

研究所

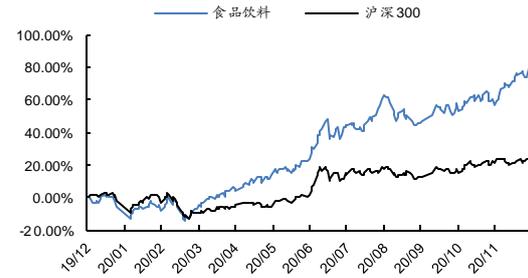
证券分析师:
021-68591576
联系人:
021-61981322

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn
赵宁宁 S0350120070040
zhaonn@ghzq.com.cn

基于消费升级和食品工业化维度寻找优质标的

——食品饮料行业 2021 年度策略报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	11.3	22.1	82.0
沪深300	1.7	10.5	25.9

相关报告

《食品饮料行业周报: 基于消费升级和食品工业化维度寻找优质标的》——2020-12-27

《食品饮料行业周报: 推荐受益生猪后周期和向预制菜方向发展的屠宰肉制品板块》——2020-12-20

《食品饮料行业周报: 推荐屠宰肉制品板块》——2020-12-13

《包装饮用水行业深度报告: 包装饮用水行业成长性高, 量价空间可观》——2020-12-09

《食品饮料行业周报: 关注受益生猪后周期的屠宰肉制品板块》——2020-12-07

投资要点:

■ 疫情使得今年食品饮料细分板块业绩分化, 展望明年看好食品工业化和消费升级下细分板块的发展。上半年疫情之下居家增多食品板块的刚需优势彰显, 上半年食品股市场表现较优, 而下半年随着疫情稳定白酒边际改善明显, 酒类股票市场表现较优。展望明年, 一方面继续坚定看好消费升级下细分板块的成长性; 另一方面随着经济发展和生活节奏的加快, 看好餐饮企业对成本降低诉求和终端消费者对便捷性的需求下食品工业化的长期发展空间。

■ 看好消费升级下的细分板块成长性。食品饮料与人体健康和生活质量密切相关, 随着我国经济发展带来的收入水平提高, 食品饮料细分行业将充分受益消费升级而向高端化品类发展, 呈现结构优化特征并赋予行业成长动力, 我们看好受益消费升级的调味品, 休闲零食、食用油、乳业等板块, 建议重点关注千禾味业, 新乳业, 金龙鱼。

■ 看好餐饮企业对成本降低诉求和终端消费者对便捷性的需求下食品工业化的长期发展空间。随着餐饮行业不断发展成熟, 一方面对菜品标准化提出更高要求, 另一方面厨师的流动以及餐厅营业成本的上涨, 促使餐饮企业对成本降低具有更高的诉求。而经济发展和互联网的渗透使得我国居民生活节奏加快, 对食品工业化的半成品需求增强。我们看好预制菜在餐饮端和零售端的渗透率提高, 屠宰肉制品企业具有预制菜的原料和渠道等供应链优势, 我们看好布局预制菜业务带来第二增长曲线的屠宰肉制品企业。因此, 我们重点推荐龙大肉食、华统股份、双汇发展, 同时建议重点关注已在预制菜板块发展较好的安井食品、三全食品、天味食品。

■ 行业评级及投资策略 整体来看, 食品饮料行业受益消费升级而具有较高的成长性, 同时食品的刚需属性使其业绩具有一定程度的确定性, 维持行业评级为“推荐”。基于对消费升级和食品工业化的看好, 我们重点推荐龙大肉食, 华统股份, 双汇发展, 安井食品, 天味食品, 千禾味业。

■ 风险提示: 食品安全事件; 经济发展不及预期; 推荐标的的经营不及预期; 相关行业的国际比较仅供参考, 相关产品的渗透率具有

达不到海外渗透率的风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-12-28 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002726.SZ	龙大肉食	12.5	0.24	0.92	1.23	52.08	13.59	10.16	买入
002840.SZ	华统股份	10.14	0.47	0.5	1.46	21.57	20.28	6.95	买入
000895.SZ	双汇发展	45.96	1.64	2.07	2.48	28.02	22.2	18.53	买入
603345.SH	安井食品	188.15	1.58	1.86	2.55	119.08	101.16	73.78	增持
603317.SH	天味食品	71.2	0.72	0.69	0.89	98.89	103.19	80.0	增持
603027.SH	千禾味业	37.72	0.42	0.43	0.65	89.81	87.72	58.03	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 食品饮料行业位于基金配置前列，年初至今涨幅第四	6
1.1、 2020Q3 食品饮料行业位于机构持仓比例第 2 位	6
1.2、 食品饮料行业涨幅位居申万一级行业第四	7
2、 看好食品工业化和消费升级	8
2.1、 食品工业化：便捷+美味+成本降低	8
2.2、 消费升级之下的品类高端化	13
3、 预制菜市场可期，屠宰肉制品企业向深加工方向转型	15
3.1、 国际预制菜市场已相对成熟，我国预制菜万亿元市场规模可期	16
3.2、 屠宰企业更适合建设预制菜工厂	17
3.3、 屠宰行业集中度处于长期提升趋势，“非洲猪瘟”助推提升进度	18
3.4、 屠宰业务从粗加工向深加工转型，盈利能力持续提高	21
3.5、 屠宰行业净利润规模有望达到 300 多亿元	22
3.6、 肉制品：目前市场占比小，向预制菜方向发展空间大	23
4、 调味品行业：受益消费升级，兼具量增和价增空间	25
4.1、 餐饮发展和生活水平的提高促进调味品品类多元化和市场规模的扩大	25
4.2、 酱油行业受益结构优化量价齐升	27
4.3、 醋行业渗透率低，集中度较低，品牌龙头成长空间大	29
4.4、 料酒行业高速增长，集中度低	32
4.5、 看好复合调味品行业的渗透率提高	33
5、 行业评级及重点推荐个股	34
6、 风险提示	35

图表目录

图 1: 2020 年 Q2 和 Q3 机构持仓比例 (申万一级)	6
图 2: 2015Q1-2020Q3 食品饮料细分板块机构持仓比例变化	6
图 3: 申万行业板块涨幅 (2020 年初至 2020.12.24, %)	7
图 4: 食品饮料细分板块涨幅 (2020 年初至 2020.12.24, %)	8
图 5: 餐饮发展 (亿元)	8
图 6: 连锁餐饮企业规模及占比	8
图 7: 餐饮成本结构	9
图 8: 火锅食材物价指数	10
图 9: 外卖和堂食门店的结构	10
图 10: 2020 年疫情前我国 95 后/前每月餐饮消费	11
图 11: 零售端对食品工业化产品需求的影响因素	11
图 12: 全国居民人均消费支出构成	11
图 13: 我国上班人群工作时长 (小时/周)	11
图 14: 代餐产品	11
图 15: 日本:劳动参与率:女性:占 15 岁及以上女性总人口比重 (1990-2020)	13
图 16: 中国:劳动参与率:女性:占 15 岁及以上女性总人口比重 (1990-2020)	13
图 17: 拥有 1000 万以上可投资资产的人群分布	14
图 18: 超高净值人群消费价格指数与居民消费价格指数	14
图 19: GDP:人均 GDP:同比 (年)	14
图 20: 全国居民可支配收入:累计值:季	14
图 21: 预制菜趋势演变	15
图 22: 我国历年来餐饮收入规模及同比	16
图 23: 食客外出就餐频次和比例	17
图 24: 外出就餐人均消费金额	17
图 25: 我国屠宰行业集中度情况	18
图 26: 美国屠宰行业集中度情况	18
图 27: 我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重	18
图 28: 目前各省屠宰企业数量	20
图 29: 美国历年来猪肉价格情况	21
图 30: 我国生猪价格情况	21
图 31: 龙大肉食部分精分割和定制分割肉	21
图 32: 我国肉制品行业产量情况	23
图 33: 龙大肉食部分肉制品	23
图 34: 传统肉制品向调理肉制品等预制菜方向发展	25
图 35: 调味品行业收入规模 (亿元) 及同比 2013-2019	25
图 36: 调味品产量及同比 (2013-2019)	25
图 37: 我国调味品市场消费结构 (2018)	26
图 38: 调味品各细分产业的产量增速 (2019)	26
图 39: 调味品各细分产业的集中度	26
图 40: 调味品各细分产品生命曲线	26
图 41: 调味品的渠道分布	27
图 42: 酱油行业零售额及同比增速 (单位: 亿元) 2012-2018	28
图 43: 酱油行业消费量和价格增长 (2012-2018)	28
图 44: 日本酱油行业市场格局	28

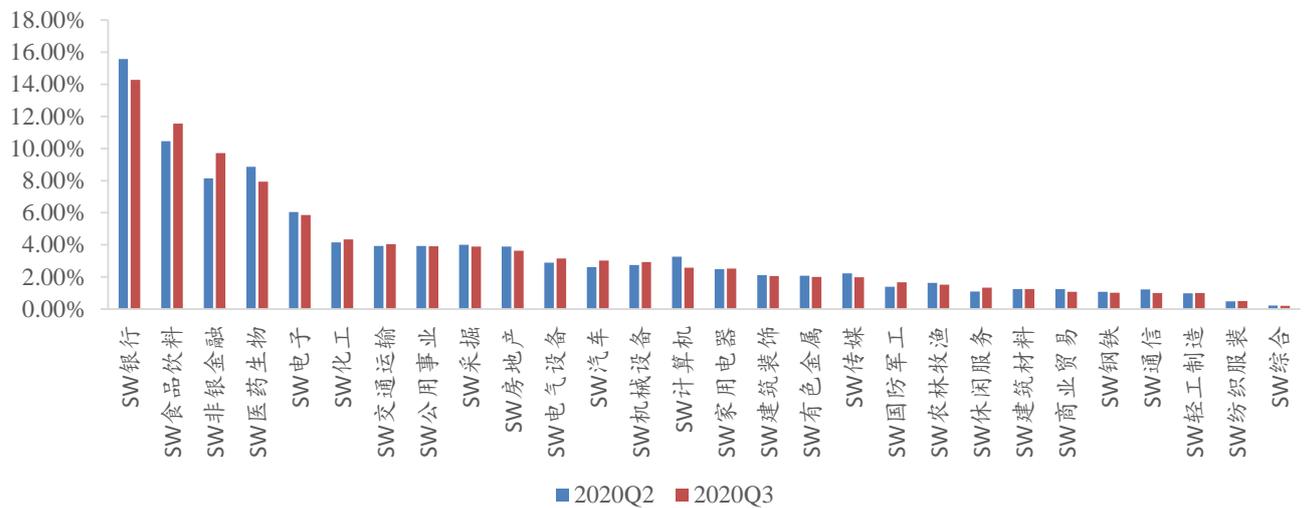
图 45: 中国酱油行业市场格局	28
图 46: 日本酱油行业的消费升级	29
图 47: 中国酱油行业的消费升级	29
图 48: 高端酱油行业市场规模 (亿元) 及同比 2014-2018	29
图 49: 高端酱油行业销量规模及同比 2014-2018	29
图 50: 我国百强食醋行业销售收入 (亿元) 及同比	30
图 51: 2018 年百强企业中食醋企业产量分布	30
图 52: 食醋行业市占率分布	30
图 53: 中国与美国、日本的人均食醋消费量对比 (单位: KG)	30
图 54: 食醋行业的上下游	31
图 55: 料酒行业市场规模及同比 (2014-2018)	32
图 56: 料酒产量及同比 (2010-2019)	32
图 57: 料酒行业各企业的市占率	32
图 58: 2018 年料酒市场总产值地区分布	32
图 59: 复合调味料的收入 (亿元) 及同比 (2011-2018)	33
图 60: 复合调味品行业产量 (万吨)	33
图 61: 复合调味料细分品类及占比	34
图 62: 火锅行业的收入及同比	34
表 1: 我国各地区的菜系比例	9
表 2: 2018 年我国居民的主要活动时间 (分钟/每日)	12
表 3: 不同机构对中国中产阶层规模的测算	14
表 4: 国内各地区均有区域性食醋品牌分布	31

1、食品饮料行业位于基金配置前列，年初至今涨幅第四

1.1、2020Q3 食品饮料行业位于机构持仓比例第 2 位

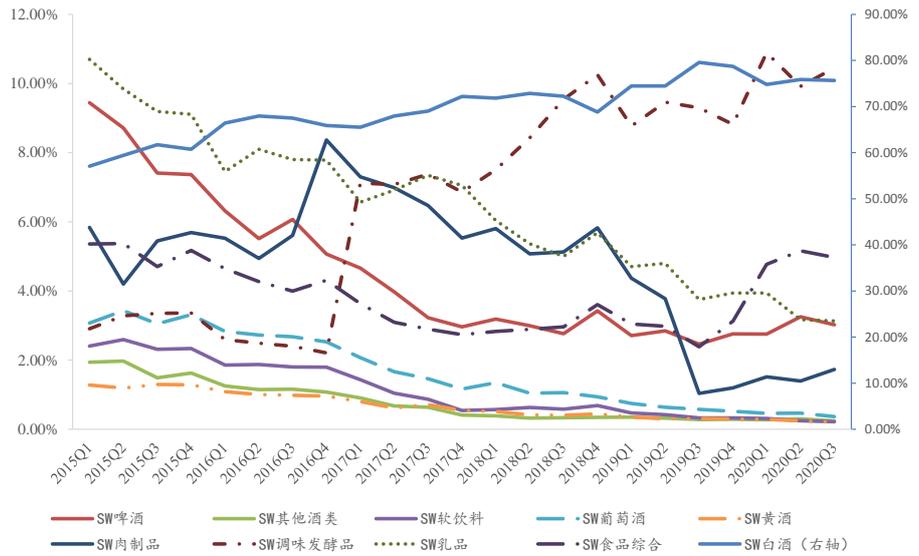
根据 wind 数据，2020 年三季报 SW 食品饮料位于机构持仓比例第 2 位，其中从食品饮料细分板块来看，SW 白酒的持仓比例占比食品饮料 75.68%，其次为 SW 调味发酵品，持仓比例占比食品饮料 10.45%。

图 1：2020 年 Q2 和 Q3 机构持仓比例（申万一级）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：2015Q1-2020Q3 食品饮料细分板块机构持仓比例变化

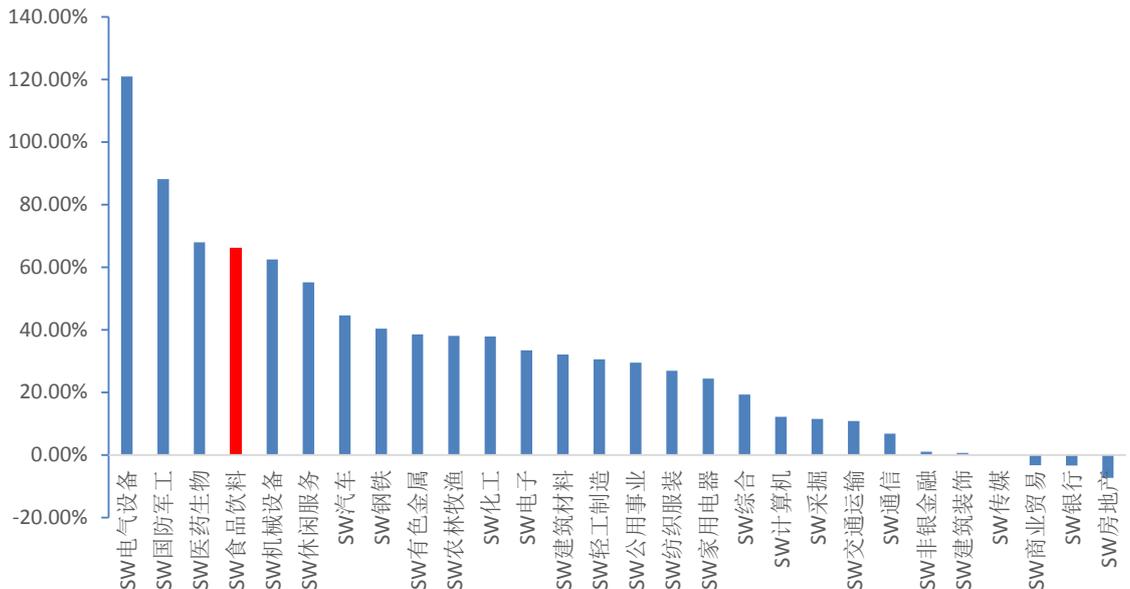


资料来源：wind，国海证券研究所

1.2、食品饮料行业涨幅位居申万一级行业第四

食品饮料自 2020 年初至 2020 年 12 月 24 日，涨幅位居申万一级行业第四；排在前三位的为申万电气设备，国防军工和医药生物。从食品饮料细分板块来看，除了食品板块中的调味品涨幅位居前列，饮料板块涨幅普遍优于食品板块涨幅。

图 3：申万行业板块涨幅（2020 年初至 2020.12.24，%）

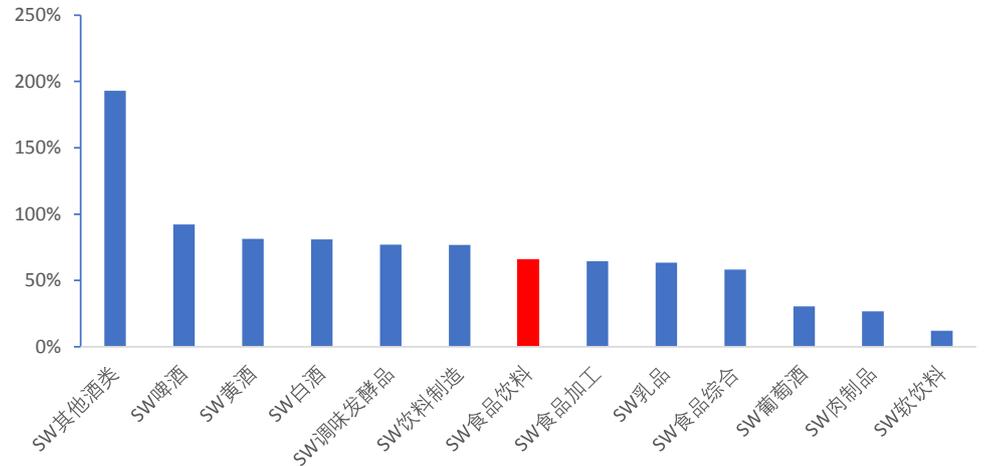


资料来源：wind，国海证券研究所

食品饮料细分板块中，饮料板块中的其他酒类和啤酒涨幅靠前；食品板块中调味

发酵品、食品综合涨幅居前,2020年初至2020年12月24日分别上涨76.96%、58.25%,主要系疫情使得居家增多,调味品和小食品受益C端转型放量和消费升级带来的结构优化。

图 4: 食品饮料细分板块涨幅 (2020年初至 2020.12.24, %)



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、看好食品工业化和消费升级

2.1、食品工业化: 便捷+美味+成本降低

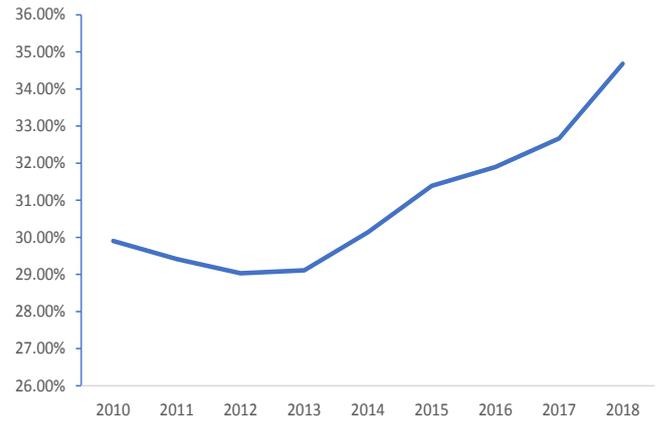
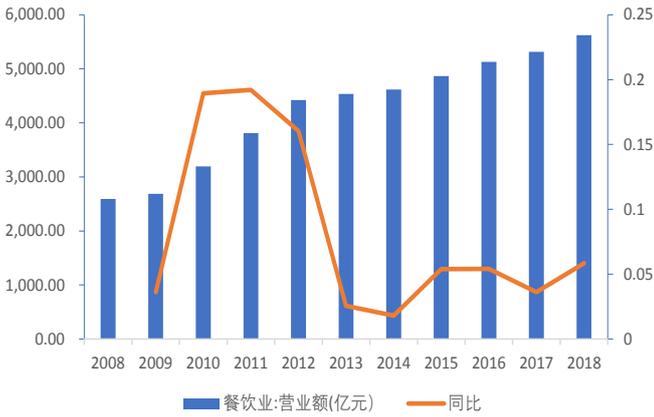
2.1.1、C端餐饮连锁化对菜品标准化和成本节约提出更高要求

我国餐饮业已进入经营模式连锁化和行业发展产业化的新阶段。餐饮连锁企业的标准化、统一化、规模化的经营形式与传统餐饮单店经营相比具有明显优势。2019年上半年连锁门店(5家以上的餐饮门店)达到占据全国38.7%,以小规模的连锁化餐饮为主,大型连锁餐饮企业数较少,中国餐饮市场6-100家的餐饮品牌门店数超6成,500家以上的餐饮品牌门店数占连锁门店总数的17%。

餐饮连锁化对口味的标准化要求以及堂食外卖等对时间的要求,催生了餐饮业中央厨房和复合调味品的发展,而在新型口味研发以及调味品的标准化生产过程中复合调味品企业和预制菜企业发挥着越来越重要的作用。随着可支配收入提高以及对味道和就餐体验的追求等因素,居民外出就餐频次也在增加;同时上班人群的午餐和晚餐对便利性的需求,促进了我国餐饮外卖行业的发展。

图 5: 餐饮发展 (亿元)

图 6: 连锁餐饮企业规模及占比



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: 国家统计局, wind, 国海证券研究所

烧烤火锅川菜以及一些地方特色的小吃快餐在全国遍地开花, 饮食上的融合给予了连锁餐饮企业发展的契机。

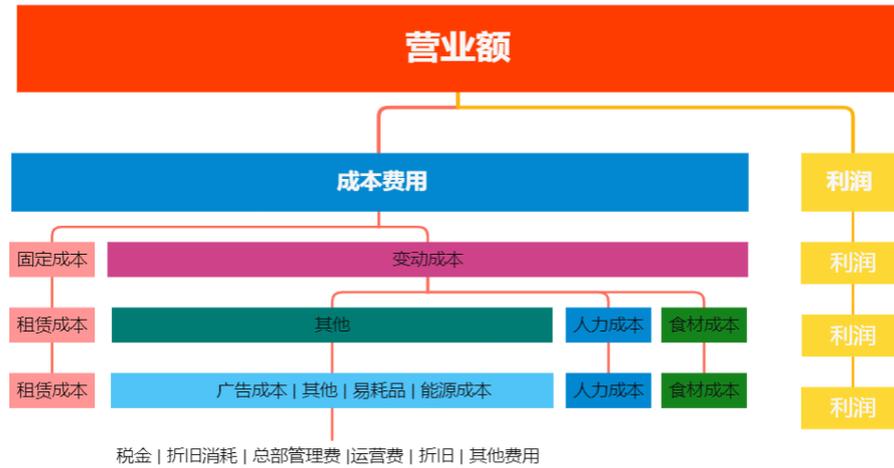
表 1: 我国各地区的菜系比例

	天津	济南	石家庄	青岛	烟台	长沙	武汉	成都	郑州	重庆	北京
小吃快餐	34%	35%	34%	32%	32%	30%	23%	20%	33%	23%	23%
粉面线	6%	7%	9%	5%	4%	8%	8%	8%	9%	9%	7%
烧烤	4%	5%	4%	5%	6%	4%	4%	4%	3%	4%	4%
火锅	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	8%	5%	11%	5%
川菜	3%	3%	4%	2%	2%	2%	4%	8%	4%	8%	4%
西餐	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%
天津菜	2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
冀菜	-	-	1%	-	-	-	-	-	-	-	-
鲁菜	-	4%	-	3%	4%	-	-	-	-	-	-
其他	43%	33%	41%	37%	39%	35%	43%	43%	35%	38%	44%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 客如云, 国海证券研究所

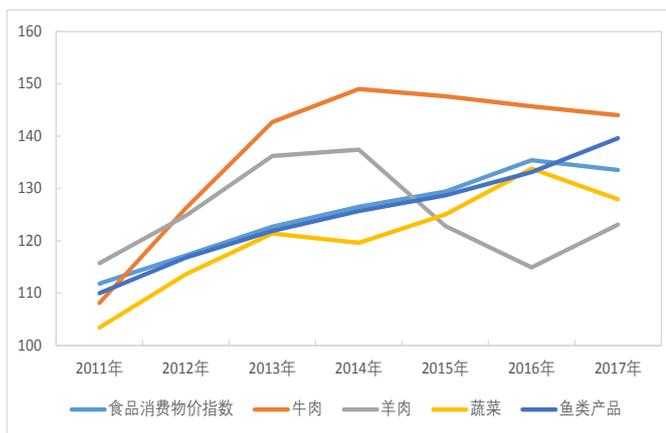
餐饮成本压力较大, 在面临着人工成本, 原材料成本以及租金提高带来的成本压力之下, 半成品菜通过规模化和技术优势, 一定程度上可以为餐饮企业降低成本。同时在一些发达城市, 员工招募的难度也在增加, 半成品菜可以增强企业经营的稳定性。

图 7: 餐饮成本结构



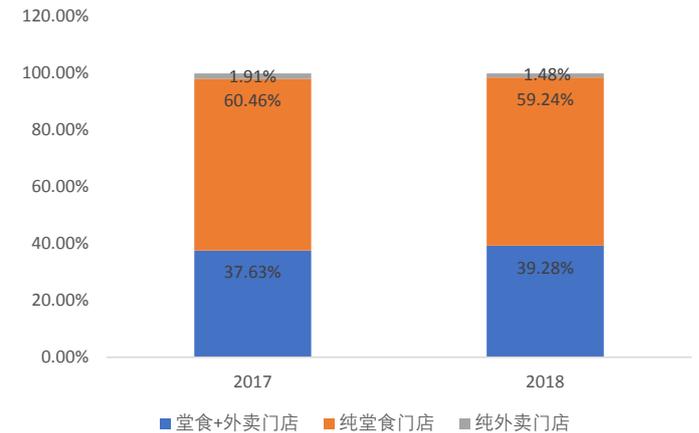
资料来源：客如云，国海证券研究所

图 8：火锅食材物价指数



资料来源：海底捞招股说明书，国海证券研究所

图 9：外卖和堂食门店的结构



资料来源：客如云，国海证券研究所

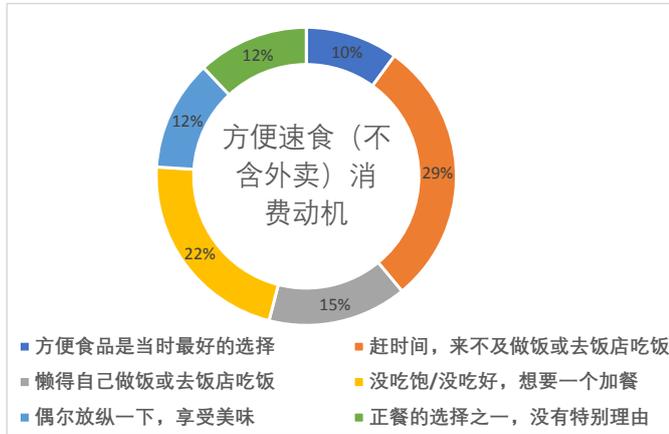
2.1.2、B 端生活节奏的加快促进消费者对工业化的产品需求增强

半成品和速冻食品省时方便。经济发展和互联网的渗透加快了生活节奏，工作和社交也变得随时可以进行，占据了居民更多的时间和精力，根据 wind 数据，我国上班人群工作时长自 2018 年开始并未有明显的降低，但社会进步带给我们更加多样化的业余发展，因此在用于烹饪饭菜的时间上便相应减少，对于一些耗时耗力的饭菜将更倾向选择半成品和速冻食品。

半成品和速冻食品相对更便宜。对于一线和新一线城市的消费者来说，外卖或者去餐厅吃饭的客单成本相对较高，但是对速冻食品譬如手抓饼、馅饼、真空包装的红烧肉、酥鱼等产品的价格相对便宜，自嗨锅 30 多块钱比起外出吃火锅也要便宜很多，可以节约生活成本。

半成品和速冻食品满足美味需求。对于譬如螺狮粉等方便速食产品，专业加工的味道具有一定壁垒，消费者难以自行烹饪，经过专业人员调制的配方能够满足我们对食物美味的需求，美味佳肴随时都可以享用。

图 10: 2020 年疫情前我国 95 后/前每月餐饮消费



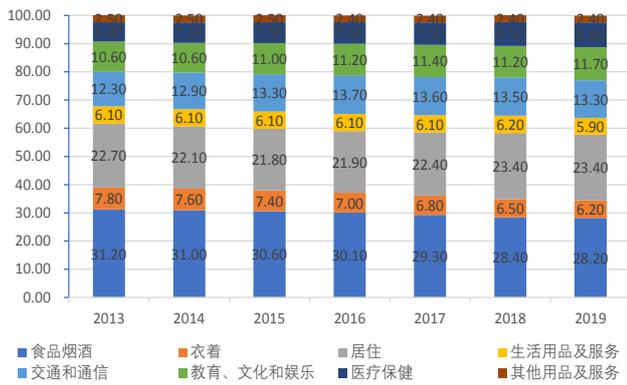
资料来源：第 103 届全国糖酒会，国海证券研究所

图 11: 零售端对食品工业化产品需求的影响因素



资料来源：第 103 届全国糖酒会，国海证券研究所

图 12: 全国居民人均消费支出构成



资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 我国上班人群工作时长 (小时/周)



资料来源：wind，国海证券研究所

而对于健康因素，譬如麦片、代餐产品的推出和发展，代餐产品既可以提供充足的能量，又可以通过原料的搭配提供均衡的营养元素，为消费者带来便捷的同时，也可以满足消费者的健康需求。

图 14: 代餐产品



资料来源：京东，国海证券研究所

根据 2018《全国时间利用调查公报》，居民每日用于家务劳动的时间合计平均为 86 分钟，且该家务活动包括烹饪前清洗准备食物，烹饪饭菜，准备茶水饮料，清理餐桌餐具、清理住所、清洁护理地板、洗衣和整理衣物等；喂养、清洁、溜宠物，为宠物看病、美容等；对交通工具（指生活用）的保养和小修理等；为家庭制定购物、投资理财、聚会、装修、旅行等计划。

表 2：2018 年我国居民的主要活动时间（分钟/每日）

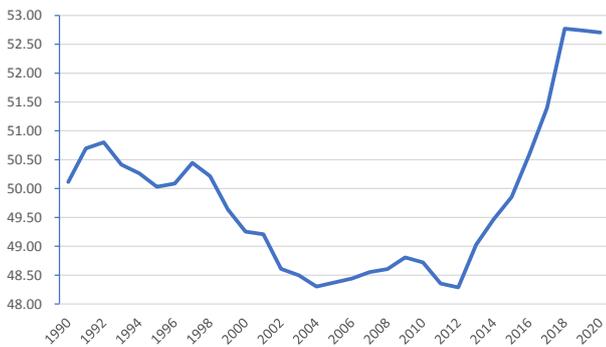
活动类别	合计	男	女	城镇	农村
合计	1440	1440	1440	1440	1440
个人生理必需活动	713	708	718	713	713
睡觉休息	559	556	562	556	563
个人卫生护理	50	48	52	52	47
用餐或其他饮食	104	104	105	105	103
二、有酬劳动	264	315	215	239	301
就业工作	177	217	139	197	145
家庭生产经营活动	87	98	76	42	156
三、无酬劳动	162	92	228	165	159
家务劳动	86	45	126	79	97
陪伴照料家人	53	30	75	58	45
购买商品或服务 (含看病就医)	21	15	26	25	14
公益活动	3	3	3	3	2
四、个人自由支配活动	236	253	220	250	213
健身锻炼	31	32	30	41	16

听广播或音乐	6	6	5	6	5
看电视	100	104	97	98	104
阅读书报期刊	9	11	8	12	5
休闲娱乐	65	73	58	69	58
社会交往	24	27	22	24	25
五、学习培训	27	28	27	29	24
六、交通活动	38	28	33	44	30
另：使用互联网	162	44	150	203	98

资料来源：中国政府网，国海证券研究所

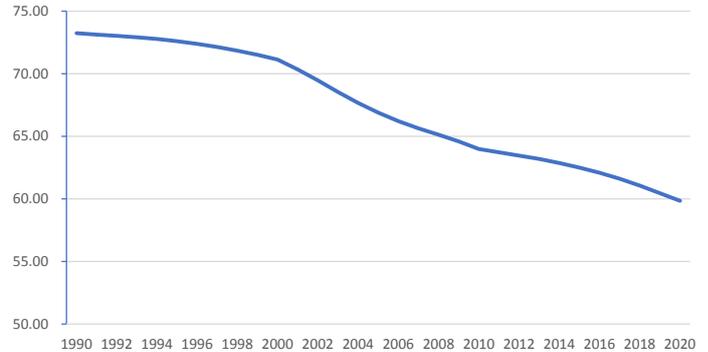
我国女性就业比重相对较高，我国家庭对加工食品的需求更加强烈。

图 15: 日本:劳动参与率:女性:占 15 岁及以上女性总人口比重 (1990-2020)



资料来源：wind，国海证券研究所

图 16: 中国:劳动参与率:女性:占 15 岁及以上女性总人口比重 (1990-2020)



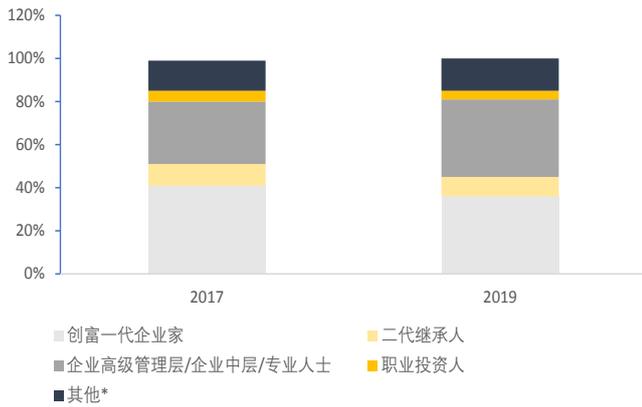
资料来源：wind，国海证券研究所

2.2、消费升级之下的品类高端化

经济发展带来我国居民的收入水平不断提高，高净值人数增长速度较快。根据贝恩咨询，2018 年，可投资资产在 1000 万人民币以上的中国高净值人群数量达到 197 万人，2016-2018 年年均复合增长率为 12%。如果按照 12% 的年均增速来预测，2020 年可投资资产在 1000 万人民币以上的中国高净值人群数量达到约 250 万人。

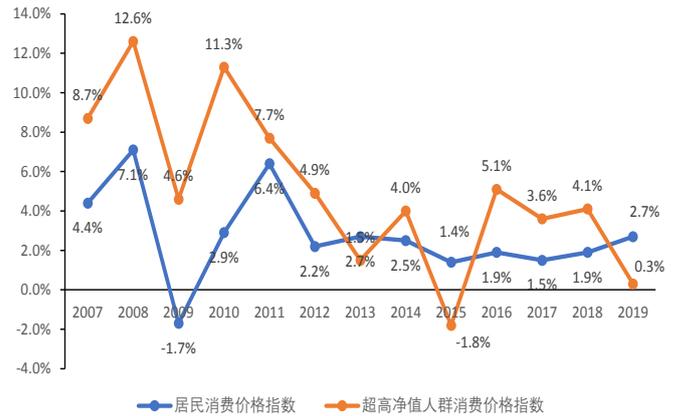
多方面因素促进我国一批财富新贵的涌现。根据胡润百富，2015 年起国务院提出棚改三年计划，棚改全面加速并以货币化安置占主导，创造购买力需求同时加快消化库存，加之在“三个一亿人”目标推动下，户籍人口城镇化的红利持续释放，部分三四线房地产市场量价齐升，促进居民资产价值的提高。而随着传统产业升级、新兴产业规模化，以及多层次资本市场的建设，创业板、科创板等上市平台给众多企业带来的股权增值效应，推动企业中、高级管理层与专业人士新富人群涌现。

图 17: 拥有 1000 万以上可投资资产的人群分布



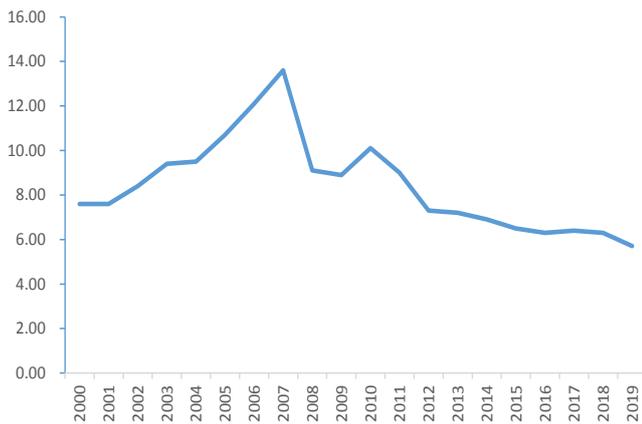
资料来源: 胡润百富, 国海证券研究所

图 18: 超高净值人群消费价格指数与居民消费价格指数



资料来源: 胡润百富, 国海证券研究所

图 19: GDP:人均 GDP:同比 (年)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 全国居民可支配收入: 累计值: 季



资料来源: wind, 国海证券研究所

根据不同机构对我国中产阶级规模的测算, 世界银行 2017 年以我国家庭年收入约 10 万-96 万人民币作为中产的标准, 得出我国约 22% 的人口为中产阶级。

表 3: 不同机构对中国中产阶级规模的测算

	发表年份	收入/财富标准	规模
麦肯锡全球研究所	2013	城镇居民家庭可支配收入 \$9,000-\$34,000 (约 6 万-21 万人民币)	约 68% 的城镇家庭, 1.8 亿人
经济学家智库	2016	人均可支配年收入 \$2,100 - \$32,100 (约 1.4 万-21 万人民币)	约 60% 的总人口, 8.3 亿人
国家统计局	2017	按 2016 年全国居民五等份 (人数各占 20%) 分组人均年可支配收入 分组: 低收入组, 5,529 元 中等偏下收入组, 12,899 元 中等收入组, 20,924 元; 中等偏上收入组, 31,990 元; 高收入组, 59,259 元	按中等偏上及高收入组中合计 40% 人口测算, 约 5.5 亿人

		元。	
世界银行	2017	家庭年收入\$14,600 - \$146,000 (约 10 万-96 万人民币)	约 22%的总人口, 3 亿人, 7,500 万户家庭 (4 人/户)
瑞士信贷研究所	2015	以美国当地拥有\$50,000 - \$500,000 (约 30 万-300 万人民币) 的财富标准	约 10.7%的全国成年人口, 1.1 亿人
	2017	以全球财富标准\$10,000-\$100,000 (约 7 万-66 万人民币)	约 28%的总人口, 3.9 亿人

资料来源: 胡润百富 (2018), 国海证券研究所

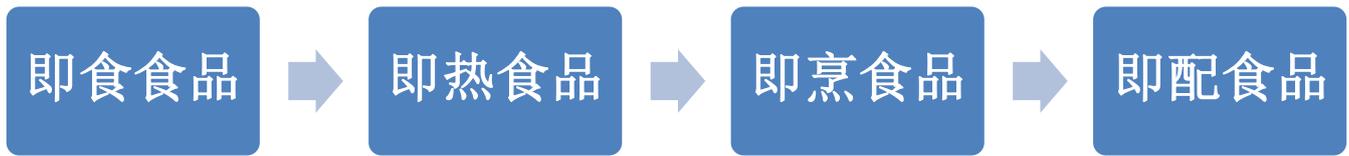
收入的提高促使消费者在针对食品品类的选择时, 对品质、包装等提出了更高的要求, 对价格敏感度降低。高收入人群对于高端品类的消费力较强, 也促进了譬如零食坚果、食用油、调味品等诸多细分品类的高端化成长。

3、 预制菜市场可期, 屠宰肉制品企业向深加工方向转型

预制菜, 是指以农、畜、禽、水产品为原料, 配以各种辅料, 经预加工 (如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味) 而成的成品或半成品。预制菜省去了食材采购的烦恼, 简化了制作步骤, 经过卫生、科学包装, 再通过加热或蒸炒等烹饪方式, 就能直接作为餐桌上的便捷特色菜品。这种不需要洗菜不需要择菜的菜品, 显然是更受小年轻们的青睐。根据盒马鲜生的数据显示, 54%的 95 后盒马消费者经常自己购买食材做饭, 而半成品菜是他们最爱的商品之一, 购买比例达到了 65 后的两倍。

目前预制菜, 按照深加工程度和食用方便性, 基本可以分为以下 4 大类别。一是即食食品: 指开封后可以直接食用的预制调理制品。这包括即食小吃 (如即食泡凤爪、鸡腿、火腿肠) 和罐头等。二是即热食品: 指只需要经过加热即可食用的食品。这类食品如速冻水饺、方便面、方便火锅等食品, 一般以主食为主。而近两年在市场上非常活跃的快餐料理包也属于这类预制菜, 如梅干菜扣肉, 辣子鸡丁等等。三是即烹食品: 指经过相对深加工 (加热或浅油炸), 按份分装冷藏或常温保存的半成品材料, 可以立即入锅, 加上调味品进行调理的食品, 属于半成品预制菜范畴, 如香酥肉、椒盐排骨等。四是即配食品: 指经过清洗、分切等初步加工 (只是物理加工) 而成的小块肉、净菜等。烹饪者自行搭配菜品的配菜原料等。按照加工的深浅程度, 即食食品>即热食品>即烹食品>即配食品。从预制菜的品类发展趋势来看, 也是从高附加值、工艺复杂、保持原味、易储存的品类 (如速冻食品、调理制品、高温低温肉制品) 逐渐过渡到附加值较低、工艺简单、保持新鲜、较难储存的品类 (各种调配食品, 如各种加工好的蔬菜 (净菜) 等)。

图 21: 预制菜趋势演变



资料来源：搜狐网转载《餐饮界》、国海证券研究所

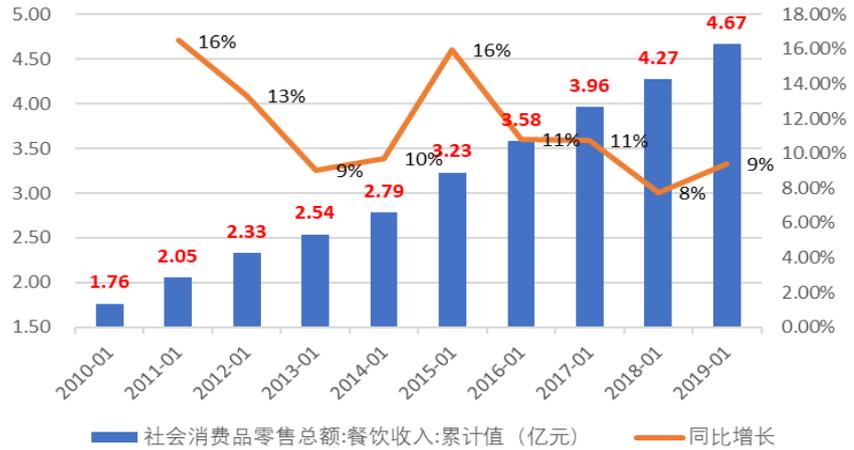
目前预制菜的销售渠道基本覆盖了所有的食品销售渠道，如连锁餐饮、中西式快餐、餐饮定制、商超、电商、流通、团餐、校餐、乡厨宴席、便利店餐饮、外卖市场等。在这些渠道中，预制菜表现较为抢眼的是餐饮、外卖市场、便利店以及电商渠道。其中餐饮企业是预制菜的主要销售渠道。预制菜可以降低餐饮企业劳动用工成本，减少餐厅后厨的使用面积，还可以降低原材料成本，从而提升了餐饮企业的利润。因此，预制食品被越来越广泛的应用于餐饮企业。

3.1、国际预制菜市场已相对成熟，我国预制菜万亿元市场规模可期

当 1920 年世界上第一台快速冷冻机在美国试制成功后，速冻加工品随即问世。到 50 年代速冻食品越来越受到欢迎。而料理包最早出现在生活高度紧张的日本都市，随机在台湾的台北、高雄流行，被商家成为妈妈餐、住家便当。目前，世界食品发展呈现 6 大趋势：多样化、方便化、多功能化、组合化、高转化率化、和无害卫生化。在这样的市场环境影响下，预制食品在市场上的销售额和影响力与日俱增。

我国预制菜销售规模更大的是 B 端餐饮企业，但最近几年，C 端发展也很迅速。一是随着冷链运输的快速发展，预制菜食品的销售半径、辐射范围进一步提升；尤其是移动支付的普及和线上消费习惯的养成，为预制菜企业布局 C 端线上销售渠道提供了良好的外部条件；其次，“宅经济”已迎来高光时刻。随着年轻人的愈加“懒宅”（市场流行说，80 后，开始懒宅；90 后，非常懒宅；00 后，“懒宅”以为常。说明越是年轻，愈加懒和宅）。根据 2020 年天猫数据，半成品菜销量同比增长 111%，自热火锅等新式方便速食在天猫上的销售增长超过 50%，预制菜（半成品）需求呈快速增长趋势。

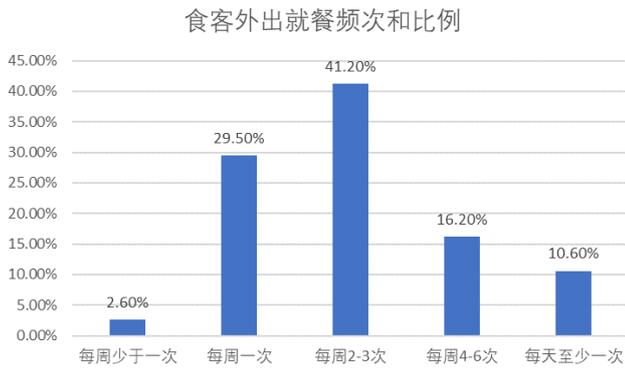
图 22：我国历年来餐饮收入规模及同比



资料来源: wind, 国海证券研究所

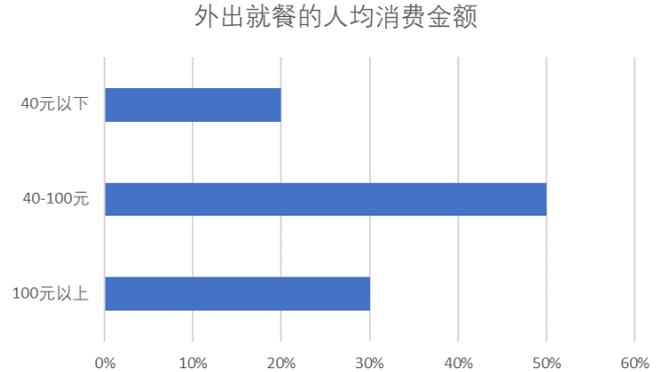
从行业规模来看, 目前国内预制菜市场规模约为 3000 亿元左右, 占食材总体的比重还不到 10%。根据农业行业观察, 2019 年中国家庭户均消费半成品菜市场规模, 大概只达到日本 2004 年家庭户均消费的 5%。

图 23: 食客外出就餐频次和比例



资料来源: 搜狐网转载《帝华物业》, 国海证券研究所

图 24: 外出就餐人均消费金额



资料来源: 搜狐网转载《帝华物业》, 国海证券研究所

2019 年, 我国餐饮收入 46721 亿元, 同比增长 9.4%, 其中食材占比约 30%-35%, 餐饮食材规模约 1.4-1.6 万亿元。从日常居民消费来看, 每周在外餐饮消费的平均次数仍然较少, 家庭消费食材应该远大于餐饮。即使按照家庭食材消费等同于餐饮, 则总体食材规模预计至少 3 万亿元。如果参考与中国饮食结构类似的日本市场, 预制菜的占比达到 60% 以上, 则我国预制菜有巨大的发展空间。即使假如中国预制菜渗透率达到日本一半的水平, 即 30% 左右, 则我国预制菜市场也有望达到万亿元规模。

3.2、屠宰企业更适合建设预制菜工厂

预制菜工厂本质上类似中央厨房。中央厨房自上世纪 90 年代被引入我国以来, 凭借着可以实现菜品的标准化, 同时降低采购和人力成本, 迅速在中式连锁快餐

企业中引起了一股建设热潮。但是，经过二十年的尝试，很多餐饮企业发现，中央厨房并非万能钥匙，而是成了食之无味、弃之可惜的“鸡肋”。尤其是很多餐饮企业规模不够，中央厨房的人员配置和设备食用都大量富余，单位成本高企，经营很不经济，甚至出现亏损的局面。

屠宰企业不仅进行宰猪加工，而且构建了肉类销售渠道。肉类的销售终端是广泛的（基本上每个餐饮、家庭都需要肉类消费），客户是众多的，销售供货次数是频繁的，尤其是鲜肉差不多每天一次供货。渠道广泛、客户众多、供货频繁，这就为屠宰企业建设预制品厂（类似中央厨房），销售预制品在规模上和物流上都提供现实的可能。而且，在屠宰厂边上自建预制品厂，屠宰厂直接提供肉类原料，和肉类一起配送到终端，也节约了原料中间环节的销售成本和综合供货给终端的物流成本。因此，从规模经济和方便程度来看，屠宰厂建设预制品厂，其效益远远超过一般餐饮企业自建中央厨房。

3.3、屠宰行业集中度处于长期提升趋势，“非洲猪瘟”助推提升进度

我国屠宰行业高度分散，龙头双汇发展 2019 年屠宰生猪 1320 万头，占 2019 年全国生猪屠宰量 54419 万头的 2.42%，雨润食品 2019 年生猪屠宰量 624 万头，行业占比仅为 1.14%。龙大肉食 2019 年生猪屠宰量 501.28 万头，行业占比 1% 不到。整体看，双汇、雨润、金锣、众品（2020 年已申请破产）、龙大、新希望这六家龙头屠宰量，CR6<8%，而美国屠宰行业 CR3>60%。

图 25：我国屠宰行业集中度情况

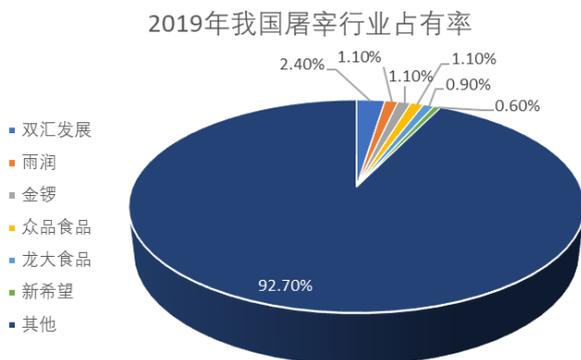
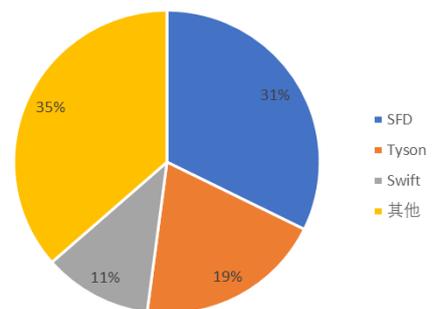


图 26：美国屠宰行业集中度情况

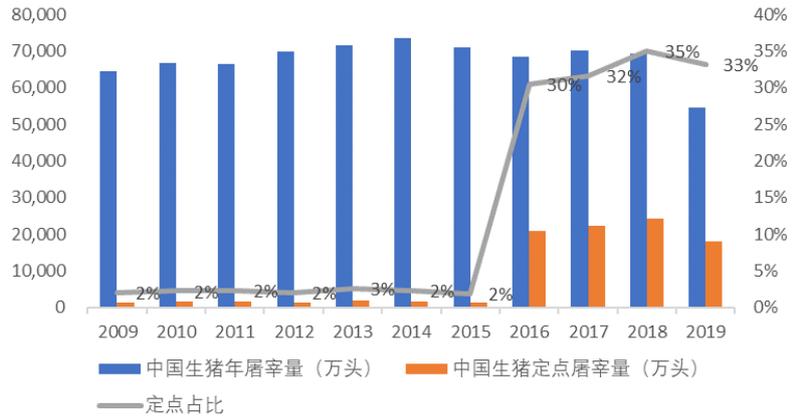


资料来源：中国产业信息网，公司公告，国海证券研究所

资料来源：智研网，国海证券研究所

从我国生猪屠宰规模化程度来看，虽然规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重逐年提高，但到 2019 年，仍然只有 33% 的水平，仍然处于规模化程度较低的水平。

图 27：我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重



资料来源：wind，国海证券研究所

高度分散的行业，也蕴藏着龙头企业具备潜在的整合机会和巨大的发展空间。从趋势来看，国家政策、行业环境，尤其是非洲猪瘟的影响，等多项因素助推行业集中度快速提升。

环保和社保政策趋严，部分小企业失去成本优势而陆续退出。随着政府加强监管，国内政策对生猪产业链的环保要求趋严，农业部加快畜禽屠宰法治化建设，重点加强小型生猪屠宰场点的资格清理，大量无法达到污染排放标准的小屠宰场关停并转。而在过去，由于环保管理不严格，很多屠宰场存在环保治理疏漏和员工社保不交，成本反而低于大型屠宰场。随着环保和社保等国家政策趋严，部分小型屠宰企业昔日不规范下的成本优势渐失，公司竞争力也逐渐失去而陆续退出。

“非洲猪瘟”影响下，政府定人定点严格监管，高监管成本更需要大屠宰企业来整合规范。“非洲猪瘟”后，存在小的屠宰场私下宰杀病猪而造成病猪肉市场流通的隐患和病猪排污周边辐射扩散的隐患。由此，带来政府的监管更加严格。目前，政府管理部门对屠宰场已实行定人定点监督管理，这进一步增加了政府监管成本。面对高昂的监管成本，政府迫切需要大的屠宰场整合一些小的屠宰场，规范运作，来降低管理难度，减少监管成本。

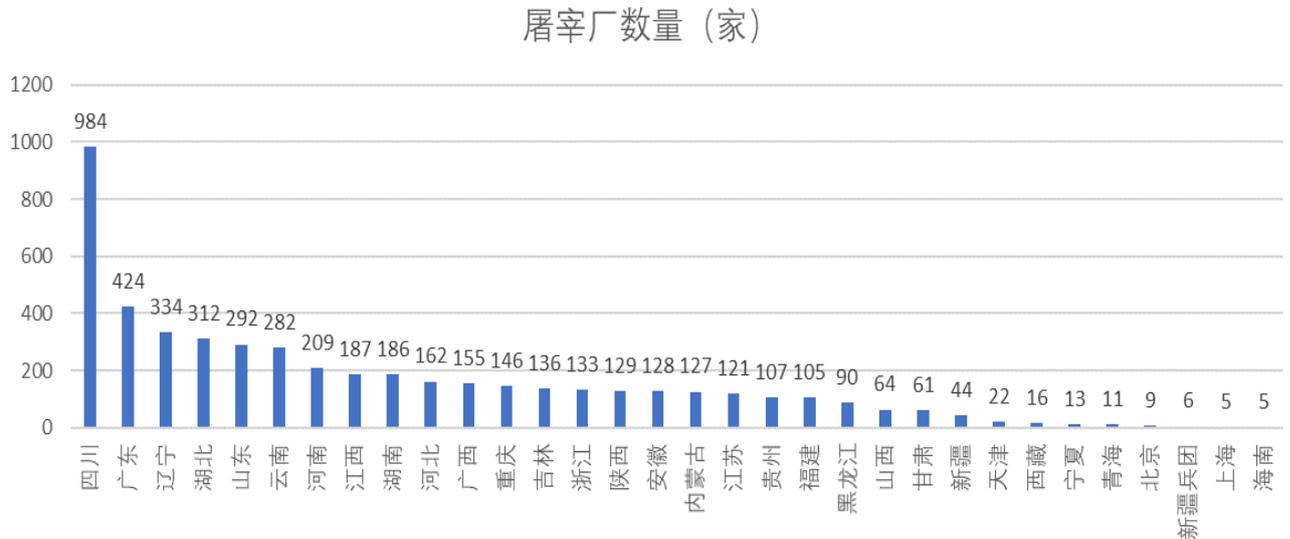
近期农业农村部发布的农办牧（2020）57号文件，指出在全国开展为期2个月的严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动，充分说明政府的监管不会放松。文件中指出“今年以来，各地通过开展农作产品质量安全专项整治“利剑”行动”，查办了一批屠宰环节违法案件、捣毁了一批私屠滥宰窝点、销毁了一批问题产品，有力支持了全国非洲猪瘟防控和生猪生产恢复，有效保障了生猪产品质量安全。随着冬季，特别是元旦春节消费旺季的到来，猪肉产品消费将进入高峰期，从近期各地案件查办情况看，私屠滥宰等屠宰环节违法案件呈上升趋势。为切实维护生猪屠宰行业秩序，保证生猪产品质量安全，保障节日期间猪肉消费安全和人民身体健康，农业农村部决定自2020年12月中旬到2021年2月中旬，在全国开展为期2个月的严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动”。

部分小型屠宰场自身缺乏资金实力，在竞争中也不得不退出。部分小型屠宰场

由于资金实力缺乏，获取稳定猪源能力差，两端议价能力低，导致开工率不足等弊端显现，自动退出市场也是一个趋势。尤其是在生猪价格大幅上涨，生猪供不应求的情况下，如 2019 年下半年的生猪行情，部分小屠宰场无法拿到生猪，同时也没有资金去囤冻肉，亏损严重，不得不关停。

在政府严加监管和部分小屠宰场自身实力不足的情况下，中小型屠宰场加速退出是趋势。据农业部统计，2019 年一年，屠宰场淘汰超过 4000 家，同比减少超过 47%，目前只有 5000 家左右。

图 28: 目前各省屠宰企业数量



资料来源：农业农村部，国海证券研究所

此外，在非洲猪瘟的影响下，禁止活猪调运，消费地部分小屠宰场将不得不关闭。传统的屠宰场一般设在“消费地”，采用“调猪”的方式。而非洲猪瘟的影响下，传统活猪调运方式易造成疫情传染扩散，因而政府限制活猪跨省调运（目前中南六省区，禁止活猪调运政策自 2020 年 11 月 30 日之后，开始实施。全国其他省区有望后继执行），鼓励实现就地屠宰。如此一来，则部分在消费地的屠宰场需要关停，而在养殖地需要新建部分屠宰场。小屠宰场没有资金实力异地扩建，而大的屠宰场多在养殖地建设和并购屠宰场。尤其是从“调猪”到“调肉”的模式转变，需要更长距离更长时间的冷链运输。大的屠宰企业在冷链运输和销售网络方面壁垒较高，引进先进的生产设备和研发冷分割加工工艺，都需要较大的资金投入和时间累积。这也客观上造成屠宰行业重新布局，推动行业自然整合，屠宰业务向大的屠宰厂方向发展。

规模化养殖下，大养殖户与大屠宰厂的强强联合，有望逼清部分小屠宰场退出。规模化养殖下，国内生猪主要由大企业进行养殖之后，我们预计大养殖企业和大屠宰企业之间会加强合作，对大养殖企业而言选择大屠宰厂合作，有利于快速消化产能，也便于后端客户管理。小屠宰场有可能缺少猪源，尤其是在猪价上行周期，因猪源的不稳定而压缩生存空间，最终因经营效益不佳而不得不退出。

养殖规模化带来的高振幅长周期的猪周期，耐受力差的小屠宰场退出也成必然。从中长期来看，随着养殖规模化，生猪养殖周期时间更长，振幅更大，小规模养殖屠宰企业耐受力差，退出更成必然。借鉴美国的生猪养殖行业发展情况，随着养殖规模化，规模养殖企业养殖效率高，资金实力强，从而具备更大的养殖惯性和耐受力，在周期波动的时候很难及时削减产能，从而造成猪周期波动幅度加大。从美国的猪周期数据可见一斑，1999年3月份，猪肉价格低点时28.83美元/英担，到2014年6月份，猪肉价格高点时85.40美元/英担，猪价高点是猪价低点时的近3倍。而我国历史上猪肉的价格（排除本轮非洲猪瘟影响）则高点与低点的差距一般在2倍左右。由于小养殖企业耐受力差，一旦退出就不敢轻易加入，后期又导致产能补充缓慢，猪价高企时间很长，小屠宰企业又面临生猪供给不足而面临亏损倒闭。因此，屠宰行业的集中度势必大幅提高。

图 29: 美国历年来猪肉价格情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 30: 我国生猪价格情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

从需求端来看，消费者及下游餐饮和食品企业，也会更多的选择品牌肉。随着对食品安全的日益重视，以及对过往瘦肉精和非洲猪瘟的担忧，消费者会越来越更多的选择品牌肉。同样，基于食品安全和供应链效率考虑，餐饮或食品企业，对上游的生肉及肉制品的供应在品质保障、产品开发、供应链能力、销售服务等方面提出更高的要求，或者即使出现什么问题，也希望供应商责任可追究。因此，大的屠宰肉制品企业优势会越来越显著。从营销角度看，大屠宰厂有肉制品工厂，生鲜肉与肉制品组合营销，终端也更愿意接受。

3.4、屠宰业务从粗加工向深加工转型，盈利能力持续提高

图 31: 龙大肉食部分精分割和定制分割肉



带皮五花肉块



带皮五花肉条



带皮五花肉片



梅肉片



肋排段



抽骨中方切块



抽骨中方切片



五花肉片



梅肉卷



去皮五花肉卷



三号肉卷



梅肉卷



精肉块



精肉丝



精肉片



五花肉丁

资料来源：龙大肉食公司网站，国海证券研究所

我国过去猪肉销售多以白条肉、粗分割肉为主。随着消费升级，消费者对产品的需求更加细分化，如有消费者只要排骨而不要肥肉，有消费者只要猪蹄而不需猪脚，以及厨房工业化时代，餐饮企业为减少劳动力成本和减小厨房面积降低租金成本，都需要屠宰厂直接提供更多的精分割和定制分割产品。在深加工精分割和定制分割业务模式推动下，屠宰业务的盈利能力大幅提升。

3.5、屠宰行业净利润规模有望达到 300 多亿元

我国生猪屠宰行业，中等规模屠宰场，单头净利润预计在 50 元左右，后继随着集中度提高，以及向深加工精分割和定制分割转型，单头净利润预计能达到 80 元甚至 100 元以上。

即使按目前单头净利润 50 元测算，如以平均每年 6.7 亿头生猪为标准，则净利润可达 335 亿元。如果参照食品类 2019 年平均 9% 的净利率倒推营业收入规模，

则也有相当于约 3700 亿收入规模的大行业。

在这种大行业里谋发展，龙头企业具备足够的整合空间和持续的成长性。

3.6、肉制品：目前市场占比小，向预制菜方向发展空间大

随着人们生活水平的不断提高和生活节奏的加快，消费者的食品消费观念已经从最初的满足于温饱发展成为追求高品质、方便快捷的消费，因此对营养价值高、食用便利、安全卫生的肉制品的需求越来越大。

图 32：我国肉制品行业产量情况



资料来源：中商产业研究院，中国产业信息网，国海证券研究所

近几年，我国肉制品保持着稳定的增长。2017 年全国肉制品产量突破 1600 万吨，2018 年我国肉制品产量达 1713 万吨，同比增长约 7%，2019 年我国肉制品产量达 1775 万吨，同比增长约 3.6%。参考双汇 2019 年肉制品收入 251.63 亿元，销量 160.16 万吨，则每吨均价大约 1.5711 万元，则整个肉制品行业相当于约 2800 亿元的收入规模，也是个规模很大的行业。

图 33：龙大肉食部分肉制品



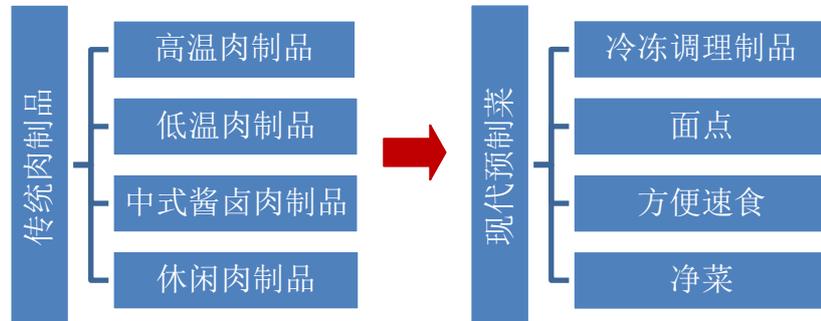
低温	 无淀粉烤肉排火腿	 龙大圆火腿	 萨伯尔烤肉	 五香扒鸡
酱卤	 散烧肉	 老汤牛肉	 散脱骨猪蹄	 五香扒鸡
冷冻调理	 炸鸡排	 椒香酥肉	 猪软骨炖香菇	 香菜肉丸串
面点	 煎饺	 烤猪排	 炸鸡排	 烧卖
方便速食	 卤味拼盘	 酸豆角肉末	 咖喱鸡(饭)	 台式卤肉(饭)
休闲	 香卤凤爪	 泡椒猪皮	 加钙儿童肠	 酱卤鸭翅

资料来源：龙大肉食公司网站， 国海证券研究所

经济发展促使生活方式发生变化，生活方式的改变又为企业不断创新提供了“土壤”。传统意义上的肉制品，多为高温、低温肉制品和中式酱卤肉制品，这些只是预制菜中的一部分。而随着80后、90后成为上班族的主力，工作节奏快，时间成本高，需要追求更为快捷的烹饪方式。此外，对餐饮业而言，随着人口老龄化，人工成本越来越高，场地租金大幅上升，也迫切需要类似中央厨房的食品工厂提供半成品。因此，具有佐餐属性的调理肉制品如油炸里脊肉、梅干菜

扣肉等，以及速冻面点、速冻丸子等调理制品呈现快速增长趋势。与加工常温食品相比，经过速冻工艺的冷冻料理包最大程度的减少营养成分流失、加工简便，成本较低，还延长了食品保存期，已经成为无明火餐饮业态的主流出品。

图 34：传统肉制品向调理肉制品等预制菜方向发展



资料来源：国海证券研究所

随着社会的发展和屠宰企业的业务渗透，屠宰企业的肉制品业务已经慢慢渗透到预制品的各个品类，未来甚至进一步发展到提供净菜。万亿元的预制品市场规模，发展空间很大。

4、调味品行业：受益消费升级，兼具量增和价增空间

4.1、餐饮发展和生活水平的提高促进调味品品类多元化和市场规模的扩大

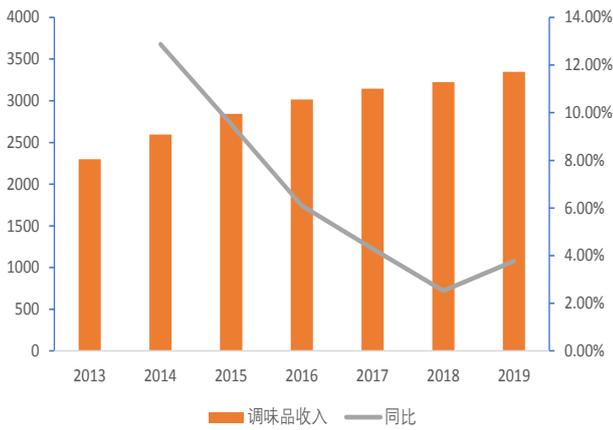
调味品是为菜肴增添风味的产品，随着人们收入的提高和生活水平的改善，在饮食方面不仅要满足基本温饱需求，而且要美味，健康，有新意，对饮食的追求更加多元化，也促进了调味品的创新和多元化。我国外卖行业发展迅速，对餐饮业的增长也发挥了重要的作用，在外用餐的人均调味品摄入量约是家庭烹饪的 1.6 倍，餐饮发展促进了调味品销量增长。由于餐饮发挥着饮食风味的引导作用，同时为了吸引顾客，餐饮需要不断创新菜品口味口感，也使得调味品在其中不断创新迭代，促进了调味品的多元化发展。

“油、盐、酱、醋等”是老百姓“衣食住行”中最基本的刚性需求，餐饮行业的发展，食品加工业的发展以及家庭端的消费升级，成为了推动行业发展的主要因素。根据中国调味品协会的统计数据显示，调味品行业年营业收入已超过 3000 亿元，行业正处于产品不断细分、市场不断集中的成长阶段。

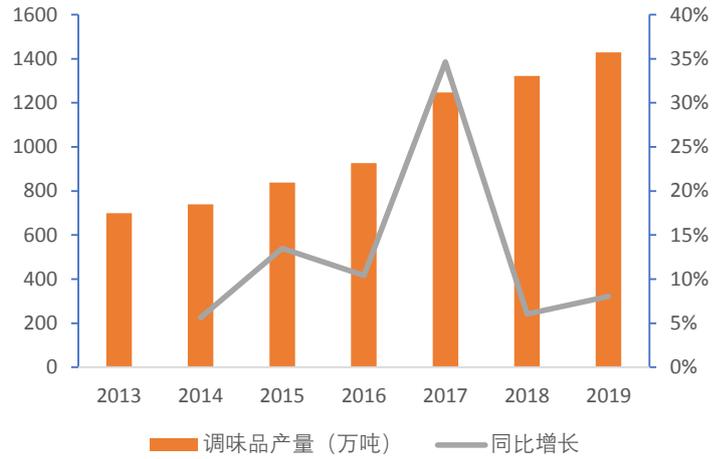
图 35：调味品行业收入规模（亿元）及同比

图 36：调味品产量及同比（2013-2019）

2013-2019

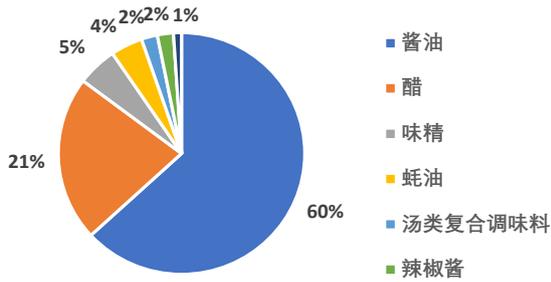


资料来源：智研咨询，国海证券研究所



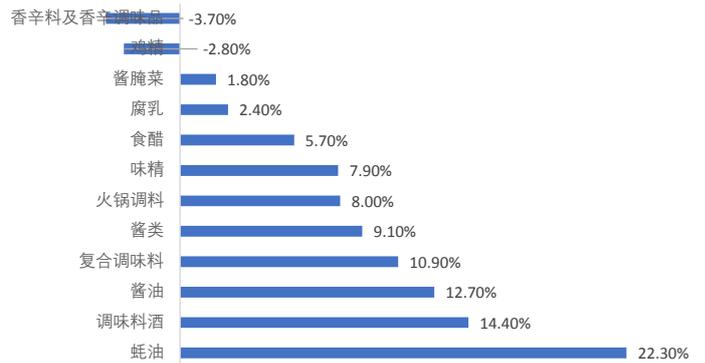
资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

图 37：我国调味品市场消费结构（2018）



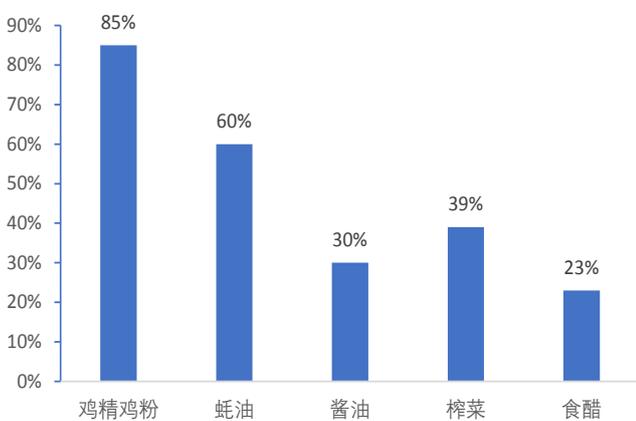
资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 38：调味品各细分产业的产量增速（2019）



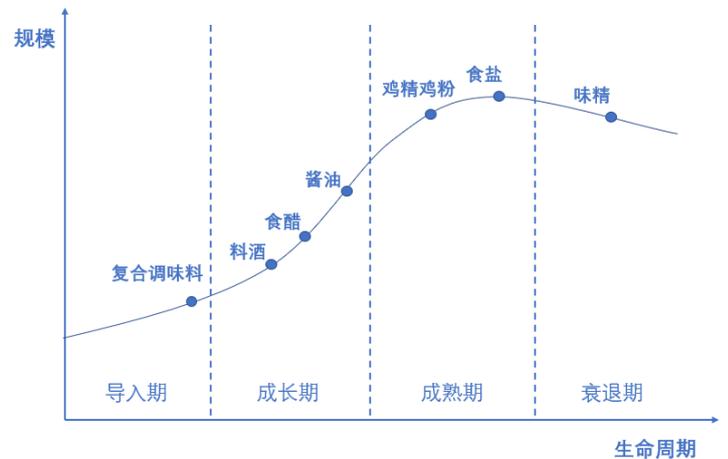
资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

图 39：调味品各细分产业的集中度



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

图 40：调味品各细分产品生命曲线



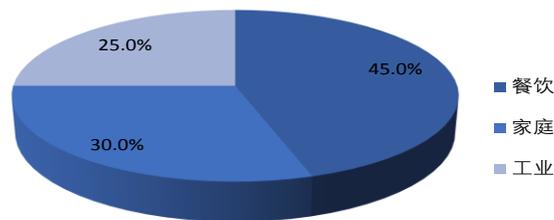
资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

调味品的终端需求按照服务终端主要分为餐饮渠道、零售渠道和食品工业渠道，分别占比 45%、30%，25%。从占比最大的餐饮端来看，餐饮业经历快速发展和新型餐饮业态的诞生，对调味品量和品类的需求都在增长，催生了调味品的创新和量增。近年来，譬如海底捞火锅，麻辣香锅，酸菜鱼，水煮鱼，水煮肉等菜品在餐饮端的火热，不仅促进了相关调味品在餐饮端的放量，也带动了其零售终端的放量。

从零售终端看，调味品提价或高端产品溢价更容易被消费者接受。调味品最重要的功能是味道，且调味品在每日三餐中都会出现，具有刚性需求属性，使用频次较高。因此，随着人们收入的提高对调味品的消费升级是最先进行升级的品类；且由于调味品价格在日常支出中占比较小，调味品价格的提高也更容易让消费者接受，因此调味品行业的产品升级推进速度更快。而对于餐饮渠道来说，易守难攻。餐饮业“消费分化”特征弱化，从海底捞的中报来看，一线、二线、三线和以下城市人均差距还不到 20%，远低于其他产业人均消费差距的平均值。对调味品来说，由于调味品的购买频次较低，可能是一到两个月一次，同时调味品和购买的菜品相比价格较低，即便面临产品提价或者高端产品的较高溢价，消费者也更容易接受。

我国菜品多样，复合调味品或产生部分替代，但单一调味品需求仍然稳健。调味品行业中，酱油，醋作为单一调味品，其需求面临部分复合调味品的替代，但餐饮和零售端的需求可以转移到复合调味品企业需求中。但基于我国菜系的丰富，并不是所有的家常菜都可以被复合调味品替代，绝大部分的菜系仍然需要单一调味品，酱油醋需求稳定。

图 41：调味品的渠道分布



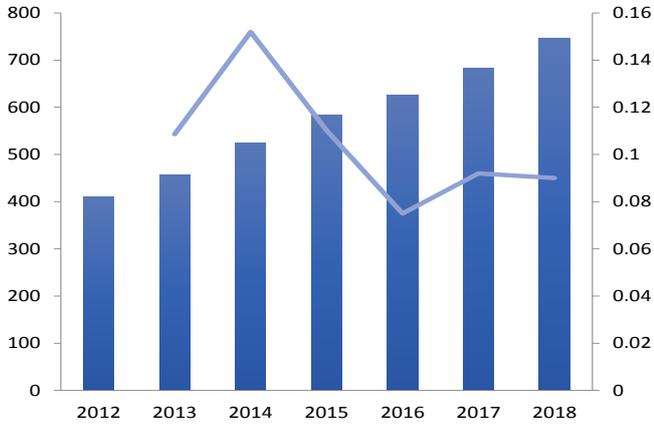
资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

4.2、酱油行业受益结构优化量价齐升

酱油行业量价齐升，仍处于增长阶段。根据前瞻产业研究院，我国 2018 年酱油零售收入为 745.55 亿元，同比增长 9%，其中消费量同比增长 6.33%，价格同比增长 2.51%。酱油行业仍处于增长阶段，2014 年以后主要受益于量增，酱油消费量近年来保持 6% 以上的增速，价格则自 2015 年后放缓至 2% 的增速。酱油主要的销售渠道为餐饮端，餐饮发展促进酱油量增。而酱油作为日常使用的烹

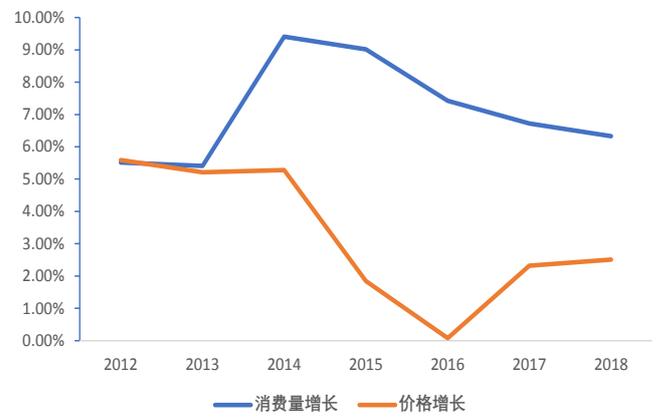
任调味品，消费者对其品牌和品质的关注度较高，随着居民收入的改善和对生活品质的追求，家庭端消费升级对酱油的价增产生较大作用。

图 42: 酱油行业零售额及同比增速 (单位: 亿元)
2012-2018



资料来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

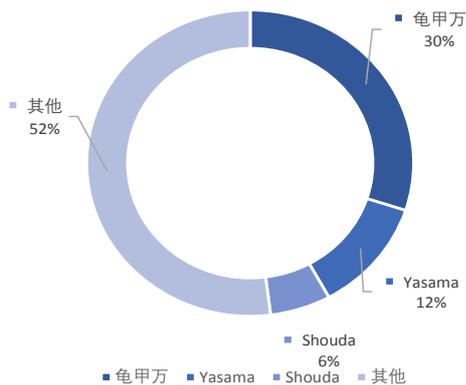
图 43: 酱油行业消费量和价格增长 (2012-2018)



资料来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

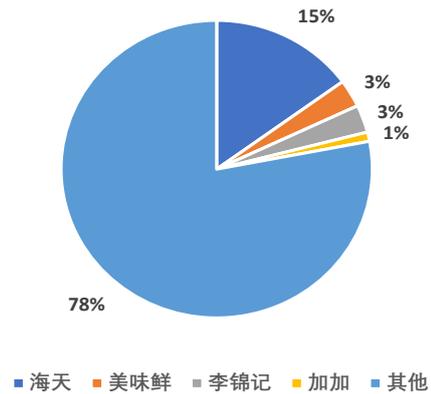
与日本酱油行业相比,中国酱油行业集中度较低。我国酱油行业 CR3 约为 21%, 日本 CR3 高达 48%。海天已经成长为全国性品牌,但相比于龟甲万其市占率仍然具有进一步提高的空间。厨邦, 千禾味业和李锦记目前仍然具有区域性特征, 全国化渗透空间较高。酱油行业存在较多中小企业和小作坊式生产的企业, 在一些地区也存在着家庭酿造酱类产品对酱油的替代使用。随着城镇化的推进和商超电商等渠道对乡镇农村的渗透, 酱油行业的品牌集中度将进一步提高。

图 44: 日本酱油行业市场格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

图 45: 中国酱油行业市场格局



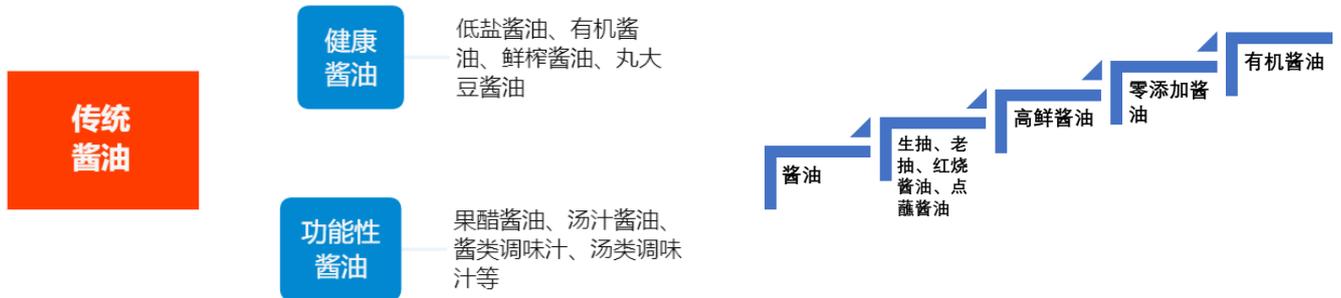
资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

酱油的产品升级体现在功能细分化和品质升级两方面。功能细分化是指酱油从传统酱油被分为生抽、老抽两种用途,并进一步细分为红烧酱油, 面条酱油, 点蘸酱油等多种用途。品质升级是指酱油的鲜度提高, 以及从酿造原材料来说, 使

用有机原材料产品进行发酵,或者不添加食品添加剂的具有更加醇厚味道的零添加酱油产品。

图 46: 日本酱油行业的消费升级

图 47: 中国酱油行业的消费升级



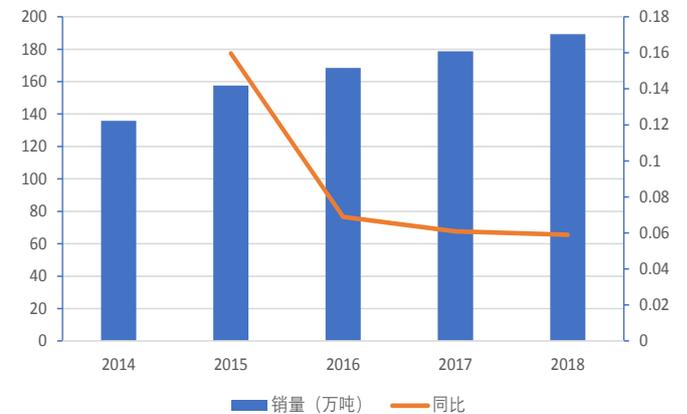
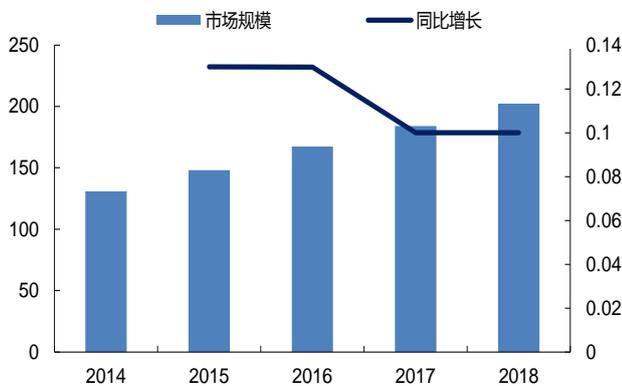
资料来源: 思宾格酵母抽提物, 国海证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

一般认为, 12 元以上的 500ml 酱油可以称为高端酱油, 2018 年国内高端酱油市场规模突破 200 亿元, 达到 202 亿元左右。2018 年, 我国高端酱油市场销量约 189.26 万吨, 同比上涨约 5.9%。

图 48: 高端酱油行业市场规模(亿元)及同比 2014-2018

图 49: 高端酱油行业销量规模及同比 2014-2018



资料来源: 观研天下, 国海证券研究所

资料来源: 观研天下, 国海证券研究所

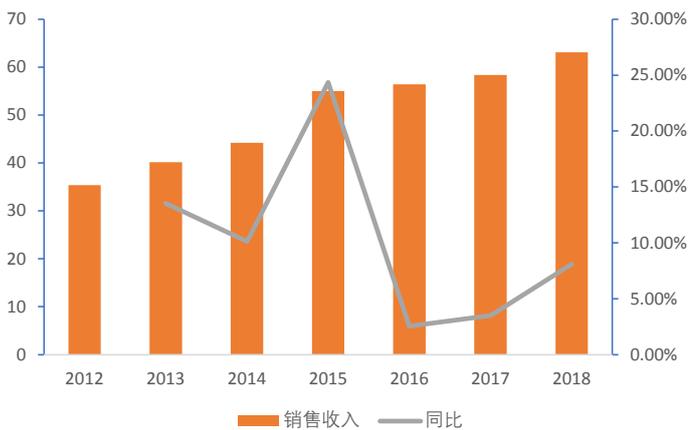
4.3、醋行业渗透率低, 集中度较低, 品牌龙头成长空间大

食醋有待进行深入的消费者教育。酱油、醋都作为单一调味品, 在日常生活中,

酱油的使用频次更高。红烧，清蒸，点蘸，腌制，调馅都可能会用到酱油，一方面酱油在我国饮食烹饪中具有应用传统，另一方面也要归功于酱油通过广告等方式对消费者的教育比较成熟。相对来说，醋的广告很少，食醋更多出现在养生节目中，以食醋利于健康的方式来进行消费者教育，日常烹饪当中用到醋的场景相对较少。食醋在饮食中的使用一般为包子，饺子，面条，汤品的点蘸，用于凉拌菜品、糖醋菜品、鱼虾海鲜的烹饪等。

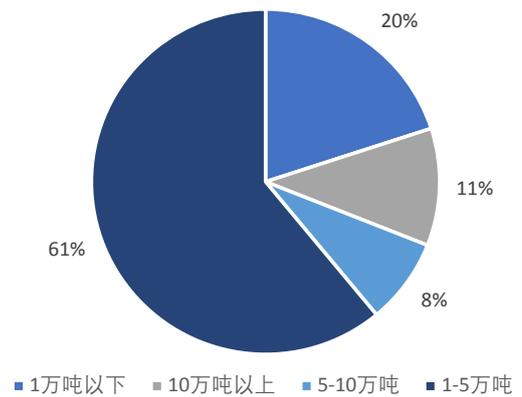
食醋行业集中度相对调味品其他细分子行业较低，因为食醋具有较强的地域特征，在全国化的推广过程中存在口味差异和当地醋企的竞争。山西老陈醋、镇江香醋、四川保宁醋和福建永春老醋素来被称为中国四大名醋，在味道上具有各自地方特色。我国大小生产食醋企业共计 6000 余家，在 6000 多家醋企中，品牌企业产量仅占 30%，其他作坊式小企业占 70%，目前中国食醋产业年产量已接近 500 万吨，根据 2018 年调味品协会发布的《中国调味品著名品牌企业 50 强/100 强》，产量 10 万吨以上的食醋企业有 4 家，占总数的 11%；总产量在 5-10 万吨的食醋企业有 3 家，占总数的 8%；总产量在 1-5 万吨的企业有 22 家，占总数的 61%；总产量在 1 万吨以下的企业有 7 家，占总数的 20%。

图 50: 我国百强食醋行业销售收入（亿元）及同比



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

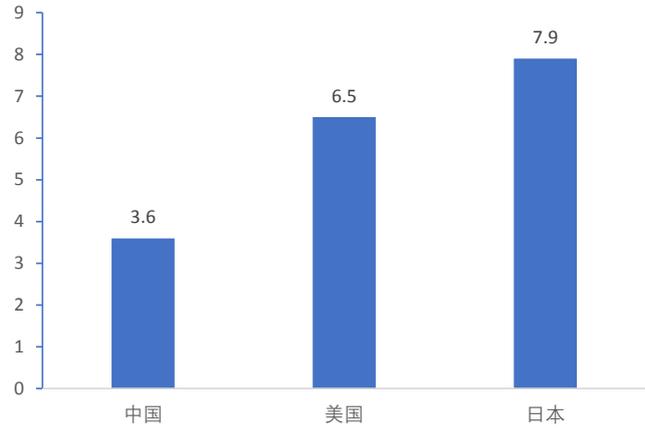
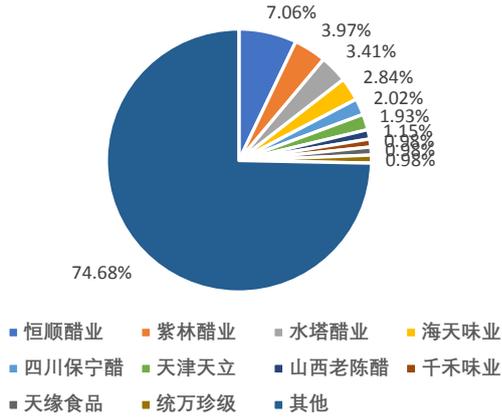
图 51: 2018 年百强企业中食醋企业产量分布



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

图 52: 食醋行业市占率分布

图 53: 中国与美国、日本的人均食醋消费量对比（单位：KG）



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

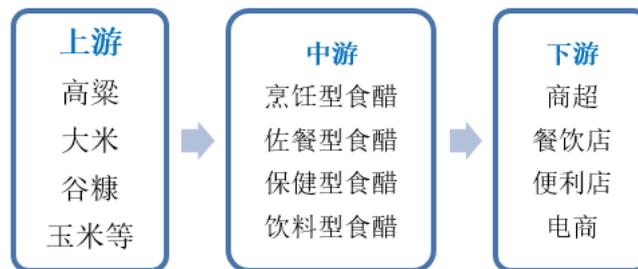
表 4：国内各地区均有区域性食醋品牌分布

地区	部分代表性食醋品牌	地区	部分代表性食醋品牌
山西	水塔、东湖、紫林、宁化府、来福	江苏	恒顺
四川	保宁醋、阆州醋、千禾	福建	永春
山东	玉兔、巧媳妇、史氏、灯塔	河北	统万珍级
天津	天立独流	北京	龙门、老才臣
浙江	老恒和	上海	宝鼎
陕西	岐山天缘、秦嫂子、宏丰	甘肃	崆峒源、玄鹤洞、景兴
贵州	味花园	广东	海天、李锦记

资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

食醋行业分级明显，未出现明显的头部企业。目前恒顺醋业、山西水塔等具有名醋基因的醋企为第一梯队，第二梯队是海天、中炬等规模化调味品企业，第三梯队则是大量的中、小规模工厂及家庭作坊。食醋行业配置醋占比仍然较高，未来随着行业监管趋严以及消费者对食醋品质的追求，将促使食醋行业朝更健康更规范的方向发展，也促使头部规模型企业借助自身的技术、资金、渠道优势去占据市场。

图 54：食醋行业的上下游



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

食醋相比酱油等调味品，健康属性更强。随着人们对健康的关注度增强，以及人口老龄化的到来，食醋的渗透率存在提高的空间。醋有利于降低血脂，控制血压升高，利于多种矿物质吸收，适当吃醋可以延缓餐后血糖上升速度。食醋也在由单一的基础调味功能衍生出向饮料醋、保健醋等方向延伸的多元化产品，醋饮料在 2018 年市场规模已经达到了 50 亿元左右。而人口移动促使饮食文化相互渗透，打破食醋区域壁垒，加上食醋品类多元化能够满足消费者不同的口感需求，促使食醋企业易于进行全国化推广。

4.4、料酒行业高速增长，集中度低

料酒行业渗透率低，集中度低，处于量价齐升的高速发展期。随着料酒消费者教育的深化，料酒在家庭端渗透率逐渐提升。目前市场上的产品品牌主要有王致和、老恒和、海天、老才臣、恒顺、美味鲜等，集中度较低。2019 年酿造料酒标准的出台实施会让料酒市场进一步规范，随着食品安全、环保措施的深化，作为料酒龙头企业的市场份额将持续提升。

图 55：料酒行业市场规模及同比（2014-2018）

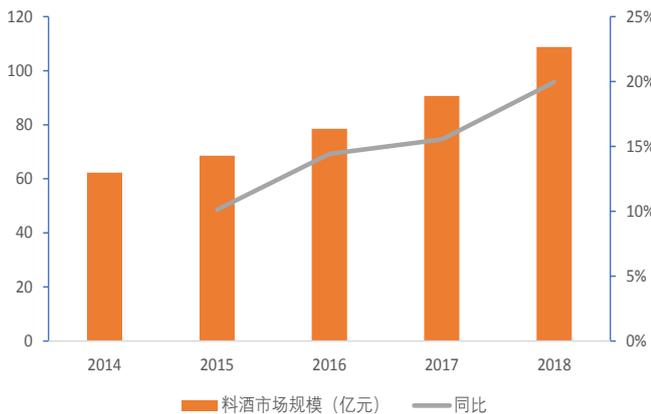
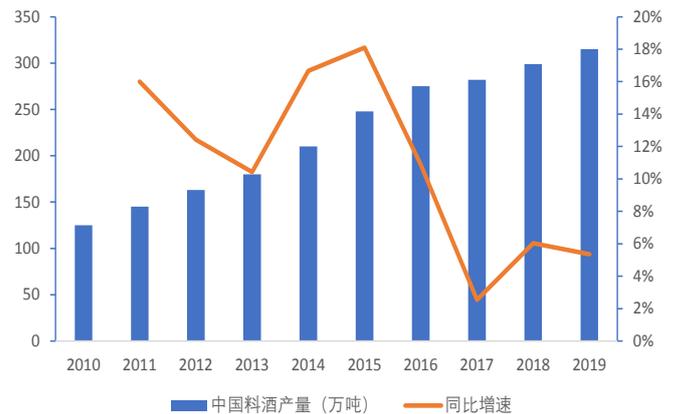


图 56：料酒产量及同比（2010-2019）

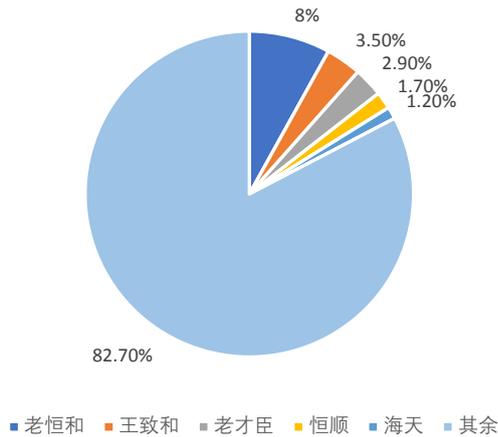


资料来源：中研网，国海证券研究所

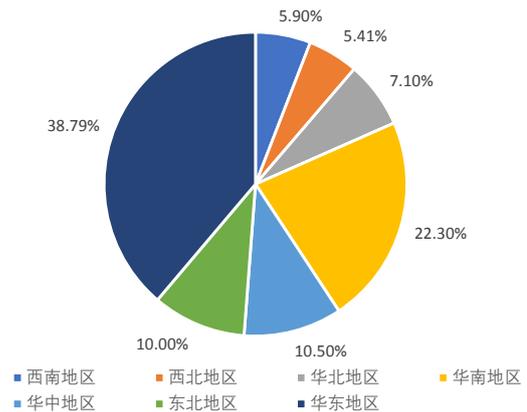
资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 57：料酒行业各企业的市占率

图 58：2018 年料酒市场总产值地区分布



资料来源：蓝鲸财经，国海证券研究所



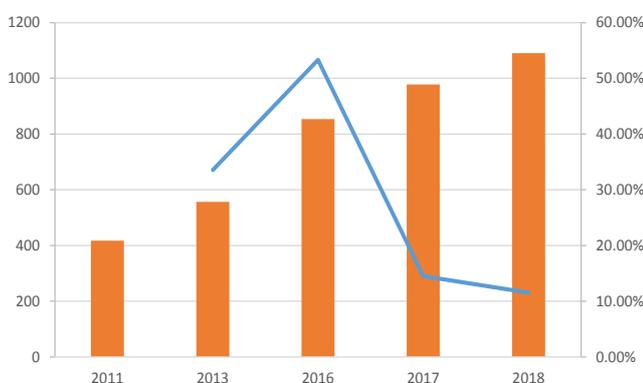
资料来源：中研网，国海证券研究所

4.5、看好复合调味品行业的渗透率提高

复合调味品可以分为鸡精，火锅调味料，中式复合调味料和西式复合调味料等种类，可以简单方便的赋予菜品独到好处的味道，一方面能够为餐饮企业的菜品标准化作出贡献，另一方面能够为零售端消费者提供烹饪美食的便捷性，可以节约消费者烹饪的时间，并为厨艺不佳的消费者提供了美食的解决方案。我们认为随着餐饮发展对菜品味道标准化的要求，以及随着经济发展带来的对于烹饪便捷性的需求，复合调味品的渗透率将不断提高。

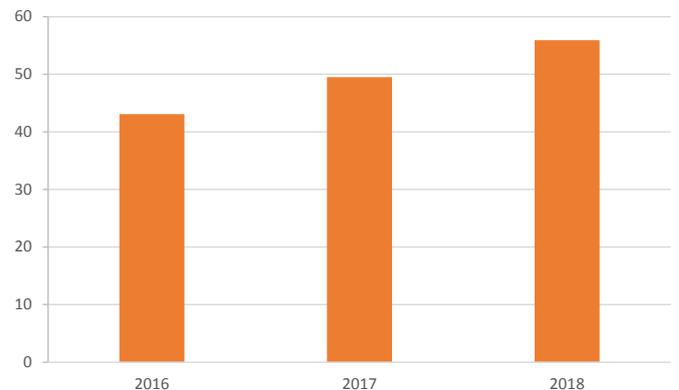
根据前瞻产业研究院数据，我国复合调味料近年来每年收入增速维持在 10%-50% 的高增速，随着复合调味料的新品类开发和供给端品牌的丰富，复合调味料行业将能够持续保持较高的增速。

图 59: 复合调味料的收入 (亿元) 及同比 (2011-2018)



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

图 60: 复合调味品行业产量 (万吨)



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

近年来随着川菜火锅等在全国地区的火热，促进了火锅调味料的快速发展，而在

今年疫情之下，居家增多更是促进了 C 端复合调味料的增长。

图 61: 复合调味料细分品类及占比

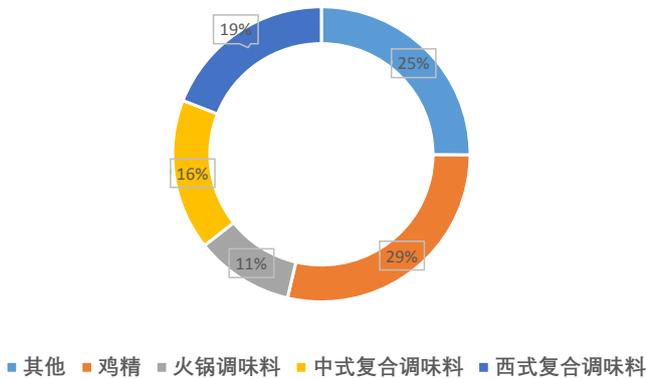
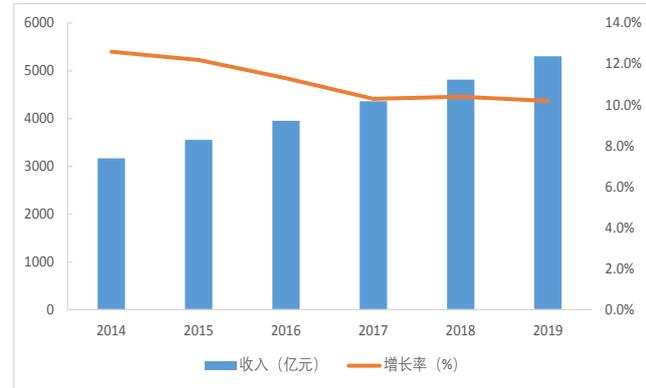


图 62: 火锅行业的收入及同比



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

资料来源：客如云，国海证券研究所

5、行业评级及重点推荐个股

整体来看，食品饮料行业受益消费升级而具有较高的成长性，同时食品的刚需属性使其业绩具有一定程度的确定性，维持行业评级为“推荐”。基于对消费升级和食品工业化的看好，我们重点推荐龙大肉食，华统股份，双汇发展，安井食品，天味食品，千禾味业。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-12-28 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002726.SZ	龙大肉食	12.5	0.24	0.92	1.23	52.08	13.59	10.16	买入
002840.SZ	华统股份	10.14	0.47	0.5	1.46	21.57	20.28	6.95	买入
000895.SZ	双汇发展	45.96	1.64	2.07	2.48	28.02	22.2	18.53	买入
603345.SH	安井食品	188.15	1.58	1.86	2.55	119.08	101.16	73.78	增持
603317.SH	天味食品	71.2	0.72	0.69	0.89	98.89	103.19	80.0	增持
603027.SH	千禾味业	37.72	0.42	0.43	0.65	89.81	87.72	58.03	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 食品安全事件;
- 2) 经济发展不及预期;
- 3) 推荐标的的经营不及预期;
- 4) 相关行业的国际比较仅供参考, 相关产品的渗透率具有达不到海外渗透率的风险

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，11年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名，2020年Wind“金牌分析师”食品饮料行业第5名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的

信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。