板块上半年行情回顾.....	6
1.1 行情：板块 H1 表现亮眼，3 月中下旬起强势跑赢大盘.....	6
1.2 资金：外资流入仍是大趋势，食品饮料受青睐.....	7
1.3 估值：板块估值有一定支撑，从 PEG 角度看并未明显偏高.....	9
2、基本面逐季改善主线：啤酒、卤制品、乳制品.....	10
2.1 啤酒：H2 旺季可期，结构升级大势所趋提振板块盈利能力.....	10
2.1.1 Q1 打击较大仅为短期影响，终端复苏进行时.....	10
2.1.2 存量竞争时代，寡头垄断格局已定.....	12
2.1.3 直接提价+结构升级为啤酒行业开启新纪元.....	13
2.2 卤制品：转危为机，龙头逆势扩张.....	19
2.2.1 卤制品线下渠道为主，疫情期受冲击.....	19
2.2.2 卤制品是典型的“快而散”行业，加盟助力龙头快速扩张.....	19
2.3 乳制品：动销恢复良好，巴氏奶有望迎风口.....	22
2.3.1 Q1 板块受疫情打击明显，4 月起终端动销已逐步恢复.....	22
2.3.2 常温奶双寡头格局稳定，低温奶高速增长.....	23
3、疫情催化习惯养成主线：速冻食品、休闲零食.....	25
3.1 速冻食品：“懒人经济”按下加速键，餐饮业态变迁打开行业空间.....	25
3.2 休闲食品：“宅家休闲”养成中，小零食蕴含大机会.....	30
3.2.1 疫情下宅家刺激零食线上需求激增，每日坚果销售火爆.....	30
3.2.2 万亿市场待掘金，集中度上升空间大.....	31
4、稳健价值主线：需求刚性下业绩增长稳定，龙头手握定价权.....	35
4.1 高端白酒：抗压能力再次验证，供不应求格局有望长期存在.....	35
4.1.1 端午旺季动销可期，逆周期调控+新基建有望刺激白酒需求.....	35
4.1.2 大众消费崛起叠加消费升级助力高端酒扩容，格局稳固的优选赛道.....	37
4.2 基础调味品：B 端潜力大、壁垒高，C 端需求确定性强.....	43
4.2.1 受益于 C 端需求旺盛及龙头强渠道能力，板块整体受疫情打击较小.....	43
4.2.2 家庭端稳中有升，餐饮端长期受益下游发展，疫情加速行业集中.....	43
4.2.3 酱油：一超多强格局稳固，龙头强者愈强.....	47
4.2.4 醋：常青+分散的优选赛道，看好龙头市占率提升.....	49
5、投资建议及风险因素.....	52
5.1 投资建议.....	52
5.2 风险因素.....	52
图表 1：申万一级子绝对行业涨跌幅、相对涨跌幅.....	6
图表 2：食品饮料和沪深 300 指数相较年初涨跌幅.....	6
图表 3：申万食品饮料三级子行业部分指数涨跌幅.....	7
图表 4：申万食品饮料三级子行业白酒指数涨跌幅.....	7
图表 5：外资年初至今持股市值&占 A 股流通市值比例.....	7
图表 6：北向呈净买入趋势（亿元）.....	7
图表 7：外资申万一级行业持股市值占行业流通 A 股市值比例（按 5 月份数据排序）.....	8
图表 8：申万一级行业外资持仓比例（按五月份数据排序）.....	8
图表 9：食品饮料板块动态估值处于历史相对高位.....	9

图表 10: 中美饮料龙头企业市值&PEG&PE-TTM	9
图表 11: 中美食品龙头企业市值&PEG&PE-TTM	10
图表 12: 主要啤酒企业 11-20 年 Q1 营业总收入同比	10
图表 13: 主要啤酒企业 11-20 年 Q1 归母净利润同比	10
图表 14: 啤酒行业 2016-2020 年当月产量及同比	11
图表 15: 啤酒行业收入及利润跌幅明显收窄	11
图表 16: 2019 年重庆啤酒与青岛啤酒销量季度分布	12
图表 17: 近 10 日全国最高气温实况图 (截至 6 月 2 日)	12
图表 18: 2005-2019 年啤酒行业市场规模	12
图表 19: 1998-2019 年啤酒行业产量	12
图表 20: 2016-2019 年主要啤酒企业吨价	13
图表 21: 2010-2019 中美啤酒行业整体吨价对比	13
图表 22: 2019 年我国啤酒市场市场份额	13
图表 23: 中国近年 CR5 市占率及欧美亚太地区对比	13
图表 24: 主要啤酒企业近年直接提价行为复盘	14
图表 25: 2013-2019 我国进口大麦数量分布	14
图表 26: 2013 年 1 月-2020 年 4 月我国进口大麦平均单价	14
图表 27: 2004-2018 年我国罐化率逐年上升	15
图表 28: 对比成熟市场, 我国罐化率仍有提升空间	15
图表 29: 2013-2018 我国高中低端啤酒销量占比	16
图表 30: 疫情期间线上啤酒消费同比增速上升	16
图表 31: 2019 年我国与其他国家自饮销量占比对比	16
图表 32: 2014-2019 年夜店酒吧门店数量及销售额	16
图表 33: 主要啤酒企业高端产品布局	17
图表 34: 啤酒行业上市公司代表对比	17
图表 35: 卤制品公司线下收入占主导地位	19
图表 36: 2020Q1 营业收入增速大幅下滑	19
图表 37: 卤制品增速在休闲零食各细分品类中居首位	20
图表 38: 休闲卤制品行业快速扩容	20
图表 39: 2018 年休闲卤制品营收占整个休闲零食 10%	20
图表 40: 休闲卤制品行业集中度低	20
图表 41: 经营模式: 加盟 V.S 直营	21
图表 42: 直营模式下门店扩张后劲不足	21
图表 43: 休闲卤制品三强营业总收入对比	21
图表 44: 休闲卤制品三强归母净利润对比	21
图表 45: 卤制品三强对比	22
图表 46: 乳品板块 20Q1 业绩受疫情打击明显	23
图表 47: 生鲜乳价格受疫情影响增速趋缓	23
图表 48: 乳制品细分赛道一览	23
图表 49: 伊利毛销差滞后生鲜乳价格提高	24
图表 50: 光明毛销差滞后生鲜乳价格提高	24
图表 51: 2015-2020Q1 伊利营业总收入、归母净利润及其同比	25
图表 52: 2015-2020Q1 光明营业总收入、归母净利润及其同比	25
图表 53: 中国速冻食品市场规模及增速	25
图表 54: 2017 年全球主要国家速冻食品人均消费量	25

图表 55: 速冻行业细分赛道市场结构梳理	26
图表 56: 疫情期间速冻食品线上销售激增	27
图表 57: 我国餐饮市场快速发展	28
图表 58: 2017 年各类型餐饮企业增长对比	28
图表 59: 2018 年不同年龄层级中国消费者每月在家做饭次数少于三次 TGI	28
图表 60: 国内外餐饮连锁程度对比	28
图表 61: 我国冷链物流市场快速发展	29
图表 62: 安井食品、三全食品对比	29
图表 63: 线上销售额同比增速	30
图表 64: 2-4 月休闲零食销售额前十大品类中坚果类产品销售额及销量占比	30
图表 65: 2018 年我国休闲零食市场规模破万亿	31
图表 66: 对标海外我国休闲零食行业集中度低 (%)	31
图表 67: 健康咸味零食消费增速快于行业整体增速	32
图表 68: 2018 年我国坚果炒货行业竞争格局	32
图表 69: 2018 年零食子行业中坚果炒货 CR5 最低 (%)	32
图表 70: 电商销售占比快速上升 (%)	33
图表 71: 2019 年良品铺子各品类采购成本占比	33
图表 72: 洽洽、三只松鼠、良品铺子对比	34
图表 73: 2020 年前四个月白酒产量大幅下滑	35
图表 74: 2020Q1 白酒板块整体经营承压 (单位: 亿元)	35
图表 75: 2020Q1 白酒企业营收同比增速 (%)	36
图表 76: 2020Q1 白酒企业归母净利润同比增速 (%)	36
图表 77: 高端酒企收入及 M2 同比增速	36
图表 78: 高端酒企收入及固定资产投资完成额同比	36
图表 79: 高端酒企收入同比增速及 PMI 指数	37
图表 80: 1989-2019 我国白酒产量及同比增速	37
图表 81: 近年我国规模以上白酒企业销售收入及同比	38
图表 82: 规模以上酒企利润总额逐年上升	38
图表 83: 近年来我国白酒行业产量、收入及利润增速	38
图表 84: 2009-2018 年行业及上市酒企收入增速	38
图表 85: 大众消费承接政务消费	39
图表 86: 我国城镇居民人均可支配收入保持增长	39
图表 87: 我国高净值人群规模逐年上升	39
图表 88: 我国居民购买高端酒能力呈上升趋势	39
图表 89: 2018 年我国高端白酒市场竞争格局	40
图表 90: 三大高端酒代表营收占比	40
图表 91: 我国高端酒未来需求量测算的敏感性分析	40
图表 92: 2025 年茅台酒可供销售量预计可超 4.5 万吨	41
图表 93: 近年茅台酒实际销量超预测可供销售量	41
图表 94: 高端三强 2016-2020PE-TTM	42
图表 95: 爱马仕及法拉利近年 PE-TTM	42
图表 96: 茅台批价跟踪及渠道利润率	43
图表 97: 普五批价跟踪及渠道利润率	43
图表 98: 基础调味品上市企业 20Q1 的营收及业绩	43
图表 99: 调味品子行业市场规模及增速	44

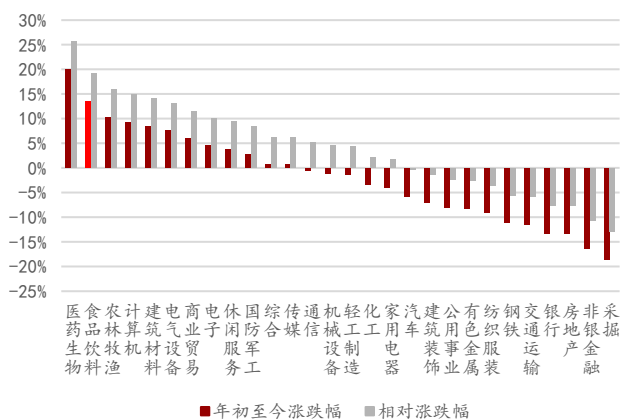
图表 100: 各国调味品市场 CR5.....	44
图表 101: 调味品渠道占比.....	45
图表 102: 我国城镇化率仍将提高.....	45
图表 103: 调味品涨价因素分析图.....	46
图表 104: 酱油成本构成.....	46
图表 105: 调味品主要企业提价信息汇总.....	46
图表 106: 原材料（白砂糖、大豆）价格走势图.....	47
图表 107: 包材（玻璃、瓦楞纸）价格走势图.....	47
图表 108: 运费走势图.....	47
图表 109: 酱油市场竞争格局.....	48
图表 110: 酱油行业代表企业梳理.....	49
图表 111: 中日醋价对比.....	50
图表 112: 中日人均食醋消费量.....	50
图表 113: 国内食醋行业竞争格局.....	50
图表 114: 中日食醋行业集中度对比.....	50
图表 115: 恒顺醋业 2010-2019 年营收及同比.....	51
图表 116: 恒顺醋业盈利能力呈上升趋势.....	51

1、食品饮料板块上半年行情回顾

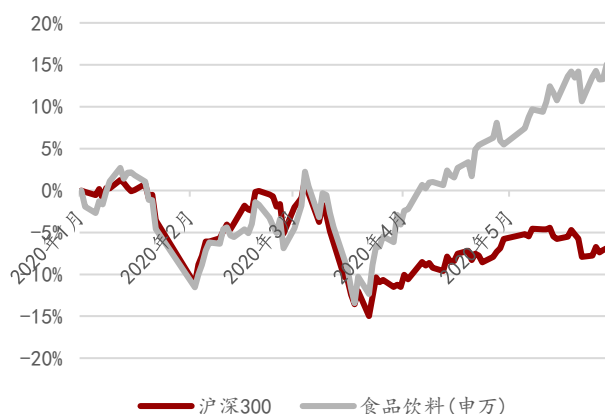
1.1 行情：板块H1表现亮眼，3月中下旬起强势跑赢大盘

食品饮料行业涨幅居SW28个一级行业第2位，3月中下旬起强劲反弹。从绝对涨幅来看，食品饮料行业2020年1月1日至5月29日（以下用年初指代1月1日，至今指代5月29日）期间上涨14%，在申万28个一级行业中排名第2。从相对涨幅来看，食品饮料行业年初至今跑赢沪深300指数19pct，表现明显优于大盘，疫情初期，食品饮料板块因可选品类（如次高端和地产白酒、啤酒、乳制品等）受疫情冲击较大，市场对其一季度表现预期调低，并未跑赢大盘；随着疫情控制稳中向好，消费预期率先回暖，拉动食品饮料板块强势反弹。

图表1：申万一级子绝对行业涨跌幅、相对涨跌幅



图表2：食品饮料和沪深300指数相较年初涨跌幅



资料来源：Wind，万联证券研究所

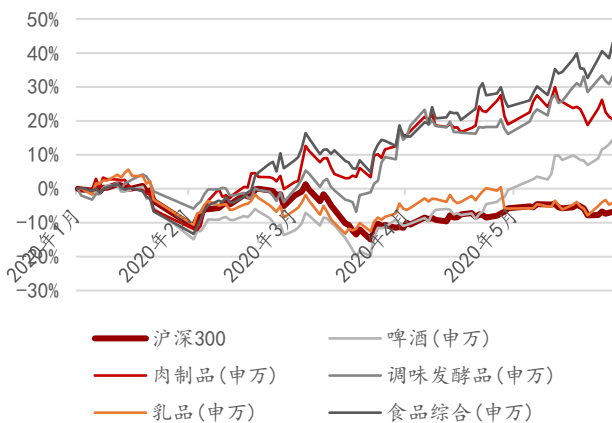
资料来源：Wind，万联证券研究所

食品综合、肉制品、调味发酵品子板块疫情爆发后显著跑赢大盘。肉制品行业方面：肉价上涨，改善肉制品企业利润，刚需属性较强；食品综合行业方面：疫情期间催化“懒人经济”及“宅家经济”需求，速冻、零食等线上销售火热；调味发酵品行业方面：具有必须消费属性，疫情期间刚性十足。

啤酒板块一度跑输大盘，4月开始反弹。疫情爆发后，餐饮、夜场消费冻结，致使收入和利润受到冲击，市场预期较差，疫情前期跑输大盘。随着餐饮等消费场景的恢复，叠加青岛啤酒股权激励方案落地，啤酒板块4月起显著跑赢大盘。

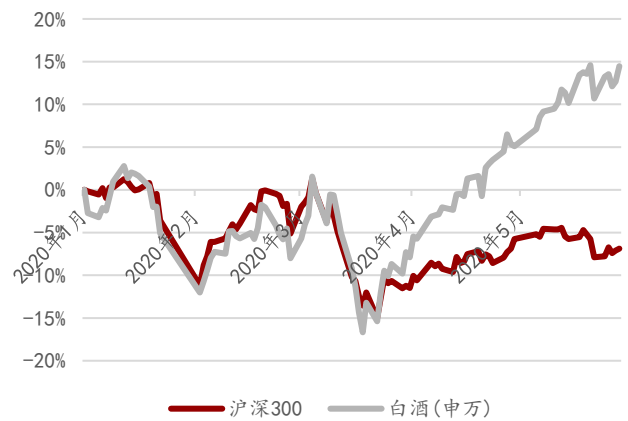
白酒板块内部分化，整体3月底迎来反弹。白酒作为可选品种，疫情期间板块整体经营面临较大的压力及不确定性，但随着贵州茅台及五粮液股价快速止跌回升，批价同样保持坚挺，市场信心增强，动销也逐步恢复，白酒板块反弹也带动食品饮料板块整体领先市场。

图表3: 申万食品饮料三级子行业部分指数涨跌幅



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 申万食品饮料三级子行业白酒指数涨跌幅



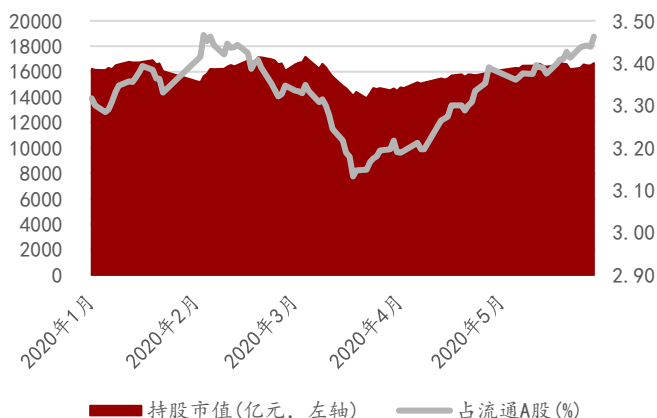
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 资金: 外资流入仍是大趋势, 食品饮料受青睐

近年来我国资本市场逐步放开, 2020 年资本市场延续开放格局。从 2011 年至今逐步加快对外资机构开放进程。2016 年取消 QFII 资产配置中, 股票配置不低于 50% 的要求, 2018 年外汇管理局完全取消了对 QFII、RQFII 机构汇出本金的时间锁定, 2019 年外汇局取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制。2020 年 5 月 7 日, 央行、外汇局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》主要内容包括落实取消 QFII 和 RQFII 投资额度管理要求、实施本外币一体化管理, 允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机、允许单家合格投资者委托多家境内托管人等。其中通过落实取消 QFII 和 RQFII 投资额度管理要求, 进一步便利境外投资者进入我国金融市场。

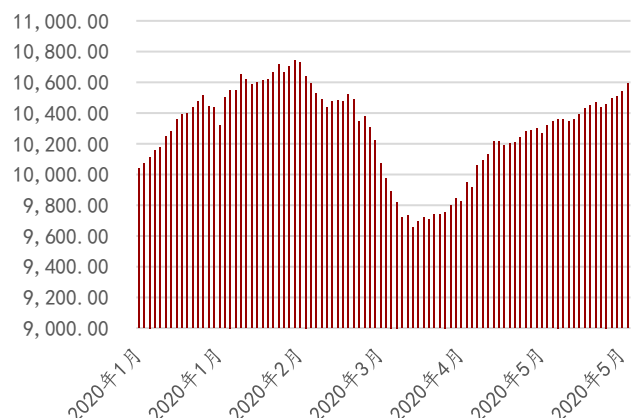
外资持股比例 3 月下旬回升, 北向呈净买入趋势。受国内外疫情影响, 外资持股比例从 2 月上旬高点 3.44% 下跌至 3 月下旬 3.13%, 随后迎来反弹, 截至 5 月 29 日, 外资持股市值占流通 A 股比例升至 3.27%。北向资金除 3 月短暂流出外, 整体保持净买入态势, 截至 5 月 29 日, 北向累计净买入 1.06 万亿元。5 月 23 日, 富时罗素再次更新 A 股纳入名单, A 股纳入因子从当前的 17.5% 提升至 25%, 6 月 22 日生效, A 股有望作为当前国际市场上的优质资产有望持续获得外资青睐, 迎来增量资金。

图表5: 外资年初至今持股市值&占A股流通市值比例



资料来源: Wind, 万联证券研究所

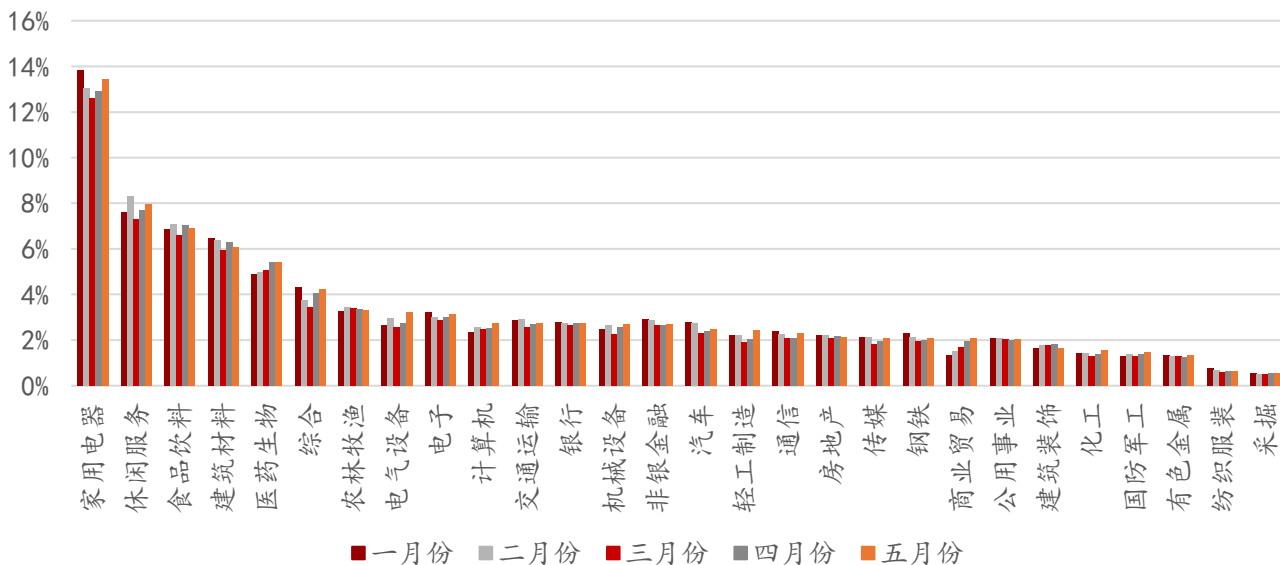
图表6: 北向呈净买入趋势 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

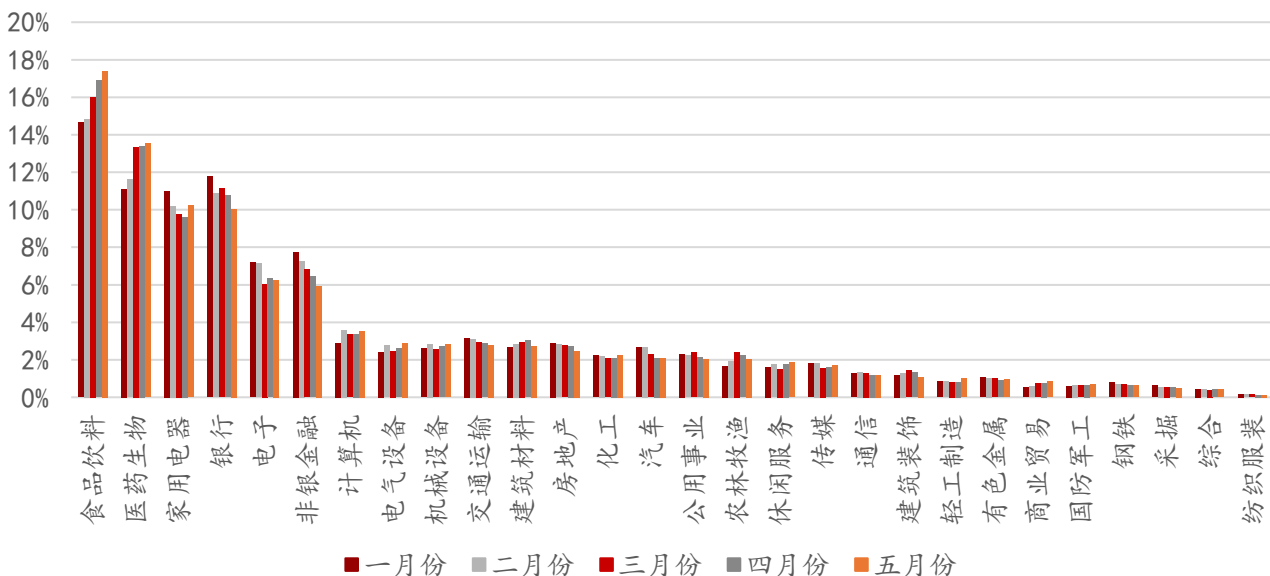
大消费类外资持股占比高，外资青睐食品饮料。从外资对板块的话语权来看（持股市值占行业流通A股市值比例），较高的为家用电器、休闲服务、食品饮料、建筑材料、医药生物等，其中多为大消费类行业。进而再从外资偏好来看（持仓比例），今年1-5月份外资不断加仓食品饮料板块，截至5月末，持仓比例较1月末上升2.75pct，居申万28个一级子行业首位。2020年上半年，受到国内外新冠疫情爆发及中美贸易摩擦影响，不确定大环境下，必选属性及防御属性较强的食品饮料板块受到外资青睐。

图表7：外资申万一级行业持股市值占行业流通A股市值比例（按5月份数据排序）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：申万一级行业外资持仓比例（按五月份数据排序）

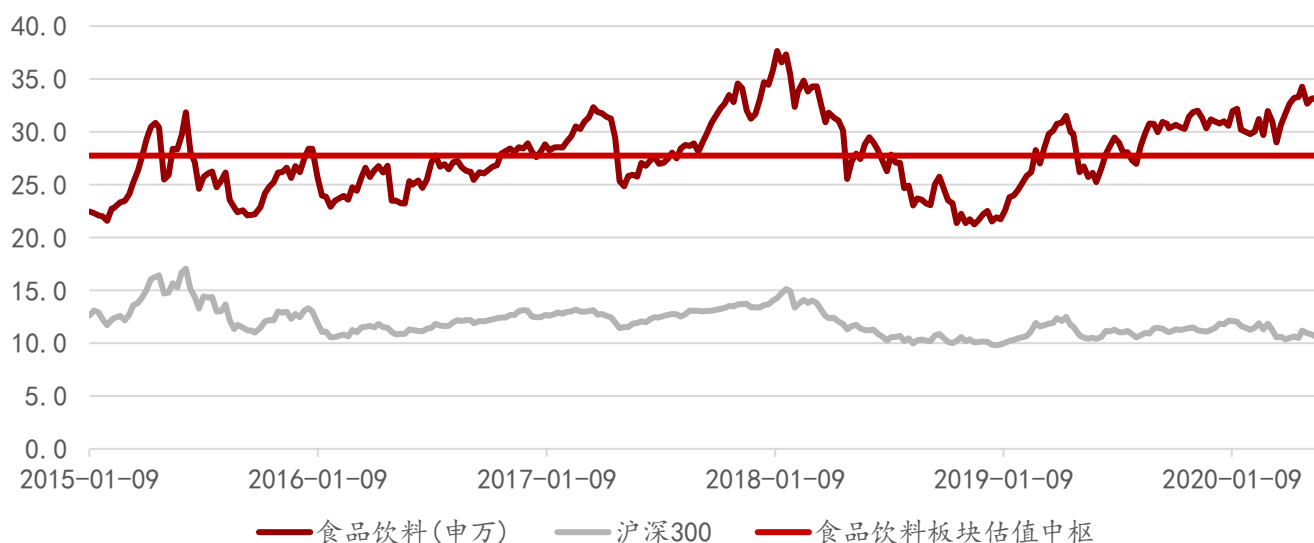


资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3 估值：板块估值有一定支撑，从PEG角度看并未明显偏高

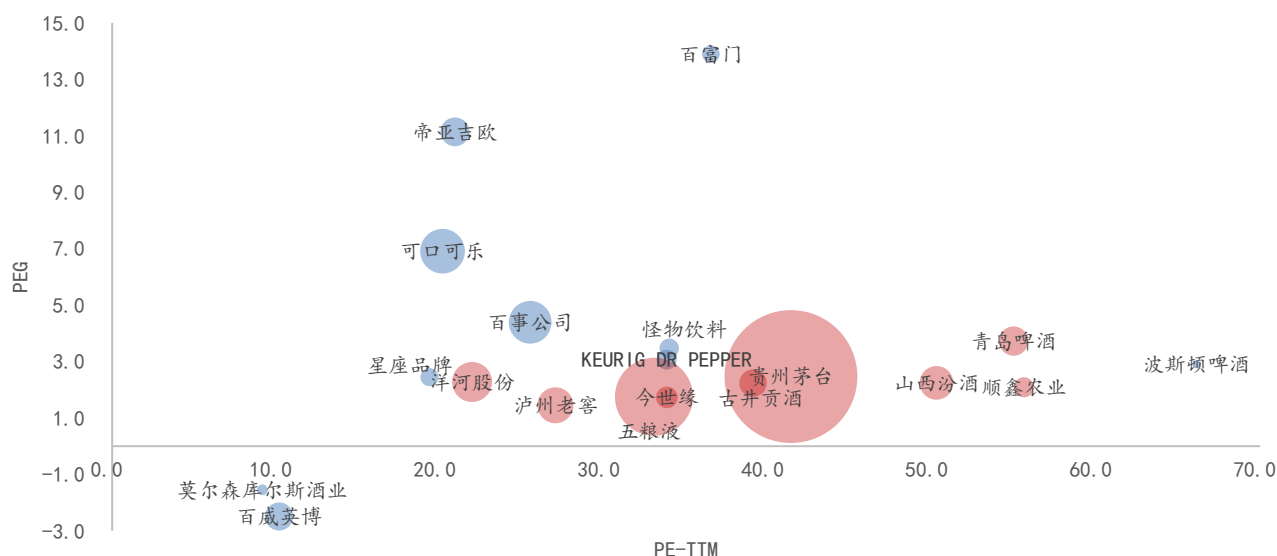
食品饮料板块估值处于近 10 年偏高水平，但我们认为目前估值有一定支撑。目前食品饮料板块动态估值为 34.5 倍，高于近 5 年历史中枢 28 倍，且处在相对高位。但从以下 3 个角度来看，板块的估值仍有一定支撑：①经济下行压力加大，食品饮料板块的必选属性为其提供一定的防御性；②外资流入是大势所趋，基本面较清晰的食品饮料板块有望继续获得资金青睐；③从 PEG 估值体系出发，与美股食品饮料龙头公司相比，我国食品饮料板块细分龙头并未明显高估，主因虽估值较高，但成长性较强，PEG 较低。在当前估值水平下，估值相对较低的细分板块和优质个股的投资性价比凸显。

图表9：食品饮料板块动态估值处于历史相对高位



资料来源：Wind，万联证券研究所

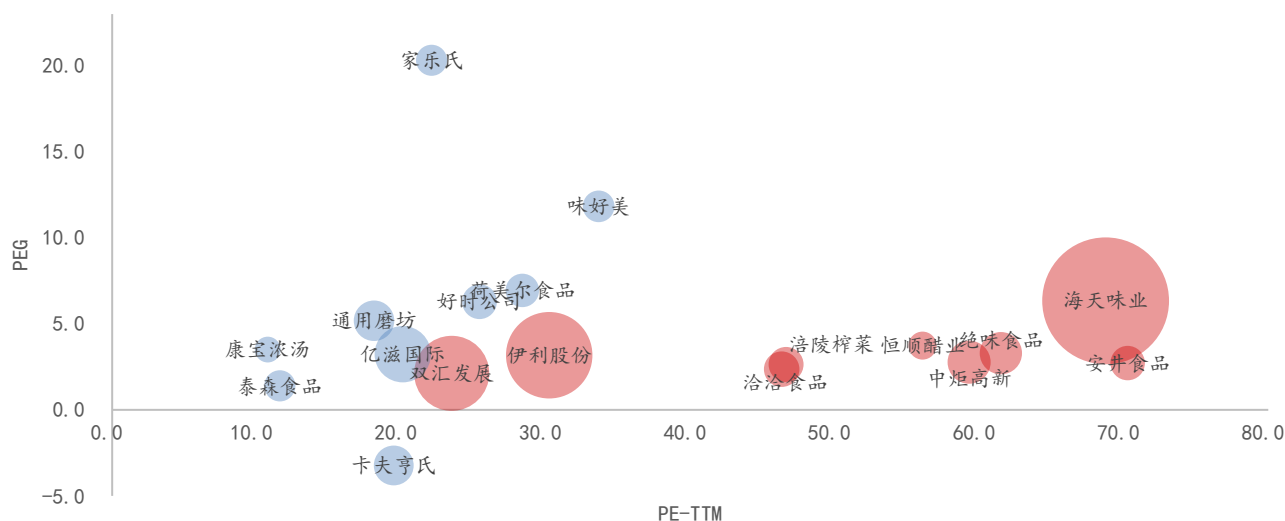
图表10：中美饮料龙头企业市值&PEG&PE-TTM



资料来源：Wind，Bloomberg，万联证券研究所

注：采用Wind全球行业分类，圆圈大小代表总市值，红色代表A股上市公司，下同。

图表11：中美食品龙头企业市值&PEG&PE-TTM



资料来源：Wind, Bloomberg, 万联证券研究所

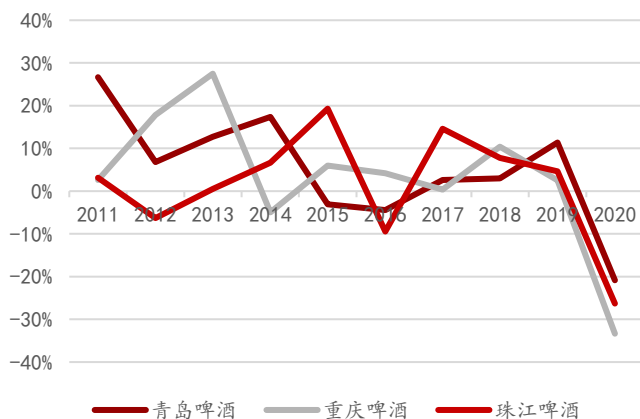
2、基本面逐季改善主线：啤酒、卤制品、乳制品

2.1 啤酒：H2旺季可期，结构升级大势所趋提振板块盈利能力

2.1.1 Q1打击较大仅为短期影响，终端复苏进行时

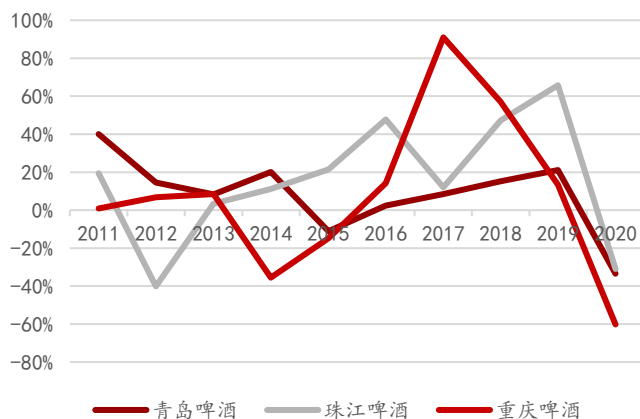
COVID-19疫情下餐饮冻结，啤酒板块业绩直面冲击。2020年初新冠肺炎疫情爆发，餐饮企业大面积关闭，极大程度上打击了啤酒即饮消费，造成2020Q1主要啤酒企业收入、利润明显下滑，其中，青岛啤酒2020Q1收入同比下降21%，归母净利润同比下降33%；重庆啤酒2020Q1收入同比下降33%，利润同比下降60%；珠江啤酒2020Q1收入同比下降26%，利润同比下降31%。

图表12：主要啤酒企业11-20年Q1营业总收入同比



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表13：主要啤酒企业11-20年Q1归母净利润同比

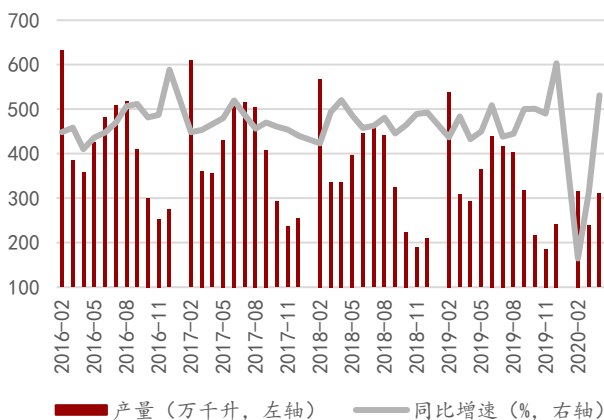


资料来源：Wind, 万联证券研究所

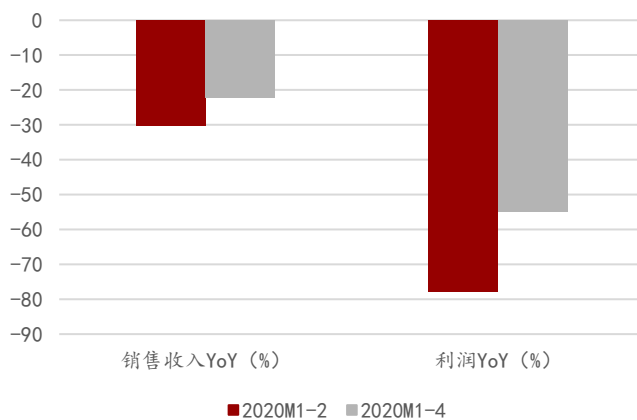
国内疫情逐步稳定后，消费复苏态势良好。目前，疫情进入后期阶段，态势逐渐稳

定，啤酒行业也逐渐进入恢复期，复苏节奏良好。从供给端看，4月啤酒产量同比增长7.5%，环比由负转正；从需求端看，渠道也处于逐步复苏阶段，餐饮、流通渠道自2月中下旬-3月份开始恢复。细分即饮渠道来看，餐饮渠道恢复好于夜场渠道；细分地域来看，一、二线城市恢复好于三、四线城市。下游需求的恢复也带动行业收入回暖，1-4月行业收入及利润增速明显收窄。

图表14：啤酒行业2016-2020年当月产量及同比



图表15：啤酒行业收入及利润跌幅明显收窄



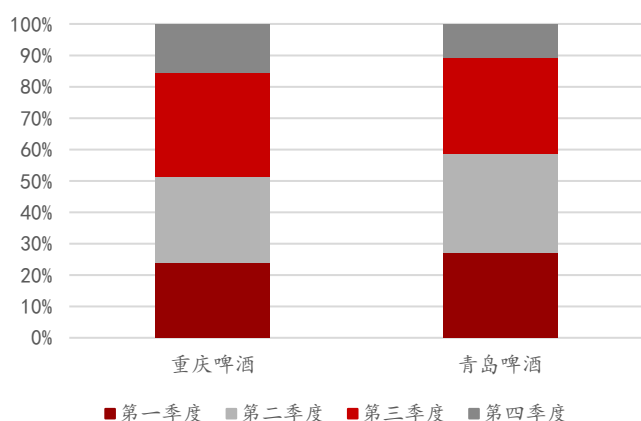
资料来源：Wind，万联证券研究所
注：采用规模以上企业统计口径

资料来源：中国酒业协会，万联证券研究所
注：采用规模以上企业统计口径

多因素为H2旺季销量增长提供支撑。首先，Q2&Q3即为啤酒行业创收获利的重要时间点，以青岛啤酒和重庆啤酒为例，可以看到其Q2&Q3销量贡献明显高于Q1&Q4。此外，我们认为，以下3点因素有望助力啤酒旺季消费超预期恢复：

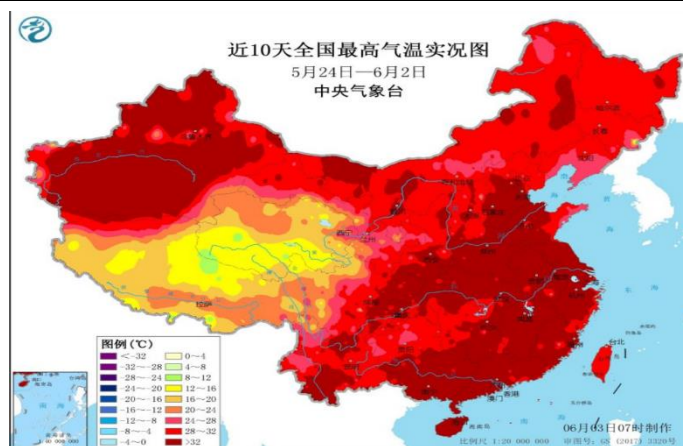
- **气温较高：**我国气温逐渐升高，6月3日拉响今年首个高温黄色预警，4号起，整个华北平原以及黄淮一带都将处于持续暴晒中，预计本轮高温过程将持续到8日以后，啤酒降暑解渴，无论是即饮还是自饮场景，气温的升高都将促进啤酒消费。
- **地摊经济：**李克强总理称赞地摊经济、小店经济，称其为就业岗位的重要来源，在我国目前“六保”、“六稳”的政策方针指导下，地摊经济有望获得一定的政策支持。中央文明办也明确表示，在今年全国文明城市测评指标中不将占道经营、马路市场、流动商贩列为文明城市测评考核内容。近期多地也出台政策“松绑”地摊经济。街边大排档是啤酒的重要消费场景，地摊经济的激活将有效带动啤酒终端销售。
- **体育赛事恢复：**当地时间5月30日，英国政府发布了最新指导意见，允许竞技运动从6月1日开始恢复封闭式比赛。英超将于6.17日重启，西甲也将于下周恢复。国家体育总局近日发布《关于有序恢复体育赛事活动的指导意见》采取预约、限流等方式，有序开放各类运动场所；在落实防控措施的前提下，可开展本地群众体育健身活动，中国足球协会超级联赛、中国男子篮球职业联赛等职业体育赛事，应单独制定赛事恢复工作方案，经审核评估后实施。随着国内外体育赛事的逐步恢复，啤酒的又一大重要消费场景将被解锁。

图表16: 2019年重庆啤酒与青岛啤酒销量季度分布



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 近10日全国最高气温实况图 (截至6月2日)

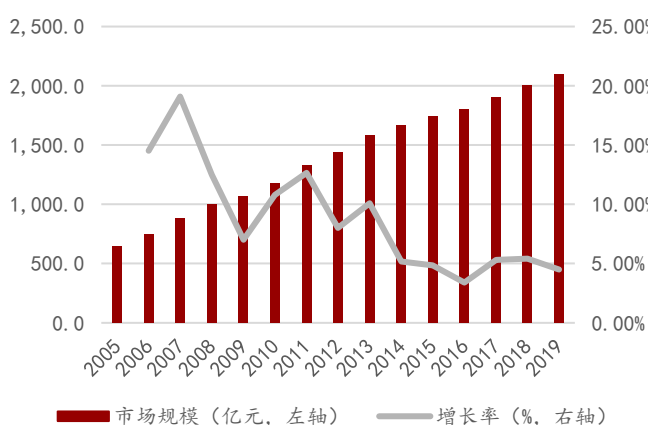


资料来源: 中央气象台, 万联证券研究所

2.1.2 存量竞争时代, 寡头垄断格局已定

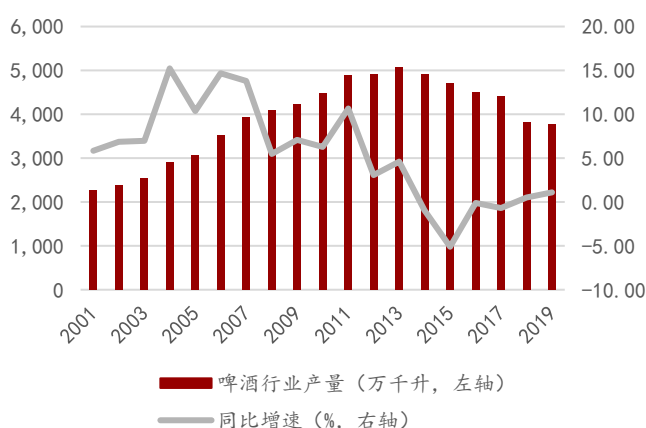
我国啤酒市场规模保持小个位数增长, 价增驱动是未来主旋律。我国啤酒行业产量在2013年达到顶峰后逐年下降, 近年来各大酒企关厂提效, 未来产能优化仍将持续。市场规模增速趋缓, 据欧睿统计, 我国啤酒行业市场规模达到2093亿元, 吨价上升是啤酒行业扩容的重要驱动因素。近年来, 我国主要啤酒企业吨价(出厂口径)逐年上升。对标美国, 我国行业吨价(零售口径)仍有较大提升空间, 而提价及产品结构的向上升级则是提高吨价中枢的主要方法, 同时也将助力啤酒行业利润释放。

图表18: 2005-2019年啤酒行业市场规模



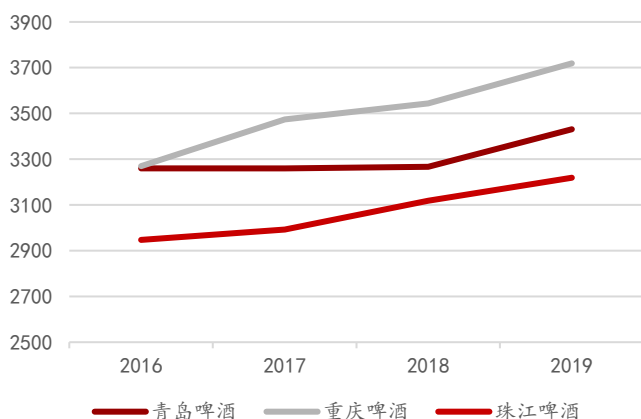
资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表19: 1998-2019年啤酒行业产量

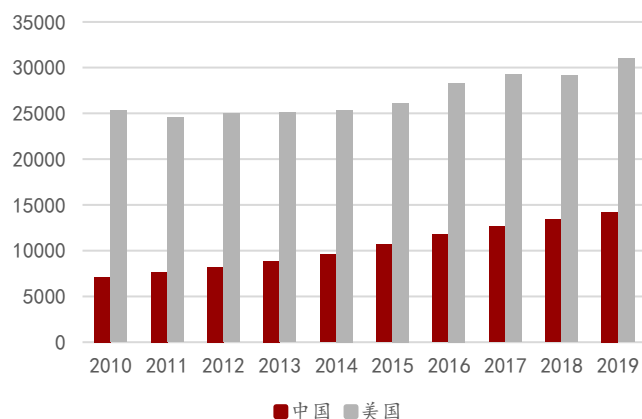


资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20：2016-2019年主要啤酒企业吨价



图表21：2010-2019中美啤酒行业整体吨价对比

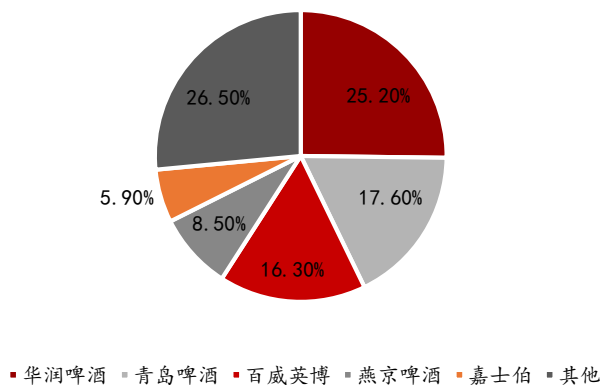


资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

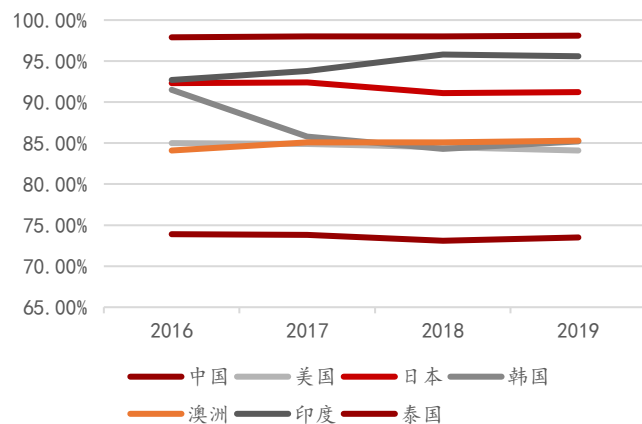
行业寡头垄断格局已定，对标海外集中度仍有提升空间。我国啤酒行业经过并购整合期后，形成了华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯五大企业寡头垄断局面。近年来，我国啤酒市场CR5均稳定在73%左右，但与欧美、亚太地区成熟市场相比仍较低，集中度提升空间仍在。

图表22：2019年我国啤酒市场市场份额



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表23：中国近年CR5市占率及欧美亚太地区对比



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

2.1.3 直接提价+结构升级为啤酒行业开启新纪元

• 直接提价

提价是行业对冲成本上涨压力的重要手段。近十年来，啤酒行业大约进行了3轮大规模的提价活动。第一轮为2007年-2008年由于进口澳麦价格上涨以及玻璃瓶、纸箱价格上涨导致的成本压力驱动提价；第二轮为2011年-2012年澳麦价格大幅上涨导致的提价；第三轮是2017-2018年进口大麦、玻璃瓶、瓦楞纸等原材料价格上涨推动了提价。

“澳麦”征收双反税年内影响有限，来年或现行业性提价。2020年5月18日商

务部宣布自 2020 年 5 月 19 日起对澳大利亚进口大麦征收反倾销税和反补贴税，反倾销税率为 73.6%，反补贴税率为 6.9%，征收期限为 5 年。我们从以下几个角度判断该事件对 20 年酒企成本压力有限：

- ① 2018 年反倾销立案调查以来，我国对澳麦的进口依存度快速下降，进口大麦中澳麦占比已从 2017 年的 73% 下降到 2019 年的 39%。
- ② 反倾销税早有预期，部分酒企已提前降低对澳麦的依赖或提前锁定大麦采购价格。
- ③ 原材料成本占比小于包材（以重庆啤酒为例，2019 年原材料采购金额占总采购金额的比重为 35%，包材占比为 52%），年内包材价格下行可对冲澳麦成本上涨压力。

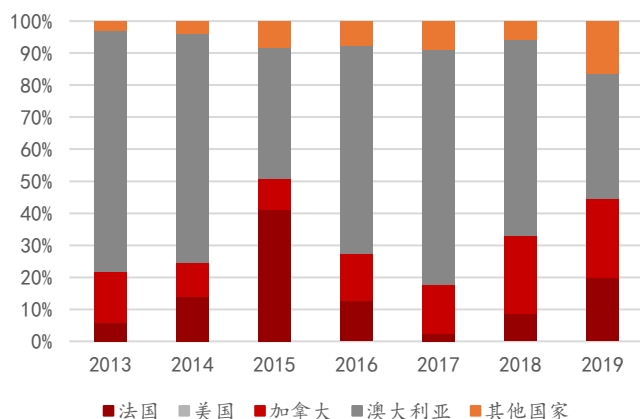
我们认为澳麦加税的影响将在 2021 年有所体现，届时有望出现行业性提价。

图表24：主要啤酒企业近年直接提价行为复盘

	代表企业	时间	品牌	提价幅度	提价原因
2007-2008	青岛啤酒	2008 年初	纯生	8%-10%	进口大麦、玻璃瓶和纸箱价格上涨
2011-2012	青岛啤酒	2011 年初	主要品牌	约 10%	大麦、辅料以及煤电、运输、人力成本等环节的成本均有所增加
	华润啤酒	2011 年初	500ml 瓶装啤酒	6.7%-16.7%	
2017-2018	华润啤酒	2018 年 1 月	雪花纯生、勇闯天涯等九款产品	进店价格提价 2-10 元/件	加拿大大麦价格上调；瓦楞纸、玻璃价格上涨；
		2018 年 11 月	喜力、虎牌	喜力提价 3.8%、虎牌提价 4%	
	重庆啤酒	2018 年 2 月	瓶装纯生产品、低端易拉罐产品	5%	
	青岛啤酒	2018 年 5 月	部分优质品牌	提价 2 元/箱	
		2018 年 1 月	部分产品	不超过 5%	

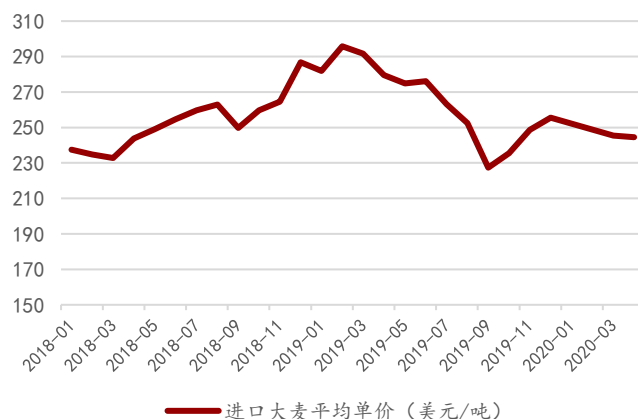
资料来源：公司公告，互联网资料整理，万联证券研究所

图表25：2013-2019我国进口大麦数量分布



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表26：2013年1月-2020年4月我国进口大麦平均单价

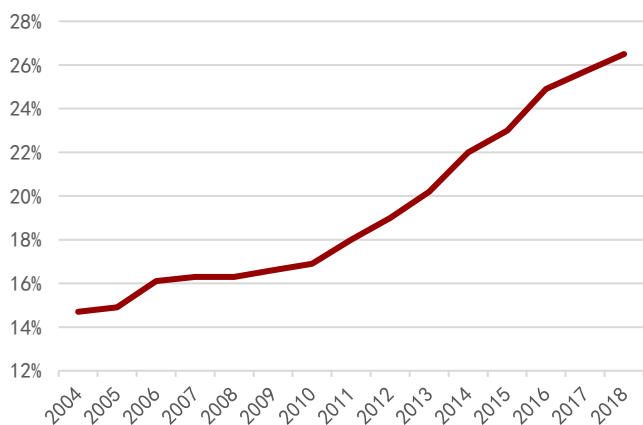


资料来源：Wind，万联证券研究所

● 结构升级——罐化率提升

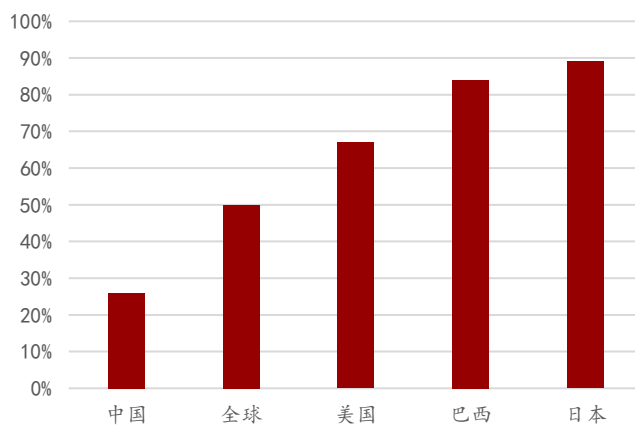
罐化率逐年提升拉动酒企盈利能力，对标成熟市场仍有很大提升空间。我国啤酒行业罐化率水平近年来一直呈提升趋势，从 2004 年 15% 提升至 2018 年的 26%。对比成熟市场，日本罐化率水平 89%，全球水平也达到了 50%，这说明我国罐化率水平还有很大的提升空间。对比瓶装啤酒，罐装酒生产原料较低，无回收产生的二次成本，且流通渠道占比大，营销费用较少，进而盈利能力较强。我们认为，我国啤酒罐化率未来仍将上升，提升板块的盈利能力。

图表 27：2004-2018 年我国罐化率逐年上升



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表 28：对比成熟市场，我国罐化率仍有提升空间



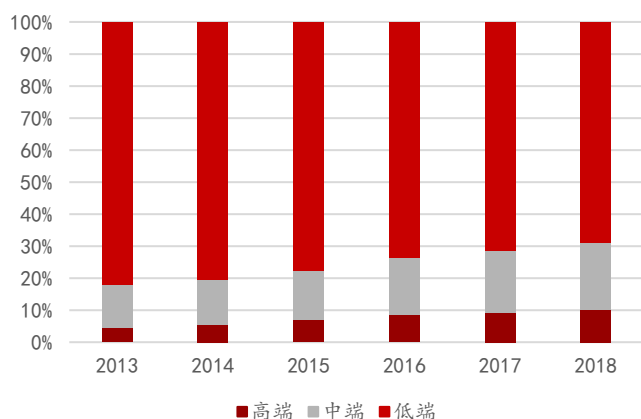
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

● 结构升级——高端化

近年来我国啤酒行业高端化趋势明显，疫情期间居家时间的加长增加了啤酒自饮场景的消费，自饮消费者更重品质。近年我国高端啤酒消费占比不断攀升，抢占低端酒份额，高端啤酒销量占比自 2013 年的 4.61% 上升至 2018 年的 10%。据天猫淘宝平台数据统计，2020 年 3 月啤酒品类销售额同比上升 41.12%，4 月啤酒品类销售额同比上升 60.23%。线上消费高增一定程度上可说明疫情期间啤酒自饮比例在一定程度上得到了提升。与即饮消费下更重氛围不同，家庭场景下的自饮消费更加追求产品品质和产品的差异化，自饮比例的提升将助推当前啤酒行业的高端化、精酿化趋势。

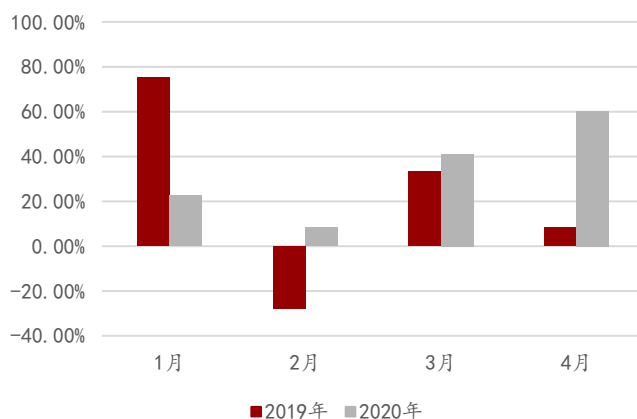
夜店、酒吧等业态的快速发展有望促进啤酒高端化趋势。酒吧夜店近年来发展向好，门店数量和销售额均逐年增加，销售额 14-19 年 CAGR 达 14%，高于餐饮业平均增速。援引中国证券报数据，在 2002 年，夜场只占啤酒总销量的 1%，而到了 2017 年，夜场的啤酒消费量达到整体啤酒销量的 32%。酒吧夜店这类消费场景中，消费者的追求也更加年轻化、个性化，消费常以高端啤酒品类为主，这一消费场景的转变趋势将一定程度上利好啤酒高端产品的销售，同时也将推动啤酒行业高端化趋势。

图表29：2013-2018我国高中低端啤酒销量占比



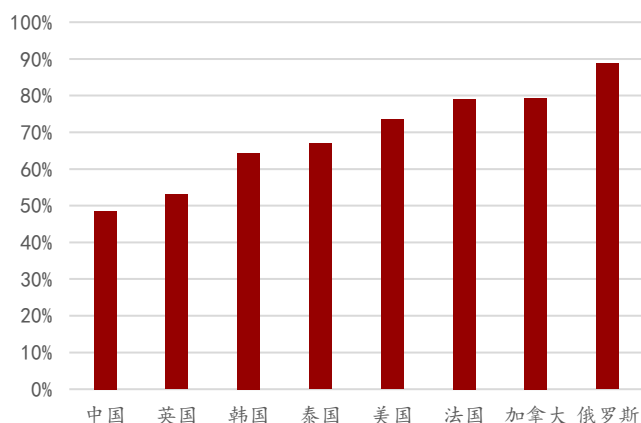
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

图表30：疫情期间线上啤酒消费同比增速上升



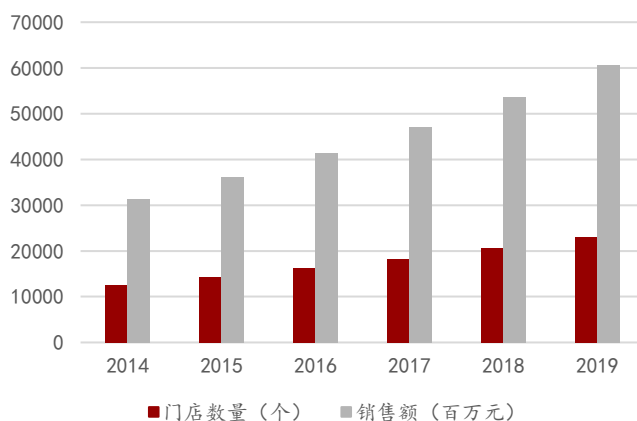
资料来源：通联数据，万联证券研究所

图表31：2019年我国与其他国家自饮销量占比对比



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

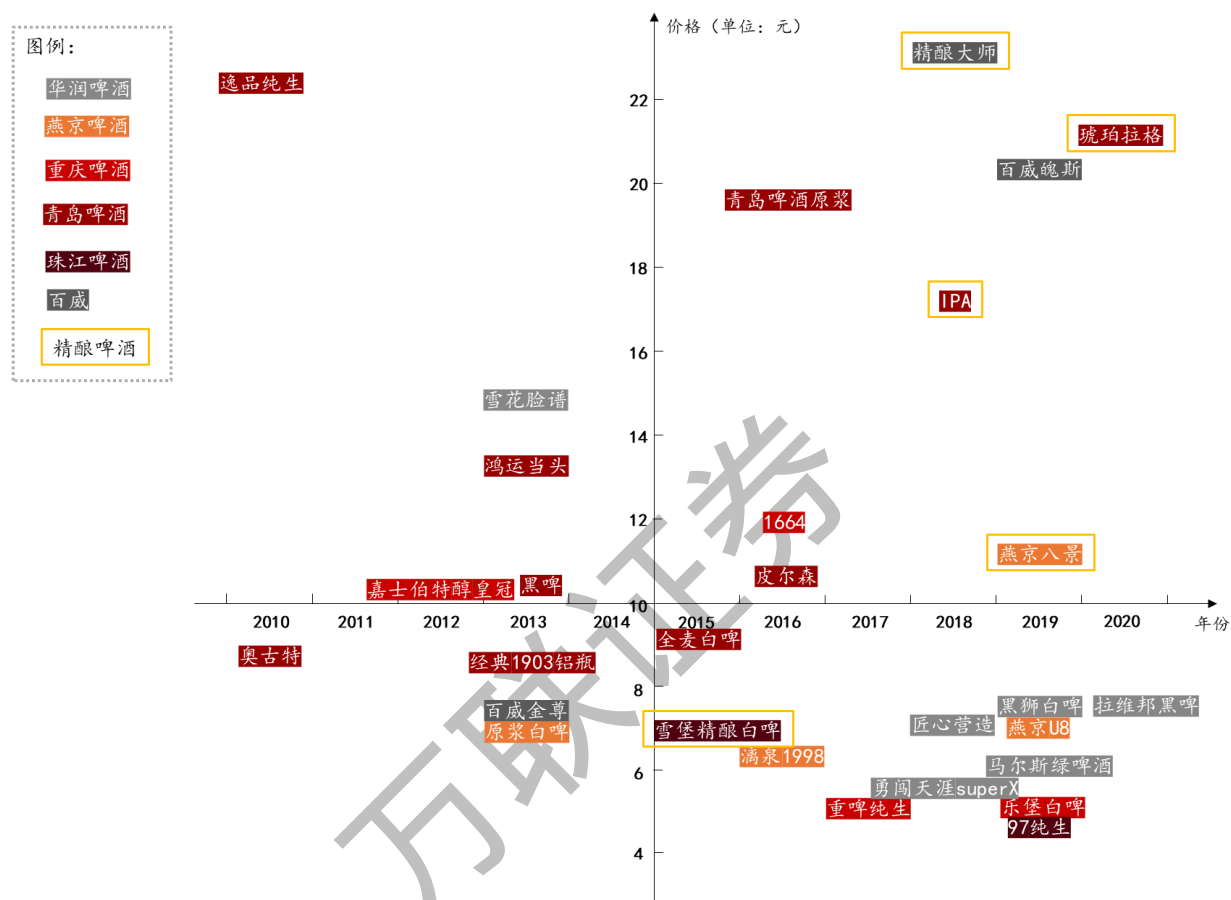
图表32：2014-2019年夜店酒吧门店数量及销售额



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

迎合行业高端化趋势，主要啤酒企业加速高端化布局。青岛啤酒布局高端市场较早，在2010年推出逸品纯生、奥古特打入高端市场，并持续推进其产品高端化进程，继续推出了鸿运当头、原浆啤酒、皮尔森等等。同时，为迎合消费者口味需求，2018年推出精酿啤酒IPA，2020年推出精酿新品琥珀拉格。青岛啤酒价格分布也十分广泛，从8-20元、20元以上均有分布，宽价格带帮助青岛啤酒的高端产品布局更具竞争力。华润啤酒高端化布局较晚，在2013年推出雪花脸谱后，高端布局步伐有所停滞。在价格布局上，华润啤酒高端产品集中于8-15元。重庆啤酒一方面通过本土产品升级布局高端市场，在2017年推出重啤纯生；另一方面于2013年底成为嘉士伯集团成员后，还获得了乐堡、嘉士伯、凯旋1664等嘉士伯旗下国际高端品牌的生产和销售权，从而拥有了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，以国际化产品升级自有产品结构。

图表33：主要啤酒企业高端产品布局



资料来源：公司公告，京东旗舰店，万联证券研究所

注：图中价格统一折算为330ml

● 个股梳理

青岛啤酒：追量+提价有望完成股权激励目标，高端先行者顺势而为。青岛啤酒拥有“百年历史”背书的超强品牌力，秉持双品牌战略，以青岛啤酒为主品牌，对标中高端和高端市场，以崂山啤酒为第二品牌，主打大众市场，充分结合品牌自有特点和优势实现产品差异化。公司2020年3月23公告推出股权激励计划，将进一步有利于提高员工积极性，提高企业效率，释放企业活力。

图表34：啤酒行业上市公司代表对比

	青岛啤酒	珠江啤酒	重庆啤酒
啤酒主业占比	98.69%	95.42%	97.96%
主要品类 (销量占比)	青岛品牌 (50.31%) 崂山等其他品牌 (49.69%)	珠江纯生 原麦珠江 金麦穗 雪堡精酿白啤、黄啤 97纯生 珠江0度	重庆 (57.96%) 山城 (12.26%) 乐堡 (24.75%) 嘉士伯 (1.72%) 其他品牌 (3.32%)

高端化程度	高端产品销量占 23%左右	中高端啤酒占比达 90%	高端产品销量占 10%左右
渠道结构	流通渠道（约 40%） 餐饮渠道（约 60%）	流通渠道（约 70%） 餐饮渠道（约 30%）	流通渠道（约 30%） 餐饮渠道（约 70%）
渠道分布	山东地区为主，其他地区和海外市场均有涉及	深耕华南地区	重庆主导，布局川湘
经营战略	坚持“能力支撑品牌带动下的发展战略”，继续坚定不移的做强做优啤酒主业，着力推进发展方式转型	继续努力把珠江啤酒打造成为中国中高端啤酒领军企业及国内领先的啤酒文化产业运营商，形成啤酒酿造产业和啤酒文化产业“双主业”协同、双核驱动的发展模式	继续以“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合为依托，推进产品高端化，推动销售模式变革
收入规模及增速（亿元）	279.84（5.30%）	42.44（5.06%）	35.82（3.30%）
归母净利润及增速（亿元）	18.52（30.23%）	4.97（35.77%）	6.57（62.61%）
毛利率	39.0%	46.8%	41.7%
净利率	6.9%	12.1%	20.3%
ROE	9.97%	5.92%	51.25%
业绩目标（2020）	净利润不低于 18.6 亿元 （股权激励考核目标）	-	难以估算疫情在未来对 2020 年的全面影响

资料来源：公司公告，京东旗舰店，万联证券研究所

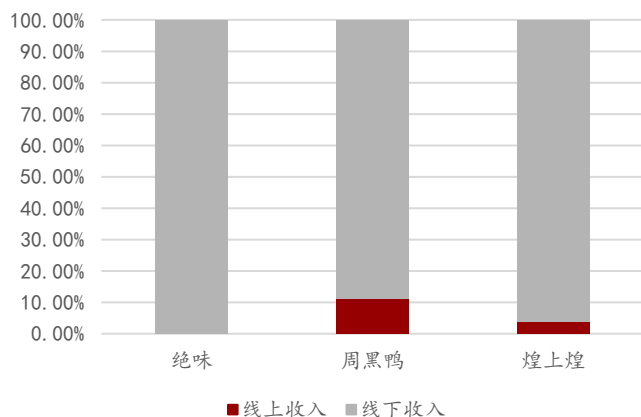
注：青岛啤酒股权激励目标为以2016-2018年净利润均值为基数，公司2020年净利润增长率不低于50%。

2.2 卤制品：转危为机，龙头逆势扩张

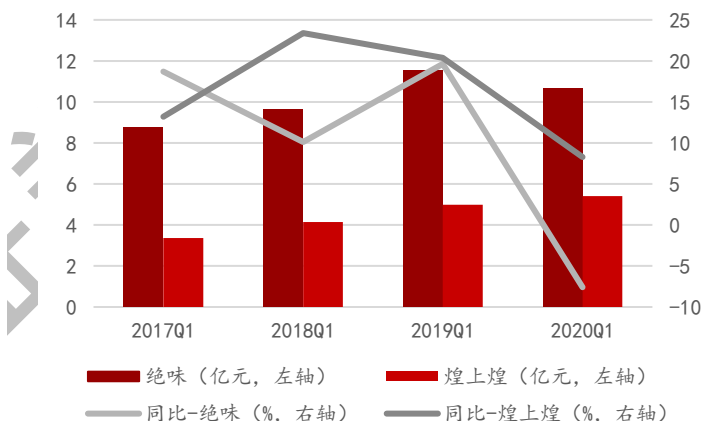
2.2.1 卤制品线下渠道为主，疫情期受冲击

线下收入占主导地位，COVID-19疫情下线下销售短期受损，1Q2020营收增速下滑。2019年绝味、煌上煌、周黑鸭线下收入占比分别为99.86%、88.84%、96.05%。受COVID-19疫情影响，2020年一季度线下销售受冲击严重，20Q1煌上煌营业收入同比增长8.28%，增速同比下降12.08pct；绝味营收同比下降7.59%，增速同比下降27.22pct。

图表35：卤制品公司线下收入占主导地位



图表36：2020Q1营业收入增速大幅下滑



资料来源：Wind，万联证券研究所

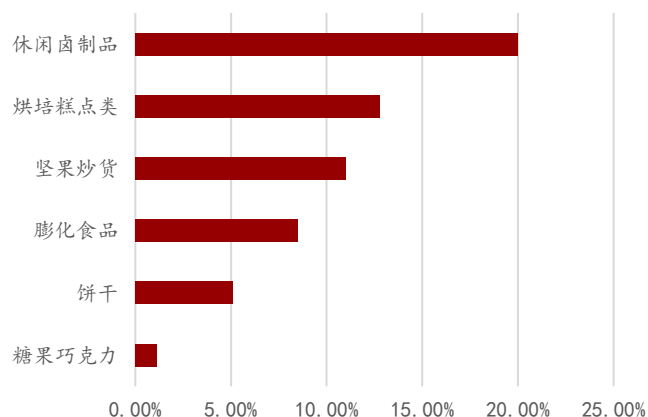
资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2.2 卤制品是典型的“快而散”行业，加盟助力龙头快速扩张

我国卤制品市场规模预计逾1200亿元，增速领跑休闲食品行业。卤制品属于我国特色风味零食，品类以禽肉为主，包括鸭脖、鸭翅、鸭舌、鸭架等，产品种类丰富；而口味则以香辣、麻辣、甜辣为主，口味成瘾性强，同时近年来结合大众口味潮流，开发出藤椒、不辣等新口味，受到大众尤其是年轻消费者的喜爱，行业规模快速增长。据Frost & Sullivan，休闲食品13-18年CAGR为11.5%，休闲卤制品同期CAGR为20.0%，在休闲零食细分品类中居首位；从零售额占比来看，2018年休闲卤制品零售额在整个休闲零食中占比为10%。我们尝试从量价拆分角度来看市场扩容的驱动因素，量：需求端消费升级、年轻一代消费群体崛起有望贡献增量需求，供给端门店开设及渠道拓展均有空间；价：强成瘾性及从冲动消费的特点可为卤制品行业提价提供支撑。

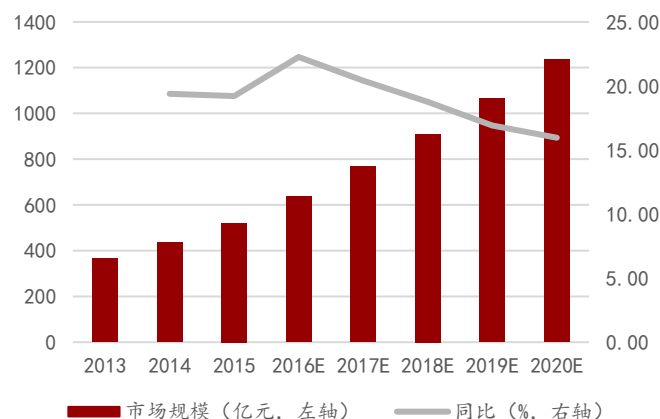
行业高度分散，COVID-19疫情后消费者对食品卫生质量要求提高，高知名度企业产品更易被认可，且疫情期间部分优质店铺资源空出，有利于龙头企业门店扩张，行业集中度有望加速提升。从行业集中度来看，2019休闲卤制品CR5为20.2%，其中绝味/周黑鸭/煌上煌市场份额分别为8.5%/4.6%/2.6%。同时，受COVID-19疫情影响，消费者对于食品质量及卫生安全的要求将会进一步提高，具有较高知名度的品牌将更容易得到消费者认可，小作坊以及夫妻店的生存空间将不断被挤压，而随着疫情的逐步缓解，龙头企业线下销售也率先恢复。与此同时，疫情导致市场内大量优质店铺转让，龙头企业较疫情前更易获得优质店铺资源，有利于其门店快速扩张，市场份额加速向头部企业聚集。

图表37：卤制品增速在休闲零食各细分品类中居首位



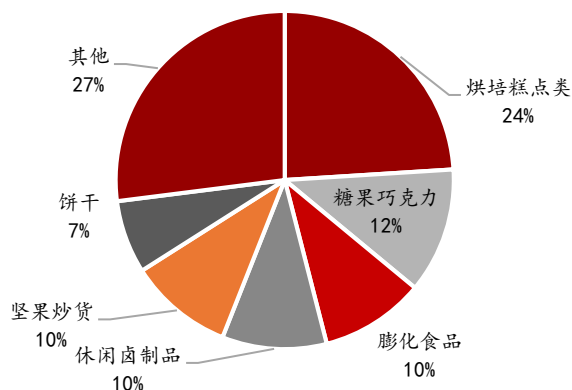
资料来源：Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表38：休闲卤制品行业快速扩容



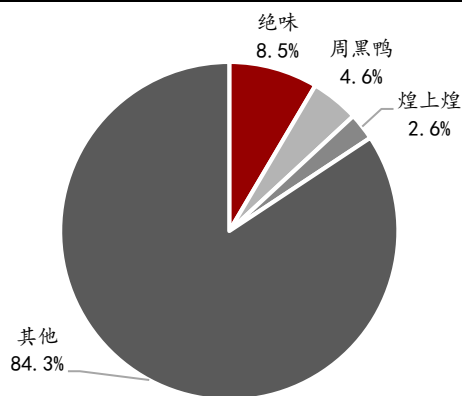
资料来源：Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表39：2018年休闲卤制品营收占整个休闲零食10%



资料来源：Frost & Sullivan, 万联证券研究所

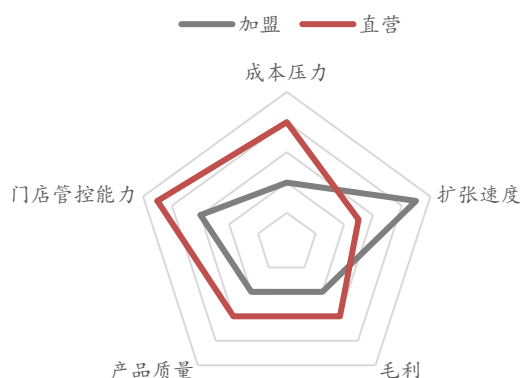
图表40：休闲卤制品行业集中度低



资料来源：Frost & Sullivan, 万联证券研究所

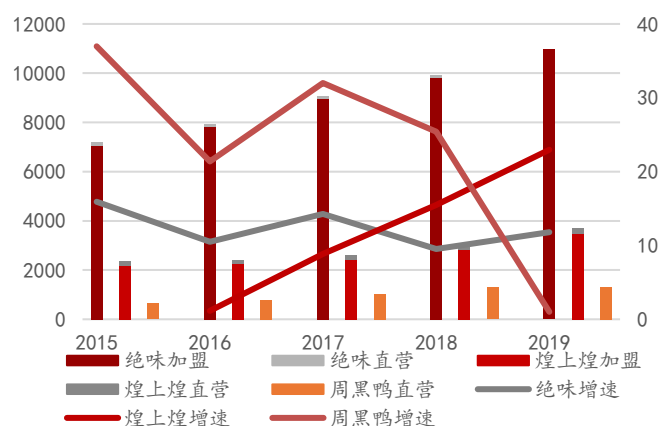
经营模式上以直营与加盟为主，直营模式下成本压力大，后期门店扩张动力不足；而加盟模式下企业成本压力小，且可以整合优质加盟资源，达到快速扩张目的。以休闲卤制品三强为例，绝味与煌上煌均是以连锁经营为主，直营为辅的经营模式，租金和人力成本压力较小，门店扩张速度快，尤其是煌上煌在2017年领导层换届后调整开店思维，由保守发展战略转向更加积极主动的发展战略，同时借助大加盟商的优质资源开拓新市场，门店增速大幅上涨。截至2019年，绝味门店数合计10954家，同比增长1039家，近年保持在年均900余家的开店速度；煌上煌门店数3706，同比增长698家，保持高速扩张的态势。而采用直营模式的周黑鸭门店扩张后劲明显下降，2018年起门店扩张速度下滑，同年营收利润双降；2019年周黑鸭门店数1301，同比增长仅1%（13家），营收利润继续下滑，终试水特许经营模式。

图表41：经营模式：加盟V.S直营



资料来源：万联证券研究所

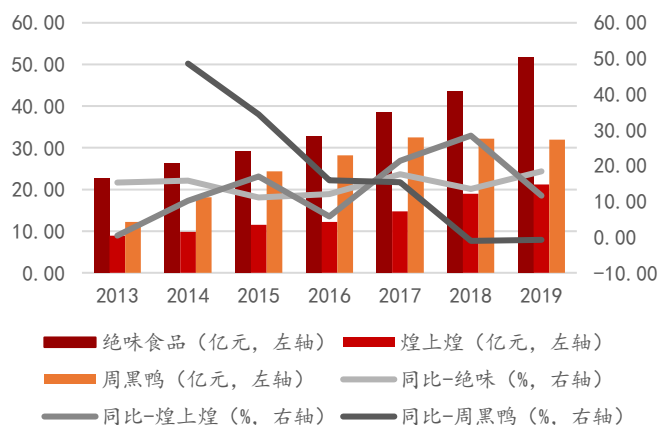
图表42：直营模式下门店扩张后劲不足



资料来源：Wind，万联证券研究所

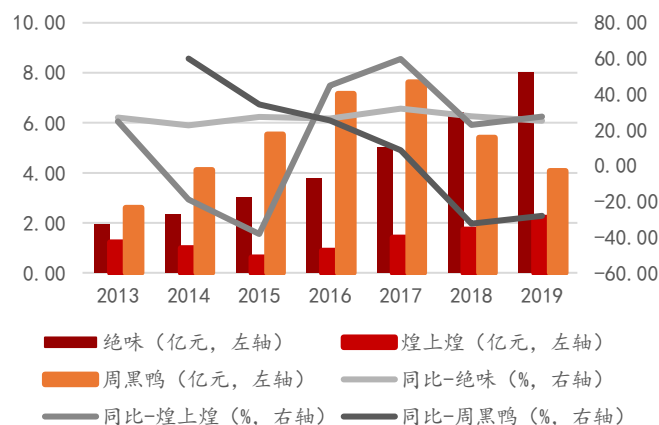
注：绝味2019年数据为全部门店数

图表43：休闲卤制品三强营业总收入对比



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表44：休闲卤制品三强归母净利润对比



资料来源：Wind，万联证券研究所

● 个股梳理

绝味食品：门店数量与覆盖率居行业首位，渠道与供应链优势明显。截至2019年，绝味在国内31个省、自治区和直辖市合计共开设10954家门店，门店数量和规模均居休闲卤制品行业首位，同时受益于全国供应链布局的逐步完成和渠道下沉，绝味在各地收入分布较为均匀。同时为保证各地产品新鲜度和卫生质量，公司以各生产型分子公司作为生产基地，保证了产品供应，并以最优冷链配送距离作为供应半径，建立了“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的供应链体系。当前绝味的销售网络和供应链网络优势显著，2020年绝味将进一步加强渠道建设，实现营销深度覆盖，同时在现有供应链网络基础商优化工厂布局，提升效率，并通过不断深化组织改革，推进管理总部向战略性赋能型组织转型，提升战略指导作用，同时加强片区管理，推进战区改革。

图表45：卤制品三强对比

		绝味食品	煌上煌	周黑鸭
产品	品类	卤制鸭副产品、卤制肉食、卤制素食、包装产品、礼品产品	酱卤肉制品、佐餐凉菜及米制品	鸭及鸭副产品，卤制蔬菜，卤制红肉，其他卤制家禽及水产类
	口味	麻辣、五香、藤椒、酱香、甜辣等	香卤、香辣、甜辣、麻辣等	甜辣、麻辣、藤椒、不辣等
	包装	鲜货、气调、真空	鲜货、气调、真空	真空、气调
	价格	27.8 元/500g	39.8 元/500g	28.0 元/200g
渠道	渠道模式	直营+加盟	直营+加盟+特许经营	直营+特许经营
	渠道深度	下沉至三四线城市	下沉至三四线城市	以一二线城市为主
	渠道广度	31 个省、自治区和直辖市；10954 家门店	26 个省或直辖市共计 194 个地级市；3706 家门店	17 个省及直辖市，共计 100 个城市；1301 家门店
收入	规模（亿元）	51.72	21.17	31.93
	增速（%）	18.41	11.56	-0.76
盈利	毛利率（%）	33.95	37.59	56.54
	净利率（%）	15.29	10.69	12.76
	ROE（平均，%）	21.11	10.89	9.74

资料来源：公司公告，Wind，大众点评，万联证券研究所

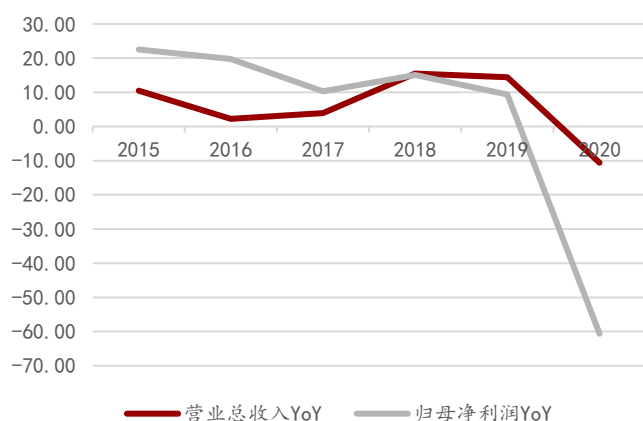
注：采用2019年数据，价格采用卤鸭脖单价，周黑鸭为气调装

2.3 乳制品：动销恢复良好，巴氏奶有望迎风口

2.3.1 Q1板块受疫情打击明显，4月起终端动销已逐步恢复

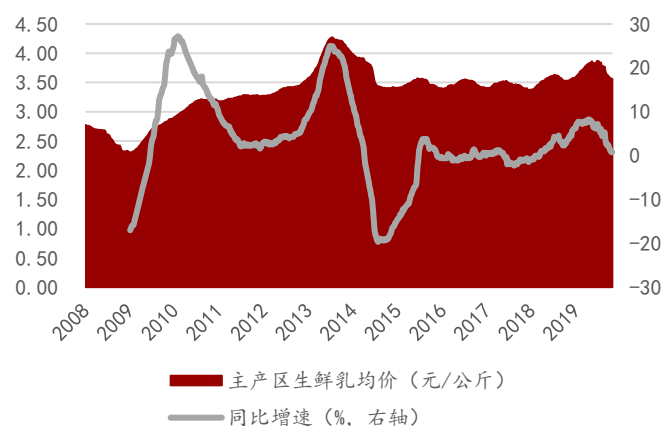
新冠疫情直接冲击乳制品板块业绩，原奶价格大幅下跌。由于新冠疫情下，走亲访友等场景几近消失，叠加客流量减少以及部分门店关闭等因素，乳制品终端动销严重受损，从时间上来看，2月最为严重；品类上来看，乳饮料等刚需性较弱的产品受打击最大，恢复也较慢。反映到乳企报表端，则是板块营收及归母净利润的同比双降10.61%/60.63%，利润端降幅远超收入端主因乳企为缓解库存压力加大促销力度，以及捐赠等。疫情影响同样传导至上游原奶价格，供需错配下出现“倒奶”现象，主产区生鲜乳均价2月起环比下跌。随着我国疫情得到有效控制，乳品需求恢复通道开启，目前恢复进程较好，我们认为，随着各地复学的有序开展，至端午左右，动销有望恢复至正常水平，此外，多名医学专家在疫情期间对饮用牛奶的呼吁有望进一步刺激奶制品需求。

图表46: 乳品板块20Q1业绩受疫情打击明显



资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表47: 生鲜乳价格受疫情影响增速趋缓



资料来源: 农业部, 万联证券研究所

2.3.2 常温奶双寡头格局稳定, 低温奶高速增长

乳制品行业近年增速回暖, 巴氏奶发展可期, 奶酪空间广阔。据欧睿数据统计, 2019年我国乳制品行业市场规模(零售口径)达到5924亿元, 14-19年CAGR为5.3%, 19年同增6.4%。由于巴氏奶的健康属性强于常温白奶, 突出一个“鲜”字, 需求端受益于我国消费者健康意识的觉醒, 供给端得到冷链物流发展(下文速冻食品章节展开分析)的支持, 近年巴氏奶增长规模远高于UHT奶, 疫情后期, 消费者对饮用奶营养成分的要求有望提高, 提振巴氏奶需求, 渗透率有望进一步提高。此外, 蒙牛与可口可乐成立合资公司开发一个“全新的低温奶品牌”, 伊利也不断加码低温鲜奶产品, 随着两大乳业巨头的布局提速, 低温奶将迎来新纪元。奶酪赛道在我国仍处于消费者培育的初期阶段, 14-19年CAGR高达18.1%, 对比国外, 我国人均消费量提升空间大。

竞争格局: 两强格局稳定, 巴氏奶市场较分散, 疫情加速行业集中。从整个乳制品行业来看, 伊利及蒙牛的两强格局稳固, 近年来两者市占率也呈上升态势, UHT奶市场双寡头格局则更为突出, 蒙牛+伊利合计占有UHT奶市场78%的市场份额。受制于奶源分布不均, 低温巴氏奶市场以区域性乳企为主, 市场分散, 龙头光明市占率仅为12%。我们认为, 本次疫情对中小乳企的打击沉重, 加快整体行业集中的步伐, 低温奶则由于其保质期短, 库存消化压力大, 中小产能出清的速度更快。

图表48: 乳制品细分赛道一览

		市场规模 (亿元)	14-19CAGR	2019YoY	竞争格局	发展方向
液态奶	巴氏奶	343.15 (5.8%)	9.2%	11.6%	较分散, 光明(12%)/三元(9%)/新希望(6%)	有望成风口
	UHT奶	941.57 (15.9%)	3.3%	1.7%	双寡头, 蒙牛(42%)/伊利(36%)	结构升级
	酸奶	1492.99 (25.2%)	17.0%	11.5%	龙头稳固, 伊利(31.1%)/蒙牛(24.2%)	低温板块集中度提升
奶粉	成人奶粉	196.03 (3.3%)	4.8%	6.1%	-	-
	婴配奶粉	1754.79 (29.6%)	8.1%	8.4%	外资主导, 国产追赶; 雀巢(14.1%)/达能(9.5%)/飞鹤(8.6%)	结构升级
	奶酪	65.49 (1.1%)	18.1%	12.7%	外资主导, 百吉福(22.7%)/乐芝牛(7.7%)/妙可蓝	发展初期

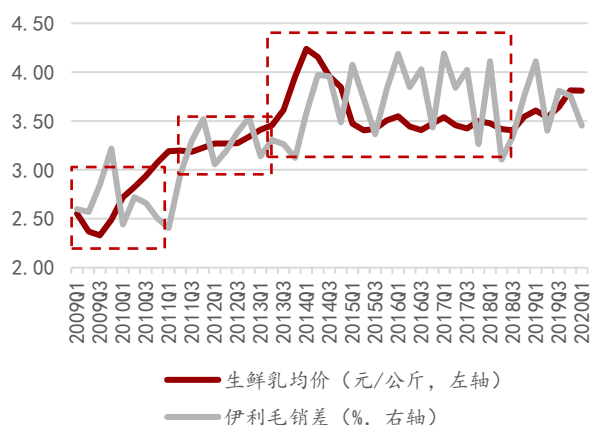
				多(4.8%)	
黄油	16.31 (0.3%)	11.9%	8.7%	集中度高, 外资主导, 恒天然(46.2%)/拉克塔利斯(19.0%)/高夫(15.8%)	发展初期
其他	1113.26 (18.8%)	-5.6%	-0.6%	-	-
乳制品总体	5923.59	5.3%	6.4%	两强格局稳定, 伊利(24.5%)/蒙牛(20.3%)	-

资料来源: Euromonitor International, 万联证券研究所

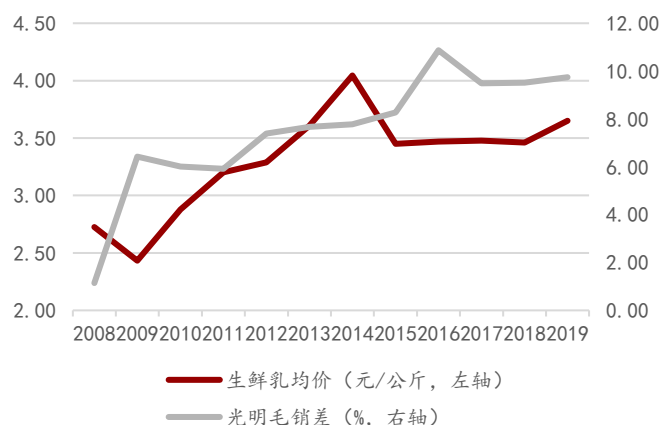
注: 红色底纹是增速近年增速快于乳制品总体的细分赛道

奶价处于温和上涨周期, 乳企龙头盈利能力有望改善。自2018年, 我国原奶价格进入新一轮的上涨周期, 20年受疫情影响, 短期奶价面临下行压力, 拉长来看, 温和上涨趋势仍有望持续。通过复盘此前几轮奶价周期, 我们发现龙头乳企在奶价上升期有能力通过产品结构升级、减少促销等方式维持保持盈利能力, 奶价企稳回落后释放盈利能力(毛销差上升)。

图表49: 伊利毛销差滞后生鲜乳价格提高



图表50: 光明毛销差滞后生鲜乳价格提高



资料来源: Wind, 公司公告, 农业部, 万联证券研究所

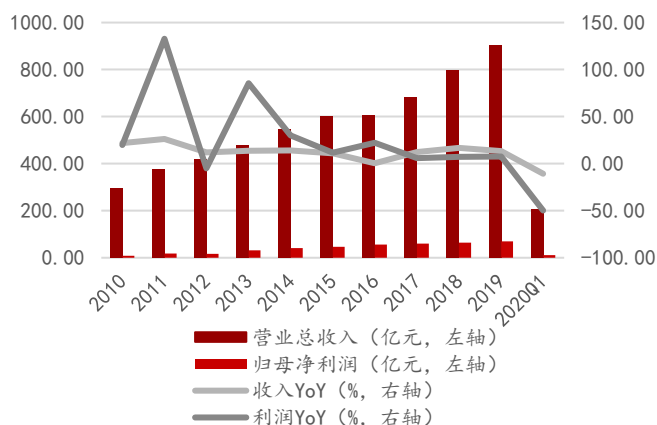
资料来源: Wind, 公司公告, 农业部, 万联证券研究所

● 个股梳理

伊利股份: 乳品龙头。伊利是我国乳制品当之无愧的领军企业, 品类丰富, 包含常温白奶、低温奶、常温酸奶、乳饮料、奶粉及冷饮等品类; 渠道来看, 采用经销+直营模式, 以经销为主, 渠道布局兼具广度及深度, 基本覆盖全国, 下沉率高。根据公司业绩指引, 2020年预计实现营业总收入970亿元 (YoY+7.5%), 利润总额61亿元。

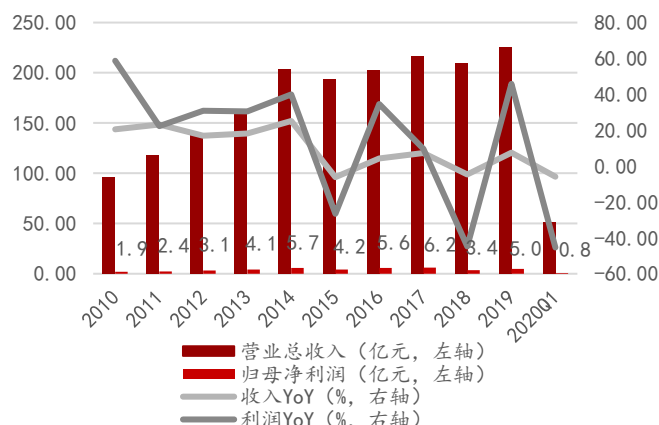
光明乳业: 低温奶领导者。光明是国内低温牛奶龙头, 在低温板块, 公司整体供应链系统的优势突出, 构建坚实壁垒。**生产端:**牧场布局覆盖面广; **物流端:**采用 WMS、DPS、TMS、车载系统 GPS 及北斗卫星监控系统等现代化信息系统, 对物流运作和管理提供有效支持; **渠道端:**直销+经销模式, 销售渠道遍布全国主要省市, “随心订”平台结合自身优势, 不断丰富平台品类, 全面开展多品种、多品类的送到家服务, 19年与阿里云正式达成战略合作。

图表51：2015-2020Q1伊利营业总收入、归母净利润及其同比



资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

图表52：2015-2020Q1光明营业总收入、归母净利润及其同比



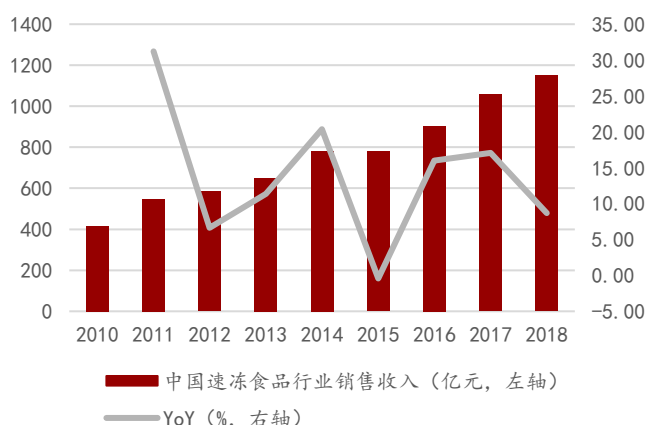
资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

3、疫情催化习惯养成主线：速冻食品、休闲零食

3.1 速冻食品：“懒人经济”按下加速键，餐饮业态变迁打开行业空间

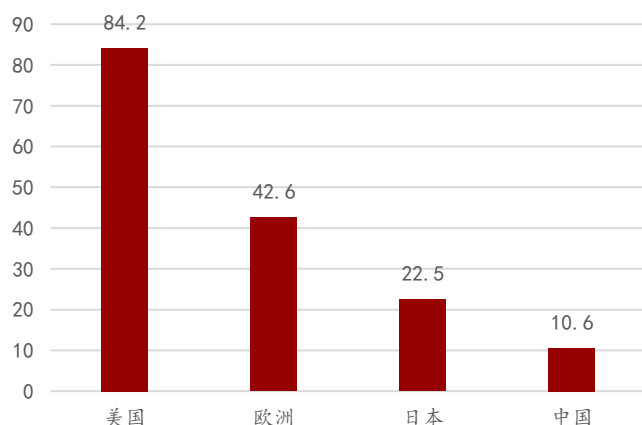
我国速冻食品市场规模超千亿，对标海外人均消费量仍有较大提升空间。我国速冻食品市场规模 2018 年约 1149 亿元，10-18 年 CAGR 达 13.5%。从人均消费量角度，国内水平远低于发达国家，仍有较大提升空间。据前瞻产业研究院统计，美国速冻食品品种达 3000 多种，人均年消费量为 84.2kg；欧洲/日本速冻食品人均年消费量为 42.6/22.5kg，而我国人均消费量仅为 10.6kg，是美国/欧洲/日本的 13%/25%/47%，欧洲的 25%和日本的 47%，花色品种也远落后于发达国家。

图表53：中国速冻食品市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表54：2017年全球主要国家速冻食品人均消费量



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

速冻米面：赛道较成熟，消费者更重品质及口味，品类多元化是发展趋势。速冻米面赛道相对其他子赛道较成熟，市场集中度较高。为迎合消费者不同口味，各企业加大

推出新品力度；销售渠道以C端商超为主，但C端线上渠道较为分散，主要品牌线上渠道市占率较低，同时也在向体量更大、盈利空间更广阔的餐饮渠道推进。

速冻火锅料：直接受益于火锅热，集中度较低。速冻火锅料行业目前市场集中度较低，广泛应用于各种消费场景，有望成为速冻食品行业发展的重点。伴随龙头加快扩张步伐以及监管强化，龙头企业的优势逐渐凸显，火锅料行业有望加速向头部企业集中。速冻火锅料的销售渠道为小型B端：中小型餐饮门店、酒店、外卖店等。随着火锅逐渐从餐厅走向家庭，C端渗透率有望进一步提高。

速冻预制菜肴：处于发展初期，有望成为新的蓝海风口赛道。根据欧睿数据统计，2018年我国速冻预制菜肴销售额为256亿元，较去年增长6.3%，CAGR为7.7%，预计以CAGR5.6%的速度增长。我国人均速冻菜肴消费量仅为0.56kg/人，与主要发达国家差距较大，美国/英国/日本分别是中国的7.89/4.89/5.68倍。由于中式餐饮口味众多，各企业仍在探索适用于标准化、规模化生产以及口味还原度较高的菜品，食品安全问题同样是需要考虑的关键要素之一；三全食品在2016年成立于子公司郑州快厨，以开拓国内餐饮用速冻菜肴市场；安井食品实现产品结构创新，进军速冻菜肴细分领域，2018年成立“冻品先生”外协事业部，2019年认缴出资350万元，与其他四位股东共同投资冻品先生，持股比例为9.72%。预制菜肴在中国餐饮渠道中的渗透率较低，对比国外市场有较大的发展空间。餐饮行业标准化程度不断提高，快捷安全成为发展主流，同时餐饮业面临原料采购、租金、劳动力等成本压力促进预制菜肴赛道的快速成长。

图表55：速冻行业细分赛道市场结构梳理

	市场规模(2018)	增速	竞争格局	渠道结构	核心要素
速冻米面	约263亿元	10%+	集中度较高，CR3=64.30%，三全、思念和湾仔码头的市场份额分别为28.30%/19.20%/16.80%。	C端消费占比高，向B端餐饮渗透中。	口味、品类、品牌等
速冻火锅料	约571亿元	10%+	集中度较低，CR5=15%，安井市占率为5%，其次是海霸王、海欣、惠发和升隆分别为4%/2%/2%/2%。	B端为主，C端加速渗透	产能、品类、供应链、经销商、性价比等
速冻预制菜肴	约256亿元	增速较快	集中度较低，代表企业有信良记、功夫鲜食汇	B端餐饮为主	标准化、规模化、性价比、食品安全、口味还原度等

资料来源：Wind，公司公告，中商产业研究院，Euromonitor International，万联证券研究所

注：速冻米面市场规模测算逻辑：公司营收口径，采用三全及思念速冻米面制品2018营收，对应其市占率进行估算
速冻火锅料市场规模测算逻辑：公司营收口径，综合两种方法估算（取算术平均值）：①采用安井、海欣、惠发速冻火锅料2018营收，对应其市占率估算；②采用中商产业研究院2018年火锅餐饮市场总收入，假设如下：毛利率为50%，成本中食材占比35%，食材中速冻料占比50%，B端餐饮占比70%。

速冻预制菜肴市场规模采用Euromonitor统计终端零售口径数据。

C端：疫情期间，居家防疫加速“懒人经济”发展，虽然B端餐饮业受疫情冲击承压，但C端需求的增长拉动作用明显，极大刺激了速冻食品市场需求。因居家时间较长，人们偏向于选择存放时间较长同时可供选择品类较多的食物；防疫期间居家烹饪的

频次增加，安全营养、方便烹饪的速冻食品成为主要人们又一大选择，速冻食品的需求量受到极大刺激。根据电商大数据服务机构ECdataway数据显示，2020年疫情期间火锅料和米面制品销量大幅增长，在天猫平台上，海鲜丸类总销量同增1675%，水饺馄饨类总销量同增78%，汤圆总销量同增60%。天猫淘宝平台速冻食品销售额自2月起同比增速快速拉升，4月仍保持高位。我们认为，快节奏的生活和繁忙的工作使得“懒人经济”应运而生，催生只需简单烹饪即可享用的速冻食品，满足消费者在忙碌的工作之余也可享受美食的需求；疫情为“懒人经济”按下加速键，外卖、生鲜电商的崛起也为速冻食品打开了新的渠道空间，优质速冻龙头更能把握住本次机遇，完成消费者培育。

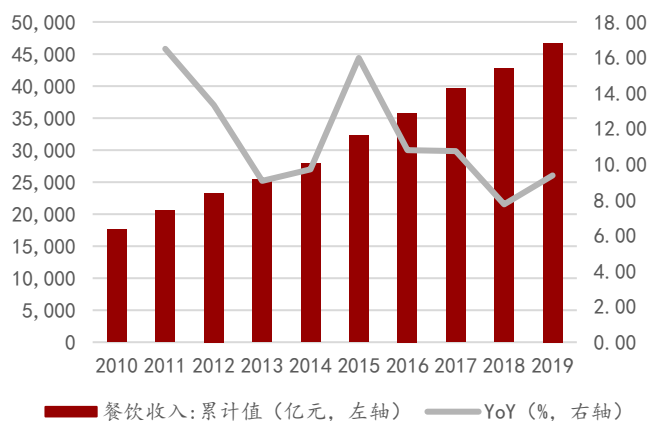
图表56：疫情期间速冻食品线上销售激增



资料来源：通联数据，万联证券研究所

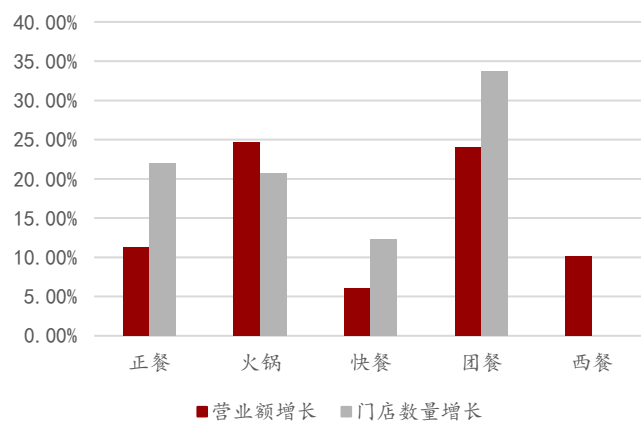
B端：我国餐饮市场维持高速增长，行业规模持续扩大，连锁化、标准化大势所趋带动上游速冻食品渗透率提高。2019年我国社零口径餐饮业收入达4.67万亿元，同比增长9.38%，2010年-2019年CAGR为11.43%，餐饮市场仍在快速扩容中。此外，根据中国饭店协会发布的报告显示，2017年火锅及团餐在各类餐饮企业中营业额和门店数量的增长速度领先于其他类型企业，火锅及团餐行业的高标准化和高速增长的市场规模为上游速冻食品行业增长提供动力。**从餐饮业需求端看**，随着人们消费水平的不断提高，对于饮食的多元化需求让更多人选择外出就餐，餐饮行业市场扩容有支撑，根据艾瑞统计数据显示，90后消费者相对于其他年龄段消费者更偏向于外出就餐。**从餐饮业供给端看**，一方面，互联网的普及带动外卖行业的发展，为餐饮行业带来更多的客流和订单，外卖的便捷性和配送时间的重要性要求餐厅加快制作菜品的速度，叠加各项成本压力的上升倒逼餐饮企业选择标准化程度较高的速冻食品；另一方面，餐饮行业连锁化趋势日益明显（对标海外仍有较大提升空间），对于食材标准的要求进一步提升，消费者对于食品安全的重视使餐饮企业采购原材料选择高品质供应商，规模化程度较高的速冻食品企业优先受益。

图表57：我国餐饮市场快速发展



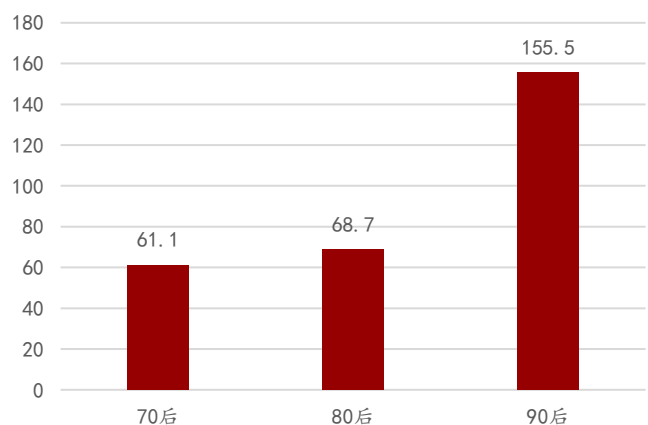
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表58：2017年各类型餐饮企业增长对比



资料来源: 中国饭店协会, 万联证券研究所

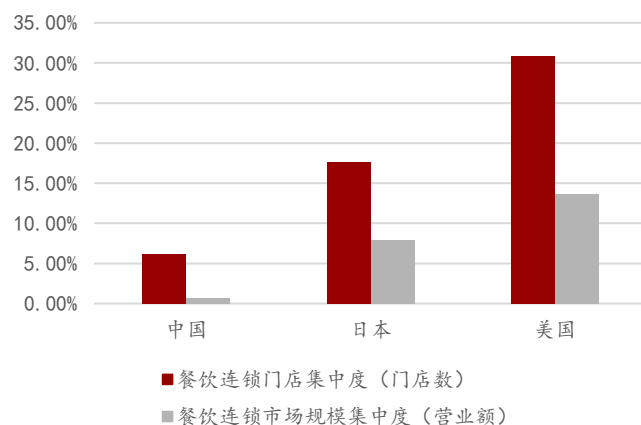
图表59：2018年不同年龄层级中国消费者每月在家做饭次数少于三次TGI



资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

注: TGI 指数 = [目标群体中具有某一特征的群体所占比例 / 总体中具有相同特征的群体所占比例] * 标准数 100, TGI 值越高代表该群体特征越明显

图表60：国内外餐饮连锁程度对比

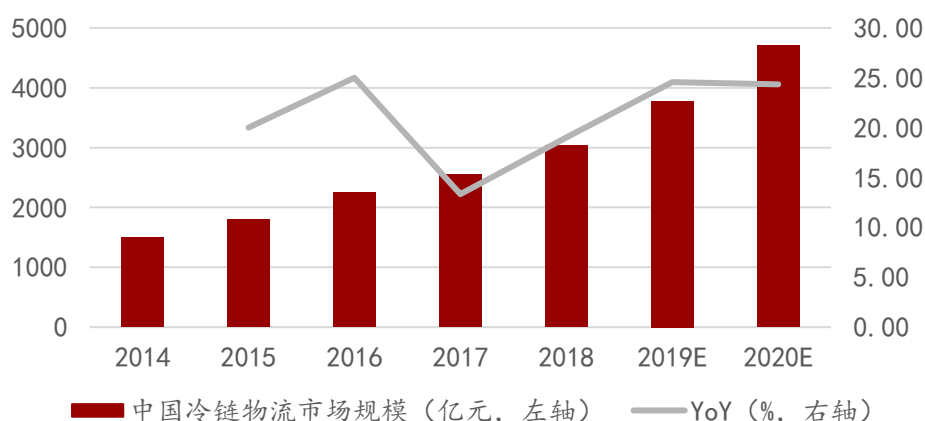


资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

注: 采用中国前 133 家餐饮连锁企业 (“本土连锁 130 强+中国麦当劳、百胜、星巴克”)、日本 72 强餐饮连锁、美国 70 强餐饮连锁企业的门店数占比 (即餐饮连锁门店集中度)、和营业额占比 (即餐饮连锁市场规模集中度)

冷链技术进步为速冻行业发展提供支持。我国冷链物流市场规模持续增长, 2018 年达到 3035 亿元, 近年增速保持在 20% 以上, 2019 年预计将达到 3780 亿元。速冻食品在厂家生产、经销商储运、零售商陈列和消费者使用等过程中对温度控制要求极高, 冷藏技术和冷链物流的发展是速冻食品行业发展的重要基础, 也是此前制约我国速冻食品发展的重要因素。近几年来, 各项政策出台鼓励冷链基础设施建设, 为速冻食品行业发展营造良好环境。人们对食品安全愈加重视, 更注重食材的新鲜程度, 消费升级和食品安全意识提升也推动着冷链技术的不断进步, 为速冻食品行业发展提供保障。

图表61：我国冷链物流市场快速发展



资料来源：艾媒咨询，中物流冷链委，万联证券研究所

• 个股梳理

安井食品：速冻火锅料龙头，米面赛道践行差异化战略。产品：主食发力，均衡发展。公司主要产品为速冻火锅料、速冻米面制品和菜肴制品，2019 年占营业收入分别为 63.13%/26.35%/10.37%，同比增速分别为 20.36%/26.35%/38.13%。公司在格局较为稳固的速冻米面赛道打造差异化战略，重点布局特色食品，如手抓饼、红糖馒头等。在面对新的蓝海风口赛道，安井精准定位餐饮市场“中央厨房”概念，推出速冻预制菜肴制品，在餐饮市场中抢占先机，构建品牌竞争力。**生产：坚持“销地产”模式，加快产能扩张步伐。渠道：“BC 兼顾，双轮驱动”的渠道战略，以餐饮流通渠道为主，商超电商渠道为辅；**安井在加强 BC 端经销商开发的同时大力拓展线上业务，一方面协助经销商开拓社区电商等新兴渠道，一方面与生鲜电商平台合作，开设直营旗舰店。区域分布上来看，在巩固华南、华东、东北等传统市场的基础上，加大对西南、湖南、西北、华中等外围弱势市场的开发。

图表62：安井食品、三全食品对比

		安井	三全
产品	品类	火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）为主（63%）、速冻米面/菜肴制品占比分别为26%/10%	汤圆、水饺、粽子、面点
	SKU数	300+	200+
	代表单品	速冻鱼糜制品（爆汁小鱼丸、Q鱼板、鱼豆腐）；速冻肉制品（虾米饺、撒尿肉丸、亲亲肠等）；速冻面米制品（手抓饼、牛奶馒头、核桃包、红糖馒头、红糖发糕等）；速冻菜肴制品（千页豆腐、蛋饺等）	速冻汤圆、速冻水饺（彩蔬蒸饺）、速冻米面（油条）
渠道	渠道结构	经销商为主（86%），商超/特通/电商占比分别为11%/2%/0.6%	零售为主（87%），餐饮为辅（13%）
	渠道分布	2019 年华东地区营业收入 280,141.26 万元，占总收入的比重为 53.19%	长江以北、以南地区营占营收比重分别为 59.24%/40.76%
产能	设计产能	“销地产”模式，2019 年设计产能 47.5 万吨，产量 51.3 万吨，产能利用率 108.03%	全国 6 个地区共 8 个生产基地，2019 年产量为 62.65 万吨，同比上升 10.05%。

	预计产能	预计2026年超过100万吨	-
战略	经营战略	三剑合璧，餐饮发力、全渠道、全区域、大单品	优化产品结构，下沉渠道
	产品战略	主食发力、均衡发展，加快主食类和C端产品上市	聚焦速冻米面产品，以水饺、汤圆为主，不断研发新产品
	渠道战略	BC 兼顾，双轮驱动；餐饮流通渠道为主，打造“中央厨房”概念、商超电商渠道为辅；辅助经销商发展社区团购	进一步深耕餐饮市场，加强连锁餐饮市场渗透；电商业务加大线上用户开发
业绩	收入	营业总收入 52.67 亿元，同比增长 23.66%	营业总收入 59.86 亿元，同比增长 8.06%
	利润	归母净利润 3.73 亿元，同比增长 38.14%	归母净利润 2.20 亿元，同比增长 115.91%
盈利	毛利率	25.76%，同比减少0.75pct；近年来维持稳定	零售端36.36%，同比下降0.40pct；餐饮市场27.27%，同比上升2.78pct
	净利率	7.09%，同比上升 0.74pct；近年来呈现逐步上升趋势	3.66%，同比上升 1.83pct；2016 年触底后呈现稳步增长趋势
	ROE	15.58%，同比上升 1.13pct；近年维持稳定水平	10.25%，同比增加 5.23pct；

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

注：采用2019年年报数据

3.2 休闲食品：“宅家休闲”养成中，小零食蕴含大机会

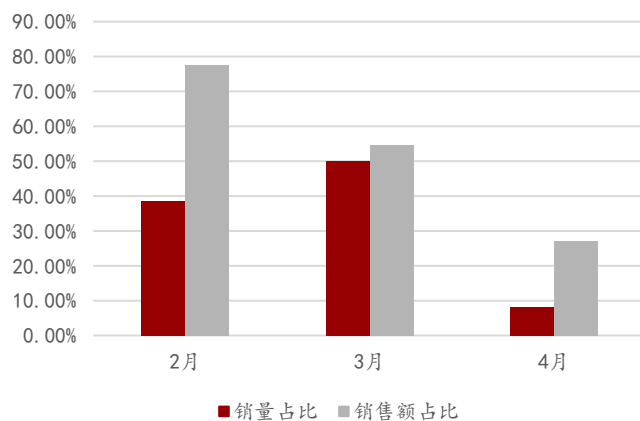
3.2.1 疫情下宅家刺激零食线上需求激增，每日坚果销售火爆

疫情期间人们被动长期宅家，零食需求得到激活，其中坚果类最为火爆。2020年2月坚果炒货类产品、卤味零食线上销售同比增速较上年有所反弹，但是幅度较小，我们认为主要是由于物流尚未恢复，随着疫情得到一定遏制，物流率先恢复，同时受益于疫情期间消费者培养起的“宅家休闲”消费习惯，零食线上消费迅速增长，3月坚果线上销售同比高增36%，4月同增50%，卤味零食3、4月销售额同样高速增长。细分品类来看，2020年2月天猫淘宝线上销售额前十大的品类里面坚果类的金额占比最高，达到77.65%，对应的销量占比为38.57%，这主要是由于2月份坚果类产品线上销售多为礼包，单价高。3-4月，坚果礼包的需求减少，休闲零食消费场景转变为以日常消费为主，主要购买产品为每日坚果，3月每日坚果销售火爆。

图表63：线上销售额同比增速



图表64：2-4月休闲零食销售额前十大品类中坚果类产品销售额及销量占比



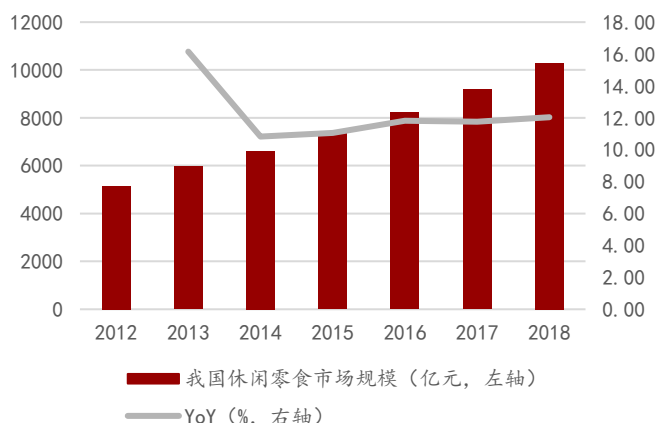
资料来源：通联数据，万联证券研究所

资料来源：淘数据，万联证券研究所

3.2.2 万亿市场待掘金，集中度上升空间大

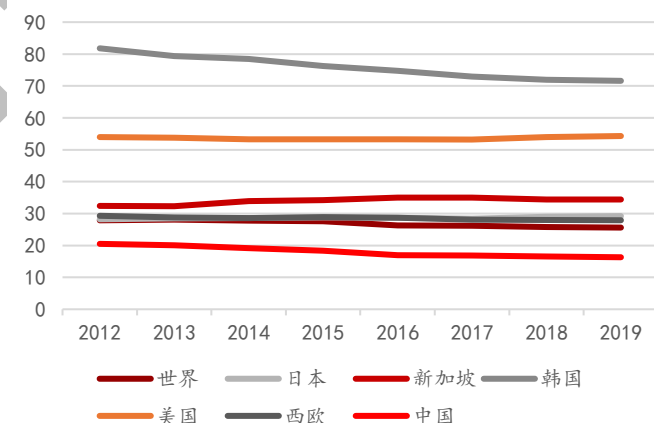
消费升级&“宅家休闲”驱动人均消费量上升。2013-2019年，居民人均可支配收入CAGR达9%，人均消费CAGR为8.5%，人均收入和消费水平的持续增长推动休闲食品消费需求上升。据Frost & Sullivan，2013-2018年我国休闲食品销售额CAGR为11.50%，2018年达10297亿元。从人均消费量看，2019年我国人均零食消费为6.3kg/人，仅为全球/日本/韩国人均水平0.69/0.36/0.58，未来仍具增长空间。我国休闲食品行业整体集中度低，2019年全球休闲食品行业CR5为25.6%，而我国休闲食品行业CR5仅为16.3%，远低于韩国、美国、新加坡等发达国家和地区，行业集中度低，未来提升空间可期。

图表65：2018年我国休闲零食市场规模破万亿



资料来源：Frost & Sullivan，万联证券研究所

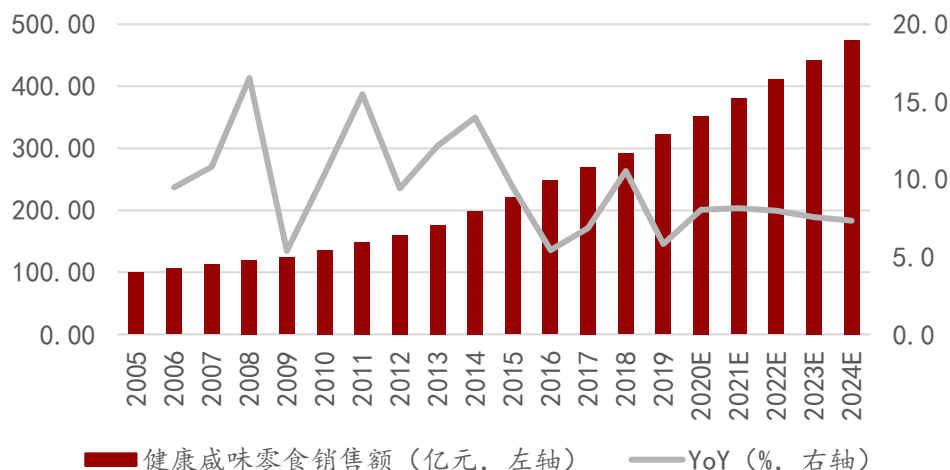
图表66：对标海外我国休闲零食行业集中度低 (%)



资料来源：Euromonitor International，万联证券研究所

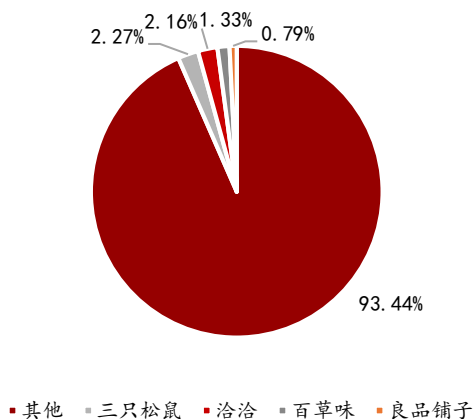
消费者结构升级推动健康零食需求上升，坚果类产品富含蛋白质、维生素以及人体所需的钠、钾等微量元素，营养价值高，受到消费者追捧，市场规模快速扩张。据Euromonitor International统计数据，2005-2019年产品分类包含健康零食标签休闲食品快速发展，其中健康类休闲咸味零食销售额CAGR为10.07%，高于可比口径下休闲食品行业整体增速(同期CAGR+8.57%)。2019年市场规模达322亿元，预计未来五年CAGR为7.81%，2024年市场规模将达474亿元，占咸味零食总销售额比重由2014年的21%增至2019年24%。2013-2018年坚果炒货的CAGR11.0%；2018年零售收入占休闲零食10%左右。坚果炒货行业整体集中度低，产品仍显同质化，COVID-19影响下消费者健康意识进一步提升，知名品牌更易得到消费者认可，行业集中度有望提升。截至2018年，坚果炒货行业CR5为17.2%，较其他休闲零食子行业集中度低，龙头三只松鼠市场份额(公司营收口径)仅2.27%。我们认为，受COVID-19疫情影响，消费者对于食品质量、卫生安全及健康属性的要求将会进一步提高，具有较高知名度的品牌将更容易得到消费者认可，有望促进龙头企业市场占有率进一步提高。

图表67：健康咸味零食消费增速快于行业整体增速



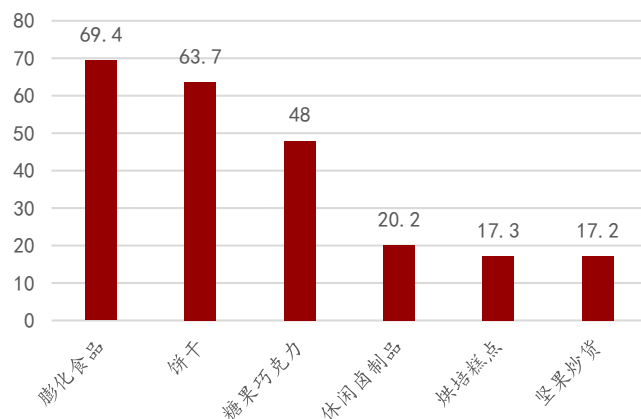
资料来源：Euromonitor International, 万联证券研究所

图表68：2018年我国坚果炒货行业竞争格局



资料来源：中国食品工业年鉴, 万联证券研究所
注：采用公司营收口径测算

图表69：2018年零食子行业中坚果炒货CR5最低 (%)



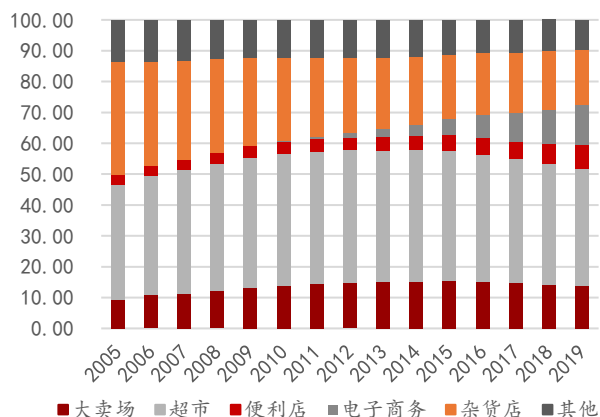
资料来源：Frost & Sullivan, 万联证券研究所

功能需求和消费场景多样化推动产品向个性化发展。不同的消费群体对产品的功能需求存在差异，如儿童追求好玩有趣，青年追求潮流时尚，中老年追求营养健康；同时消费场景也不断细化，如出行旅游、居家看剧、节日送礼等场景。多样化需求以及消费场景将推动产品向个性化发展，使市场更加细分。**跨品类、跨区域及体验式消费需求驱动渠道线上线下协调发展。**一方面，线上销售克服了线下销售受到地理位置、店铺大小等物理条件的约束，无法展示全部品类且服务用户有限等缺点。另一方面，线上购买消费者缺少体验环节，相较线下消费更容易对食品卫生安全产生担忧，线下门店除了向消费者提供购买服务外，还可以满足消费者娱乐、互动等需求，增强与消费者的联系，更有利于企业品牌建设。同时线上销售平台流量成本以及物流成本大，企业净利率低。在此背景下，线上线下渠道融合成为零食销售商的不二选择。

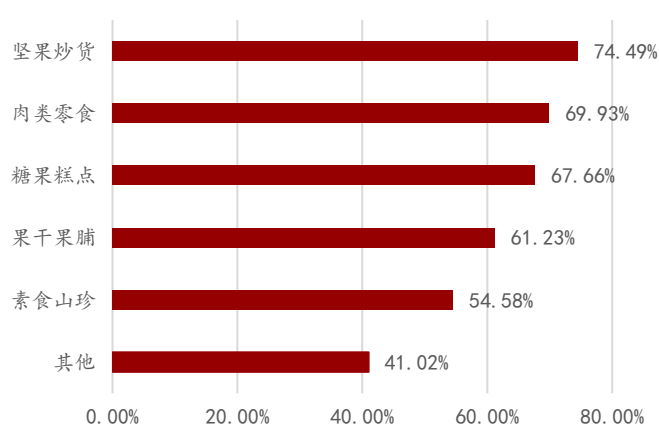
坚果炒货原材料价值占比高，且高度依赖进口，原材料波动风险大，龙头企业进行有望通过全产业链布局降低风险。坚果产品加工环节简单，增值较少，产品同质化较高，

产品竞争优势与价值一定程度上取决于其原材料品质，故而原材料价格在销售价格中占比高，以良品铺子为例，2019 年良品铺子坚果原材料采购成本占其营业收入 74.49%，原材料采购成本占比远大于其他产品；同时我国地理环境特点导致国内坚果适宜种植地少，坚果产品原材料高度依赖进口，不可控因素较多，原材料价格波动风险大。通过我们的研究发现国外坚果龙头多为全产业链布局，例如美国的派拉蒙农产、澳大利亚的 Select Harvest 等。我们认为，长期坚果行业企业进军上游原材料市场或成为趋势，但全产业链布局也容易产生低周转等问题。

图表70：电商销售占比快速上升（%）



图表71：2019年良品铺子各品类采购成本占比



资料来源：Euromonitor International, 万联证券研究所 资料来源：Wind, 万联证券研究所

• 个股梳理

良品铺子：多品类、全渠道布局的高端零食龙头企业。良品铺子近年来积极开拓多类产品，旗下主要产品包括糖果糕点、肉类零食、坚果炒货、果干果脯以及素食山珍，各品类收入较均衡。渠道方面，线上线下同时发展，2019年线上收入占比为48.58%；线下渠道方面，截至2019年良品铺子共开设了直营店718家，加盟店1698家，覆盖了华中、华东、西南和华南四大区域，线下收入主要集中在华中地区。公司注重产品品质，致力打造高端零食品牌，在产品单价上领先于其他品牌。2020年公司将“做实高端、激活组织、精益管理”，在现有基础上持续打造公司高端品牌形象，并通过“品类创新+关键技术创新+细分产品市场创新”推进产品升级。同时通过激活组织、精益管理提升组织效率，打造高效化组织。

洽洽食品：聚焦“葵花子+小黄袋”，瓜子龙头再启航。洽洽食品以瓜子品类起家，历经多年发展成功打造瓜子行业品牌，并于近年进军膨化食品与坚果类市场，形成“瓜子类+坚果类”核心布局，2020年，公司将在现有瓜子+坚果两大核心领域上拓展核心产品矩阵，同步进行渠道提升和新渠道拓展，推动线上线下资源共享，加强线上平台合作，同时开拓团购等新渠道。此外，公司将进一步推动海外市场的发展，扩大市场份额。此外，2020年公司将完善人才梯队建设，提升组织效率，加强供应链体系建设，确保供应能力，可转债募集资金也将主要用于扩建产能及品牌升级。

图表72：洽洽、三只松鼠、良品铺子对比

		洽洽食品	三只松鼠	良品铺子
产 品	产品战略	专业化战略	多元化战略	多元化战略
	代表产品	瓜子类+坚果类	坚果炒货、面包蛋糕、肉食卤品、干果果干、零食礼包	糖果糕点、肉类零食、坚果炒货、果干果脯、素食山珍
供 应 链	采购生产	自主生产为主	外包生产为主	外包生产为主
	渠道	线下经销商为主， 线上线下互为补充	线上为核心渠道：各类第三方电商平台（B2C模式&统一入仓模式）+自营手机APP+微信商城 线下自营+加盟：截至2019年末，投食店（自营）108家+联盟小店（加盟）278家	线上：B2B&B2C； 线下：直营+加盟+团购+O2O，截至2019年末，直营店718家，加盟店1698家。
	物流	-	“总配送中心-区域配送中心-城市仓”的分层物流模式，截至2019年，公司自有或租赁方式拥有9个配送中心或城市仓，并与第三方仓配服务商合作建立5个合作仓，实现了全国市场覆盖。	截至2019年，公司自有或租赁方式拥有6个自营仓库，并与第三方仓配服务商合作，在长沙、共青城、花都、西南、唐山、沈阳设有6个合作仓。
	运营	透明工厂全球直播，联名跨界	IP化战略，深度挖掘品牌文化	定位高端，明星及影视引流，数字化精准营销
盈 利 能 力	毛利率（%）	33.26	27.80	31.87
	净利率（%）	12.48	2.35	4.53
	ROE（平均，%）	17.29	15.88	27.31

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

注：采用2019年数据

4、稳健价值主线：需求刚性下业绩增长稳定，龙头手握定价权

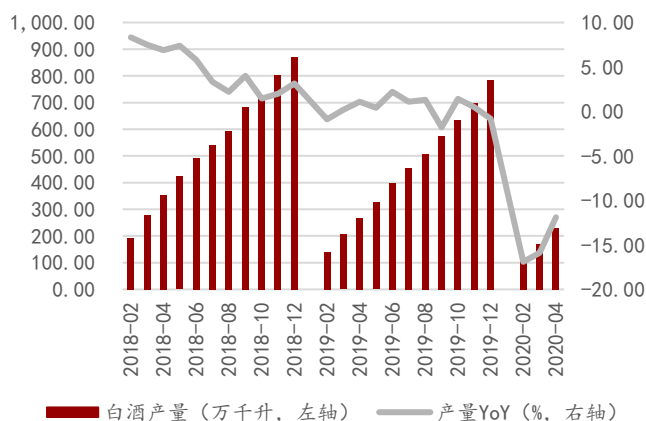
4.1 高端白酒：抗压能力再次验证，供不应求格局有望长期存在

4.1.1 端午旺季动销可期，逆周期调控+新基建有望刺激白酒需求

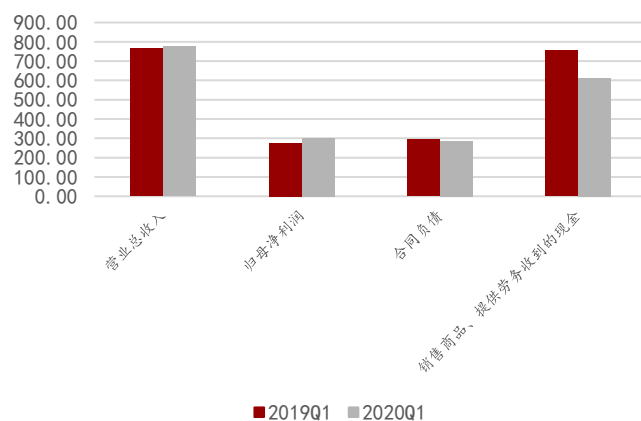
COVID-19疫情爆发，白酒板块经营承压。疫情的爆发从供需两端打击白酒板块，需求端直接打击白酒聚饮、宴请、送礼等主要消费场景，供给端直接拉长疫情防控能力较差的中小酒企的复工复产周期。2020年1-2月我国规模以上酒企白酒产量同比下降16.9%，3月/4月随着疫情逐步受控，复工复产有序推进，累计产量同比跌幅逐渐收窄。从上市公司业绩看，在龙头及个别酒企的拉动作用下，2020Q1白酒板块营业总收入及归母净利润同比微增，合同负债及现金流指标均有所下滑。

板块内业绩分化，高端龙头抗压能力凸显。从营收端看，18家上市白酒企业中，仅5家20Q1保持增长，贵州茅台/五粮液营业总收入同比增长13%/15%；从归母净利润端，同样仅5家酒企20Q1实现增长，贵州茅台/五粮液归母净利润同比增长17%/19%。节后，五粮液、贵州茅台等高端酒企便积极应对，有序推进复工复产，保障渠道信心，维护价盘稳定并积极利用机会进行消费者培育。普飞及普五批价也均顺利通过疫情的压力测试。飞天茅台批价在3月下旬短暂下探2000元以下后，随着疫情防控稳中向好，快速回暖，近期基本保持在2300元以上的高位。五粮液价盘同样快速企稳回升，库存也保持在健康水平。

图表73：2020年前四个月白酒产量大幅下滑



图表74：20Q1白酒板块整体经营承压（单位：亿元）

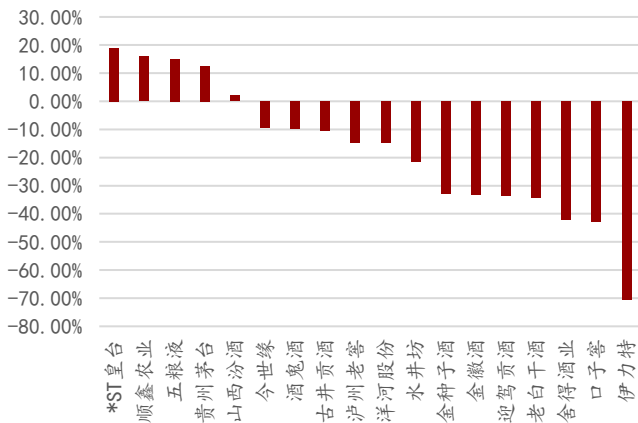


资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

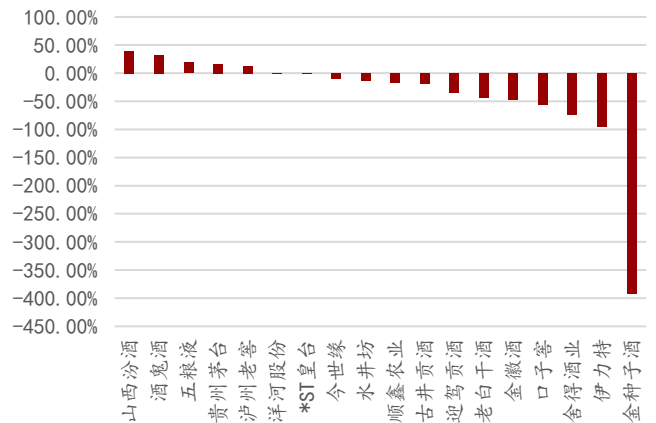
注：合同负债即预收款指标

图表75：2020Q1白酒企业营收同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表76：2020Q1白酒企业归母净利润同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

逆周期调控+新基建有望刺激白酒需求，高端酒优先受益。我们通过复盘高端酒发展历程可以观察到行业周期与宏观经济及企业经营情况呈现出一定的相关性，主因超半数的高端白酒消费由商务消费提供，该相关性在上一轮周期，尤其在金融危机后政府出台“四万亿”刺激政策后尤为明显。疫情冲击下，我国经济增长承压，逆周期政策不断加码，补充市场流动性，4月固定资产投资完成额累计同比下跌10.3%，降幅环比收窄，PMI指数虽因外需不足环比下降1.2pct，但仍在荣枯线以上，随着美国、欧洲复工复产的推进，外需有望回暖。虽然，由于本轮高端酒复苏主要由大众消费崛起拉动，与M2及固资投资增速相关性减弱，但仍表现出与制造业扩张较强的相关性。此外，国家也在持续推进新基建政策，基建产业链复苏刺激白酒商务消费场景，高端名酒将优先受益。

图表77：高端酒企收入及M2同比增速



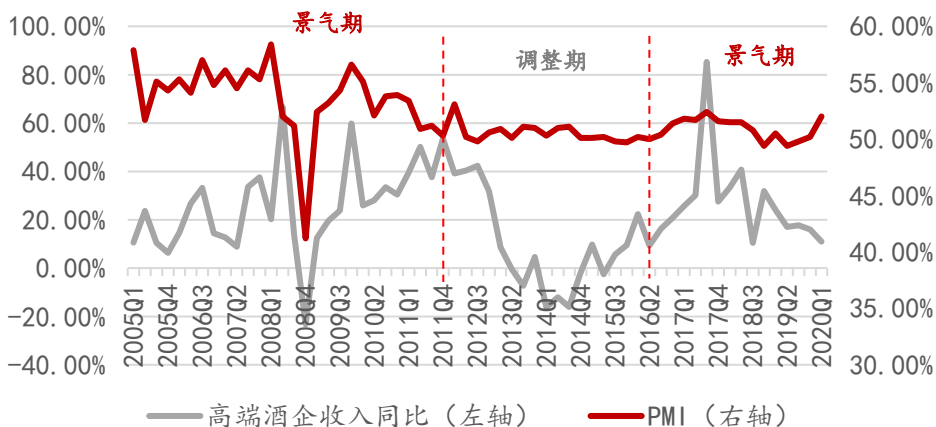
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表78：高端酒企收入及固定资产投资完成额同比



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表79：高端酒企收入同比增速及PMI指数



资料来源：Wind，万联证券研究所

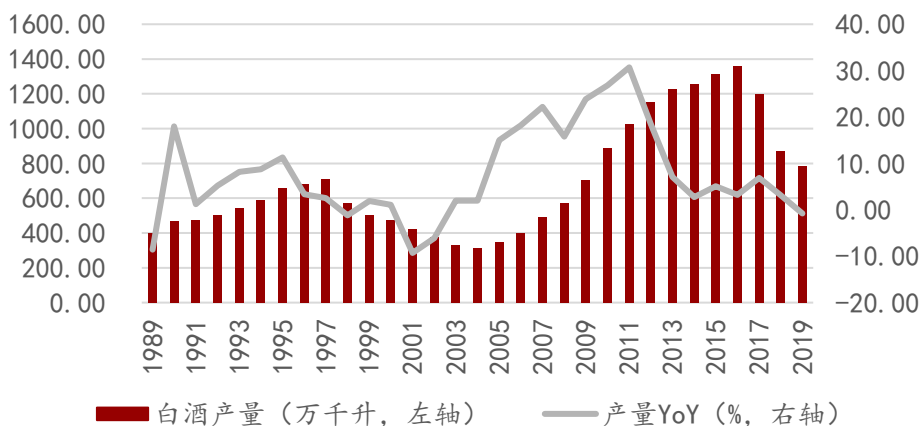
4.1.2 大众消费崛起叠加消费升级助力高端酒扩容，格局稳固的优选赛道

我们将从驱动因素、竞争格局、供需关系以及估值四个角度论述为何高端白酒仍是我们心中的优选赛道。

驱动因素：我国白酒仍处于结构性景气周期，高端化、品牌化大趋势不变，大众消费崛起背景下，消费升级驱动行业扩容。

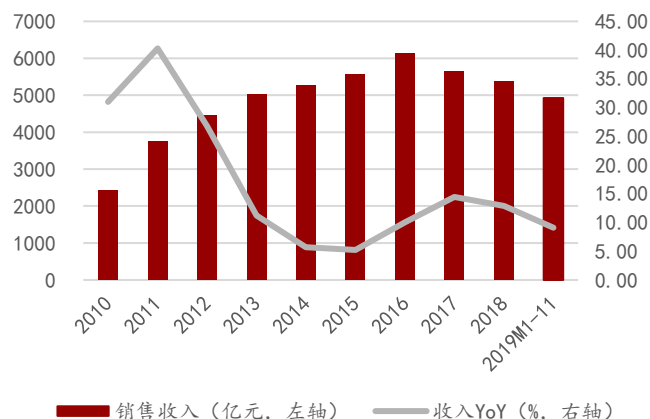
2019年我国白酒产量同比下滑，行业存量竞争时代下，仍处于结构性驱动的景气周期中。自行业度过深度调整期后，2015年开始，行业整体收入及利润增速明显回升，产量增速依旧较低，保持个位数的增长，2019年，产量出现下滑，主因此轮景气周期由大众消费崛起，消费升级带来的行业高端化、品牌化驱动，收入增长中价格因素贡献较大。此外，上市酒企收入增速快于行业整体同样可以验证上述逻辑。2018年规模以上企业实现销售收入5363.83亿元（同比+12.9%），全国名酒开始通过加快全方位市场下沉挤压中小酒企的生存空间，在龙头提价及集中度提升的驱动下，行业整体盈利能力提升，规模以上酒企利润总额快速上升，2017/2018年达到1028/1251亿元，同比增长35.79%/29.98%。2019年1-11月我国规模以上白酒企业实现销售收入4927亿元（+9.11%），实现利润总额1212亿元（+19.87%）。

图表80：1989-2019我国白酒产量及同比增速

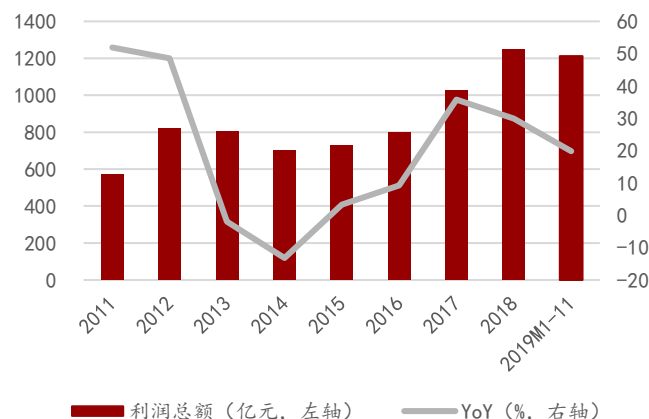


资料来源：Wind，国家统计局，万联证券研究所

图表81：近年我国规模以上白酒企业销售收入及同比



图表82：规模以上酒企利润总额逐年上升



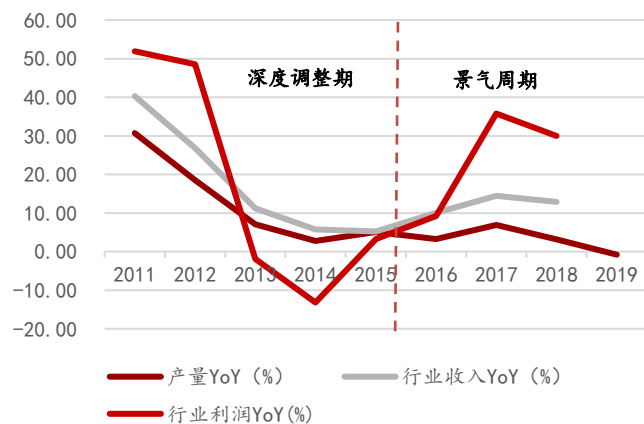
资料来源：国家统计局，中国酒业协会，前瞻产业研究院，万联证券研究所

注：销售收入绝对额及同比增速皆为国家统计局及中国酒业协会公布数字，以绝对额计算出的同比增速与公布值有差异因基数调整。

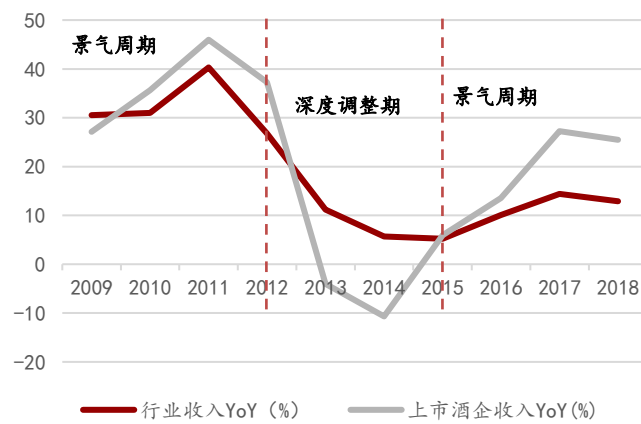
资料来源：国家统计局，中国酒业协会，万联证券研究所

注：利润总额绝对额及同比增速皆为国家统计局及中国酒业协会公布数字，以绝对额计算出的同比增速与公布值有差异因基数调整。

图表83：近年来我国白酒行业产量、收入及利润增速



图表84：2009-2018年行业及上市酒企收入增速



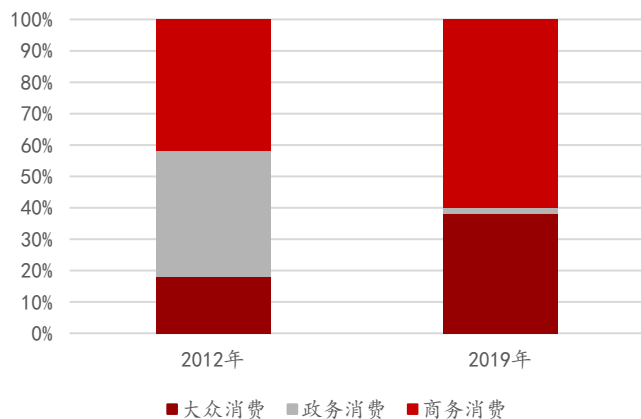
资料来源：Wind，国家统计局，万联证券研究所

资料来源：Wind，国家统计局，万联证券研究所

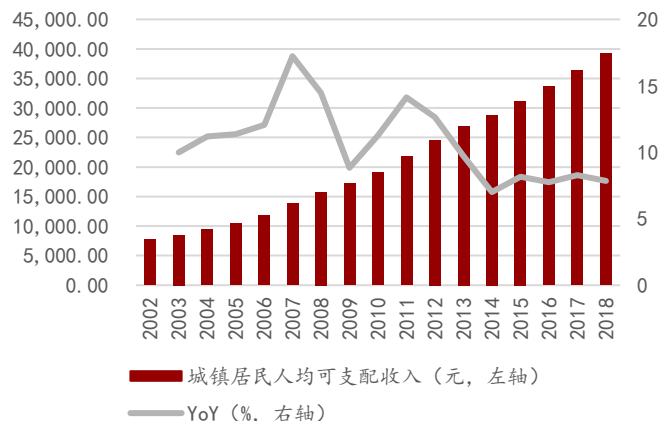
大众消费崛起，消费升级为高端白酒需求提供有力支持，消费者购买意愿及能力的不断提升为行业发展增添动力。2012年后，高端白酒的政务消费逐渐退出历史舞台，是大众消费拿起了接力棒，发展至今，我国高端白酒政务消费占比已从2012年的40%萎缩到2019年的2%，而大众消费则相应地增加20pct至38%。高端白酒市场的核心消费驱动力已由“政商务消费”转化为“商务+大众消费”，带动行业朝着更加健康及稳定的方向发展。近年来我国城镇居民可支配收入持续增长，消费水平不断提高，高净值人群规模也快速上升，高端白酒在礼品社交属性、面子属性以及投资收藏属性上的优势也被进一步激活，消费者“喝好酒、喝健康酒、喝品牌酒”的诉求愈发强烈，消费者购买高端白酒的意愿提高，与此同时其购买能力也不断提升，我们采用城镇居

民人均可支配收入/500ml52 度高端酒均价测算高端酒相对购买力，我们发现该比值近年来呈上升趋势。近年来高端酒量价双升，规模快速上升，但占比仍不足 20%，提升空间仍在。

图表85：大众消费承接政务消费



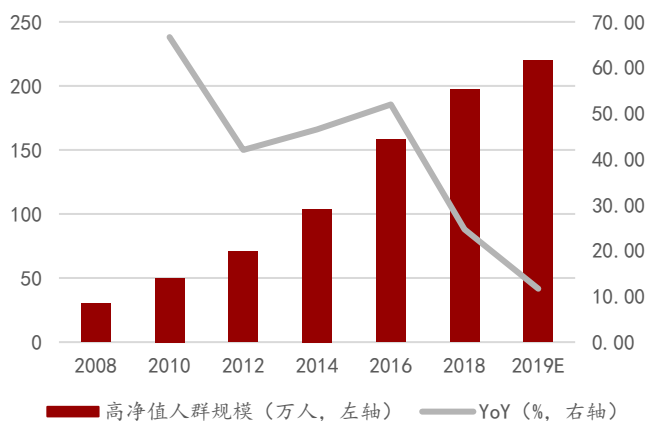
图表86：我国城镇居民人均可支配收入保持增长



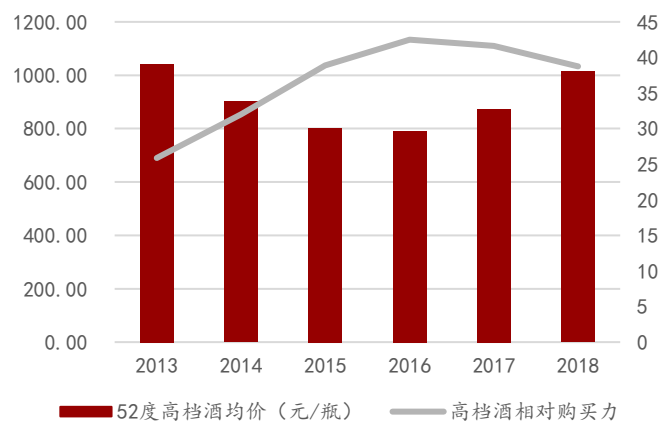
资料来源：微酒，前瞻产业研究院，万联证券研究所
注：2019年的数据截至前瞻产业研究院报告发布日期
2019年6月13日

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表87：我国高净值人群规模逐年上升



图表88：我国居民购买高端酒能力呈上升趋势



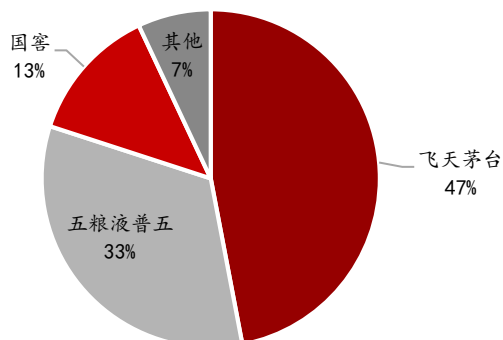
资料来源：贝恩公司，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

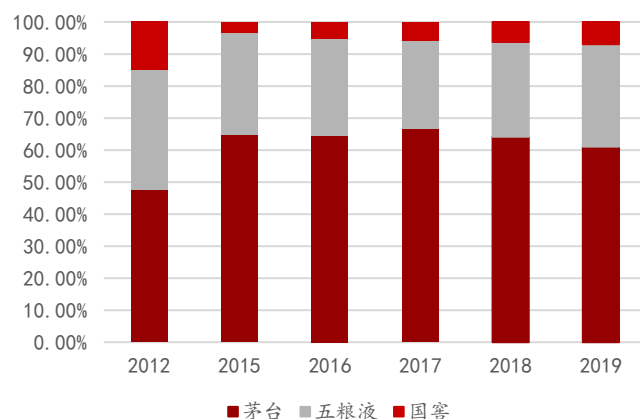
竞争格局：高端酒市场内部竞争格局稳定，后来居上难度颇大。

CR3 达 93%，高端酒市场寡头垄断格局已形成。高端酒市场集中度提升明显，前三大高端酒品牌市场份额自 2008 年的 71% 提升到 2018 年的 93%，寡头垄断的格局逐步稳定，茅台是难以动摇的王者，五粮液紧随其后。高端白酒不仅代表着白酒酿造的高品质，更是消费者心里对品牌的历史、地位、以及其自身品牌定位等多要素的认同感，我们认为，短期内其他品牌跻身高端酒之列的难度很大。

图表89：2018年我国高端白酒市场竞争格局



图表90：三大高端酒代表营收占比



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

供需关系：高端酒供给偏紧的局面在未来5年中预期持续。

需求端：由于我国高端酒的市场需求与居民及家庭的收入、财富水平密切相关，我们据此从量的角度来简单测算我国高端酒市场的需求空间。从中产阶级家庭数量出发。高端酒的消费群体主要是中产阶级，根据 Euromonitor 测算，2018 年我国中产阶级家庭数 10258.82 万户，2025 年预计达到 11092.40 万户，2018 年高端酒销量约为 6 万吨，约为 13492.71 万瓶（按 1 吨 2124 瓶估算），假设大众消费比例为 38%，可对应估算出约每两户中产阶级家庭每年消费 1 瓶高端酒，中产阶级家庭渗透率约为 50%，该渗透率近年来持续上升，我们中性假设 2025 年该渗透率达到 100%，即每户中产阶级家庭每年消费 1 瓶高端酒，大众消费占比达到为 50%，则 2025 年我国高端白酒需求量预计约为 10.4 万吨，2018-2025 年 CAGR 约为 7.4%。

图表91：我国高端酒未来需求量测算的敏感性分析

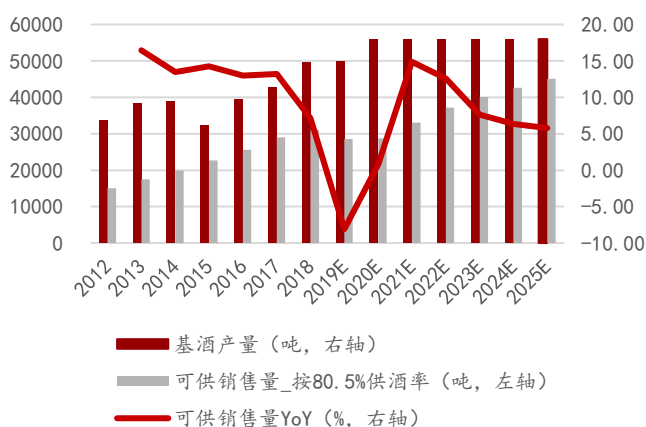
大众消费	40%	50%	60%
渗透率 (悲观, 80%)	10.4万吨	8.4万吨	6.7万吨
渗透率 (中性, 100%)	13.1万吨	10.4万吨	8.7万吨
渗透率 (乐观, 120%)	15.7万吨	12.5万吨	10.4万吨

资料来源：Wind，国家统计局，万联证券研究所

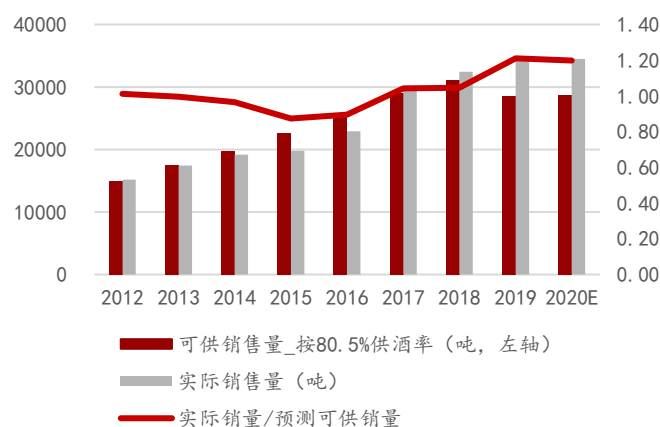
供给端：2025 年茅台投放量有望达 5 万吨，茅五泸高端产能预计总计约 10 万吨。

茅台：我们根据茅台酒的酿造工艺，提出以下两个假设来大致测算茅台酒未来的可供销售量：①四年前基酒到当年成品酒的转化率约为 80.5%，②当年成品酒所用基酒部分来自于四年前，部分来自于五年前，并假设当年成品酒所用基酒中四年前和五年前的基酒占比分别为 50%。以此推算，2025 年茅台酒可供销售量将达 4.5 万吨。但是，2017-2019 年，茅台酒的实际销量连续超过预测可供销量，2020 年预计投放量同样超过预测可供销量。假设茅台仍通过调整库存及老酒留存率等方法突破预测可供销量的限制，2025 年茅台酒供应量或将达 5 万吨（采用 2017-2020 年实际销量/预测可供销量平均值*2025 年预测可供销量估算）。

图表 92：2025 年茅台酒可供销售量预计可超 4.5 万吨



图表 93：近年茅台酒实际销量超预测可供销售量



资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），2010 年新增 2000 吨茅台酒技改工程投资可行性研究分析（刘杰），公司公告，公开资料，万联证券研究所

资料来源：茅台酒收藏（赵晨著），2010 年新增 2000 吨茅台酒技改工程投资可行性研究分析（刘杰），公司公告，公开资料，万联证券研究所

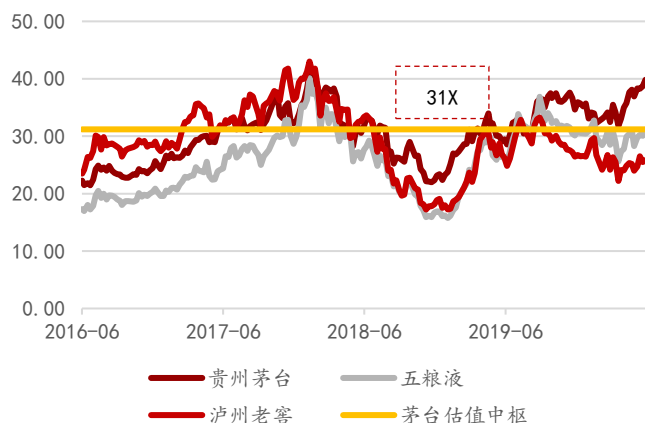
注：2020 年实际销售量用 2020 年预计投放量代替

五粮液：2020 年预计达到 30 万吨以上的纯粮固态发酵产能（20 年新增 10 万吨，通常浓香窖池 5 年内无法产优质酒），其优品率（也可称优质酒率，即生产出的基酒中可以用来生产经典五粮液及以上品质成品酒的比例）取决于窖龄，窖龄越长，优质酒率越高，按照百年以上窖池优品率 75% 左右，15 年以上窖池优品率 5% 左右估算，五粮液高端酒产能将有望达到 3 万吨。**泸州老窖：**根据公司规划，国窖 1573 产能未来将达到 2 万吨，我们假设 2025 年五粮液普五及以上+国窖 1573 产能约为 5 万吨。

估值：茅台特有的稀缺性、增值性助其估值体系由消费品向奢侈品重构。

茅台酒在我国地位已经不同于普通的消费品，长生产周期、产区限制、年份概念等都让茅台酒形成了独特的稀缺性，叠加白酒文化源远流长，产品高品质，茅台酒不仅成为了一种不可或缺的绝佳社交礼品，也极具投资收藏价值。我们认为，从估值角度已经不宜简单地将其看作普通消费品，更应将其对标全球奢侈品，对比全球奢侈品龙头爱马仕及法拉利，可发现贵州茅台估值中枢仍偏低，有望带动高端酒板块估值中枢抬升。

图表94：高端三强2016-2020PE-TTM



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表95：爱马仕及法拉利近年PE-TTM



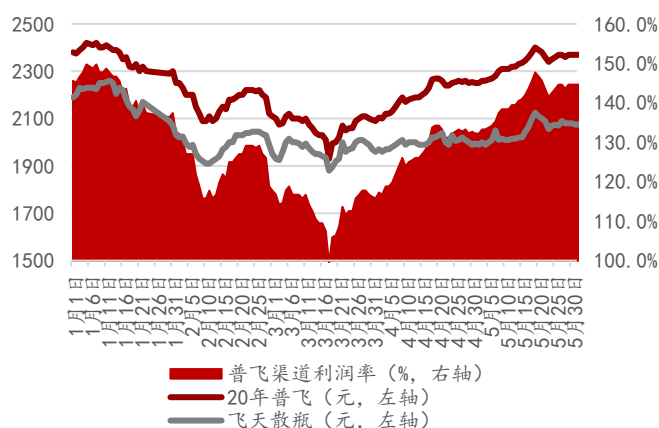
资料来源：Wind，万联证券研究所

• 个股梳理

贵州茅台：高端白酒价值标杆，量价逻辑兼备，业绩增长确定性最强。2019年，公司在渠道和产品的结构优化下完成营收利润稳健增长，集团提前摘下千亿营收的“桃子”，年初业绩指引给出2020年营业总收入同增10%的经营目标。COVID-19疫情短期冻结送礼、宴请等线下消费场景，节后需求淡季，动销不足，叠加3月茅台要求打二季度款，批价短期下触至1900元左右，随着我国疫情逐步得到控制，线下消费场景逐步解冻，终端备货需求推动批价回暖，近期回升至2200元左右，茅台顺利通过疫情压力测试。20年Q1，公司执行二季度4-5月配额，KA+电商直营渠道放量叠加非标“走进系列”等放量拉升吨价，Q1顺利实现开门红；短期看，全年业绩几乎不受疫情影响，茅台大力推进复工复产，提出“四不”目标，基础建设年下完成“换帅”及领导班子调整，顺利完成业绩目标的底气更足。近年实际投放量均超计划量，不排除20年实际投放量再超计划的可能。**长期看**，我国白酒行业结构性景气周期仍有望持续，高端酒行业扩容、行业马太效应的大逻辑不变，疫情有望加速行业集中。茅台作为高端酒的价值标杆，品牌力极强，产能天花板下供给偏紧的局面仍存。**量的层面**，产能处于逐步释放阶段；**价的层面**，直接提价预期升温，直营推进+非标放量仍可完成间接提价，量价逻辑兼备，业绩确定性较强，渠道掌控能力和抗风险能力也在不断提升。**估值层面**，当前不确定性环境下具较强确定性的龙头茅台有望获得估值溢价，估值中枢有望抬升。

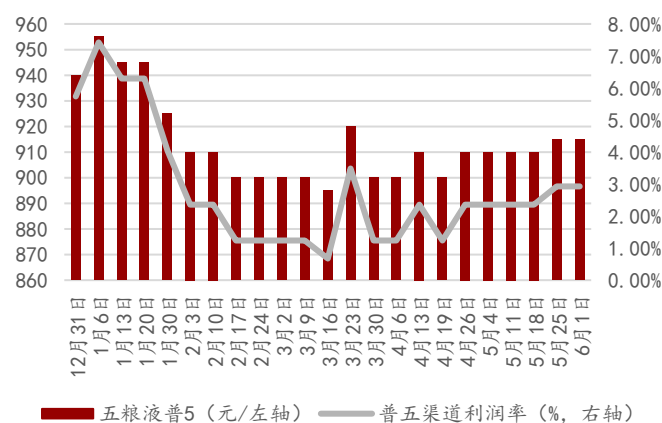
五粮液：一人之下，万人之上，浓香王者再启航。五粮液近年来针对此前存在的问题实施改革，提出“二次创业”的口号后再次扬帆启航。**品牌：**进一步推进“1+3战略”+系列酒“4+4”战略，19年清理同质化产品，整合系列酒公司已见成效，公司将在突出核心高端品牌定位的基础上，进一步推出超高端产品，拉升品牌形象。**渠道：**导入控盘分利，深化数字化改革，成立新零售管理公司，渠道掌控能力及经营效率有望不断提高。**价盘：**本次疫情期间普五批价的稳健表现有望将其带入量价的良性循环。

图表96：茅台批价跟踪及渠道利润率



资料来源：渠道调研，万联证券研究所

图表97：普五批价跟踪及渠道利润率



资料来源：渠道调研，万联证券研究所

4.2 基础调味品：B端潜力大、壁垒高，C端需求确定性强

4.2.1 受益于C端需求旺盛及龙头强渠道能力，板块整体受疫情打击较小

20Q1基础调味品内部分化，酱醋类表现稳健酱醋类上市企业（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、加加食品）2020Q1营收同比上升4%，归母净利润同比增加9%。酱醋类需求虽因疫情B端受损，然而C端具有必须消费属性，疫情期间居家做饭次数增多也提振C端需求，龙头企业强大的品牌拉力及渠道能力助力其餐饮端到家庭端的转移更加顺畅，资本市场也给予了相应的回报，而鸡精、味精、食品添加剂类企业则因B端需求占比高，业绩受到较大冲击。

图表98：基础调味品上市企业20Q1的营收及业绩

证券简称	主营产品	营业总收入 (百万元)	同比(%)	归母净利润 (百万元)	同比(%)	年初至今涨跌幅(%)
海天味业	酱油，蚝油，酱类等	5883.8	7.2	1612.6	9.2	29.3
中炬高新	酱油、鸡精鸡粉、食用油等	1153.4	-6.3	206.3	8.9	40.5
加加食品	酱油、植物油等	492.1	-11.0	50.3	-9.6	40.5
恒顺醋业	醋、料酒等	466.1	0.4	75.9	3.7	52.4
千禾味业	酱油、食醋等	359.4	23.7	70.4	39.3	80.7
莲花健康	味精、面粉、谷朮粉、鸡精	295.6	-21.6	12.4	130.0	2.1
星湖科技	食品添加剂	286.8	-3.8	32.2	-13.0	2.0
佳隆股份	鸡粉、鸡精等	32.2	-59.9	-11.2	-234.9	-4.2

资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.2.2 家庭端稳中有升，餐饮端长期受益下游发展，疫情加速行业集中

调味品整体保持稳健增长，集中度提升空间大。调味品整体增长稳健，随着消费观念的升级，调味品也向着健康化、高端化、多样化发展。从细分品来看看，料酒、蚝油、其他中的复合调味品等占比较小但增速较快，普遍在15%左右；酱油、醋占比较高，增速趋稳，但需求刚性更强，量价仍有上升空间。相比之下味精则因其营养

属性不足，提鲜可选择性多样化，已经过了增长期，甚至出现负增长。从竞争格局来看，相比国外，我国调味品行业2019年CR5仅20%，仍有较大提升空间，随着龙头不断扩品类、提高渗透率，叠加疫情影响，行业集中度有望加速提升。

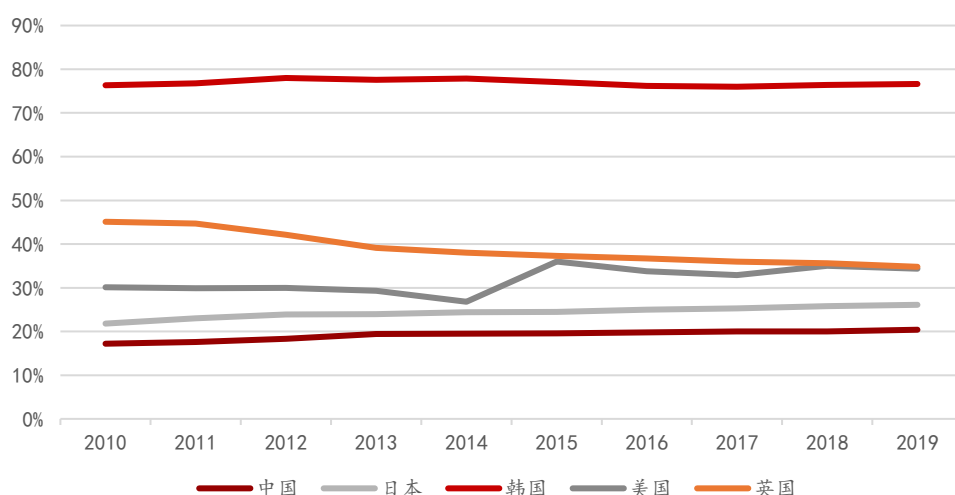
图表99：调味品子行业市场规模及增速

调味品品类	市场规模(亿元) 份额占比	2011 至 2017 CAGR (%)	2018YoY (%)	相应企业
酱油	754 (22%)	9.7	8.0	海天味业、中炬高新、千禾味业
醋	377 (11%)	10.3	8.1	恒顺醋业、山西水塔、海天味业
料酒	206 (6%)	13.0	20.0	老恒和、恒顺醋业
蚝油	240 (7%)	15.0	16.9	海天味业、千禾味业
调味酱	514 (15%)	10.0	10.0	老干妈、老干爹
味精	480 (14%)	0.0	-4.7	梅花生物、莲花健康
腌制品	240 (7%)	11.0	7.0	涪陵榨菜
其他(主要为复合调味品)	617 (18%)	14.4	12.0	日辰股份、天味食品
总体	3427	10.0	10.6	

资料来源：公司公告，国家统计局，Euromonitor International，网络公开资料，万联证券研究所测算

注：市场规模采用规模以上企业收入口径，细分品类比例参考《食品工业统计年鉴》、Euromonitor、前瞻产业研究院。

图表100：各国调味品市场CR5



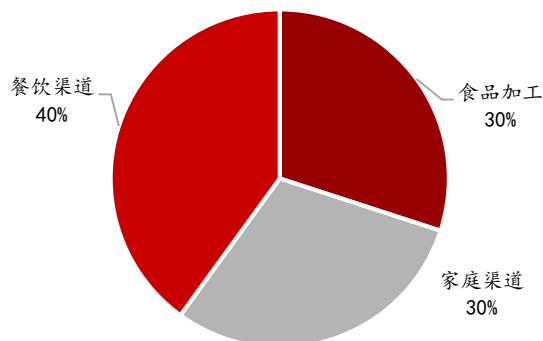
资料来源：Euromonitor International，万联证券研究所

B端：粘性更大，餐饮业快速发展创造增量空间。B端包括食品加工和餐饮渠道，总占比接近70%。餐饮渠道使用调味品的量普遍比家庭端多30%-40%，且90、00后相比上一代人更愿意就外用餐，如第一章中分析，我国餐饮业有望持续扩容，上游调味品板块将持续受益。B端更关注性价比，且口味转换成本高导致产品粘性大，能一站式解决调味品需求的大厂商更易获得青睐。

C端：需求稳中向好，看好产品升级。我国调味品市场C端占比30%左右，需求更具刚性，使用产品更加多元化。从量上来看，随着我国城镇化率仍处于稳健上升通道，C端需求量有望进一步增加。从价上来看，C端相比B端更关注品牌知名度以及健康、便

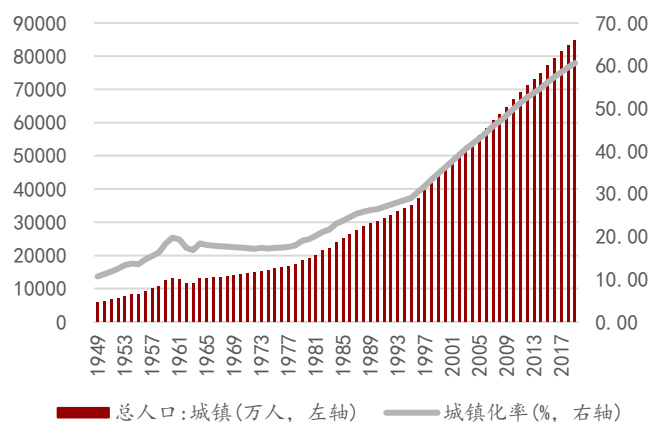
捷、有功能性的产品，通过产品升级间接提价将是未来C端市场的看点之一。

图表101：调味品渠道占比



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

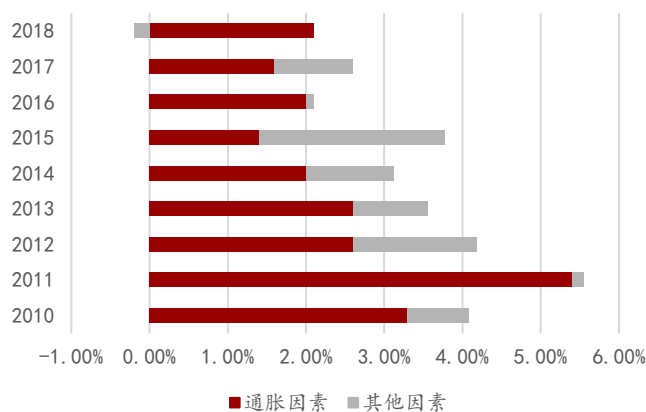
图表102：我国城镇化率仍将提高



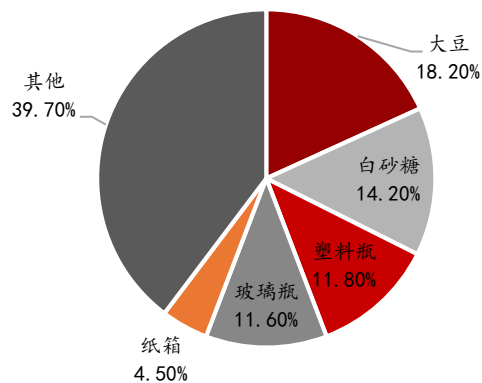
资料来源：Wind，万联证券研究所

提价常成为企业对冲成本上升压力的有效手段，疫情影响逐步消散后提价预期有望升温。我们通过拆分调味品CPI发现，调味品价格上涨背后通胀因素占比较高；通过复盘近年来我国主要调味品公司提价历程，我们发现这一逻辑基本得到验证。例如，最近一轮提价是在2016-2017年，伴随着瓦楞纸、玻璃价格及运输费用的上涨，2017年海天、中炬等公司普遍提价；从2-3年的提价周期角度来看，2020年行业有提价预期，2019年恒顺醋业部分产品已提价6%-15%。虽然19H2起白糖、大豆价格逐渐攀升，运费近年来也保持增长，但近期包材费用（以酱油业为例，包材成本占比约30%）下降，预计2020年将保持下行趋势，利于调味品公司释放利润弹性。此外行业龙头手握定价权，把握提价主动性，然而我们认为，疫情影响下消费者消费能力承压，20年提价的可能性降低，待疫情影响逐渐消散后，来年有望迎来行业性提价。

图表103: 调味品涨价因素分析图



图表104: 酱油成本构成



资料来源: Wind, 万联证券研究所

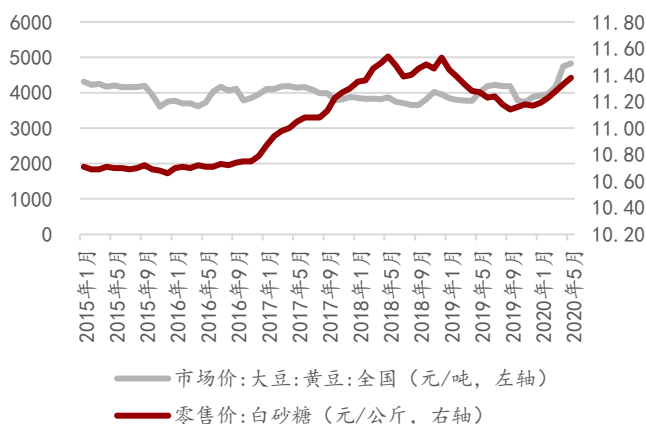
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表105: 调味品主要企业提价信息汇总

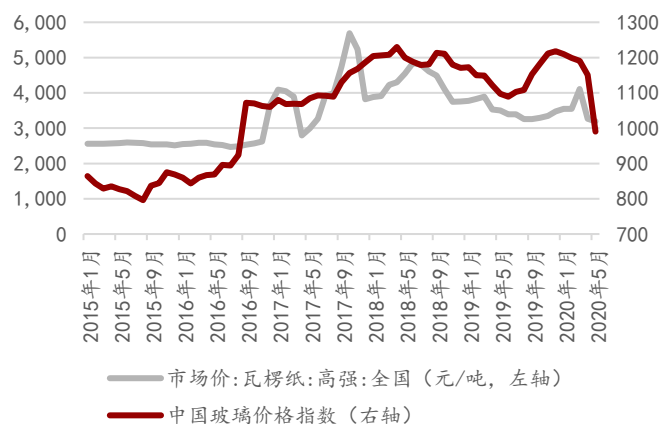
年份	主要提价原因	公司	提价细则
2010	原材料成本上涨	海天味业	全线产品提价约 8%
	原材料成本上涨	恒顺醋业	高档产品提价 10%, 中低档提价 5%
2011	包装材料等成本上涨	中炬高新	全线产品提价约 5%
2012	原材料成本上涨	李锦记	普遍提价 5-10%
	原材料成本上涨	海天味业	部分提价约 4%
2013	产品结构升级	李锦记	酱油提价 7-10%
	原材料成本上涨	中炬高新	全线产品提价 5%
2014	原材料成本上涨	恒顺醋业	醋产品提价 9%
	调节市场、增厚利润	海天味业	约 6 成产品提价约 4%
	原材料成本上涨	中炬高新	部分提价 5-6%
2016	包材等成本上涨	恒顺醋业	经典醋系列提价 5-15%
	包材等成本上涨	海天味业	约 7 成产品提价约 5%
2017	原材料成本上涨	千禾味业	全线产品提价约 8-10%
	原材料成本上涨	中炬高新	全线产品提价 5-6%
	原材料成本上涨	海天味业	主要产品提价约 5%
2019	包材等成本上涨	恒顺醋业	部分产品提价 6-15%

资料来源: 新闻整理, 公司公告, 万联证券研究所

图表106: 原材料(白砂糖、大豆)价格走势



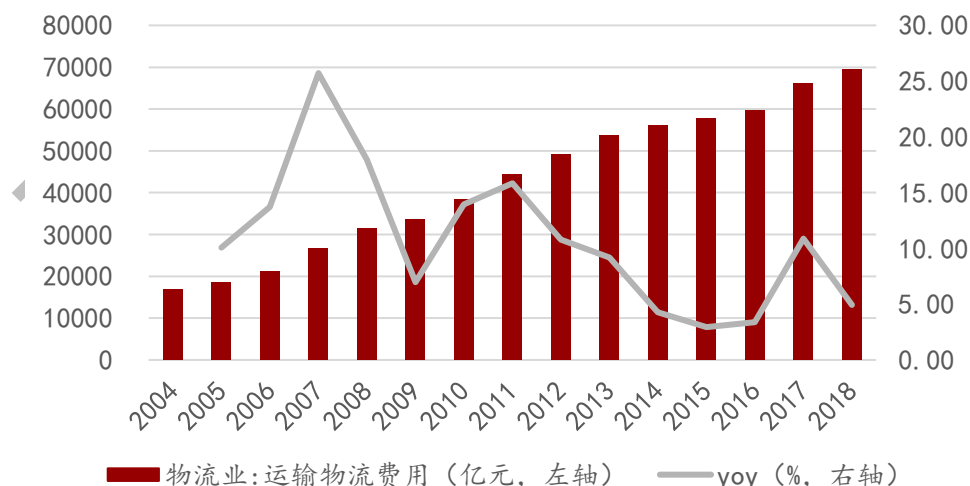
图表107: 包材(玻璃、瓦楞纸)价格走势



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表108: 运费走势图

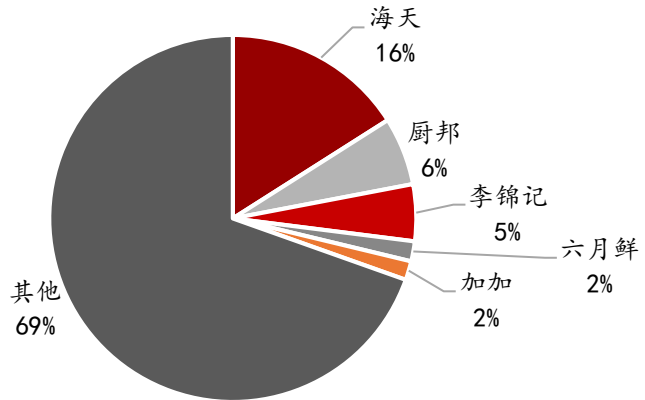


资料来源: Wind, 万联证券研究所

4.2.3 酱油: 一超多强格局稳固, 龙头强者愈强

强者恒强, 渠道及规模优势助力酱油行业集中度提升。酱油整体一超多强的竞争格局稳固, 2018年海天独占酱油市场的16%, CR5约30%, 对照饮食习惯较为相似的日本, 集中度仍有较大上升空间, 在日本酱油市场中, 2018年龙头龟甲万市占率33%, CR5约60%。我们认为国内酱油龙头企业将依托其渠道及规模优势不断提高其市场份额, 从渠道上来讲, 龙头企业有着较强的渠道话语权, 同时龙头企业有相对稳定高质量的供应商和经销商, 在疫情期间通过B/C端渠道重心的顺利切换, 充分整合电商平台和传统渠道, 动销及业绩受到的负面影响小于行业, 龙头地位进一步巩固。从规模上来讲, 龙头企业的规模优势也造就了其更为强大的抗压能力, 资金周转能力以及成本优势, 相比之下小作坊式酱油厂成本较高, 利润压缩, 疫情期间供需两端均受到压制, 行业加速小作坊产能出清。

图表109：酱油市场竞争格局



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

注：采用零售端口口径

• 个股梳理

海天味业：调味品龙头当之无愧，品牌&渠道&管理优势构建坚实壁垒。品牌&产品：海天是中国第一酱油品牌，主打酱油的多元化调味品龙头企业，主要产品有酱油、蚝油、酱类，酱油是第一大品类，占比过半，公司未来将向着品类多样化，酱油高端化发展。**生产：**公司整体产能在350万吨以上，未来三年多地生产基地陆续开工，将释放100万吨调味品产能，产能领先竞争对手，规模优势明显，吨成本低于同行。**渠道：**全国化布局，优秀的经销商及销售队伍成为海天的核心竞争力之一，公司销售渠道偏向于餐饮端（占比约60%），通过赞助餐饮学校，来强化餐饮渠道，同时通过各大综艺进行品牌植入以加强海天在消费人群中的影响力。**盈利：**净利率远高于其他酱油企业，ROE高达35%，是当之无愧的龙头企业。

图表110：酱油行业代表企业梳理

企业名称	海天味业	中炬高新	加加食品	千禾味业
渠道占比	餐饮约 60%，家庭约 40%	家庭约 70%， 餐饮食品加工约 30%	聚焦家庭厨房	主要为超市售卖
地域分布	各地区分配相对均匀	主要分布在东南部， 西北部也有布局	主要分布在华东、华 中、华南	聚焦西部地区， 通过线上渠道布局全国
渠道战略	家庭端：发挥强大的品牌 效应。餐饮端：赞助厨师 学校，培养口感。	扩大品牌知名度， 布局高端鲜酱油	突出创新单品、依托二 三线城市加速向一线城 市商超进驻	定位中高端市场， 注重线上渠道
渠道模式	全国化布局	全国化布局	二三线城市和乡镇	超市、电商
市占率	13.6%	3.4%	1.2%	0.8%
经销商	6107 家，100%地级 以上城市覆盖率	1132 多家，地级市开发 80-85%	1000 多家总经销商	1090 家
成本(元/吨)	2574	3562	-	2621
营业总收入 (亿元)&增速	197.97 (16.22%)	46.75 (12.20%)	20.40 (14.05%)	13.55 (27.19%)
归母净利润 (亿元)&增速	53.53 (22.64%)	7.18 (18.19%)	1.62 (40.86%)	1.98 (-17.40%)
毛利率(%)	45.44	39.55	27.01	46.21
净利率(%)	27.06	16.93	7.97	14.63
平均 ROE (%)	35.15	19.01	7.20	13.68

资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：市占率采用公司2018年收入端口径，财务数据为2019年数据。经销商数据除加加食品外均截至2020年Q1，加加食品截至2019年末。

4.2.4 醋：常青+分散的优选赛道，看好龙头市占率提升

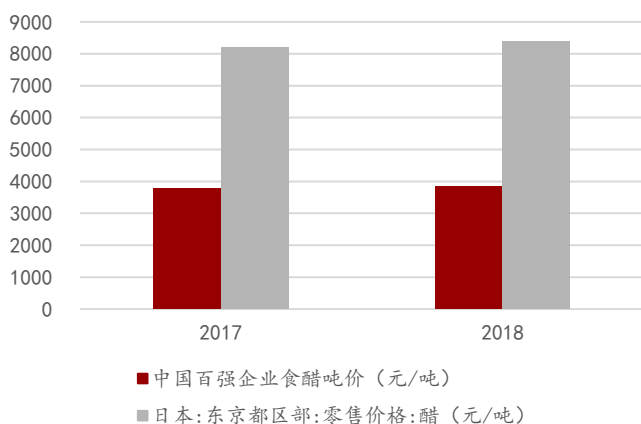
醋的不可或缺性及健康属性决定了醋长期的需求刚性。醋作为从夏朝开始伴随了中国3000余年的调味品，有着深刻的味觉记忆，醋也因作为液态酸味的调味品，可作为入汤、蘸料、炒菜之用，这是同是酸味的水果酸和泡菜所无法替代的。不仅如此，醋的健康属性也使其需求有望随着人们健康意识的加强而提高。

健康化、多场景应用，对标日本量价均有空间。

增量空间：①日本肥胖协会研究称，适度食醋有利于减脂，世卫组织也从健康角度建议“全民减盐运动”，而醋可以一定程度作为盐的替代品；②醋的应用场景呈现多样化，例如：蘸饺子、入汤、凉拌、清蒸、儿童醋、健康醋等；醋还可以开发出可以喝的水果醋，醋的品类向着多场景，健康化发展。③日本人均食醋消费量超出中国约40%，醋类发展尚有较大空间。

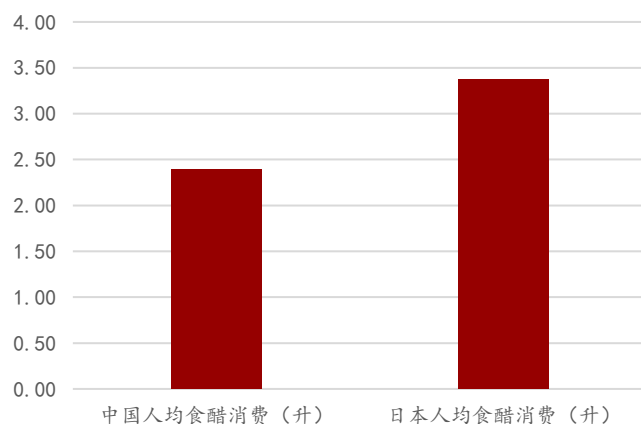
提价空间：①醋因独特的生产方式，有三年陈酿、八年陈酿等有年代的文化特点，在构建了产品的护城河外，还为产品及品牌的升级背书。②同日本的价格对比，尚有2倍以上的空间。

图表111: 中日醋价对比



资料来源: 网络公开资料, Wind, 万联证券研究所

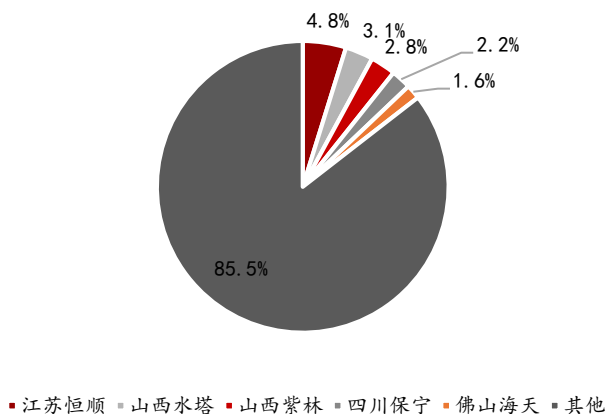
图表112: 中日人均食醋消费量



资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

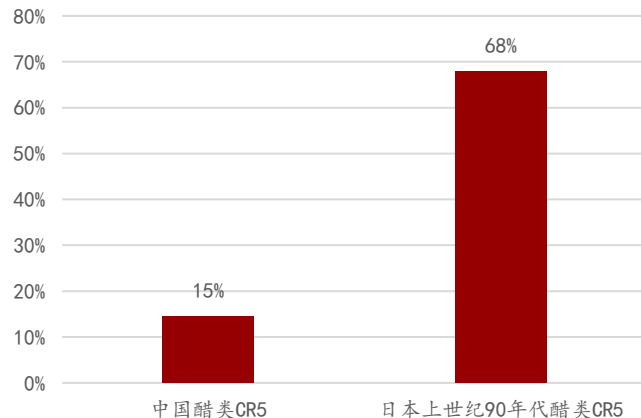
行业高度分散, 优势龙头企业发展可期。醋类市场有“四大名醋”——镇江香醋、山西老陈醋、永春老醋和四川保宁醋, 均为区域性强势品牌, 同时也有跨界入场的调味品企业——海天酱油、中炬高新等, 受制于全国各地口味及饮食习惯的差异, 尚未形成全国性醋企, 2018年我国食醋行业CR5约15%, 远低于日本上世纪90年代水平 (CR5=68%)。随着环保政策、质量标准不断趋严, 调味品龙头加速布局, 叠加疫情影响, 中小厂商将被加速淘汰, 集中度快速提升的大趋势下, 行业龙头将优先受益。

图表113: 国内食醋行业竞争格局



资料来源: 调味品协会, Wind, 万联证券研究所

图表114: 中日食醋行业集中度对比



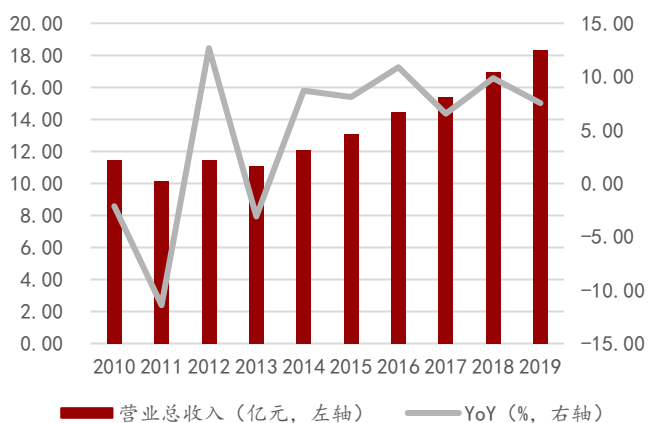
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

• 个股梳理

恒顺醋业: 百年老字号, “以醋为根, 以酒为剑” 未来可期。公司生产香醋、陈醋、米醋等大部分醋类产品和料酒 (收入占比 13.4%), 其中香醋生产高中低档产品, 醋类产品市场占有率约为 10%。**品牌:** 公司以“镇江香醋”文化品牌打造“恒顺香醋”企业品牌, 持续深耕“恒顺”+“北固山”双品牌战略, 将品牌形象下沉到 KA、MA、农贸等渠道, 增加消费者对恒顺品牌的认可。**产品:** 以“醋”为根, 定位中高端、“零

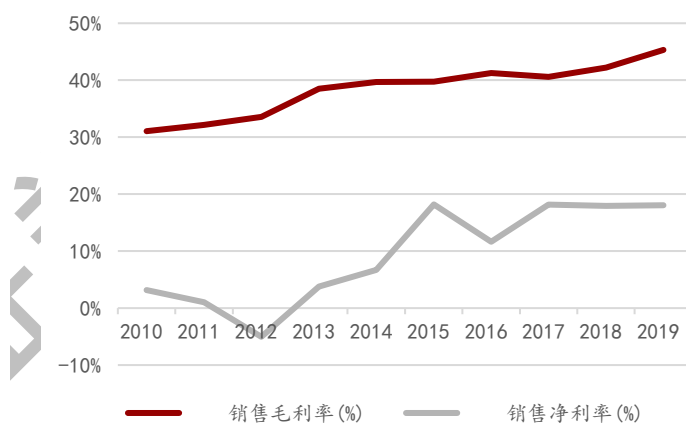
添加”顺势而为；发力料酒、酱制品以求突破。**营销渠道：**在上海、杭州、武汉等重点区域启动八大样板市场打造，进行体系改革，实行战区制，将现有 36 个片区重新整合划分成 4 大战区（华东战区、北方战区、南方战区、本部战区），整合特通部为大客户部，主攻团购、大客户、定制等商务渠道；更快深耕传统渠道，开拓电子商务和海外渠道。

图表115：恒顺醋业2010-2019年营收及同比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表116：恒顺醋业盈利能力呈上升趋势



资料来源：公司公告，万联证券研究所

5、投资建议及风险因素

5.1 投资建议

我们认为，当前时点，国内疫情基本得到控制，但疫情的连锁反应仍是影响 20H2 板块投资机会的要素，基于此我们精选三条投资主线，①**基本面逐季改善**：旺季可期，结构升级大势所趋的啤酒；龙头逆势拿地，快速扩张的卤制品以及格局改善，低温迎风口的乳制品。②**疫情催化习惯养成**：B/C 共振的速冻，空间广阔的零食。③**稳健价值**：护城河超深的高端白酒，需求刚性及成长兼备的基础调味品。此外我们从行业属性、资金及 PEG 估值体系三个角度分析认为板块相对高位的估值仍有一定支撑，但考虑到当前估值水平，估值处于相对低位的细分板块及优质个股的投资性价比更加凸显出来。

5.2 风险因素

- 1. 政策风险**：食品饮料中的诸多板块，如白酒等，与政策关联度较大，限制或管控相应产品于某些消费场景的消费将会带来较大的行业调整。此外，近期促消费政策频出，也需提示政策落地不及预期的风险。
- 2. 食品安全风险**：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。
- 3. 疫情风险**：虽然目前我国疫情已经基本得到控制，但美国等国家疫情仍较为严重，若疫情出现反复，对食品饮料行业供需两端均有较大打击
- 4. 原材料价格风险**：国内外疫情尚未完全控制住，叠加中美贸易摩擦等，提示原材料价格波动传导至食品饮料行业成本端的风险。
- 5. 消费恢复不及预期风险**：经济增长承压，居民就业压力大，提示消费恢复不及预期的风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场