

2020-2-6

跨小组报告 | 专题

消费行业

大消费联合系列报告：不可忽视的刚需消费

报告要点

基于刚需角度，我们甄选消费行业中同时还具备中长期逻辑的子行业，认为当下生猪养殖、超市、母婴连锁、大众食品消费板块具有比较优势，建议积极关注。重点推荐标的：牧原股份、温氏股份、永辉超市、家家悦、爱婴室、伊利股份、双汇发展、海天味业、千禾味业、洽洽食品。

■ 农业：关注刚需且具有长期逻辑的生猪养殖板块

从民生物资的刚需角度来看，我们认为，猪肉作为我国居民主要的肉制品蛋白来源，消费刚性较强，60%为家庭消费，受外出餐饮消费下滑影响较小，板块具有比较优势。且中长期来看，非洲猪瘟预计将长期存在，去年冬季及1月份由于疫情原因部分地区产能仍在持续去化，我们预计能繁母猪存栏较难呈现快速回升趋势，2020年猪价或超预期。此外非洲猪瘟疫情使得行业壁垒提高，行业高回报期延长，具备防疫优势的龙头企业有望充分受益，市场份额有望持续提升。看好生猪养殖板块投资机会，首推牧原股份，其次重点推荐温氏股份。

■ 零售：把握超市及母婴连锁领域成长龙头

从趋势来看，整体终端消费中枢或将延续中低增速，意味着寻找结构性的细分景气领域及有较强组织能力和经营效率的企业成为核心，对比来看，我们认为超市及母婴连锁渠道是未来较优的投资赛道，兼具需求稳定性、行业空间扩容、优质龙头快速崛起及盈利效率提升的特性。从短期而言，在当前疫情影响居民外出的形势下，超市及母婴渠道也体现出较强的韧性。基于优质龙头快速崛起及盈利效率提升的特性，重点推荐细分领域龙头：永辉超市、家家悦和爱婴室。

■ 食品饮料：大众品刚需属性较强，长跑好赛道

从长期看，行业覆盖的人群范围、消费频次（取决于产品创新空间、消费需求的多元化、消费情景的丰富化等）决定行业空间，而定价权以及产业链地位决定了行业的盈利能力，我们认为大众品刚需属性强，属于高频消费，决定了大众品行业空间，属于长跑的好赛道。从细分子行业看，乳制品行业产品创新空间大且低线城市渗透率尚在提升阶段，具备长期成长的属性，产业链地位决定长期盈利空间；肉制品行业消费结构转化和消费升级为成长提供长期空间，良好的竞争格局带来龙头较好的定价权；调味品行业稳如磐石，御势则可谋新；休闲食品行业仍处于成长周期，长期成长空间足。核心推荐伊利股份、洽洽食品、双汇发展、海天味业、千禾味业。

分析师 陈佳
 (8621) 61118733
 执业证书编号：S0490513080003

分析师 李锦
 (8627) 65799539
 执业证书编号：S0490514080004

分析师 董思远
 (8621) 61118732
 执业证书编号：S0490517070016

分析师 余昌
 (8621) 61118733
 执业证书编号：S0490517030001

分析师 陈亮
 (8627) 65799539
 执业证书编号：S0490517070017

分析师 张伟欣
 (8621) 61118732
 执业证书编号：S0490518060003

风险提示：

1. 家庭消费下滑超出预期；
2. 疫情持续时间超出预期。

目录

农业：关注刚需且具有长期逻辑的生猪养殖板块	4
生猪需求刚性较强	4
非瘟疫情持续，2020 年猪价或超预期	5
行业进入三高时代，龙头优势明显	7
重点推荐：牧原股份和温氏股份	8
零售：超市及母婴连锁维持较高景气	9
复盘海外，超市及母婴是值得长期投资的赛道	9
以运营刚需品类为主，行业终端销售稳定	10
规范化渠道占比提升，行业空间扩容	11
低消费环境汰换加速，优质龙头加速扩张	11
非耐用消费价格敏感度降低，企业迎来盈利提升	12
重点推荐：永辉超市、家家悦及爱婴室	12
食品饮料：大众品刚需属性较强，长跑好赛道	14
大众品刚需属性较强，需求韧性下稳健性相对更强	14
大众消费品赛道长，定价权决定企业盈利	15
重点推荐：伊利股份、双汇发展、海天味业、千禾味业、洽洽食品	19

图表目录

图 1：重点关注生猪养殖板块	4
图 2：春节后猪价仍呈现持续上涨态势	5
图 3：肉类消费中猪肉消费占比达 63%	5
图 4：猪肉消费中大部分仍以家庭消费为主	5
图 5：2019 年 12 月能繁母猪存栏量同比降幅达 32%	6
图 6：2019 年 12 月全国定点屠宰企业屠宰量同比下降 37%	6
图 7：预计三元母猪存栏量占比已经接近 30%	6
图 8：产能深度去化，猪价 2020 年有望超预期	6
图 9：中国生猪养殖行业已经进入高壁垒、高投入、高回报的时代	7
图 10：非洲猪瘟防疫体系建设资金投入较大	7
图 11：2019Q3 主要养殖企业母猪存栏同比增速大幅高于行业	8
图 12：2019Q3 大部分养殖企业母猪存栏环比已出现回升	8
图 13：超市及母婴连锁渠道基于刚性需求的长期投资逻辑	9
图 14：超市渠道在需求低迷期显示出较强韧性	10
图 15：母婴童行业规模接近 2.9 万亿，增速保持 10%以上稳定增长	10
图 16：2003 年非典期王府井百货收入增速和盈利能力承压约 4 个季度	10
图 17：2003 年非典期华联综超超市收入增速影响较弱	10

图 18: 中国生鲜流通渠道分布.....	11
图 19: 奶粉在母婴专业连锁店市场规模占比持续提升	11
图 20: 永辉超市近年来大卖场业务扩店持续提速.....	11
图 21: 爱婴室开店开始进入加速通道.....	11
图 22: 中国居民恩格尔系数逐渐降至 30%以下（单位：%）	12
图 23: 食品烟酒等日常消费品占居民消费支出占比逐渐下降.....	12
图 24: 超市企业生鲜品类毛利率迎来中枢提升	12
图 25: 爱婴室奶粉品类毛利率和整体主营业务毛利率水平不断优化.....	12
图 26: 大众品基于刚性需求的长期投资逻辑	14
图 27: 饮料类和粮油食品类零售额相对稳定	15
图 28: 大众品上市公司收入增速	15
图 29: 乳制品产量 2003Q2 产量保持稳定增长	15
图 30: 双汇肉制品产量 2003Q2 虽有降速，但仍表现出较好的韧性	15
图 31: 日本牛奶及乳制品消费总量及人均消费量.....	16
图 32: 中日乳制品消费量对比.....	16
图 33: 我国猪肉制品和猪肉消费量	17
图 34: 美国猪肉制品和猪肉消费量	17
图 35: 双汇发展肉制品业务营业利润率保持稳定.....	17
图 36: 中国主要调味品品类分布	18
图 37: 酱油行业格局	18
图 38: 我国休闲食品市场规模.....	19
图 39: 我国休闲食品人均消费偏低	19
表 1: 在经济低增速阶段超市、母婴连锁渠道在长期维度可实现较高回报率	9
表 2: 国际部分乳制品企业 2018 年度主要财务数据	16

农业：关注刚需且具有长期逻辑的生猪养殖板块

从民生物资的刚需角度来看，我们认为，猪肉作为我国居民主要的肉制品蛋白来源，消费刚性较强，60%为家庭消费，受外出餐饮消费下滑影响较小，板块具有比较优势。且中长期来看，非洲猪瘟预计将长期存在，去年冬季及1月份由于疫情原因部分地区产能仍在持续去化，我们预计能繁母猪存栏较难呈现快速回升趋势，2020年猪价或超预期。此外非洲猪瘟疫情使得行业壁垒提高，行业高回报期延长，具备防疫优势的龙头企业有望充分受益，市场份额有望持续提升。看好生猪养殖板块投资机会，首推牧原股份，其次重点推荐温氏股份。

图 1：重点关注生猪养殖板块

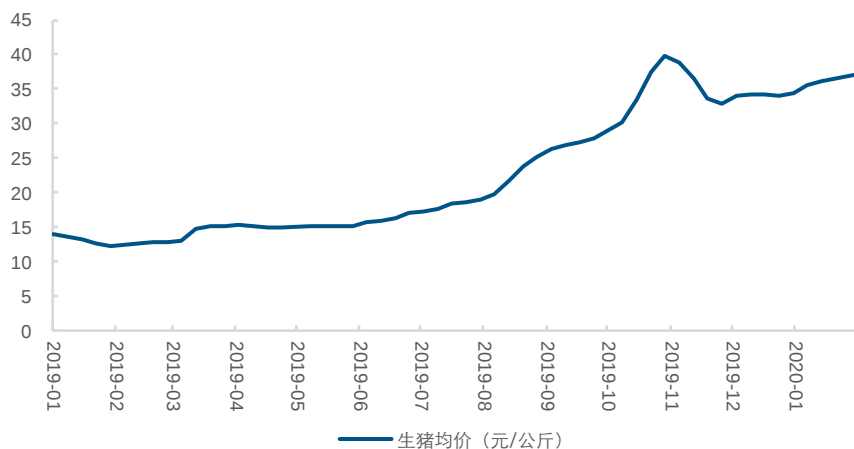


资料来源：长江证券研究所整理

生猪需求刚性较强

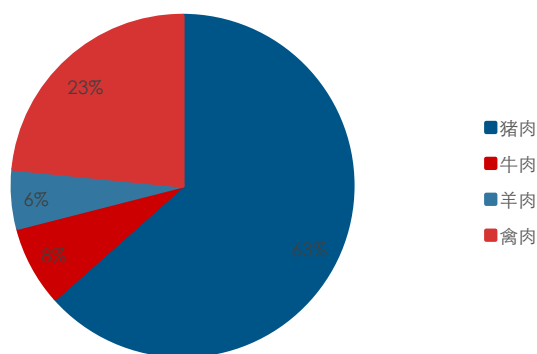
从民生物资的刚需角度来看，我们认为，猪肉作为我国居民主要的肉制品蛋白来源，受当下疫情影响较小。主要基于三个方面：1、猪肉消费刚性较强，且60%为家庭消费，受外出餐饮消费下滑影响较小；2、从消费习惯来看，猪肉仍为我国主要消费肉类，2018年其占总肉类消费比重达63%，且猪肉价格目前仍远低于牛羊肉，近期活禽市场关闭也或使得禽肉消费进一步回流到猪肉；3、从价格方面来看，春节期间猪价也并未受到疫情影响，反而在节后淡季出现上涨，2月1日全国均价达37.09元/公斤，较春节前上涨1元/公斤。

图 2：春节后猪价仍呈现持续上涨态势



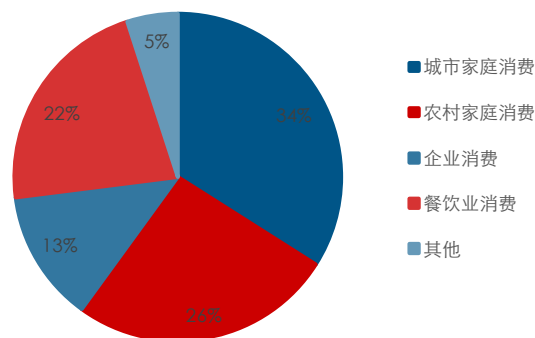
资料来源：全国畜牧业信息网，涌益咨询，长江证券研究所

图 3：肉类消费中猪肉消费占比达 63%



资料来源：农业农村部，长江证券研究所

图 4：猪肉消费中大部分仍以家庭消费为主



资料来源：农业农村部，长江证券研究所

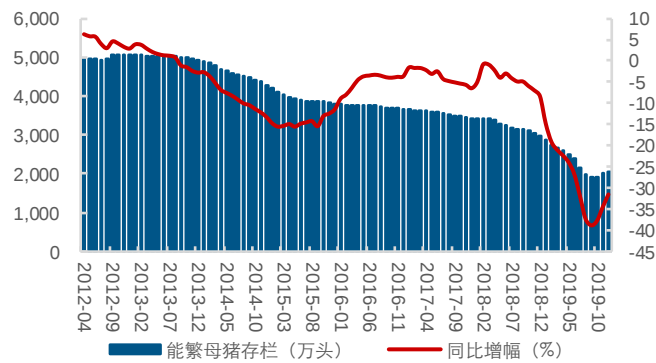
非瘟疫情持续，2020 年猪价或超预期

除了从刚需角度考虑之外，生猪养殖板块从基本面来看也具备中长期逻辑。核心原因主要在于当下中国生猪养殖行业正经历非洲猪瘟式的供给侧变革，能繁母猪存栏量或将长期呈现震荡态势，且当下来看非瘟疫情仍在持续，2020 年猪价或将超预期。具体来说：

1、截至 2019 年 12 月，能繁母猪存栏同比降幅达 32%，较 2018 年高点时期产能去化幅度已达 40%，虽然在高猪价刺激下 2019 年 10 月起能繁母猪存栏量短期回升，但由于疫情风险始终存在，冬季东北及河南、山东等地区疫情仍在持续发生，行业补栏积极性仍较为低迷，我们预计能繁母猪存栏量或较难同以往一样持续回升，而大概率反复震荡；

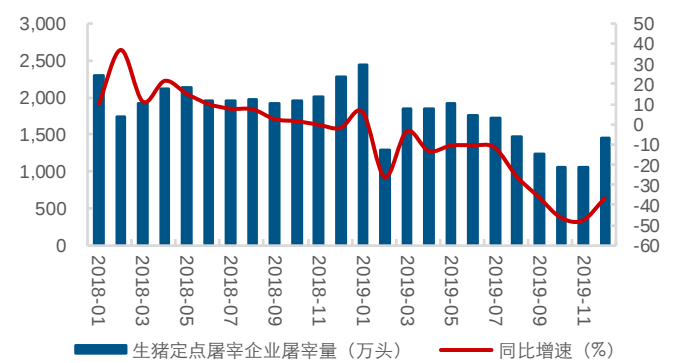
2、当前养殖户补栏的母猪中以三元母猪为主，行业整体种猪群退化、生产性能会下降较多，*psy* 预计较二元母猪下滑 30%，从而使得生猪供给量进一步打折扣。整体来看，我们认为在疫情影响下，2020 年猪价有望继续上涨，本轮猪周期猪价高位时间将超过以往周期，高景气有望长期持续。

图 5：2019 年 12 月能繁母猪存栏量同比降幅达 32%



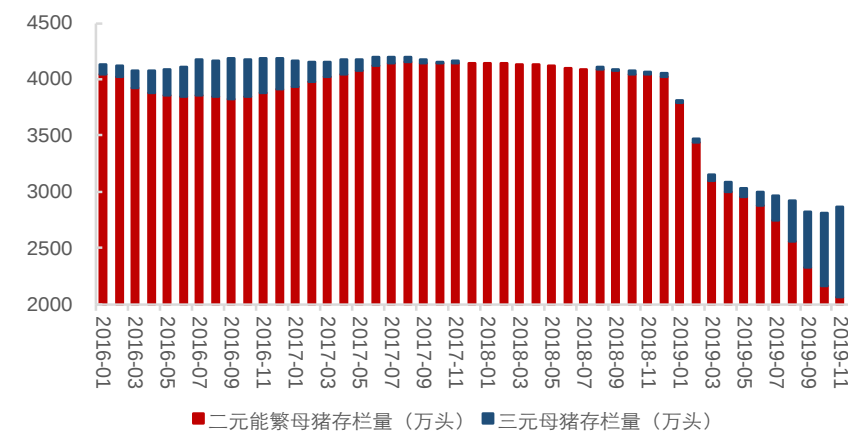
资料来源：农业农村部，长江证券研究所

图 6：2019 年 12 月全国定点屠宰企业屠宰量同比下降 37%



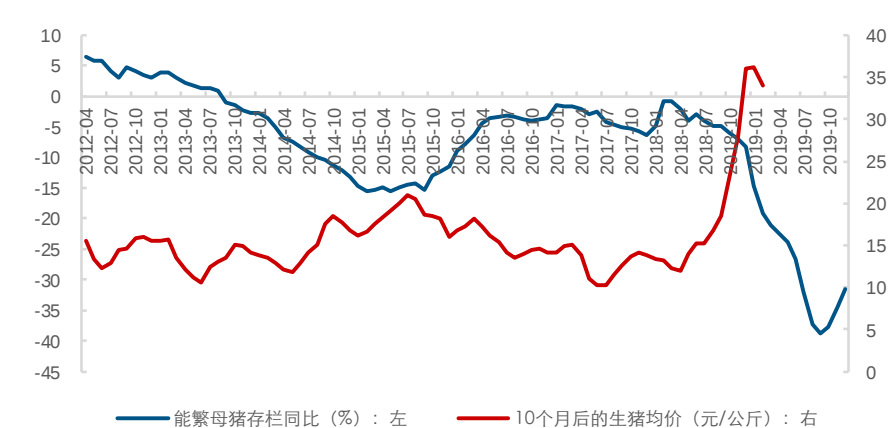
资料来源：农业农村部，长江证券研究所

图 7：预计三元母猪存栏量占比已经接近 30%



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

图 8：产能深度去化，猪价 2020 年有望超预期

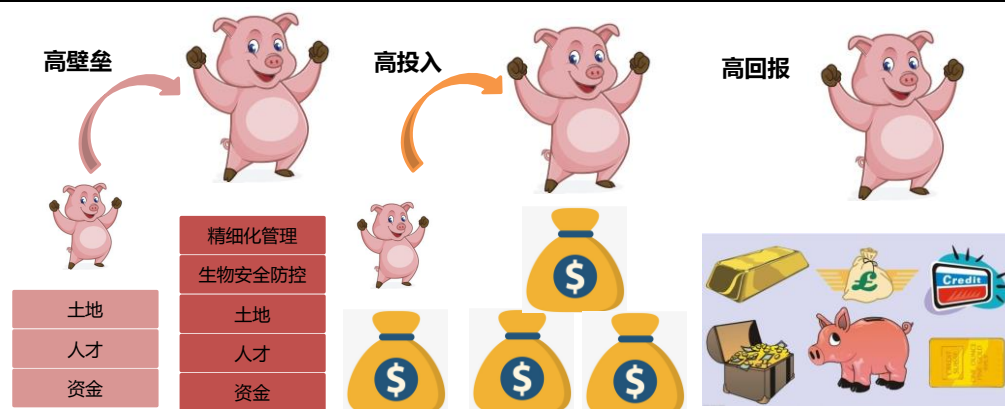


资料来源：全国畜牧业信息网，农业农村部，长江证券研究所

行业进入三高时代，龙头优势明显

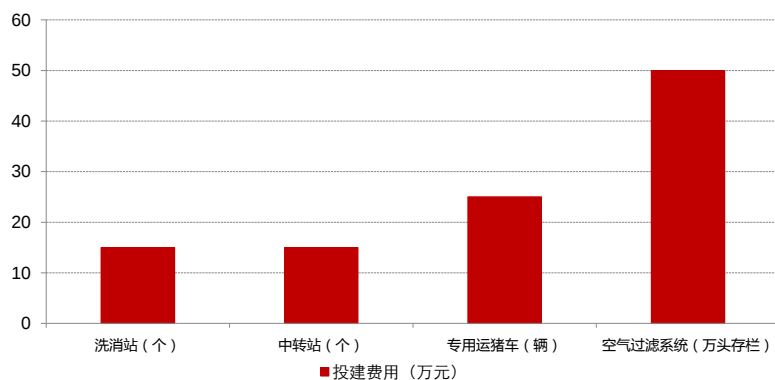
长期来看，在非洲猪瘟疫情影响下，生猪养殖行业高回报期有望延长。一方面来看，非洲猪瘟使得行业供给侧去化力度加大，防疫壁垒的提升使得行业红利扩大，生猪养殖板块的高回报期拉长，另一方面，在非洲猪瘟疫情影响下，散户产能持续清退，预计此轮上游养殖业集中度预计将持续提升并超过中游屠宰业，形成上游生猪养殖环节话语权提升，以及由此导致的利润分配不断向上游转移。我们认为，在此背景下，防疫能力成为生猪养殖企业的核心竞争力，构建科学防疫体系的养殖企业代表着行业未来，将是长期高猪价的最大受益者。在当下有效疫苗仍较难推出的背景下，我们认为自繁自养一体化养殖模式的公司通过物理隔绝及唾液 PCR 基因检测拔牙的方式或更具防疫优势。而公司+农户模式的大企业集团当下也开始建设病毒基因检验服务站及打造养殖小区等新模式，防疫水平呈现边际改善趋势，未来值得期待。从 2019 年三季度来看，龙头企业发展已呈现明显优势，行业单三季度母猪存栏环比下滑 19%，而上市企业牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技和天邦股份单三季度生产性生物资产环比合计增幅达 39%。

图 9：中国生猪养殖行业已经进入高壁垒、高投入、高回报的时代



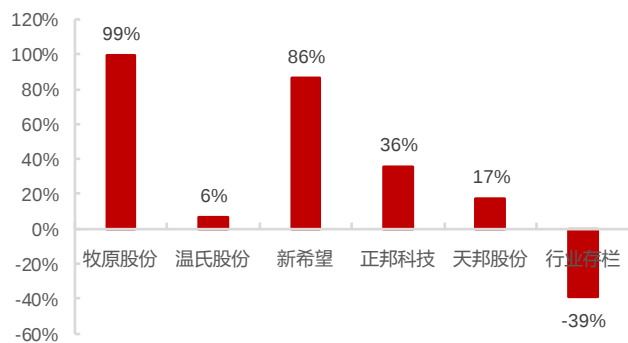
资料来源：长江证券研究所整理

图 10：非洲猪瘟防疫体系建设资金投入较大



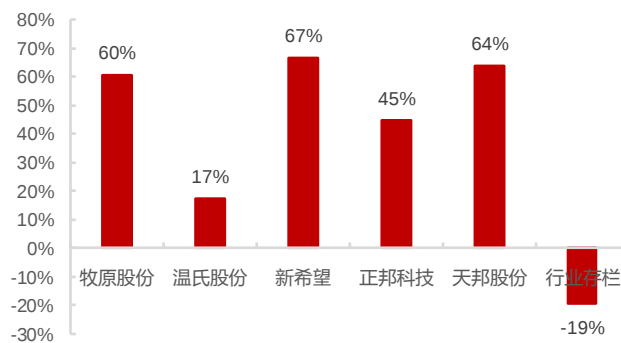
资料来源：长江证券研究所整理

图 11: 2019Q3 主要养殖企业母猪存栏同比增速大幅高于行业



资料来源：公司公告，农业农村部，长江证券研究所

图 12: 2019Q3 大部分养殖企业母猪存栏环比已出现回升



资料来源：公司公告，农业农村部，长江证券研究所

重点推荐：牧原股份和温氏股份

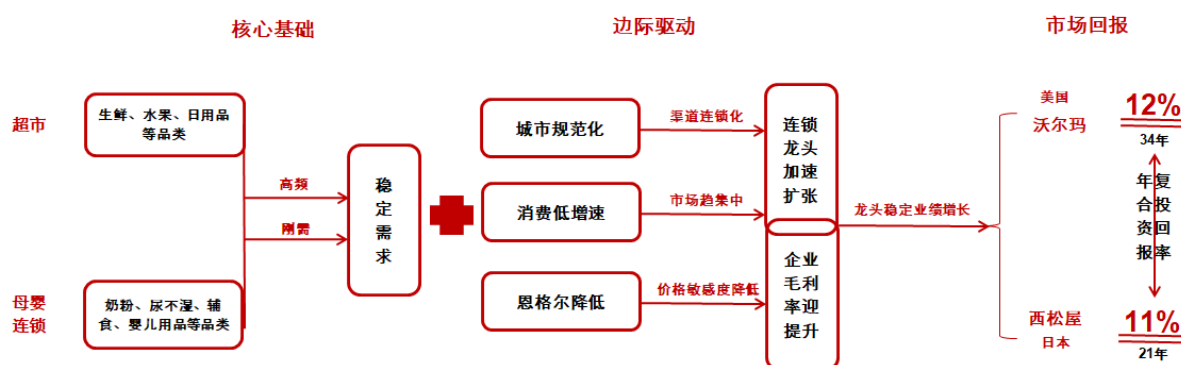
牧原股份：1、防疫优势体现，成本逐步下行。测算公司 2019 年 4 季度养殖完全成本 13.5 元/公斤，较单三季度成本出现下降。预计随着新式猪舍投产，今年成本或进一步下行。2、产能快速扩张，养殖盈利有望加速释放。公司年底能繁母猪存栏 128 万头，较中报增长约 88%，后备母猪存栏 72 万头，较中报增长 140%，公司 2020 年出栏值得期待。3、行业进入三高时代，防疫能力成为生猪养殖企业的核心竞争力，构建科学防疫体系的养殖企业代表着行业未来。继续看好牧原股份在防疫方面及成本控制能力的领先优势，2020 年出栏有望达 2000 万头。

温氏股份：1、防疫能力边际改善，成本有望继续下行。2019 年 4 季度公司生猪养殖完全成本预计达 15 元/公斤，较前期出现下滑，且随着防疫能力的进一步提升，公司成本有望继续下行；2、非洲猪瘟带来行业产能深度去化，猪价或将保持持续景气，依靠防疫优势，公司有望充分受益；3、公司生猪长期出栏目标 7000 万头，预计 2021 年开始公司生猪出栏开始高增长。预计 2020-2021 年公司生猪出栏量分别达 1800 和 3000 万头，重点推荐。

零售：超市及母婴连锁维持较高景气

从趋势来看，整体终端消费中枢或将延续中低增速，意味着寻找结构性的细分景气领域和有较强组织能力和经营效率的企业成为核心，对比来看，我们认为超市及母婴连锁渠道是未来较优的投资赛道，兼具需求稳定性、行业空间扩容、优质龙头快速崛起及盈利效率提升的特性，借鉴海外优质超市及母婴企业长期维度也能取得较高的投资回报率。从短期而言，在当前疫情影响居民外出的形势下，超市及母婴渠道也体现出较强的韧性。

图 13：超市及母婴连锁渠道基于刚性需求的长期投资逻辑



资料来源：长江证券研究所

复盘海外，超市及母婴是值得长期投资的赛道

我们梳理美国、日本等国家在经济下行周期阶段，对应的总量需求疲弱下母婴渠道及超市企业是否具备较好的投资回报，我们选取日本和美国经济都进入低增速的 1980 年以后阶段作为观察期：其中从日本来看，母婴专业连锁西松屋在过去 21 年中实现 10% 以上投资回报率；从美国来看，超市龙头沃尔玛在 1985 年以后的 34 年间仍保持 12% 以上的业绩和投资回报率，会员制超市 Costco 实现 27 年保持 11% 以上业绩增长和 16% 以上年复合投资回报率，细分领域折扣超市 Target 实现 28 年 10% 以上的投资回报率。

表 1：在经济低增速阶段超市、母婴连锁渠道在长期维度可实现较高回报率

代表性公司	业态	成立 时间	2019Q3年LTM			起始年份				起始年份至今			
			营收	净利	市值	起始 年份	营收	净利	市值	时间 跨度	营收复 合增速	净利润复 合增速	复合投资 回报率
日本（亿日元）													
全家	便利店	1972	5614	684	12879	1995	852	87	3504	24	8%	9%	6%
西松屋	母婴连锁	1956	1412	9	708	1998	182	6	77	21	10%	2%	11%
花王	美妆个护	1887	15193	1620	42990	1992	7299	200	5490	27	3%	8%	8%
美国（亿美元）													
Walmart	超市	1962	5211	143	3386	1985	64.5	2.7	64	34	14%	12%	12%
Costco	会员制超市	1976	1527	38	1304	1992	141.3	2.4	24	27	9%	11%	16%
Target	高端折扣超市	1962	777	32	641	1991	92.6	3.1	40	28	8%	9%	10%
Nordstrom	高端连锁百货	1901	155	6	60	1987	16.3	0.7	19	32	7%	7%	4%

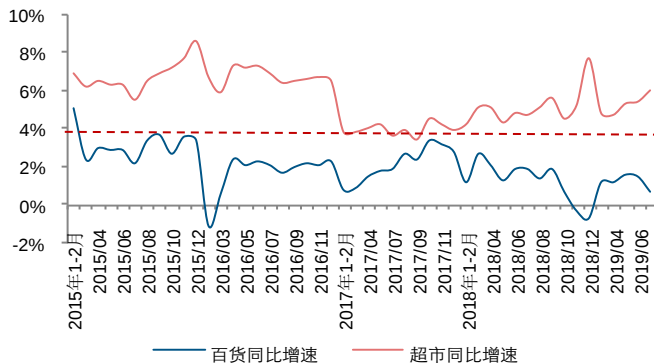
Walgreens	药店连锁	1901	1369	46	524	1987	42.8	1.1	26	32	11%	12%	10%
Starbucks	咖啡连锁	1971	265	35	1028	1991	0.6	0.0	4	28	24%	34%	22%

资料来源：Bloomberg，长江证券研究所，注：因各公司报告披露期有差别，因此 2019Q3 业绩（LTM）截止时间有差异，另因取值为年度起始数值或不能完全反应企业过程表现

以运营刚需品类为主，行业终端销售稳定

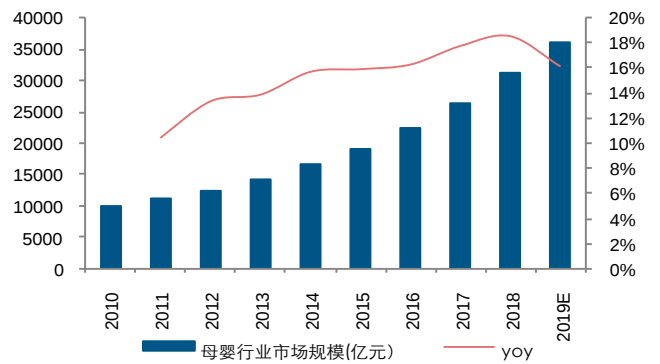
从行业属性而言，超市以经营必需消费品为主，同时在电商一轮冲击之后部分改革优先的超市已经开始加强生鲜、熟食等更高频的日常消费品，客流的稳定性得以加强，因此超市渠道在终端需求波动中体现出较强的韧性。母婴渠道以经营奶粉、尿不湿及婴幼儿服装、用品等为主，是宝宝的生活必需品，同时在“再苦不能苦孩子”的观念下，婴幼儿用品的需求稳定性极高，且对于品质的要求较高，因此作为品类专业性更强、服务品质保障度更高的母婴连锁渠道近几年开始迎来较快的增长。

图 14：超市渠道在需求低迷期显示出较强韧性



资料来源：商务部，长江证券研究所

图 15：母婴童行业规模超过 3.5 万亿，增速保持 15% 以上稳定增长



资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

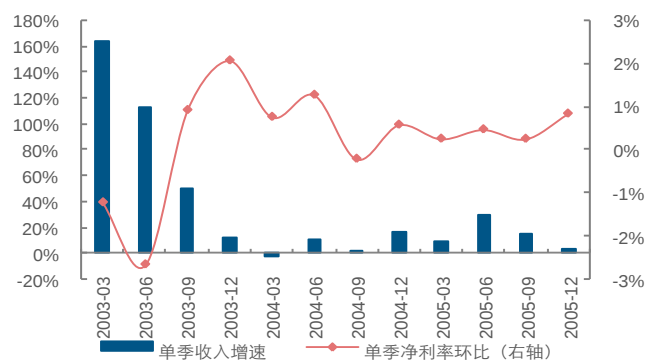
在此基础上我们复盘历史的特殊波动期，进一步验证超市渠道的稳定性。从 2003 年非典疫情期间来看，渠道类企业因客流下滑+增量的消毒费+人工租金的刚性，对收入增速和盈利能力有一定影响，总体来看疫区公司恢复较慢、非疫区公司受影响较轻，从渠道来看对超市收入影响较小、百货影响较大。从当时影响较为严重的北京区域来看，代表性公司王府井百货收入增速和盈利能力承压约 4 个季度，而华联综超超市收入增速所受影响较弱。

图 16：2003 年非典期王府井百货收入增速和盈利能力承压约 4 个季度



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：2003 年非典期华联综超超市收入增速影响较弱

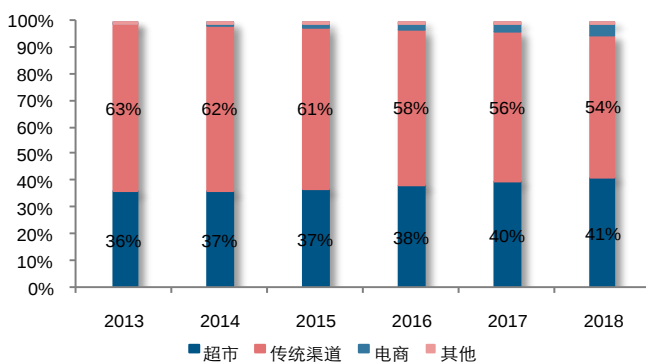


资料来源：Wind，长江证券研究所

规范化渠道占比提升，行业空间扩容

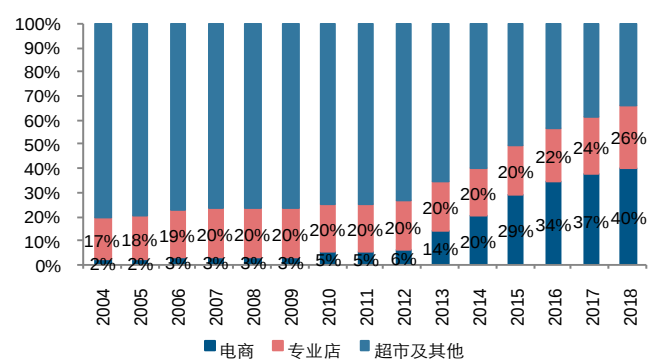
从行业渠道演进趋势来看，超市及母婴连锁等规范化、专业化的渠道占比将持续提升，行业将是处于扩容中的增量市场。从欧睿统计来看，目前中国规范化超市渠道占比生鲜渠道流通比例仅为 41%，大部分消费仍以菜市场、街边夫妻老婆店为主，而从城市规范、消费者对于健康的关注趋势引导下，超市的市占率近几年持续提升，5 年内占比已经提升 5 个百分点；同理，奶粉等代表性儿童消费品类在母婴专业连锁渠道占比近几年加速提升至 26%，并且还处于提升趋势中，对应着来看目前专业连锁渠道快速扩容。从当前阶段而言，在新型冠状病毒疫情管控期间，能够保证稳定货品供应、价格体系稳定且品质有保障的以规范化的连锁化渠道为主，也意味着规范化连锁渠道将是顺势所趋。

图 18：中国生鲜流通渠道分布



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所（传统渠道指菜市场和独立生鲜杂货店）

图 19：奶粉在母婴专业连锁店市场规模占比持续提升

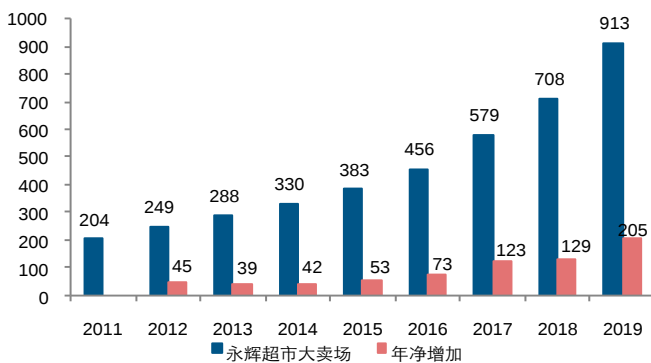


资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

低消费环境汰换加速，优质龙头加速扩张

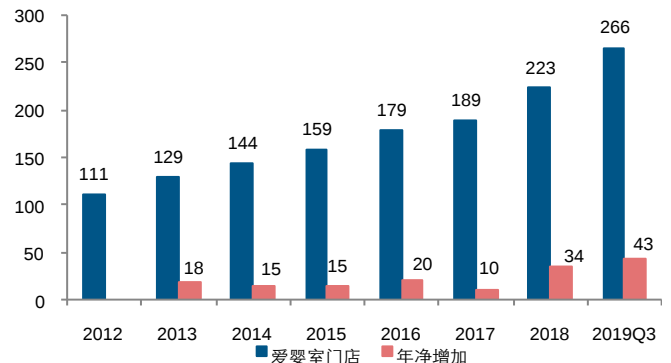
在当前终端消费进入低增速阶段，渠道企业的运营管理难度显著加大，使得部分小型企业加速退出，尤其在目前疫情管控加严形势下在供应链采购方面挑战较大，而管理欠缺的小型企业的退出使得当前渠道端的竞争格局将趋向缓解，租金等基础要素成本或将趋于缓和，对应来看管理能力突出的优质龙头企业在具有明显的竞争优势以加速市场扩张。从超市和母婴连锁代表企业来看，永辉超市和爱婴室扩张速度显著提速。

图 20：永辉超市近年来大卖场业务扩店持续提速



资料来源：公司公告，联商网，长江证券研究所

图 21：爱婴室开店开始进入加速通道

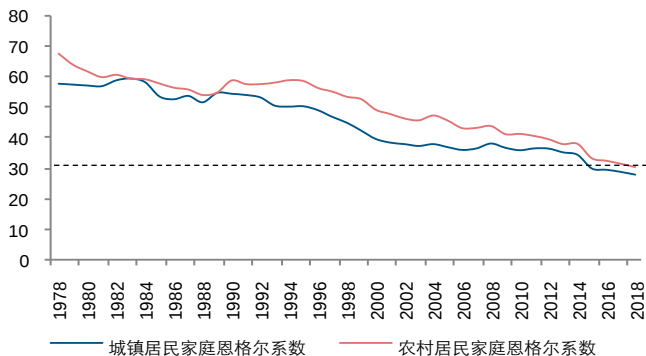


资料来源：公司公告，长江证券研究所

非耐用消费价格敏感度降低，企业迎来盈利提升

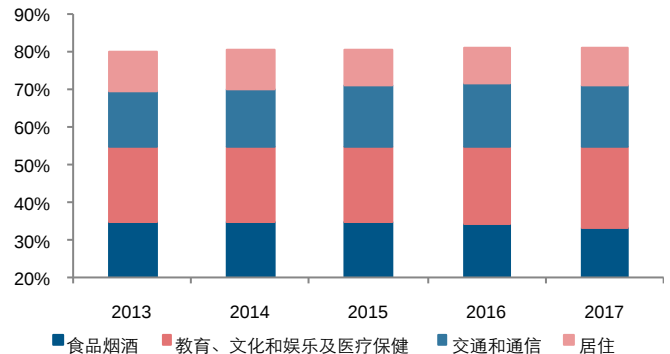
随中国居民收入水平持续抬升下中国城镇居民与农村居民的恩格尔系数均持续下降，并且在 2015 年出现较大幅度下行，且此时城镇居民恩格尔系数首次出现降至 30% 以下，对应的 2018 年中国农村居民恩格尔系数已经降至 30.1%，已经接近恩格尔系数所代表的“最富裕”的临界点，意味着中国居民随着收入中枢水平的提升，食品支出所代表的基础消费品占个人消费支出总额的比重已经降至较低水平。

图 22：中国居民恩格尔系数逐渐降至 30% 以下（单位：%）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

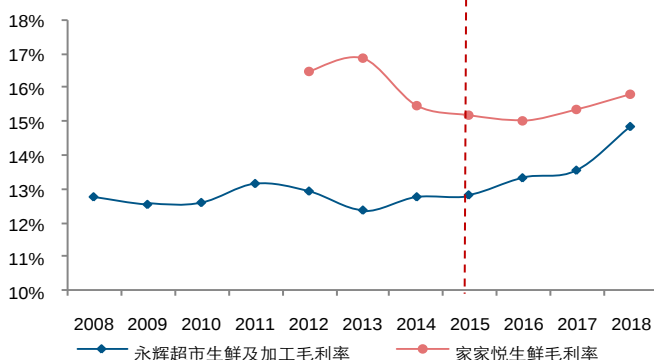
图 23：食品烟酒等日常消费品占居民消费支出占比逐渐下降



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

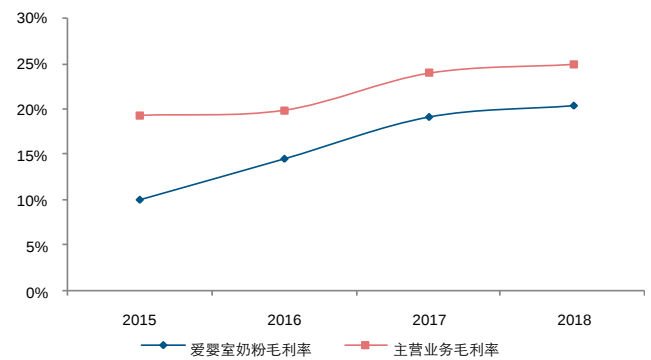
而随基础消费品占居民收入支出比例降至较低水平时，我们认为居民消费或体现出两种特征：1) 对基础消费品的价格敏感度或逐渐降低，对应品质要求抬高，基础消费品的可盈利空间有望提升；2) 对应供给端来看，新参与的细分品牌及对应的专业渠道将会积极涌现。从日常生鲜品类来看永辉超市、家家悦的生鲜毛利率水平从 2015 年以后中枢开始出现较显著抬升，从爱婴室奶粉品类及主营业务来看，随着高端产品及高毛利的升级日用品占比提升，毛利率从 2015 年以来也呈现持续提升。

图 24：超市企业生鲜品类毛利率迎来中枢提升



资料来源：公司年报，Wind，长江证券研究所

图 25：爱婴室奶粉品类毛利率和整体主营业务毛利率水平不断优化



资料来源：公司年报，Wind，长江证券研究所

重点推荐：永辉超市、家家悦及爱婴室

基于刚性需求的稳定性和渠道增长的确定性，建议精选超市与母婴连锁渠道两大细分领域，同时基于优质龙头快速崛起及盈利效率提升的特性，重点推荐细分领域龙头：永辉超市、家家悦和爱婴室。

永辉超市：1) 短期，基于必需品类刚性需求，预计疫情期间公司经营相对稳定；2) 长期，商超行业出清加速格局向好，公司力推组织架构变革释放经营活力，公司大卖场主业进入收入和业绩双升阶段；3) 战略层面，mini 店和到家等增量业务稳妥推进并持续优化，长期仍利于公司服务年轻客群、区域加密和渠道议价力的进一步提升；4) 估值维度，前期因新业态投入股价回调较多，随新业务持续迭代、预期逐渐企稳，有望迎估值修复，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22、0.27、0.36 元，对应 PE 分别为 41.05、33.44、25.08 倍，维持“买入”评级。

家家悦：1) 公司作为区域生鲜超市龙头，具有极强的生鲜供应链、食品加工能力和完善高效的仓储配送体系，同时积极探索合伙人机制和门店品类结构优化调整，实现高于行业的毛利率水平与同店增长，综合基础能力较强；2) 公司在原有胶东市场较高市占率基础上，加快拓展山东西部青岛、济南及周边区域，并通过自身开店及并购整合、托管等方式积极进行市场开拓，目前已经整合青岛维客、张家口福瑞祥，并拟竞价收购山东华润万家生活超市，加快市场扩张，或有望基于自身较好的供应链能力打开新的成长空间，预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.83、0.98 和 1.18 元，对应 PE 分别为 28.92、24.50、20.35 倍，维持“买入”评级。

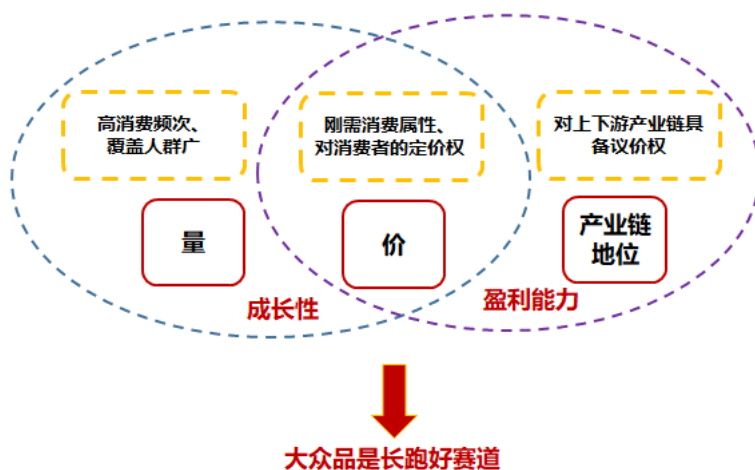
爱婴室：1) 母婴行业核心品类市场规模超过 3000 亿，同时消费者对价格相对不敏感和产品的加快迭代升级奠定行业较高景气度，在此基础上消费者对品类的品质要求提升使得母婴专业连锁渠道市占率持续提升，且市场集中度处低点；2) 公司当前享高速扩张红利，公司在上市以前完成较强的供应链积淀，直采比例较高，叠加良好的门店梯队奠基，2019 年公司制定全国扩张目标，提速全国整合扩张步伐，有望加速成长，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.53、1.89、2.36 元，对应 PE 分别为 23.39、18.93、15.16 倍，维持“买入”评级。

食品饮料：大众品刚需属性较强，长跑好赛道

从长期看，行业覆盖的人群范围、消费频次（取决于产品创新空间、消费需求的多元化、消费情景的丰富化等）决定行业空间，而定价权以及产业链地位决定了行业的盈利能力，我们认为大众品刚需属性强，属于高频消费，决定了大众品行业空间，属于长跑的好赛道。从细分子行业看，乳制品行业产品创新空间大且低线城市渗透率尚在提升阶段，具备长期成长的属性，产业链地位决定长期盈利空间；肉制品行业消费结构转化和消费升级成为成长提供长期空间，良好的竞争格局带来龙头较好的定价权；调味品行业稳如磐石，御势则可谋新；休闲食品行业仍处于成长周期，长期成长空间足。

从短期而言，外出就餐的消费需求被压制，短期也会导致家庭消费的增加以及消费升级进一步加速，一方面和柴米油盐类的民生需求相关的刚需比较受益，另一方面符合家庭消费升级趋势的细分子行业也比较受益。从一定程度上讲，必选消费更为受益，而可选消费在一定程度上受到影响。

图 26：大众品基于刚性需求的长期投资逻辑

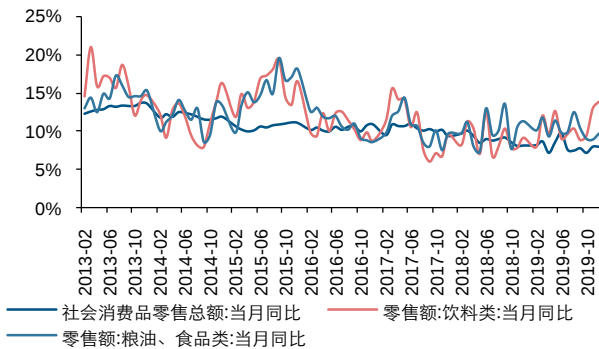


资料来源：长江证券研究所

大众品刚需属性较强，需求韧性下稳健性相对更强

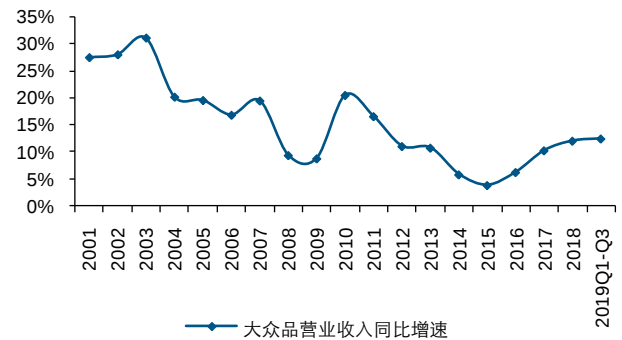
大众品刚需属性相对较强，需求稳健。大众品一般是属于低价高频消费，需求稳健，刚需属性强，自 2017 年以来，粮油、食品类零售额以及饮料类零售额同比增速基本稳定在 10% 左右。大众品上市公司收入增速相对稳健，近三年维持在 10%-15% 之间。

图 27：饮料类和粮油食品类零售额相对稳定



资料来源：Wind, 长江证券研究所

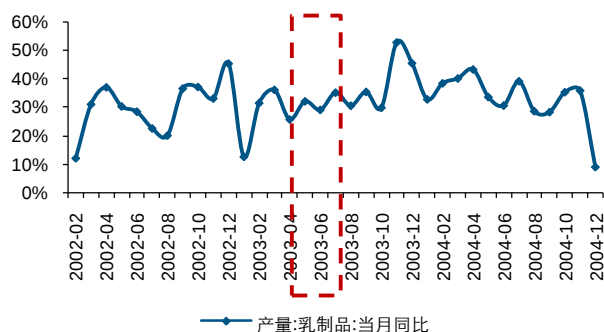
图 28：大众品上市公司收入增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

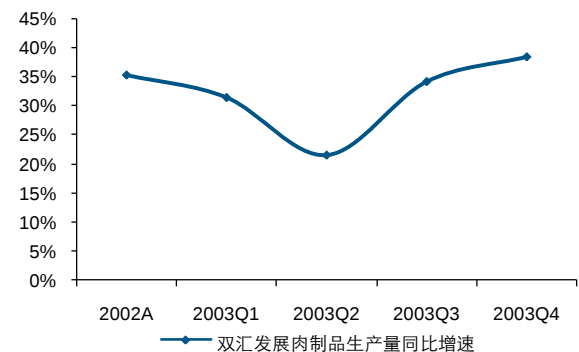
短期冲击影响相对较小，大众品依然可以表现出较好的韧性。通过复盘 2003 年非典疫情期间，大众品由于必需品的消费属性，依然表现出较好的需求韧性，乳制品产量保持稳定增长，双汇作为肉制品龙头二季度虽有降速，调味品企业美味鲜 2003 年虽然略有降速，但是仍表现出较好的需求韧性。虽然 2003 年行业的发展阶段和目前存在差异，但是我们认为大众品必需品的消费属性较强，需求端相对稳定。

图 29：乳制品产量 2003Q2 产量保持稳定增长



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 30：双汇肉制品产量 2003Q2 虽有降速，但仍表现出较好的韧性



资料来源：双汇发展公司公告, 长江证券研究所

大众消费品赛道长，定价权决定企业盈利

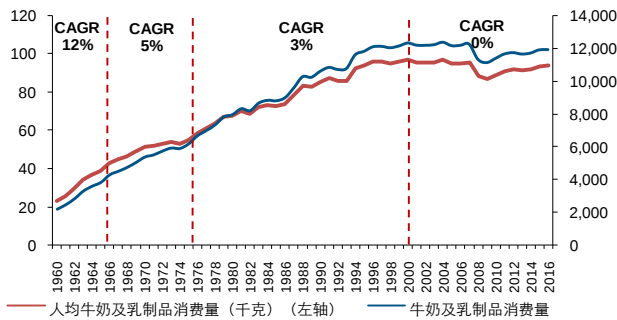
乳制品行业具备长期成长的属性，产业链地位决定长期盈利空间

乳制品行业具备长期的成长属性。从日本乳制品行业的成长路径看，乳制品消费量在结束双位数增长之后，仍然经历了 30 多年个位数增长，乳制品行业具备长期成长的属性。在乳制品消费培育和渗透阶段，驱动因素主要是人均可支配收入，人均 GDP 以及城镇化率提升等因素。在乳制品消费相对成熟之后，品类创新以及产品升级为行业的主要驱动因素。

我国乳制品行业具备长期的成长空间。从液态奶消费量看，日本比我国高 50%，如果考虑到固态乳制品（奶酪、黄油等），由于制作 1 千克奶酪大约是需要 10 千克原奶，则日本人均乳制品消费量是我国人均乳制品消费量 1 倍-2 倍。同时乳制品行业创新空间大，

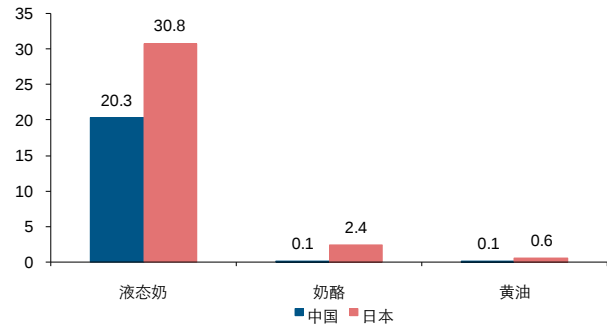
赛道宽，品类容纳多，每隔几年都会出现几十亿甚至百亿的大单品，比如儿童奶、高端白奶、常温酸奶等。未来我国乳制品的增长一方面来自于消费习惯的持续培育，低线城市的人均消费量的提升，另外一方面来自于品类的持续创新带来行业的增长。

图 31：日本牛奶及乳制品消费总量及人均消费量



资料来源：日本统计局，长江证券研究所

图 32：中日乳制品消费量对比



资料来源：日本乳业协会，长江证券研究所

我们认为中国乳制品企业的产业链的地位决定了其天然较高的盈利能力。1) 对下游消费者的定价权决定了产业链的蛋糕大小：中国和其他国家不同的特点在于牛奶是中高端饮品的消费文化，而非像欧美国家那样作为最基础的日常补给品，三聚氰胺事件之后消费者需要品牌做食品安全背书，礼品的消费属性、较高的行业集中度（常温奶 CR2 市占率合计超过 65%，低温酸奶市占率超过 50%）等因素决定了对下游消费者较强的定价权。2) 产业链中的地位决定了品牌乳企可以分到的蛋糕份额：我国上游原奶企业相对分散，议价能力较弱，生鲜乳的定价权在下游乳制品企业中；我国下游销售渠道的碎片化决定了对渠道的议价能力。

长周期看伊利和蒙牛盈利能力的提升更多的是来自于产品结构升级带来的毛利率的提升。毛利率：养乐多（58%）> 雀巢（50%）> 达能（48%）> 伊利（38%）> 蒙牛（37%）> 明治（36%）> 森永（32%）；净利率：雀巢（11%）> 达能（10%）> 养乐多（9%）> 伊利（8%）> 明治（5%）> 蒙牛（4.6%）> 森永（2.4%）> 雪印（1.8%）。伊利和蒙牛未来的盈利能力的提升更多的是通过提升产品的附加值，带来毛利率的提升。

表 2：国际部分乳制品企业 2018 年度主要财务数据

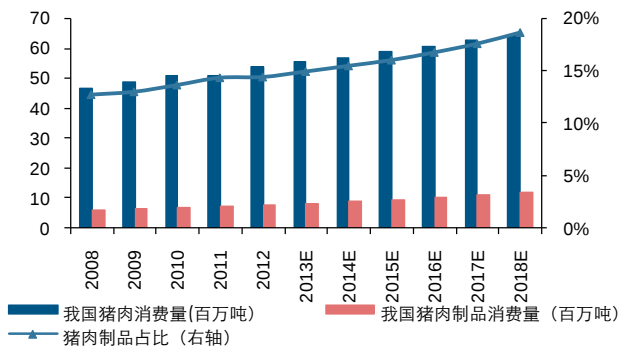
公司名称	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率	销售费用率+管理费用率	净利率
伊利	796	64	37.8%	28.6%	8.2%
蒙牛	692	30	37.4%	31.5%	4.6%
明治	760	37	36.4%	26.2%	4.9%
雪印	365	7	23.6%	19.7%	1.8%
森永	353	8	31.7%	27.1%	2.4%
养乐多	247	21	58.0%	42.9%	8.6%
雀巢	6207	686	49.8%	31.0%	11.0%
达能	1925	183	48.4%	31.9%	9.5%

资料来源：Wind，Bloomberg，长江证券研究所

肉制品行业：消费结构转化和消费升级为成长提供长期空间，良好的竞争格局带来龙头较好的定价权

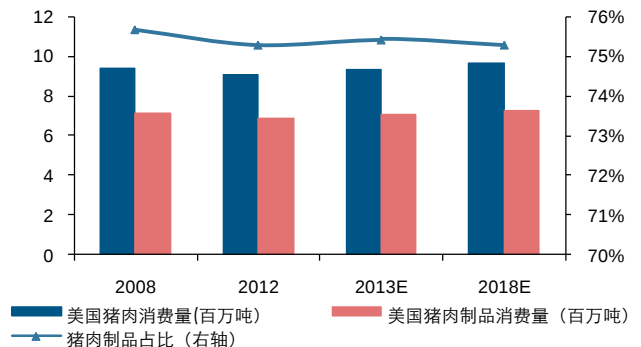
纵向和横向对比，我国消费结构从生肉到工业制品的趋势长期存在。目前我国肉制品占肉类消费比重大概不到 20%，纵向对比，我国肉制品消费比重逐年提升，2010 年之前不到 15%，横向对比，目前我国肉制品消费比重和美国相比还存在较大的差距，美国肉制品消费占比 70% 以上。无论是横向对比还是纵向对比，我国消费结构从生肉到工业制品的趋势是长期存在的。从长期看随着城镇化发展、饮食文化的西化，我国肉制品行业依然有极大的提升空间。

图 33：我国猪肉制品和猪肉消费量



资料来源：万洲国际招股说明书，长江证券研究所

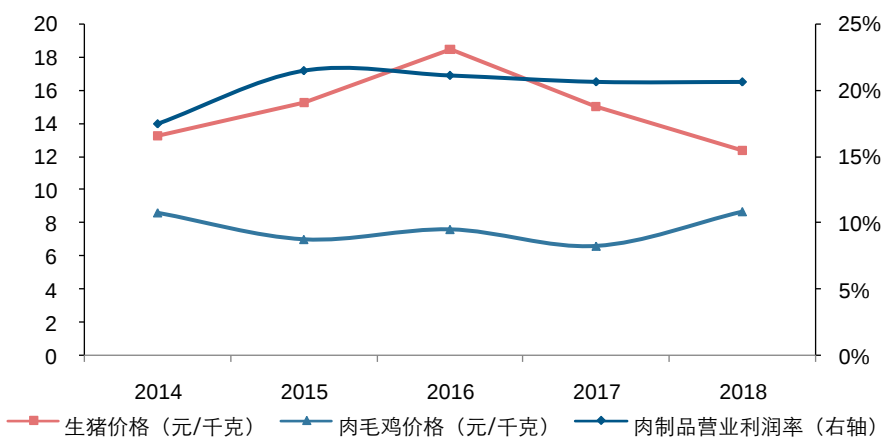
图 34：美国猪肉制品和猪肉消费量



资料来源：万洲国际招股说明书，长江证券研究所

行业良好的竞争格局，带来龙头稳定的盈利能力。我国肉制品行业呈现单寡头的竞争格局，尤其是高温肉制品业务，双汇作为龙头企业，市占率超过 50%，行业良好的竞争格局带来双汇较强的定价权，且双汇产业链布局的完善性，使得双汇对于成本端波动的抗风险能力更强。良好的竞争格局带来的定价权以及产业链地位，带来了肉制品龙头企业稳定的盈利能力。

图 35：双汇发展肉制品业务营业利润率保持稳定



资料来源：双汇发展公司公告，Wind，长江证券研究所

调味品行业：稳如磐石，御势则可谋新

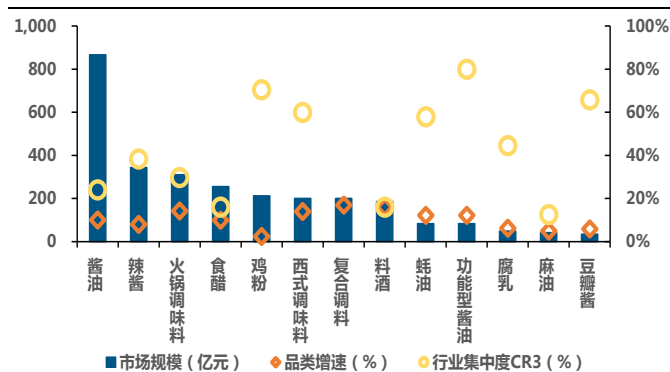
调味品的需求刚性、口味黏性都决定了这个行业中模式与格局的形成非一朝一夕，在洞察行业变化之时，首先要客观地看待这个行业所拥有的不易被颠覆的几个基本属性——

①长期的成长性；②龙头的定价权优势带来的较好的盈利能力。

长期的成长性。调味品行业品类丰富，行业空间大，整体增长稳健，传统品类酱油的量增仍能维持在 5% 左右，收入端接近双位数增长，传统品类经久不衰，仍具较好的成长性。同时伴随饮食文化的枝繁叶茂，调味料的品类也从盐糖、酱油、食醋到酱油类衍生品再到复合川味调料，新的需求推动新的品类崛起，部分新兴品类处于加速渗透期，拥有近 20% 的增速。

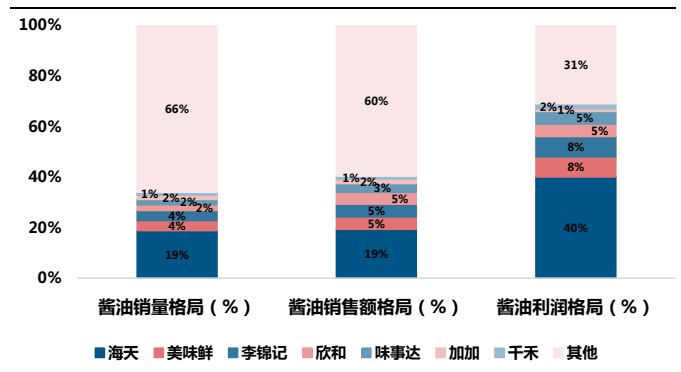
龙头的定价权。传统品类龙头公司凭借日益加深在生产端、渠道端、品牌力的护城河，保持着对上下游较强的议价能力，而且在消费者心智中也拥有较高的认同，因而具备更强的盈利能力，使得盈利格局比市场份额格局更趋分化。

图 36：中国主要调味品品类分布



资料来源：产业信息网，长江证券研究所

图 37：酱油行业格局



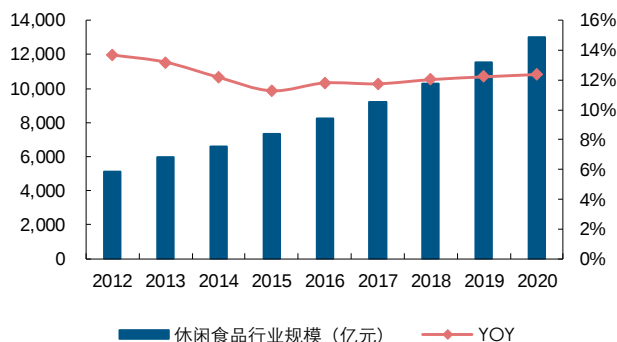
资料来源：欧睿，公司公告，长江证券研究所

休闲食品：仍处于成长周期，长期成长空间足

我国休闲食品市场已达万亿规模，在国民经济不断提升和消费升级的背景下维持高景气度。根据 Frost&Sullivan 数据显示我国 2018 年休闲零食市场规模达到 10297 亿元，同比上升 12%，预计 2020 年达到 12000 亿元以上规模。随着我国国民经济稳健增长、可支配收入和城市化率不断提高，消费者对于零食的追求更加注重质量和营养不再仅单纯饱腹。休闲食品受益于消费升级，行业结构不断向多元化、健康化发展，年化同比增速保持在 10% 以上，维持高景气度。

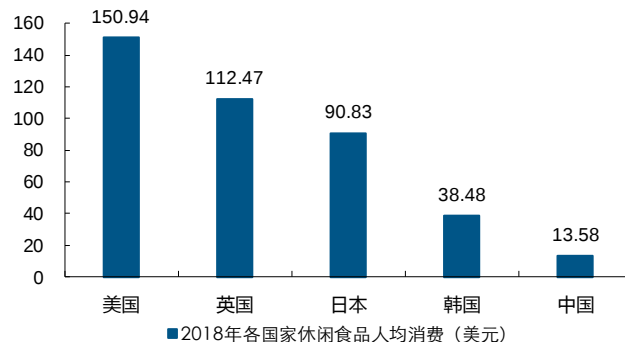
中国休闲食品人均消费额偏低，随着消费趋势的升级和国民人均收入的提高，休闲食品市场规模有望持续扩张。近年来，尽管休闲食品市场规模发展迅速，但中国休闲食品的人均消费额与世界其他国家相比仍存在较大差距。根据欧睿统计，2018 年中国休闲食品人均消费仅为 13.58 美元，与消费饮食习惯相近的韩国日本都相差甚远，因此我们认为中国休闲食品市场仍将处于持续中高速扩容中。

图 38：我国休闲食品市场规模



资料来源：Frost& Sullivan, 长江证券研究所

图 39：我国休闲食品人均消费偏低



资料来源：欧睿, 长江证券研究所

重点推荐：伊利股份、双汇发展、海天味业、千禾味业、洽洽食品

伊利股份：1) 乳制品龙头企业，核心竞争优势突出，护城河已经形成。核心竞争优势一：综合实力第一，市占率领先；核心竞争优势二：高效的供应链管理；核心竞争优势三：产品创新能力与追随能力市场最强；核心竞争优势四：管理层稳定性强，且激励充分。2) **成长逻辑清晰，具备长期成长的属性。**成长逻辑一：目前我国乳制品人均消费量和日本相比仍有较大提升空间，乳制品行业长期成长可期；成长逻辑二：伊利竞争优势持续强化，市占率持续提升；成长逻辑三：健康食品提供者定位以及国际化战略逐步推进，产品品类延伸和区域扩张可期。3) **伊利产业链地位较强，决定了伊利具有天然较强的盈利能力。**4) 预计伊利 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 1.15/1.23/1.49 元（考虑激励费用），2020/2021 年 PE 为 25/20 倍，维持“买入”评级。

双汇发展：1) 肉制品龙头企业，综合实力第一。双汇是国内肉制品行业龙头，2018 年收入 489 亿元，其中肉制品收入 232 亿元，屠宰收入 241 亿元，归母净利润 49 亿元，其中肉制品营业利润 47 亿元，屠宰营业利润 10 亿元。公司在屠宰和肉制品行业均为当之无愧的行业龙头，2018 年肉制品销售量 160 万吨，市占率第一，2018 年屠宰量 1600 多万头，市场份额 3%，市占率第一。2) **未来看点：**肉制品业务长期看餐饮文化以及公司产品创新、渠道变革等红利释放为龙头二次成长提供空间，中期肉制品 2019 年在成本上涨背景下定价权回归，未来成本下行，公司肉制品业务提价红利以及成本下降红利有望显现；屠宰业务公司目前市占率第一，但是仅 3%，未来有望核心受益于屠宰行业整合，有望长期成长。3) 预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 1.65/1.77/1.98 元，2020/2021 年 PE 为 17/16 倍，维持“买入”评级。

海天味业：1) 调味品行业的龙头公司，领先优势明显。在酱油品类的销量份额约占 18%，超过 2-5 名之和；上市以来经营十分稳健，收入端保持较快增长（2018 年以来，各个季度的收入增长均稳定在 15~20% 的区间）的同时，盈利能力也稳步提升，扣非后净利润率从 2010 年的 14% 提升至 2018 年的 24%（2019 年前三季度达到 24.6%），高度自动化的产能、全国化的渠道网络构成规模优势，以及在核心渠道餐饮端的强势地位，共同铸就了海天的护城河。2) **龙头持续成长的钥匙——品类延伸。**下一个五年，海天虽然没有公布直接的收入增长目标，但仍有亮眼的战略布局，包括新释放 100 万吨以上的调味品产能，以及加强对蚝油、调味酱等品类的延伸，近年来酱油的收入占比在稳步下

降，也预示酱油龙头正向多品类协同发展的平台型调味品企业转型。3) 预计海天味业 2019/2020/2021 分别为 1.97/2.35/2.84 元，对应 2020/2021 年 PE 分别为 45/37 倍，维持“买入”评级。

千禾味业：1) 酱油食醋健康化迭代升级的领导者，未来几年仍有望保持快速增长态势，今年预计调味品主业继续保持快速增长势头。千禾味业自区域拓展以来，与 0 添加的产品定位深度绑定，2019 年初又将原有的“头道原香”系列商标更换为更醒目的“0 添加”系列，聚焦健康化的细分定位，形成消费者心智的抓手，有望承接酱油产品在健康化方向迭代升级的需求。**2) 全国化渠道扩张支撑成长。**千禾仍处于全国化初期，2019 年前三季度，西部地区（西南、西北）的收入占比达到 55%，同比增长 17%，其他地区：东部占比 18%，同比增长 34%；北部占比 13%，同比增长 51%；南部占比 8%，同比增长 6.5%（系焦糖色业务拖累）；中部占比 7%，同比增长 59%。如仅考虑调味品业务，外围区域均保持了高速增长态势，背后的支撑是公司在 2016 年以来持续的渠道扩张，2018 年上半年公司收入增长放缓主要系 2017 年提价后导致基数较高以及渠道端库存压力增加。2019 年公司渠道扩张加速，截至 2019 年 Q3 末经销商数量较年初增加 36%，随着新渠道走上正轨，将支撑公司在未来几年新一轮的成长。3) 预计公司 2019~2020 年归母净利润分别增长 -5.4%（扣非增长约 31%）/26.1%/26.2%，EPS 分别为 0.49/0.61/0.77 元，2020/2021 年 PE 分别为 33/26 倍，维持“买入”评级。

洽洽食品：1) 红袋在弱势市场及渠道进一步下沉带动下，今年有望继续保持稳健增长态势。蓝袋新品口味进一步延伸，海盐、藤椒等新品表现亮眼，今年有望继续保持快速增长态势。坚果随着自动化水平的不断提升以及全球原料直采的推进，有望逐步解决人工成本高以及单一市场原料风险，同时今年坚果销售渠道有望进一步延展，除原有渠道外，其他渠道（如特通）有望进一步打通。随着坚果产品矩阵的进一步丰富，高附加值产品占比有望逐步提升，坚果利润率继续处于中长期提升通道。2) 公司进入经营正循环周期，正视公司由内向外的积极变化，内部变革由量变引起质变，聚焦炒货坚果主业后，公司在资源配置效率与经营决策上更加高效与市场化。同时，公司线下渠道竞争优势突出，产品更迭以及品类延伸渗透空间较大，新品渠道拓展空间依然较大。3) 预计 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 1.1/1.36/1.64 元，2020/2021 年 PE 分别为 25/21 倍，维持“买入”评级。



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好:	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性:	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡:	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。