

食品饮料

2021 年度策略：慎思量，一枝独秀还复来

证券研究报告

2020 年 12 月 21 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520010001
liuc@tfzq.com

吴文德

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520070003
wuwende@tfzq.com

娄倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520100002
louqian@tfzq.com

食品饮料目前处于历史估值高位，但是在产业结构调整的过程中头部消费企业将持续收益，在消费升级的初级阶段，食品饮料目前仍处于景气上升阶段。2020 年的突发疫情使得食品饮料在“放大的消费”和“递延的社交”双重逻辑下延续了持续五年的上涨，目前估值处于历史高位。过去五年食品饮料板块持续上涨，底层逻辑是强防御属性及盈利稳定、现金流充沛、投资回报率高等特点带来的溢价提升。消费升级及行业集中度的提升也将持续利好行业空间打开、上行升级。板块整体目前处于估值高位，但随着行业整合加速及稳定业绩支撑，板块估值中枢或将继续上移，继续利好具有坚实基本面的优质龙头及不断边际改善的高弹性标的。

我国目前处于消费升级初级阶段，行业景气度在三大内核逻辑下持续提升。我们引用消费时钟理论，并剖析消费升级的表象和内核逻辑：消费升级的表象指向消费的层次将持续提升，未来行业的发展主要依靠结构的调整；而内核逻辑则表明目前我国正处于消费升级初级阶段，行业基本面向上的趋势仍将在三个内核逻辑的作用下持续演绎。与此同时，我们论述了“业绩-资本化率”正反馈现象，并认为该现象能持续演绎。在此正反馈下，食品饮料稳定性持续提升，结合消费升级新四化，我们重申食品饮料投资的五条主线，结合 2020 年行情演绎，我们建议 2021 年按“先可选，后必选；先饮料，后食品”的节奏进行关注。

递延的社交将一直持续到 2021H1，液体总体优于固体。疫情影响下，可选消费具备低基数优势，叠加行业内部景气度持续提升和改善，2021 年首推白酒和啤酒，关注软饮料恢复性成长机会。

- ◆ **白酒：行业集体性冷静带来持续性健康发展，全年值得关注。** 1) 从一年的维度看，白酒业绩环比改善稳定性强，至少持续至 2021Q2；2) 从未来 5 年的维度看，白酒行业周期逐渐熨平，仍会延续结构牛；3) IPO+借壳+收购，白酒行业资本化率提升，板块仍将精彩纷呈。高端持续推荐茅五泸，次高端重点推荐口子窖，关注洋河、舍得。
- ◆ **啤酒：长短期逻辑持续催化，核心聚焦结构升级。** 短期来看，啤酒行业具备低基数和量价齐升预期。疫情影响下，行业 20Q1 基数较低，同时销量和结构升级方面均有所影响。展望明年，在即饮场景不断恢复以及赛事等影响下，销量和吨价有望加速提升，奠定全年业绩高增基础。长期来看，行业结构升级仍是核心逻辑。把握结构升级主旋律，持续推荐青岛啤酒、华润啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒，关注燕京啤酒边际改善。
- ◆ **软饮料：重视板块恢复性成长机会，包装水行业值得长期投资。** 软饮料在疫情影响下，消费场景缺失，相关公司业绩影响较大。下半年随着学校等场景的恢复，相关公司业绩逐步改善。展望明年，软饮料行业在低基数背景下，景气度有望持续改善，叠加相关公司经营动作，软饮料明年或迎行业机会，建议关注香飘飘和养元饮品。包装水行业赛道优良，空间大，量价齐升可期，可中长线持续关注，关注“一大一小”组合农夫山泉和泉阳泉。

全年维度来看，“涨价逻辑”不容忽视，同时应把握行业格局持续优化下的龙头机会。2020 年疫情影响下，需求端有所影响致原材料成本压力趋缓。随着疫情的逐步缓解，全球需求有望逐步回升，在此预期下商品等价格不断上涨，食品饮料公司原材料成本压力逐步显现，催生提价预期。另一方面，疫情加速行业出清，格局变化带来龙头强者恒强。乳制品方面，低温或成为行业第二增长引擎，关注龙头布局优势，建议关注伊利股份；奶粉高端化愈演愈烈，国产奶粉崛起正当时，建议关注中国飞鹤和澳优；猪价进入下行周期，肉制品盈利能力持续释放，关注双汇发展；调味品龙头优势加速提升，成本压力催生提价预期，建议密切把握，关注龙头海天味业、金龙鱼，关注

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒企业新五规划勇攀高峰，持续推荐白酒啤酒板块》 2020-12-14
- 2 《食品饮料-行业深度研究:益生菌行业：多元场景加速培育消费习惯，益生菌走向专业化发展》 2020-12-10
- 3 《食品饮料-行业研究周报:食品饮料仍处景气周期，持续推荐白酒啤酒》 2020-12-07

内部优化、边际改善标的，推荐中炬高新和涪陵榨菜，关注低估值安琪酵母。

在“新四化”消费趋势下，新赛道顺应趋势异军突起，小而美的公司享受行业发展红利的同时巩固自身行业地位。其实，有很多新兴的细分领域并不与原传统行业割裂开的，而是“新四化”消费趋势在传统行业不断深化，也就是说，新兴细分领域是传统行业的延伸。例如，在便捷化趋势下，复合调味品、包装速食产品发展迅速；在健康化趋势下，0添加概念、植物基饮料、益生菌、人造肉等逐渐兴起。赛道思维下，建议持续关注天味食品、日辰股份、百润股份和科拓生物。

风险提示：宏观经济下行风险，政策风险，食品安全风险，公司经营风险，新品推出不及预期，进口产品替代和冲击等

内容目录

1. 食品饮料当前处于估值高位，但景气度仍处上行阶段	8
1.1. 特别的 2020 带来“放大的消费”和“递延的社交”接力式上涨	8
1.2. 持续五年的上涨开启食品饮料投资新思路	9
1.3. 看未来，慎思笃行不为过	11
2. 消费升级时代的馈赠，深究食品饮料上涨的内在逻辑	12
2.1. 中国目前刚刚处于消费升级的初级阶段	12
2.1.1. 消费时钟理论给出指引，行业发展步步为营	12
2.1.2. 消费时钟指向新四化，当前处于消费升级初级阶段	13
2.2. 剖析消费时钟第三阶段的外在表象和内在逻辑	15
2.2.1. 新四化下，消费升级表现在产品边界、品牌概念和消费差距上	15
2.2.2. 代际变更、信息扁平化和人均可支配收入的提升是消费升级的本质	18
2.3. 业绩和资本化率持续提升的过程中，食品饮料五条主线独上枝头	20
3. 递延的社交将一直持续到 2021H1，液体总体优于固体	21
3.1. 白酒行业集体性冷静带来持续性健康发展，全年值得关注	21
3.2. 高端稳定性凸显，次高端及区域龙头窗口期收窄，大众酒迎来高景气	24
3.2.1. 高端白酒量价齐升逻辑可持续，消费升级时代一超多强格局稳定	24
3.2.2. 次高端享受价差红利，新五规划各家有望迎来开门红	28
3.2.3. 大众酒光瓶酒是品质回归的体现，名优白酒降维打击是主线	31
3.3. 啤酒行业结构升级成共识，中期来看将持续景气	34
3.3.1. 回顾过往，疫情下回顾情况超预期，行业盈利能力持续改善	34
3.3.2. 展望未来，低基数下有望迎来持续催化，行业进入改善周期	35
3.4. 软饮料板块重视恢复性成长机会，包装水行业值得长期投资	36
3.4.1. 行业增长有所放缓，但结构性调整显著	36
3.4.2. 疫情影响下消费场景缺失，奠定低基数，关注强推新能力公司	37
3.4.3. 包装饮用水赛道脱颖而出，关注赛道中期投资优势	39
4. 成本提升不容忽视，集中度较高的行业格局会持续优化	41
4.1. 乳制品：上游供给偏紧原始奶价格上涨，布局牧场稀缺资源正当时	41
4.2. 奶粉：高端化趋势愈演愈烈，国产奶粉崛起时	44
4.3. 猪价进入下行周期，肉制品盈利持续释放	47
4.4. 调味品龙头优势加速提升，成本压力催生提价预期	48
4.4.1. 疫情加速行业集中，龙头企业逆势攫取份额	48
4.4.2. 机制变革和内部优化下，关注低估值龙头改善机会，密切跟踪提价预期	50
5. 赛道思维打开估值空间，小而美发力进行时	51
5.1. 便捷化趋势下，复合调味品及包装速食品快速兴起	51
5.1.1. 便捷化催生方便素食产品需求，互联网模式企业异军突起	51
5.1.2. 复合调味品受益餐饮连锁化率提升，行业加速发展	52
5.2. 健康化趋势下，各领域催生蓬勃新赛道	54
5.2.1. 健康趋势深化催生新赛道，益生菌赛道空间大	54

5.2.2. 替代蛋白符合健康趋势，植物基市场崛起是必然趋势	57
5.3. 多元化趋势下，新兴赛道百花齐放	59
6. 投资建议：先可选后必选，先饮料后食品	61
7. 风险提示：	63

图表目录

图 1：2020 年初至 11 月 30 日食品饮料各子板块涨幅（%）	8
图 2：食品饮料各子板块 20Q1-Q2 单季度营收同比增幅（%）	9
图 3：食品饮料各子板块 20Q1-Q2 单季度净利润同比增幅（%）	9
图 4：2015 年至今各板块区间涨跌幅（%）	9
图 5：过去五年食品饮料板块及沪深 300 指数股价表现	9
图 6：过去五年食品饮料各子板块涨幅（%）	101
图 7：食品饮料（中信）五年涨幅 TOP10	101
图 8：中信食品饮料指数近五年营收及增速	1
图 9：中信食品饮料指数近五年净利润及增速	1
图 10：2019 年各板块 ROE 水平（%）	1
图 11：子板块 PE 水平	1
图 12：食品饮料（中信）PE-BANDS	1
图 13：中国百年消费时钟	1
图 14：中国消费百年时钟：第三阶段	1
图 15：2010 年至今我国社零消费累计同比（%）	1
图 16：2015-2019 年我国人均可支配收入（单位：元）	1
图 17：2015-2019 年中国居民健康素养水平	1
图 18：消费趋势下，高品质服务受到重视	1
图 19：成分党年龄段分布	1
图 20：成分党所在城市占比 TOP5	1
图 21：今日头条新中产用户饮食概念关键词阅读量变化（2019 上半年 vs2020 上半年）	1
图 22：2011-2018 社零总额年增长率（%）	1
图 23：2000-2019 我国 GDP 变化	1
图 24：新世代和上一代人群消费额变化	1
图 25：高低线消费在第三阶段的表现	1
图 26：2000-2019 年我国人均 GDP 变化	1
图 27：2010-2020 年食品饮料 A 股上市公司数量（家）	2
图 28：食品饮料行业预发行公司名单	2
图 29：业绩和资本化率互为正反馈	2
图 30：未来食品饮料行业投资的五条主线	2
图 31：白酒行业 PE（TTM）走势图	2
图 32：各主要酒企历史 PE 及当前分位	2
图 33：主要白酒酒企 2019 年与 2020 年 Q1 收入情况（亿元）	2

图 34: 主要白酒酒企 2019 年与 2020 年 Q2 收入情况 (亿元)	2
图 35: 白酒消费结构变化情况	2
图 36: 白酒消费层次变化情况	2
图 37: 高端与次高端主要酒企 2020 前三季度营收同比	2
图 38: 茅五泸批价走势情况 (元)	2
图 39: 高端竞争格局变动情况: 老窖份额拉大, 茅五泸格局成立	2
图 40: 龙头更替模型	2
图 41: 茅台通过加码非标产品, 打开价格空间	2
图 42: 茅台直销渠道占比逐步提升	2
图 43: 五粮液产品端创新	2
图 44: 老窖渠道创新: 品牌专营公司渠道运作模式	2
图 45: 消费时钟在白酒行业的应用	2
图 46: 主要次高端酒企 20Q2 及 Q3 单季度营收恢复情况 (同比)	2
图 47: 次高端市场容量变动情况: 近年度快于白酒业整体 (亿元)	2
图 48: 次高端主要企业内部竞争情况: 格局越发均衡	3
图 49: 部分酒企 2020 年 1-9 月销售费用占营业收入比例	3
图 50: 次高端投资逻辑	3
图 51: 低端酒市场集中度情况 (2018 年)	3
图 52: 大众酒性价比的三个表现方面	3
图 53: 顺鑫农业 2020 年业绩承压 (单位: 万元)	3
图 54: 顺鑫农业白酒业务承压 (单位: 万元)	3
图 55: 大众酒投资逻辑	3
图 56: SW 啤酒板块营业收入 (亿元)	3
图 57: SW 啤酒板块归母净利润 (亿元)	3
图 58: SW 啤酒&上证 A 股收盘价 (元)	3
图 59: SW 啤酒行业市盈率 (TTM)	3
图 60: 我国 2010-2019 年啤酒销量变化 (单位: 百万公升)	3
图 61: 啤酒行业中高低端啤酒销量占比	3
图 62: 啤酒公司千升酒价 (元/千升)	3
图 63: 啤酒公司净利率	3
图 64: 软饮料行业已进入成熟阶段	3
图 65: 预计未来软饮料行业能够保持稳中有进	3
图 66: 果汁行业中中高浓度果汁占比持续上升	3
图 67: 茶饮料行业无糖茶增速远高于含糖茶	3
图 68: 2016-2020Q3 A 股软饮料公司营收和净利润变化	3
图 69: 2016-2020Q3 A 股软饮料公司毛利率和净利率变化	3
图 70: SW 食品饮料 vs SW 软饮料涨跌幅	3
图 71: A+H 股软饮料企业年初至今涨跌幅比较	3
图 72: 推新概念的投资逻辑	3
图 73: 包装饮用水市场规模稳定增长	3
图 74: 包装饮用水市场份额稳居第一并逐年提高	3

图 75: 近五年中国居民人均可支配收入不断提高	3
图 76: 1998-2019 年中国城镇化水平	3
图 77: 天然水和天然矿泉水增速显眼	4
图 78: 多元渠道满足多元场景和人群的消费需求	4
图 79: 农夫山泉投资逻辑	4
图 80: 我国奶牛存栏数近年呈现下降趋势 (干头, %)	4
图 81: 自 2018 年底国内生鲜乳平均价呈上涨趋势 (元/公斤)	4
图 82: 2014-2019 年主要牧业公司营业利润率 (单位: %)	4
图 83: 散养奶牛利润率高于规模化牧场	4
图 84: 散养奶牛成本低于规模化牧场	4
图 85: 伊利上游牧场布局进程	4
图 86: 蒙牛上游牧场布局进程	4
图 87: 2018 年我国出生人口下跌超过 10%	4
图 88: 我国出生率自 2017 年起连年下滑	4
图 89: 奶粉整体市场规模 2016 年后趋于稳定	4
图 90: 中国消费百年时钟 ——奶粉行业所处阶段	4
图 91: 超高端、高端及普通婴幼儿配方奶粉零售价值占比	4
图 92: 婴幼儿配方奶粉平均零售价	4
图 93: 美国本土品牌雅培和美赞臣占据近 80% 市场	4
图 94: 日本本土奶粉品牌占据绝大部分市场	4
图 95: SW 肉制品板块营业收入 (亿元)	4
图 96: SW 肉制品板块归母净利润 (亿元)	4
图 97: 22 个省市: 平均价: 生猪&猪肉 (元/千克)	4
图 98: sw 调味发酵品板块营业收入 (亿元)	4
图 99: sw 调味发酵品板块归母净利润 (亿元)	4
图 100: 2014-2019 调味品产量变动 (万吨)	4
图 101: 2010-2019 调味品 CR4 及 CR8 变动情况	4
图 102: 海天味业分地区经销商数量变动 (个)	4
图 103: 海天味业分地区营业收入同比变化率 (%)	4
图 104: 中炬高新分地区经销商数量变动 (个)	5
图 105: 中炬高新分地区营业收入同比变化率 (%)	5
图 106: 2018-2020 年大豆现货价格变动 (元/吨)	5
图 107: 2020 年玻璃价格环比增减点位, 上日=100 (点)	5
图 108: 2020 年瓦楞纸价格变动 (元/吨)	5
图 109: 日本女性劳动率	5
图 110: 我国女性劳动率	5
图 111: 新兴互联网食品企业供应链建设十分关键——以自嗨锅为例	5
图 112: 复合调味品目前处在发展初期	5
图 113: 复合调味料较其他品种增速较高	5
图 114: 复合调味品市场规模变化 (亿元)	5
图 115: 不同年龄群体对就餐方式的选择	5

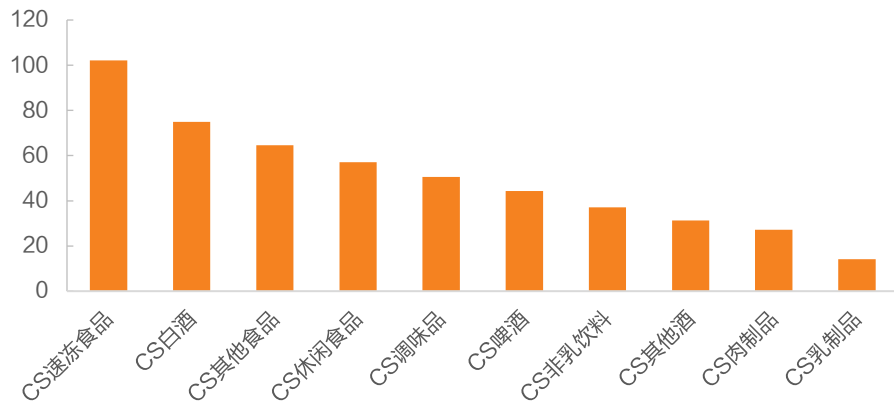
图 116: 天味食品定制餐调业务快速增长.....	5
图 117: 截至 2018 年 1 月, 低温酸奶市场 CR3 为 63%	5
图 118: 简爱 0 添加糖裸酸奶.....	5
图 119: 我国益生菌市场规模增长迅速	5
图 120: 2014 年中国益生菌行业需求结构中乳制品需求占 72.4%.....	5
图 121: 食用益生菌制品行业产业链.....	5
图 122: 科拓恒通营收增长情况良好.....	5
图 123: 科拓恒通目前以食品添加剂为主要业务.....	5
图 124: 科拓恒通益生菌相关业务对公司收入的增长和盈利水平的提升起到了积极作用.....	5
图 125: 预计植物蛋白饮料市场增长空间较大(单位: 亿元)	5
图 126: 全球人造肉市场规模(亿美元)	5
图 127: 人造肉市场空间测算.....	5
图 128: 2019-2020 中国人造肉市场重要事件盘点	5
图 129: 西麦产能建设.....	6
图 130: 西麦食品 2020 年新品.....	6
图 131: 百润股份 2020 年新品.....	6
图 132: 桃李不断开拓零售终端, 19 年底销售终端已达 24 万个.....	6
图 133: 桃李不断开拓全国市场, 2015-2019 各地区营业收入占比.....	6
表 1: 各板块 2020 年行情回顾.....	8
表 2: 部分代表性个股涨幅及业绩表现	1
表 3: 主要白酒企业 Q1-Q3 业绩表现	2
表 4: 2020 年以来白酒产业与资本合作事例	2
表 5: 茅五泸量价回顾以及预期	2
表 6: 次高端主要企业 2020 量价回顾	2
表 7: 部分酒企“十四五”规划	3
表 8: 主要酒企产品升级汇总.....	3
表 9: 啤酒板块单三季度财务数据.....	3
表 10: 啤酒板块收入拆分	3
表 11: 我国牧场规模化程度不高, 2017 年 15 家规模牧场生产量占总产量比重仍较低..	4
表 12: 不同规模牧场成本构成	4
表 13: 美国不同规模奶牛牧场的经营利润(单位: 美元/吨)	4
表 14: 测算当精饲料价格上涨 5%, 各规模牧场的盈利变化.....	4
表 15: 国产奶粉市占率逐渐提升.....	4
表 16: 肉制品及卤制品板块单三季度财务数据	4
表 17: 大牌入局, 新推出豆奶产品逐渐走向高端化.....	5
表 18: 人造肉(112g) VS 碎牛肉(113g)	5
表 19: 主要公司盈利预测.....	6

1. 食品饮料当前处于估值高位，但景气度仍处上行阶段

1.1. 特别的 2020 带来“放大的消费”和“递延的社交”接力式上涨

疫情加速食品饮料长期集中度提升大逻辑，站稳当前高估值。2020 年 1 月 1 日至 2020 年 11 月 30 日期间，食品饮料板块涨幅继续领跑，涨幅+50.95%，仅次于国防军工（+64.13%）位居全行业第二，沪深 300 涨幅+25.15%，食品饮料板块显著跑赢大盘。其中，各细分子板块表现不一。速冻食品表现强劲，涨幅高达 102.15%；白酒持续稳健，涨幅 74.95%，其他食品、休闲食品、调味品紧随其后，均实现了 50%以上增长。乳制品增速居后，为 14.19%，其余子板块均跑赢大盘。

图 1：2020 年初至 11 月 30 日食品饮料各子板块涨幅（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

根据我们年初发布的行业深度报告《消失的需求，创造的消费，递延的社交——从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响》，我们认为新冠疫情对于整体消费行业影响客观存在，疫情导致出行受制，很大程度上抑制了社交场合及餐饮相关消费场景，导致了一些消费行为的向后递延甚至消失；另一方面，疫情催化了居家场景的消费及休闲娱乐需求，同时也为一些消费行为的出现创造了机会。我们认为疫情对于食品饮料行业的影响主要在于三个维度，分别为：**创造的需求（此次疫情下激发的需求），递延的需求（主要是与社交相关的消费）和消失的需求（与节日、礼品相关的消费）**。2020 年下半年随着疫情逐步缓解，我们在年初对于各子板块的判断也基本得以验证。

表 1：各板块 2020 年行情回顾

板块	行情起点时间	最高点时间	行情持续时长 (天)	涨幅 (至最高点)	回调幅度 (最高点至今)	增幅前三个股
白酒	2020/3/20	2020/11/27	252	114.40%	-5.07%	金徽酒、酒鬼酒、山西汾酒
啤酒	2020/3/20	2020/11/27	252	121.14%	-6.45%	重庆啤酒、青岛啤酒、惠泉啤酒
其他酒	2020/3/20	2020/11/27	252	108.35%	-11.64%	百润股份、金枫酒业、莫高股份
非乳饮料	2020/3/20	2020/9/4	168	43.55%	-8.43%	维维股份、养元饮品、承德露露
乳制品	2020/5/22	2020/9/4	105	54.40%	-12.51%	妙可蓝多、新乳业、伊利股份
肉制品	2020/1/23	2020/9/4	225	126.99%	-25.01%	龙大肉食、双汇发展、上海梅林
调味品	2020/2/28	2020/9/4	189	127.50%	-20.21%	千禾味业、ST 加加、天味食品
其他食品	2020/2/7	2020/8/7	182	129.43%	-16.64%	晨光生物、仙乐健康、双塔食品
休闲食品	2020/1/23	2020/9/4	225	113.35%	-20.30%	良品铺子、盐津铺子、甘源食品
速冻食品	2020/1/23	2020/9/4	225	245.44%	-17.80%	安井食品、海欣食品、三全食品

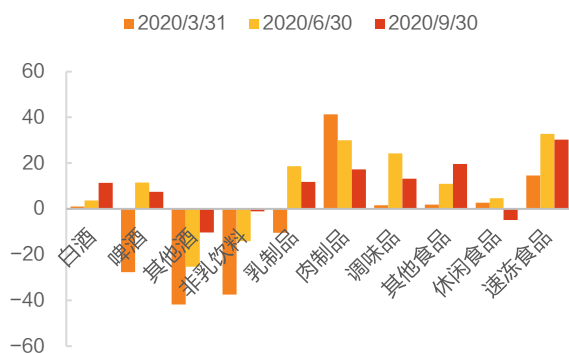
资料来源：Wind，天风证券研究所

- ◆ **“消失的需求”**：疫情对于可选消费的影响主要来源于出行受到限制后导致的消费场景缺失，新冠疫情大规模爆发正值春节期间，使得众多商务宴请、亲友聚餐、拜访送礼等场景大受影响，社交餐饮类消费需求被压制，而作为节假日礼品的乳制品、非乳饮料、

食品礼盒等消费需求则因此消失。从业绩端来看，Q1 整体食品饮料表现承压，业绩走低，其他酒、非乳饮料、啤酒、乳制品同比负增长，下滑幅度分别为-41.85%、-37.51%、-27.64%及-10.46%，其他酒及非乳饮料目前仍未恢复正增长。

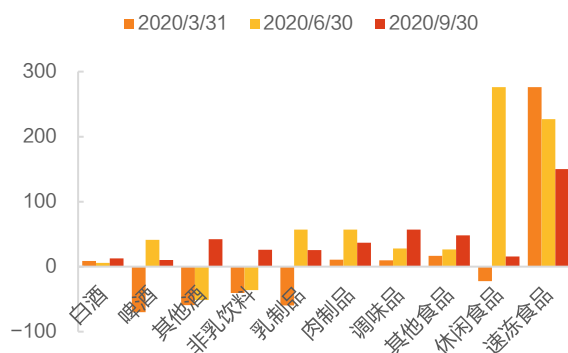
- ◆ **“放大的消费”**：疫情中不同板块体现了不同的特质及属性，部分消费需求在疫情中得以创造、放大，成为逆势拉动板块走高的助推动力。肉制品在疫情期间囤货需求得以提升，肉制品作为重要的民生产品，具有一定的必选属性及抗周期能力。肉制品 20Q1 营业收入实现 41.32%高增长，表现强劲。随着外出餐饮向家庭餐饮场景转变，速冻产品在疫情居家隔离期间成为家庭消费的囤货热点，料包产品及复合调味品获得 C 端替代需求，并且随着消费习惯的培育，看好未来持续增长。速冻食品在 20Q1 营收增长 14.57%，而在 Q2 及 Q3 均保持了 30%以上增速。调味品板块虽然一定程度因为餐饮停业受到不利影响，Q1 营收增速 1.60%，但 Q2 大幅提升至 24.20%。
- ◆ **“递延的社交”**：社交场景及餐饮活动骤减导致了啤酒、白酒需求出现阶段性下滑，20Q1 营业收入表现承压，分别增幅为-27.64%及 1.04%。白酒主要系社交活动的大幅下滑导致消费者及经销商库存消化周期变长，进而影响酒企出货情况。而啤酒主要因餐饮停业而啤酒约 50%的消费来自餐饮端，该部分影响较大。但该部分需求仅仅受到压制而并未消失，随着疫情缓解出行及交通恢复，政务及商务宴请、亲友聚会场景补足，递延的社交需求再次呈现。此外，疫情期间加速了行业升级及管理优化，白酒企业在疫情期间理顺渠道逐步挺价，啤酒行业产品结构推动升级。从业绩表现来看，白酒 20Q2 及 Q3 增幅不断提升，环比改善趋势稳定性强，产品动销恢复，渠道库存压力减轻。

图 2：食品饮料各子板块 20Q1-Q2 单季度营收同比增幅（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：食品饮料各子板块 20Q1-Q2 单季度净利润同比增幅（%）

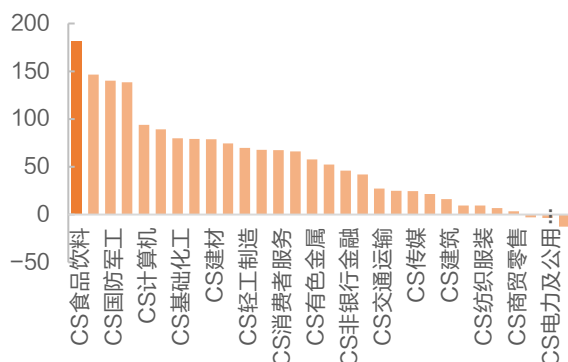


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 持续五年的上涨开启食品饮料投资新思路

2015 年至今食品饮料板块区间涨幅高达+181.42%，紧随其后的电子、国防军工、医药板块涨幅分别为 146.66%、140.23%及 138.50%，食品饮料领跑全市场，在所有板块中位居首位。

图 4：2015 年至今各板块区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

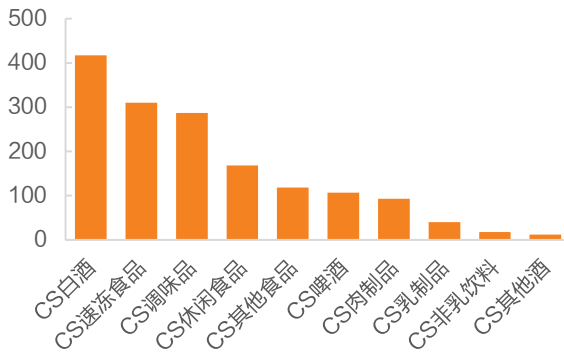
图 5：过去五年食品饮料板块及沪深 300 指数股价表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

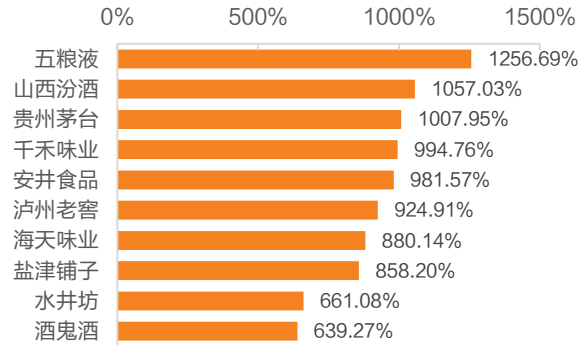
各子板块表现不俗，白酒长牛持续领涨。在食品饮料各子板块中，五年涨幅前三的板块为白酒、速冻食品及调味品，区间涨幅分别为 417.37%、309.95%及 286.93%。个股当中，食品饮料板块涨幅前五个股为五粮液、山西汾酒、贵州茅台、干禾味业、安井食品，区间涨幅分别为 1256.69%/1057.03%/1007.95%/994.76%/981.57%，股价涨幅超过或接近 10 倍。在不同板块涌现高回报高成长优质个股，例如白酒板块的五粮液、贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖；速冻食品板块的安井食品；调味品板块的干禾味业、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；啤酒板块的重庆啤酒；乳制品板块的妙可蓝多、伊利股份等。

图 6：过去五年食品饮料各子板块涨幅 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

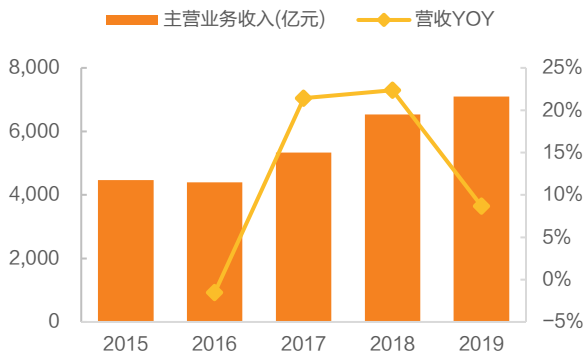
图 7：食品饮料（中信）五年涨幅 TOP10



资料来源：Wind，天风证券研究所

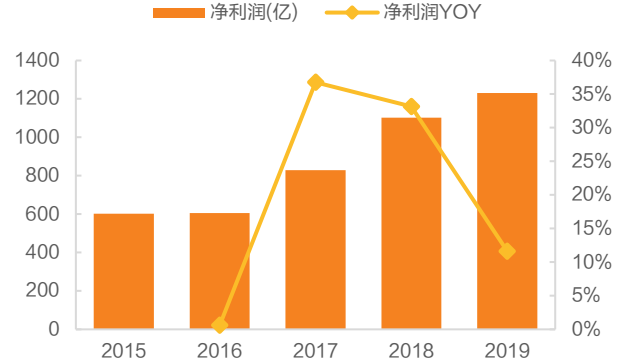
食品饮料的上涨并非空中楼阁，在消费升级的大背景下持续稳健的业绩是核心支撑因素。过去五年食品饮料板块盈利能力不断增强，整个大板块的业绩表现呈现上行趋势。从 ROE 水平来看，食品饮料板块 2019 年 ROE 为 20.63%，居所有板块首位，2015 年至今均保持 15%以上。

图 8：中信食品饮料指数近五年营收及增速



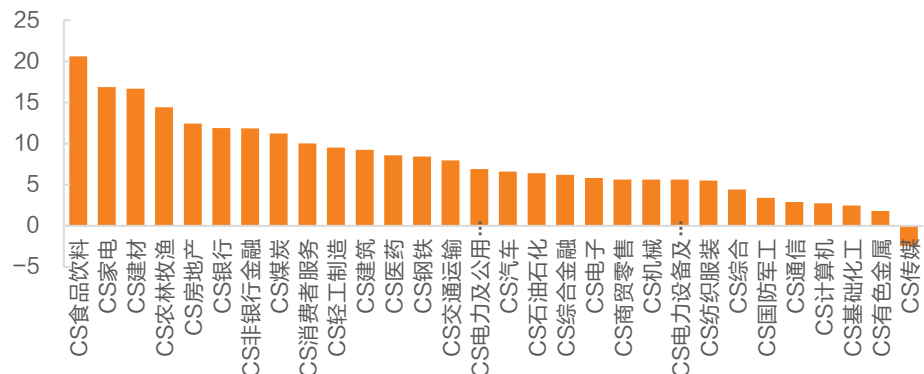
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：中信食品饮料指数近五年净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2019 年各板块 ROE 水平 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

稳定性的业绩增长是食品饮料上涨的核心动因。不同板块内涨幅位居前列的优质龙头，近五年来投资回报水平与营业收入、归母净利润年复合增速水平相匹配，实现高回报的优质个股均有着与价格相匹配的扎实基本面基础。例如白酒板块五粮液、山西汾酒，调味品板块千禾味业，速冻食品类安井食品，五年区间涨幅分别为 1256.69%、1057.03%、994.76% 及 981.57%，其归母净利润年复合增速分别实现 29.86%、39.52%、31.11% 及 30.65%。

表 2：部分代表性个股涨幅及业绩表现

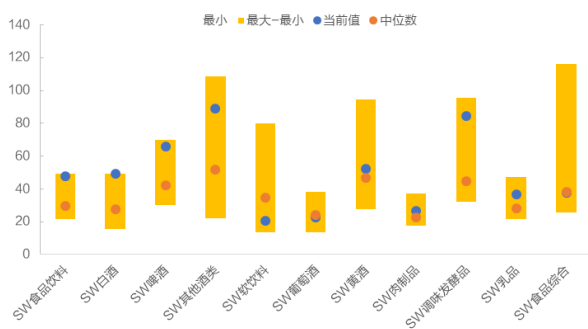
公司	行业	当前市值 (亿)	2015 至今区间涨幅	2015-2019 营业收入 年均复合增长率	2015-2019 归母净利 润年均复合增长率
五粮液	白酒	10,155.45	1256.69%	23.34%	29.86%
贵州茅台	白酒	21,970.90	1007.95%	27.67%	27.85%
山西汾酒	白酒	2,242.79	1057.03%	30.24%	39.52%
泸州老窖	白酒	2,730.01	924.91%	23.05%	31.53%
安井食品	速冻食品	396.26	981.57%	19.75%	30.65%
千禾味业	调味品	242.97	994.76%	21.39%	31.11%
海天味业	调味品	5,558.98	880.14%	15.06%	20.86%
中炬高新	调味品	495.03	506.35%	14.09%	30.35%
涪陵榨菜	调味品	323.48	469.18%	20.91%	40.11%
重庆啤酒	啤酒	512.62	630.45%	1.89%	/
妙可蓝多	乳制品	157.09	383.00%	48.26%	/
伊利股份	乳制品	2,368.80	214.43%	10.57%	10.55%
双汇发展	肉制品	1,645.37	212.59%	7.79%	6.43%
洽洽食品	休闲食品	288.79	407.80%	9.94%	13.37%
天味食品	其他食品	398.34	375.40%	18.73%	20.26%
桃李面包	其他食品	425.10	374.88%	21.82%	18.45%

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 看未来，慎思笃行不为过

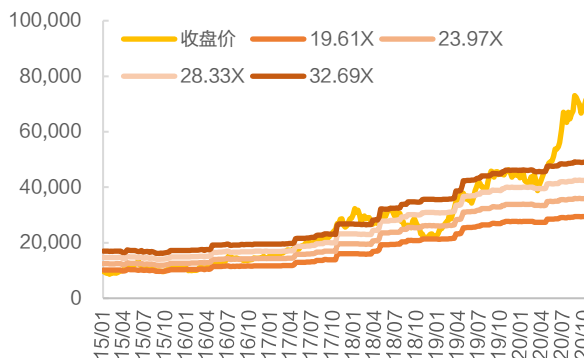
目前来看食品饮料整体处于估值高位，部分板块接近五年内历史高点。盈利持续性及稳定性溢价不断推动食品饮料进入高估值区间。目前食品饮料估值为 47.8x，五年内历史最高值为 49.3x；白酒板块当前估值 49.1x，历史最高值为 49.3x；啤酒板块当前估值 66.0x，历史最高值为 69.7x。虽然历史数据只代表历史，无法昭示未来，但是不可否认资金的青睐还是有不确定性，而且在食品饮料部分细分赛道出现了泡沫投机的现象，当时的高点更应慎思笃行。

图 11：子板块 PE 水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：食品饮料（中信）PE-BANDS



资料来源：Wind，天风证券研究所

在行业高稳定性和个股高估值的情况下，兼顾安全边际和细分赛道的景气周期很重要，去伪存真显功力。不可否认的是目前部分细分板块中存在狂热甚至泡沫等现象，并且随着食

品饮料资本化率的提升，会有更多公司享受这次消费升级的盛宴，但是上市即高点的情况可能也会增加，这里需要投资者对消费尤其是食品饮料的本质有更深入的理解和认知，去伪存真。当然，真正优质的企业，也会随着行业的整合加速抢占细分市场，整合资源强者恒强趋势不变，在稳健业绩表现强支撑的底层逻辑基础上，优质公司的估值中枢或将继续上移。

2. 消费升级时代的馈赠，深究食品饮料上涨的内在逻辑

此部分，我们深度剖析消费升级的外在表象和内在逻辑，通过外在去观测，渗透内在判断，探究基本面的未来走向。

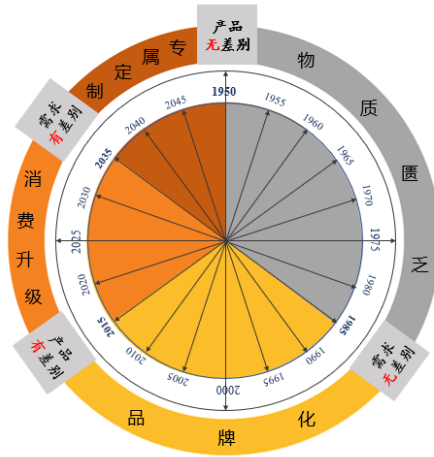
2.1. 中国目前刚刚处于消费升级的初级阶段

2.1.1. 消费时钟理论给出指引，行业发展步步为营

我们在 2020 年度策略《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》中提出了“消费时钟”理论，我们依据供给和需求在消费模式中主导地位的此消彼长，将我国百年经济（1950 年—2050 年）分为物质匮乏、品牌化、消费升级和专属定制四个阶段，这四个阶段供需关系的驱动因素相互衍变，主要矛盾不断升级，希望对未来的研究和判断带来一定的启示意义。

- 物质匮乏阶段（1950-1985）：**从产品无差别到需求无差别。在计划经济和改革开放初期，统购统销为当时的主要消费模式，消费主要由供给驱动，表现为产品无差别，“有什么，用什么”，“供给无差别”是消费的驱动力。在该阶段经济体制中产生强烈重积累和低消费冲动，生产上追求多积累，消费上实行低消费，以满足基本生活需求为导向。而随着经济的发展，该驱动力向需求无差别迈进。
- 品牌化阶段（1985-2015）：**从需求无差别到产品有差别。随着我国社会生产力的发展，我国基本温饱问题已经解决，消费开始由量向质转变。在此阶段，供给来源广泛，企业为凸显差异就必须建立品牌，并通过营销宣传增强消费者联系，逐步形成品牌溢价，从而构建企业的核心竞争力。同时在此阶段高低线城市以及不同阶层发展逐渐分化，大众消费习惯也在不断分化，为第三阶段不同战略地位的企业都有不同的历史埋下伏笔。
- 消费升级阶段（2015-2035）：**从产品有差别到需求有差别。改革开放四十年以来，从实物商品的供给和需求矛盾的转化来看，我们已实现供给约束向需求约束的转变，需求层次从“吃饱穿暖”等传统消费向“医疗保健+教育文化娱乐”等新兴消费转变的趋势进一步显现，服务消费成为消费增长的重要引擎。在此阶段，经济发展逐渐步入新常态，消费进入存量阶段，消费升级进程加速，并逐步引导向需求有差别转化，同时信息化的快速发展也逐步慰平消费分层。
- 专属消费时代（2035-2050）：**从需求有差别到产品无差别。由于这一阶段还未发生，我们凭借研究的框架进行畅想。我们认为随着生产力的快速提升，大众消费观念的迅速拉升，产品间的质量差别将逐步抹平，至少是差距不大，而且在经历了品牌化和消费升级的洗礼之后，消费的“产品端”逐步迈向了本质，“服务端”将会出现分化。因此未来这一段的消费在需求有差别的驱动下，将会通过个性化和专属化的驱动，逐步向产品无差别靠近，“去品牌化”会在不同行业接踵而至。

图 13：中国百年消费时钟

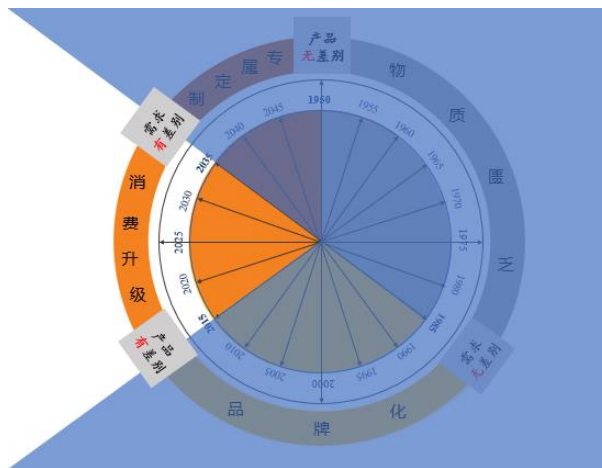


资料来源：天风证券研究所

2.1.2. 消费时钟指向新四化，当前处于消费升级初级阶段

随着我国经济的快速发展，工业增加值快速增长，居民消费显著提升。改革开放四十年来，从实物商品的供给和需求矛盾的转化来看，我们已实现供给约束向需求约束的转变，需求层次从“吃饱穿暖”等传统消费向“医疗保健+教育文化娱乐”等新兴消费转变的趋势进一步显现，服务消费成为消费增长的重要引擎。消费升级这个概念开始口口相传，从一二线向三四线迈进，从外在消费向内在消费迈进。也正因此，“供给有差别”导致了“需求有差别”，生产力已经彻底不再是问题。同时由于移动互联网的兴起，信息传播更加迅速，也逐步的拉近了高低线城市的消费差别。“消费升级”一词在 2015 年第一次出现在大众视野，我们认为这是符合国情的，我们正处于消费升级的初级阶段，消费投资的大幕才刚刚开启。

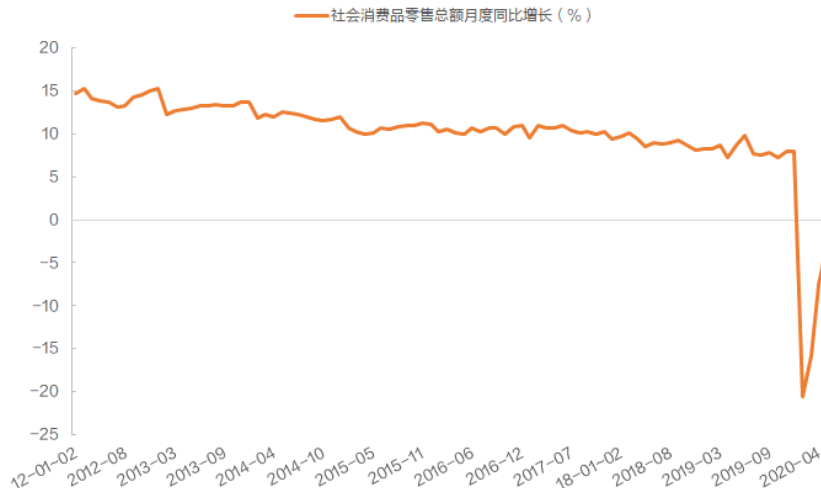
图 14：中国消费百年时钟：第三阶段



资料来源：天风证券研究所

消费进入存量阶段，量平价升是行业未来趋势。2015 年以来，经济高速增长态势悄然发生变化。随中国经济发展进入新常态，模仿型、排浪式消费结束，消费需求由量向质转变，消费增速逐步放缓，消费结构深入调整，个性化、多样化逐渐成为主流，信息、绿色、服务消费等亮点纷呈。随经济换挡升级，消费增长动能转换需经历较长过程，消费增速客观上呈现整体放缓趋势。2017 年-2019 年社会零售总额实际增速分别为 9.98%/8.77%/8.0%，连续三年低于两位数增长。2020 年受新冠疫情影响我国经济受到严重冲击，1-10 月社会零售同比-6.83%，为近年来首次出现负增长。**我们判断，行业增量时期逐步进入尾声，但是在消费升级驱动下，行业有望迎来价的持续提升。**

图 15：2010 年至今我国社零消费累计同比（%）



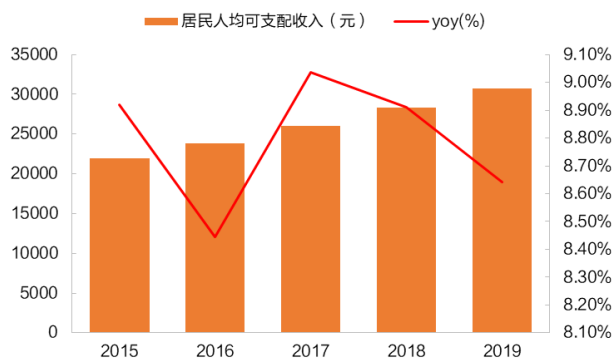
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

消费升级下食品饮料行业呈现便捷化、高端化、多样化、健康化。消费时钟第三阶段“需求有差别”主要表现在基本需求满足之后，消费升级呈现多元化，同时消费群体结构的变化也推动“有差别”需求的出现。消费升级催生高端化趋势，也衍生出健康化方向，而新一代消费群体的逐步成长，使得多元化成为企业开发产品的考量因素。此外，生活节奏的加快以及生活习惯的变化，也使得行业朝便捷化方向发展。**新四化趋势下，企业有望把握消费趋势，实现业绩稳健增长。**

- ◆ **便捷化：效率提速带来产品形式更进一步，横向的排列组合与纵向的精深加工走向舞台中央。**伴随着人们生活节奏的加快和压力的增加，消费呈现出便捷化的趋势，各种新业态不断出现，例如外卖、盒马、Amazon-Go 等，以及近年来社区团购正悄然兴起，如多多买菜、美团优选等，都不同程度体现了消费者对便捷化的追求。另一方面，一批年轻的消费者缺乏烹饪经验，愿意选择自热火锅、复合调味料等产品来满足其对烹饪、热食的需求。
- ◆ **高端化：产品品质的升级被赋予更高的溢价，品质=品牌的时代才刚刚来临。**消费升级的本质是居民人均可支配收入的上涨，由 2013 年的 18311 元上涨到 2019 年的 30733 元，涨幅达 67.84%。在满足了基本生活需求之后，收入的上涨使得人们对生活品质有了更高的需求，进而催生出高端化需求。在这里，高端化不等同于奢侈品，而是在追求品质生活上消费者更愿意为各类更好的东西付出溢价。以啤酒行业为例，以精酿啤酒、白啤等为代表的高端啤酒市场份额逐渐扩大，这些产品价格往往在 6 元以上，而 3 元低档啤酒占比在逐年下降。
- ◆ **多元化：信息分发渠道的多样化带来消费圈层的多元化，从专业化的角度来讲消费从本科生向博士生迈进。**2018 年我国年轻消费者（20-34 岁）约占人口总数的 19%，年轻消费者的需求逐渐成为市场的风向标。其中，Z 世代（95 后 00 后的新一代人）已经走入品牌商眼中，并成为与“千禧一代”一样甚至更加重要的消费群体。他们的消费观念不仅是为了物质上的满足，另有为了寻求情感诉求、追求有品质的生活和寻找符合自己的独特标签作为自己消费的三大目的。因此，他们对产品的差异化要求更高，对高端化、年轻化的产品的需求也更为多样。与此同时，对于 Z 世代之外的群体，其消费亦呈现多元化特征：婴幼儿和老年人群体对于健康的要求会更高，在消费时会将功能和品质作为选择优先级，如包装饮用水企业相继推出婴儿水以及针对老年人群的微量元素水；而对于中生代群体，特别是城市白领，他们往往生活和工作节奏会更快，消费会更侧重实用性，产品是否快捷便利是其主要考量。不同年龄层、不同消费群体，其兴趣爱好的表现将衍生愈发多元的需求，而这些需求也在信息更加对称的背景下，被企业更加精准的锁定目标客户和需求。
- ◆ **健康化：美味与健康的平衡点将植入消费者的潜意识，新品类的诞生或将加速。**我国目

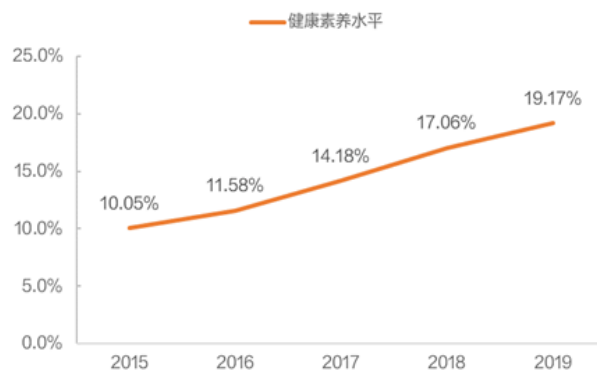
前已经进入第四消费时代，新时代的消费理念注重质量和健康的消费。随着生活水平的提高加之人民消费意识的改善，消费观念愈发朝向健康化发展。中国居民健康素养监测结果显示，2015年中国居民健康素养水平10.05%，2019年已涨至19.17%。在此趋势下，食品饮料零添加概念产品逐渐流行，如东方树叶、元气森林等软饮料受到市场追捧，海天味业新品“裸酱油”也主打零添加概念；具有低热量特点和减肥功效的产品也受到越来越多的关注，如人造肉、代餐食品等销量不断上升，不同口味、不同成分的相关品类层出不穷。以健康化为主要卖点的新品类的不断推出，可能引发新一轮消费热潮。

图 16：2015-2019 年我国人均可支配收入（单位：元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 17：2015-2019 年中国居民健康素养水平



资料来源：新华网，中国政府网，中国健康教育中心，中国新闻网，天风证券研究所

2.2. 剖析消费时钟第三阶段的外在表象和内在逻辑

2.2.1. 新四化下，消费升级表现在产品边界、品牌概念和消费差距上

产品边界：人均可支配收入的增长带来了居民消费水平的提高，消费追求也随着升级，消费者开始不单单只追求产品，而更多地追求其附加的服务。随着居民可支配收入和居民消费水平的提升，中国消费已经从简单地满足生活和生存的需求，逐渐转变为追求更高层次的美好消费，其中一个重要的体现就是对附加服务的追求。

- ◆ **产品向服务持续延伸，客户粘性持续增强。**传统的重视服务战略的品牌依托高品质服务在价格高于同行业平均水平的前提下，仍吸引了一批高粘性的客户，在行业内竞争优势明显。海底捞除在火锅味道上品质好外，还为消费者提供系列增值服务，免费为消费者美甲、配送零食礼包等，让消费者感觉物超所值；星巴克通过建立一套完善的会员体系，定期为入会消费者提供优惠券、文化周边等服务，不断提高顾客忠诚度。我们认为在消费升级趋势下，各企业应当更加注重产品之外的衍生服务，通过精细化、人性化的增值服务提高产品欢迎度和忠诚度。
- ◆ **定制化扩张产品边界，提高产品溢价能力。**随着居民收入水平的提高和消费升级深入，消费者的个性化需求将得到关注，越来越多的商家开始推出定制服务。消费者可以根据自身的营养、热量摄入需求和口味自主选择轻食搭配，极大改善了食用体验。根据美团外卖发布的《轻食消费大数据报告》，近一半的美团外卖用户选择DIY配餐，有30%的轻食商家可以提供DIY自选。与之类似，餐厅连锁化率的提升带动了复合调味品定制化需求的提升，一些复合调味品企业开始为餐厅提供定制餐调业务，即为餐厅定制生产适用于某款菜品的调味料，从而在简化厨师工作的同时，也让餐饮企业的特色化、标准化和规模化成为可能。

图 18：消费趋势下，高品质服务受到重视

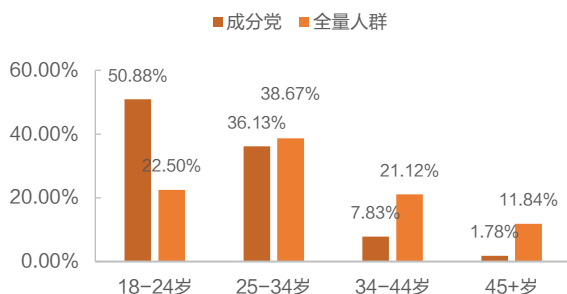


资料来源：天风证券研究所

品牌概念：消费者对产品质量的关注逐渐高于对品牌本身的追求，高质量导向的新品牌可以把握市场机会，传统强品牌也需要通过打造高质量产品稳定市场地位。在消费升级的趋势下，越来越多的消费者开始青睐高品质的产品，《第一财经周刊》发布的《中国新中产品质生活报告》显示，90%的人因为产品品质而购买一个品牌的产品，84%的人相比价格，更加注重品质。我们认为消费者对于产品品质的追求为新品牌的出现创造机会，同时也为传统品牌的转型升级指引方向。

- ◆ **“成分党”群体日益扩大，新品牌善用概念营销能迅速脱颖而出。**在美妆领域，以一二线城市的女性年轻为主体的“成分党”群体不断扩大，消费者越来越注重化妆品和护肤品背后的成分和功效，品牌也同样开始针对性开发成分产品以及新的营销模式。例如国货护肤品之相宜本草，因“本草养肤”的理念在众多护肤品品牌中颇有名气；加拿大护肤品牌 The Ordinary，以含有高浓度成分且具有高性价比而出名。这些新兴品牌虽不具备知名度优势，但互联网传播速度快、影响力大，企业凭借“成分营销”能够快速脱颖而出，受到消费者追捧。
- ◆ **追求品质趋势的出现为传统品牌重新赋能指引方向。**在食品领域，健康生活、健康饮食理念持续升温，有健康意识的消费者更加关注自己的食品选择，具有“无糖”、“有机”、“纯天然”、“零添加”等特点的食品受到青睐。比如创立于 1994 年的 Oatly 燕麦奶，此前一直不温不火，在增加“环保、健康”的营销口号后，销量得到了快速增长。根据麦肯锡《2020 年中国消费者调查报告》，大城市中 60%的消费者会经常查看包装食品成分表以购买看起来更健康的食品。总之，已具备品牌优势的传统企业也往往会致力于促进自身产品的高品质升级，以在品牌优势的基础上建立品质标准。

图 19：成分党年龄段分布



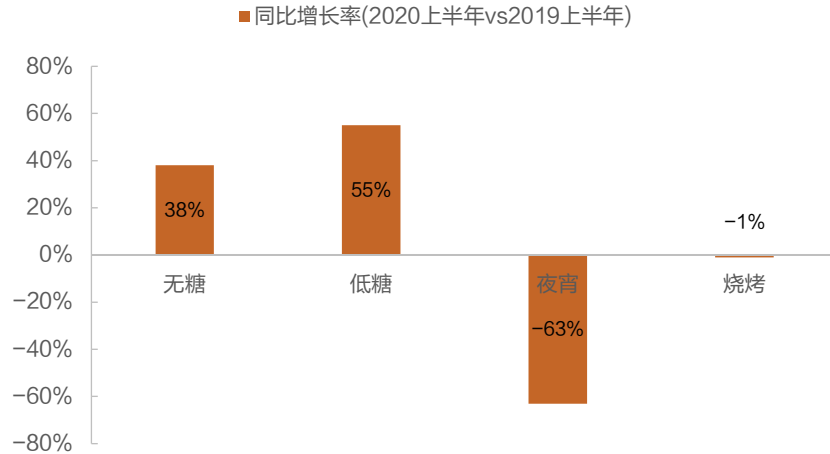
资料来源：个推大数据，天风证券研究所

图 20：成分党所在城市占比 TOP5



资料来源：个推大数据，天风证券研究所

图 21：今日头条新中产用户饮食概念关键词阅读量变化（2019 上半年 vs2020 上半年）

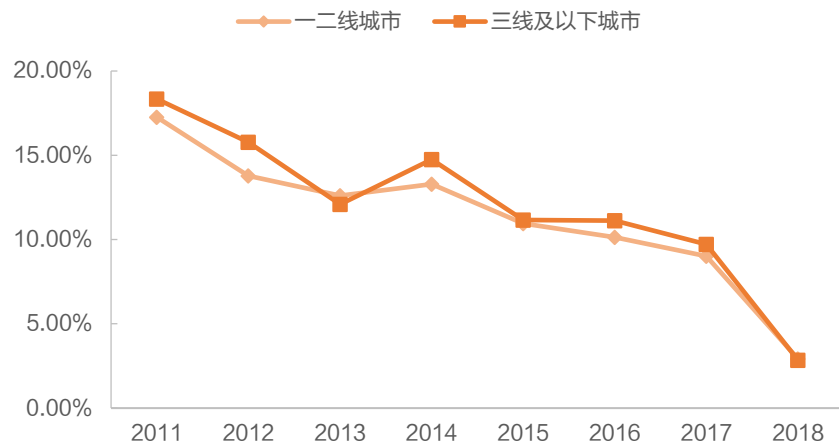


资料来源：36 氪，头条指数，巨量算数，天风证券研究所

消费差距：消费下沉成为趋势，低线城市消费量增速快，且消费结构不断改善，趋向于复制高线城市的消费习惯。

- ◆ 总量方面，三线及以下城市的消费总额增速领跑其他线城市，成为中国消费支出持续大幅增长的主力军。国家统计局披露的社零数据显示，2011-2018 年三线及以下城市社零总额的年增长率全面高于一二线城市。根据麦肯锡发布的《2020 年中国消费者调查报告》，二线及以下城市“年轻购物达人”仅占受访者的 25%，但却为 2018 年消费支出增长贡献了近 60%。我们认为造成这种现象的主要原因，一是近年来我国一线城市人口流出严重，二三线城市吸引人口回流带来消费增长；二是随着我国地方经济总量的不断增长以及区域经济发展逐渐协调，高低线居民收入差距逐渐缩小，低线城市在消费量基数较低的情况下增速高于高线城市。
- ◆ 结构方面，低线城市的消费质量和结构也在向高线城市趋近。根据京东数科研究院，2019 年以来低线城市消费品价值的提升速度快于一线城市，具有较为明显的消费升级趋势。主因一是低线城市富裕消费者显著增加，麦肯锡调查数据显示，2010-2018 年，三四线城市宽裕小康和大众富裕水平家庭 CAGR 达到 38%，高于一二线城市的 23%。同时三四线城市的年轻群体相对一二线城市群体而言生活和工作压力较小，有更多的空闲时间和闲置资产用于追逐消费潮流、购买高档产品。电商平台的崛起也推动了销售渠道下沉，从而推动低线城市的富裕消费者增加消费支出。在此趋势下，不少消费品牌纷纷制定下沉战略，比如喜茶于年初推出子品牌喜小茶，意在保持主品牌高端定位的同时，通过子品牌走性价比路线，扩大在低线市场的影响力和占有率。

图 22：2011-2018 社零总额年增长率（%）



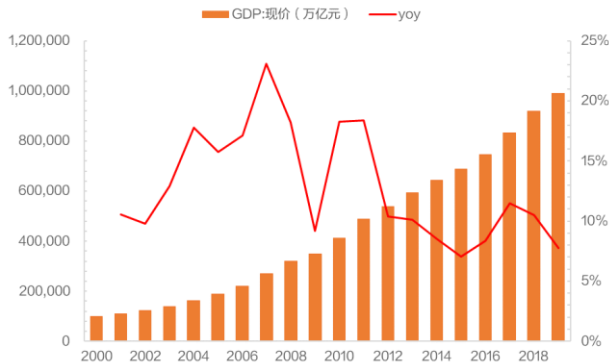
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.2.2. 代际变更、信息扁平化和人均可支配收入的提升是消费升级的本质

消费趋势本质是人群代际的差异，新消费群体推动消费全流程化和新需求。我们在 2.1 阐述了消费时钟的四个阶段，通过研究我们发现，四个阶段所对应的主力消费人群有所差别，第一阶段到第四阶段对应的主力消费人群分别为 40-60 年代、70-80 年代、90-00 年代以及 2000 年之后出生的群体。这四个群体分别对应的社会背景均不相同，但核心的变化就是经济的发展阶段不同。在消费时钟第三阶段，主力消费人群大部分进入快生活节奏，对效率的要求也越来越高，同时这一群体也是“Z 世代”的代表，推动了消费向新的、多元化趋势发展。

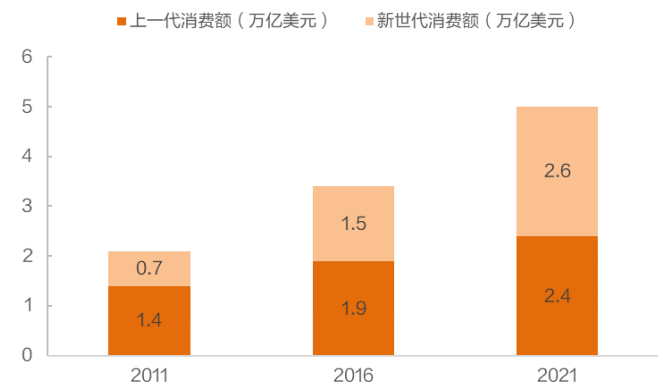
- ◆ **生活节奏加快是经济发展的必然结果，使得消费者对购物全流程的体验感要求高。**进入二十一世纪，我国经济蓬勃发展，GDP 体量从 2000 年的 10.03 万亿增长至 2019 年的 99.09 万亿，年复合增速高达 12.81%，已成为全球第二大经济体。在经济高速发展的背后，是人们生活习惯的改变：生活节奏加快、生活效率提升，这就使得消费者对消费过程的体验的快感在提升，也即人们对购物求流程的体验感要求高（包括物流、售后等环节），这就使得产品的附加值会越来越高、带来的服务性会越来越强。
- ◆ **主力消费人群的更迭，带来多元的消费需求和品质的追求。**目前成熟的新世代消费者（18-35 岁）在中国城镇 15-70 岁的人口中的比例为 40%，这一比例在 2021 年将超过 46%。预计到 2021 年，新世代城市消费额将激增至 2.6 万亿元，超过上一代 0.2 万亿元。根据 BCG 的预测，2016-2021 年间，新世代消费力的同比复合增长率为 11%，是上一代增长率的 2 倍有余；同期新世代消费者的同比贡献比将达到 69%，而上一代贡献比仅为 31%。消费的品质性提升成为年轻一族所追捧的方向，这部分消费群体并不盲目追求大牌，在部分品类上更关注商品本身的质量，消费呈现去品牌化趋势，成为“成分党”的代表。

图 23：2000-2019 我国 GDP 变化



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 24：新世代和上一代人消费额变化



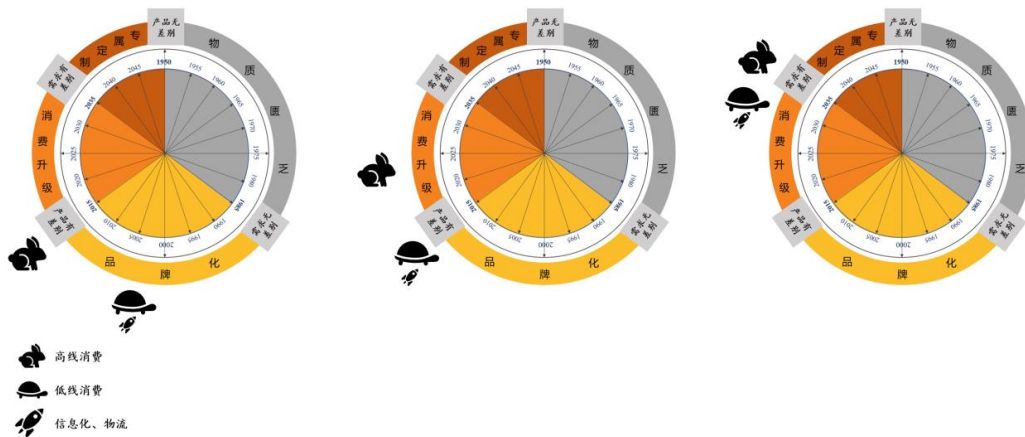
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

信息扁平化带来消费差距的缩短，是消费升级的另一抓手。低线城市消费者在互联网和物流的高速发展下，迅速走完品牌化的剩余阶段。目前我国已经进入新零售时代，新零售是电商和线下平台的产物，目前主要针对高线级城市。对于低线级城市，物流和电商平台加速下沉，使得低线消费者面对的供给来源激增，加剧了品牌化的竞争。低线消费者充分享受电商和物流发展带来的红利，大量的品牌商通过电商和物流渗透到三四线城市，加速了低线消费者品牌化的进程，逐步向消费升级阶段进阶。

- ◆ **信息化和物流的快速发展有望逐步缩小不同线级城市之间的消费层级。**随着新媒体的兴起，信息的传播速度加快，高线级城市的消费趋势和理念能够更快的传播到下线城市，未来该趋势将加速高低线城市消费趋同。这里要强调的是，财富分层不代表消费分层，信息化的发展将拉平财富分层带来的消费分层。
- ◆ **高线级城市定制化消费初显，但最终高低线城市消费将趋同。**在高线级城市，定制化消费开始出现，这也符合我们对消费时钟的判断——因为经济原因，高线级城市消费发展较低线级快。虽然高线级城市有抢先一步进入第四阶段的趋势，但我们判断，随

着信息化进程的不断加速，最终高低线城市消费将趋同。

图 25：高低线消费在第三阶段的表现

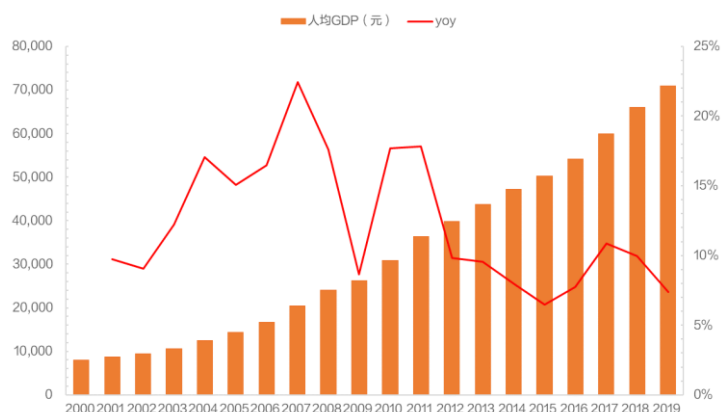


资料来源：天风证券研究所

人均可支配收入的提升是推动消费升级的本源。我们上述分析的代际差异、信息扁平化，均是由经济的高速发展所带来的，而消费观念的核心变化则来自人均可支配收入的提升。居民收入是消费的基础，收入水平的高低之间影响居民的消费选择。我们认为人均可支配收入提升促进消费升级，一方面源于耐用品消费需求弹性降低为消费者预留更多资金用于更高质量消费，另一方面在拥有较高的消费基础后，消费者对于中高品质的消费意愿也会逐年上涨，主要体现是对现代服务的需求高涨，进而带动消费结构转型升级。

- ◆ **步入工业化后期阶段，耐用品需求弹性逐渐降低。**2000 年我国人均 GDP 仅为 7942 元，2019 年已增长至 70892 元，CAGR 高达 12.21%。目前已进入工业化后期阶段。在结束工业化中期阶段之后，居民家庭耐用消费品基本已配置完毕，如电视、冰箱、洗衣机等，因此居民收入水平的上升并不会引起制成品以同等规模的增长，耐用品需求弹性会相对降低。耐用品等消费支出的减少，直接为消费者预留出资金用于更高层次的消费，进而引导消费转型升级。
- ◆ **收入水平攀升带来消费者对现代服务需求的增长。**在工业化后期阶段，第三产业开始由平稳增长转入持续高速增长，并成为区域经济增长的主要力量。在该时期消费者不仅对消费品本身有了更高的要求，同时会更加关注产品的消费关怀及衍生服务。比如海底捞以人性化服务迅速引流；青岛啤酒对原有包装进行升级外还提出 DIY 服务，消费者可根据自身偏好设计瓶身；天味食品等复合调味品企业针对 B 端客户提供定制餐调服务等。我们认为未来居民收入水平有望维持增长，消费者对产品品质和衍生服务的更高要求也将倒逼消费转型升级。

图 26：2000-2019 年我国人均 GDP 变化



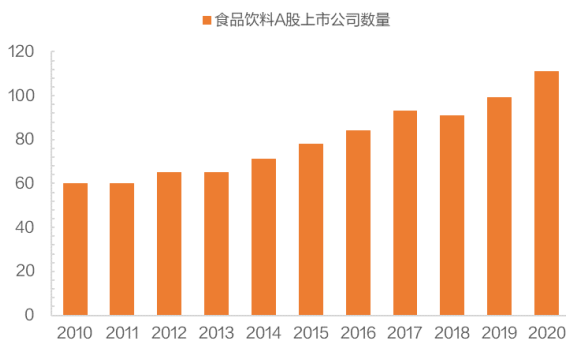
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.3. 业绩和资本化率持续提升的过程中，食品饮料五条主线独上枝头

消费升级趋势下，食品饮料稳定性持续提升。我们在 2.2 中深度剖析了消费升级的表象和内核逻辑，其中消费升级的表象指向消费的层次将持续提升，未来行业的发展主要依靠结构的调整；而内核逻辑则表明目前我国正处于消费升级初级阶段，行业基本面向上的趋势仍将在三个内核逻辑的作用下持续演绎。

业绩和资本化率互为正反馈，五条主线布局中场机会。在品牌化和消费升级初级阶段，一批优秀的食品饮料公司正逐步脱颖而出，并登上资本市场的舞台。我们统计了自 2010 年以来，食品饮料上市公司数量，整体看上市公司数量呈现上涨趋势，**主因行业企业在品牌化浪潮中受益显著，同时在消费升级初级阶段，品牌化公司更享受行业结构性红利**。而企业上市之后，往往通过资本化优势，进行组织架构、薪酬体制等改革，同时依托资本的力量，实现业绩的快速增长。而在消费升级的背景下，行业景气度持续提升，我们判断会有越来越多的公司上市，从而形成业绩和资本化率的正反馈，即行业景气向上支撑业绩的持续增长，行业为资本市场所青睐，加大上市概率；通过上市，企业能够获得更加系统、科学的管理经验和资本加持，把握行业发展趋势，推动业绩增长。

图 27：2010-2020 年食品饮料 A 股上市公司数量（家）



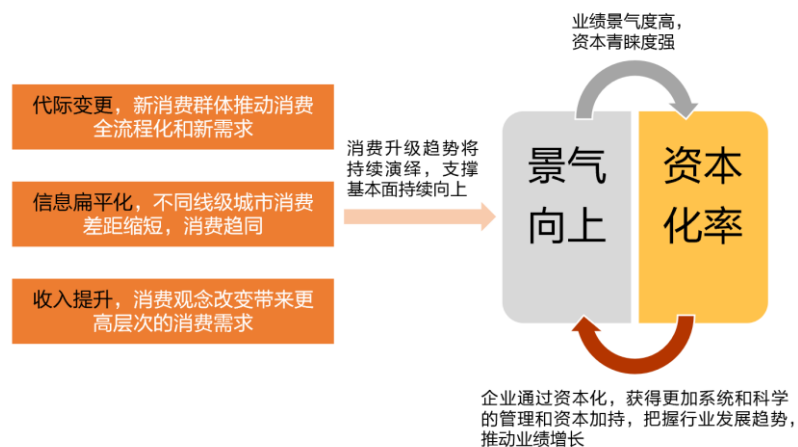
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：食品饮料行业预发行公司名单

公司名称	所属行业(CSRC 公布)	审核通过会议日期	上市板
佳禾食品工业股份有限公司	食品制造业	2020/12/3	主板
山东百龙创园生物科技股份有限公司	食品制造业	2020/12/3	主板
安徽华恒生物科技股份有限公司	食品制造业	2020/11/17	科创板
欢乐家食品集团股份有限公司	酒、饮料和精制茶制造业	2020/11/5	创业板
立高食品股份有限公司	食品制造业	2020/10/30	创业板
浙江一鸣食品股份有限公司	食品制造业	2020/10/29	主板
浙江李子园食品股份有限公司	酒、饮料和精制茶制造业	2020/9/24	主板
河南金丹乳酸科技股份有限公司	食品制造业	2020/1/16	主板

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：业绩和资本化率互为正反馈



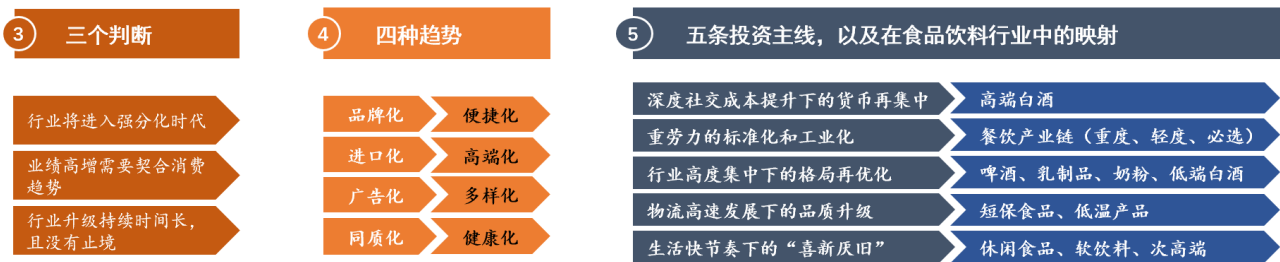
资料来源：天风证券研究所

在此正反馈下，食品饮料稳定性持续提升，结合消费升级新四化，我们重申食品饮料投资的五条主线。

- ◆ **深度社交成本提升下的货币再集中。**随着移动技术的发展，人与人之间的交流成本越来越低，这就使得深度社交的成本相应提升。为满足重度社交需求的面子消费对应的产品价值或者品牌力也相应的提升，使得社交货币再集中，整体呈现出高端化主导的现象。对应到食品饮料行业，看好高端白酒未来发展。

- ◆ **重劳力的标准化和工业化。**由于消费者对便捷性的需求，餐饮行业中快餐子领域快速发展，同时餐饮连锁化程度不断加强，对整个产业链的运营效率提出了更高的要求，催生上游原材料供应商加速产品标准化，从而能够更优质地服务于规模逐渐增加的连锁餐饮企业。在此趋势下，火锅料等餐饮原料半成品、复合调味料品类得以快速发展。
- ◆ **行业高度集中下的格局再优化。**这一方向上，行业基本已经实现高度集中化，且竞争格局相对稳定。但当新的行业逻辑出现时，行业的竞争格局或将出现松动，进而实现行业格局的再优化。在食品饮料行业中，目前啤酒、乳制品以及区域大众酒行业集中度高，在新趋势的出现和影响下，行业有着新的发展方向，龙头需要不断学习自我革命才会有更大的发展。
- ◆ **物流高速发展下的品质升级。**随着冷链物流运输技术的成熟及冷链运输车的覆盖面变广，原本制约短保行业发展的运输物流问题得以解决，并且在消费升级的趋势下，短保产品更加健康、口感更佳的特性符合消费者的需求理念，故在各个细分行业的短保产品逐步兴起，如乳制品行业中的低温奶品类、包装类面包中的短保面包、啤酒行业中的鲜啤等等。
- ◆ **生活快节奏下的“喜新厌旧”。**这一主线主要泛指消费者粘性不强，尝鲜要求比较高，品牌忠诚度低的品类，这些公司的发展需要依靠公司的推新能力。在新四化的驱动下，唯有不断的推陈出新，方能保持公司在市场的竞争力。对应食品饮料行业中，休闲食品、软饮料和次高端具备该属性。

图 30：未来食品饮料行业投资的五条主线



资料来源：天风证券研究所

3. 递延的社交将一直持续到 2021H1，液体总体优于固体

3.1. 白酒行业集体性冷静带来持续性健康发展，全年值得关注

回顾 2020 前三季度，Q1 由于疫情冲击，白酒动销及流通受到严重抑制，板块整体发展受阻，随着我国抗疫有力，消费场景逐步恢复，板块 Q2、Q3 两季度环比不断改善。高端酒上半年抗风险能力突出，在疫情期间仍保持平稳增长，前三个季度业绩整体表现亮眼。次高端分化明显，环比改善弹性较大。Q1-Q3，由于疫情所造成的消费场景的缺失，次高端 Q1 整体受损，基地市场坚实的次高端酒企所受冲击相对较小，次高端业绩分化较为严重。Q2-Q3，次高端环比改善逻辑不断验证，随着双节旺季的到来，次高端酒企在 Q3 迎来一波业绩改善的小高潮。

表 3：主要白酒企业 Q1-Q3 业绩表现

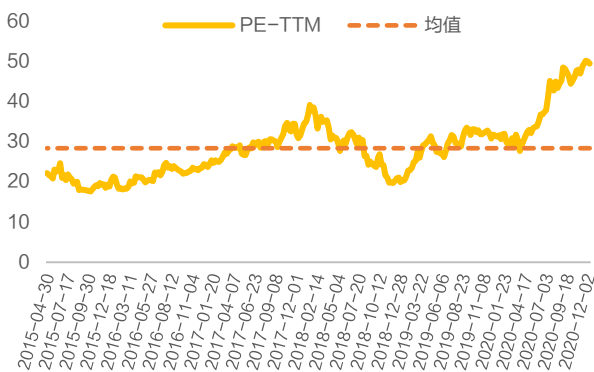
类别	公司	收入同比				净利同比			
		2020 前三季	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020 前三季	2020Q1	2020Q2	2020Q3
高端	贵州茅台	10.31%	12.76%	9.55%	8.46%	11.07%	16.34%	8.45%	6.31%
	五粮液	14.53%	15.05%	10.13%	17.83%	15.96%	18.33%	10.52%	16.17%
	泸州老窖	1.06%	-14.79%	6.20%	14.45%	26.88%	11.06%	22.29%	50.96%

	整体表现	8.63%	4.34%	8.63%	13.58%	17.97%	15.24%	13.75%	24.48%
次高端	山西汾酒	13.05%	1.71%	18.44%	25.15%	43.78%	30.63%	13.35%	57.41%
	古井贡酒	-1.63%	-10.55%	-3.51%	15.13%	-13.96%	-20.69%	-21.68%	3.91%
	洋河股份	-10.35%	-14.89%	-18.57%	7.57%	0.55%	-0.54%	10.35%	12.73%
	今世缘	1.96%	-9.41%	3.81%	1.96%	1.52%	-9.54%	1.91%	1.49%
	酒鬼酒	16.45%	-9.68%	12.89%	56.37%	79.76%	32.24%	6.35%	419.02%
	水井坊	-26.58%	-21.63%	-90.08%	18.86%	-21.49%	-12.64%	-172.59%	33.09%
	ST 舍得	-4.34%	-42.02%	18.83%	18.40%	2.63%	-71.09%	51.15%	23.29%
	口子窖	-22.47%	-42.92%	-25.07%	6.75%	-33.35%	-55.36%	-30.53%	-5.86%
	整体表现	-4.24%	-18.67%	-10.41%	18.77%	7.43%	-13.37%	-17.71%	68.14%
大众酒	顺鑫农业	12.27%	15.93%	9.45%	9.57%	-34.78%	-17.64%	-10.91%	-667.30%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

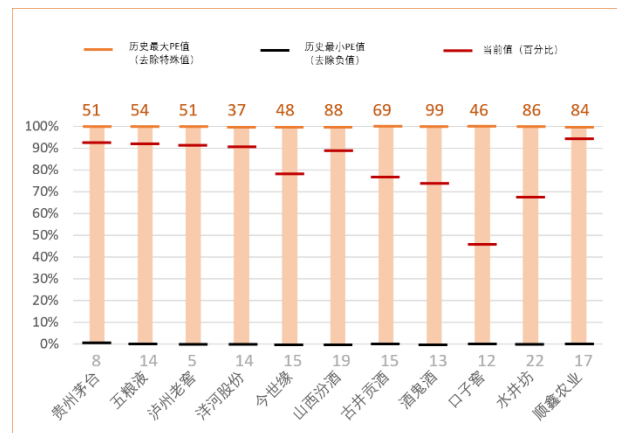
Q2 后行业估值上行, 各酒企估值差异大。由于白酒 Q2-Q3 业绩改善稳定性较高, 受到市场资金持续追捧, 板块估值在 4 月底触底后持续抬升, 并创下历史新高。**各主要白酒企业估值持续抬升, 大多数处于历史高位,**但由于历史估值高低及业绩调整期的原因, 不同公司的 PE 分位差异较大。

图 31: 白酒行业 PE (TTM) 走势图



资料来源: Wind, 天风证券研究所

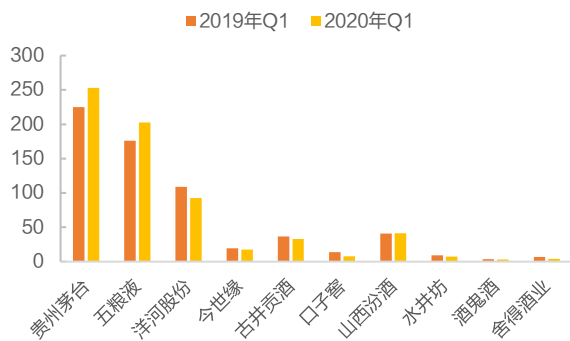
图 32: 各主要酒企历史 PE 及当前分位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

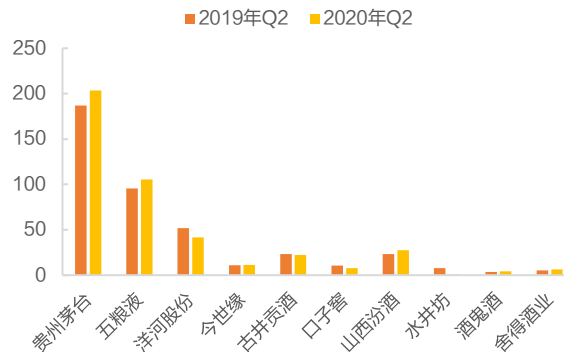
未来四个季度白酒业绩的环比改善可持续。我们曾在白酒三季报前瞻策略报告一文中提出: “受益于今年中秋与国庆两大节日重叠, 疫情进一步缓解, 终端消费场景逐渐恢复, 上半年迟滞的聚会、宴席将在双节举办, 叠加白酒消费三季度旺季的传统, 白酒行业 Q3 业绩环比有望完成改善。”目前看来, 随着冬季疫情逐渐走向缓解, 相关消费场景将继续得到释放, 叠加白酒将逐渐进入春节销售旺季, 行业整体 Q4 业绩有望继续完成环比改善, 同时一、二季度的低基数也确保了业绩的不断抬升, 叠加当前白酒渠道的库存处于良性水平, 春季糖酒会预计也是情绪上的高点, 白酒的业绩持续环比改善将延续。

图 33：主要白酒酒企 2019 年与 2020 年 Q1 收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

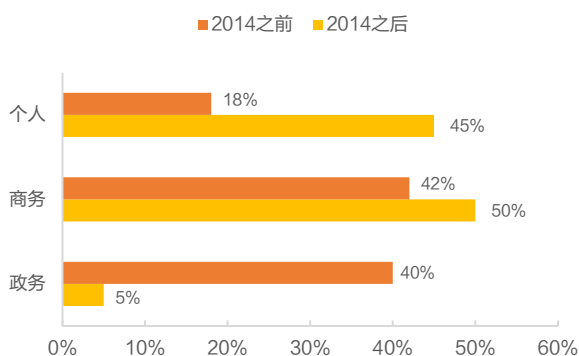
图 34：主要白酒酒企 2019 年与 2020 年 Q2 收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

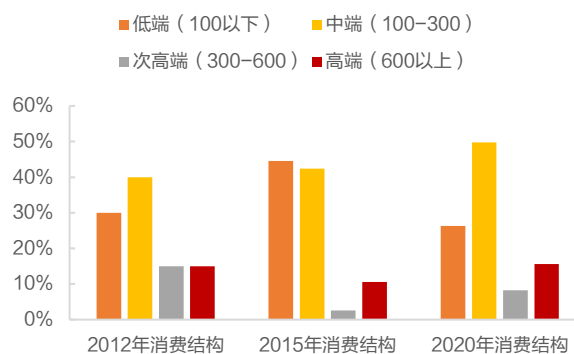
十三五期间白酒企业稳扎稳打，基本面欣欣向荣，持续保持冷静发展行业持续景气周期。消费升级带来白酒高端化发展，集中度提升，头部企业持续收益。过去的五年白酒企业量价掌控的合理有效，行业库存基本稳定在可控水平。而且随时信息的扁平，无论是酒厂还是经销商，对于白酒行业的理解不断深化，未来五年白酒行业进入到高手过招的阶段，高手过招第一要务是不能犯错。在中产以上阶层不断扩大的背景下，行业理性的发展有望熨平白酒的周期。

图 35：白酒消费结构变化情况



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 36：白酒消费层次变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒资本化率提升，行业未来五年值得期待。从拟上市的郎酒、国台，到借壳上市的红星二锅头，再到复兴系入主金徽酒，资本助力白酒板块上演一场好戏。郎酒寻求上市募资以进行一系列基酒建设项目，积极地拥抱资本市场与近几年形成的酱香潮，依靠募资完成基酒建设后，酱香型和浓香型基酒产能将由原有的 18000 吨提升至 50000 吨以上；复星系入股金徽酒后将基于对行业的认知，打通 C2M，发挥复星生态系统乘数效应，对金徽进行赋能，帮助金徽在深耕西北市场的同时开始实施跳跃式东进。除了郎酒和金徽酒，国台于今年 5 月 22 日上交 IPO 招股书、红星二锅头借壳大豪科技上市、宝德股份收购名品世家等事件也彰显了白酒产业与资本日益紧密的合作倾向。整体而言，白酒行业与市场的合作主要有三种形式：一是 IPO 上市、二是借壳上市、三是企业间的并购整合。关于行业间的并购整合，随着存量竞争不断淘汰弱小酒企的趋势，未来会呈现出加速的态势，同时通过其他资源直接上市也会加速。但白酒企业自身是否适合并购整合，即并购整合后白酒自身的品牌特性是否有所改变、区域辨识度是否有所提升、渠道协同是否有影响，这需要后期的不断运营运作加以验证。

表 4：2020 年以来白酒产业与资本合作事例

事件类型	酒企名称	介绍	时间	事件具体内容
IPO 上市	郎酒集团	中国两大酱香品牌之一；	2020-6-05	● 四川郎酒集团有限公司拟通过首次公开发行股票的方式上市

		2019 年总营收 83.48 亿 茅台镇第二大酿酒企业； 2019 年总营收 18.88 亿	2020-5-22	<ul style="list-style-type: none"> ● 通过上市公司将完成自身品牌打造，把郎酒做成百年企业 ● 贵州国台酒业股份有限公司拟通过首次公开发行股票的方式上市 ● 公司通过上市打造自身次高端酱香白酒品牌，争当茅台镇第二酒业
借壳上市	红星	著名二锅头品牌	2020-11-24	<ul style="list-style-type: none"> ● 北京大豪科技股份有限公司向北京京泰投资管理中心以发行股份的方式购买其持有的北京红星股份有限公司 45% 股份。至此红星二锅头将以借壳的方式上市
酒企间收购合并	古井贡酒	中国老八大名酒企业之一，安徽白酒龙头； 2019 年总营收 104.17 亿 致力于为客户提供综合的酒类产品和酒类服务；	2020-11-16	<ul style="list-style-type: none"> ● 安徽古井贡酒股份有限公司就收购明光酒业股权事项达成初步意向，公司拟于近期对明光酒业开展尽职调查和审计评估等工作 ● 收购后古井在省内份额进一步提升
	名品世家	2019 年总营收 8.43 亿	2020-12-3	<ul style="list-style-type: none"> ● 西安宝德自动化股份有限公司拟以现金 11.2 亿元收购名品世家酒业连锁股份有限公司 89.76% 股份 ● 公司通过布局优质资产提振自身业绩

资料来源：wind，新浪财经，天风证券研究所

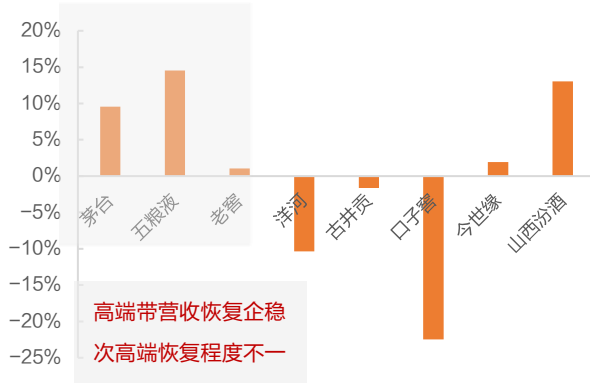
3.2. 高端稳定性凸显，次高端及区域龙头窗口期收窄，大众酒迎来高景气

3.2.1. 高端白酒量价齐升逻辑可持续，消费升级时代一超多强格局稳定

“投资属性+马太效应+企业量价节奏把控”是今年高端酒一枝独秀的主因，明年量价齐升仍可期。高端白酒享受更多元消费场景，如收藏、投资等，可以避开敏感的餐饮渠道而保证销量营收。高端酒企经过疫情的考验，如今显示出更强的系统性和成熟性。高端酒不仅动销恢复迅速，并充分享受行业及资本红利。本就因资金面和基本面导致的行业分化，在疫情中被大幅加速；马太效应更为显著，消费分级更加明显。此外，高端酒企在量上持续多维把控，改善渠道货比，调整每个月产品放量节奏，量的把控带来价格很好提升。展望明年，在茅台批价持续高企和高端市场持续扩容的背景下，行业量价齐升可期。

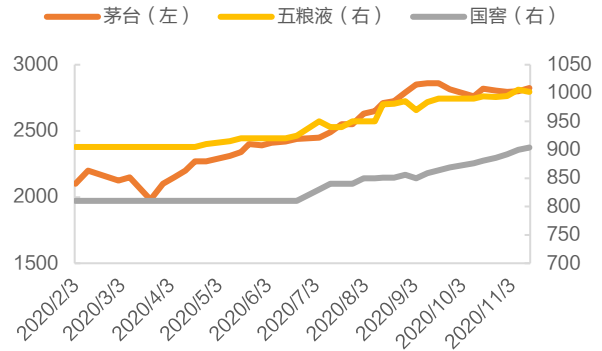
- ◆ **高端白酒批价持续上扬，茅台 3000 价位带为 1000 价位带打开空间，竞争激烈。**批价方面，茅台年初 1900 升至 2800 元左右，五粮液从年初 905 元升至近千元，国窖也提升至 850 元-860 元。茅台 3000 左右价位带打开下面 1000 价位带空间，同时引无数酒企竞相入场，主要为次高端酒企向上突破的产品，青花郎、青花复兴版、梦 M6+、酒鬼红坛等勉强跻身。
- ◆ **五泸首先承接茅台外溢需求，及茅台天花板提价福利。**茅台流动性趋于紧张，五泸顺势接手，承接外溢需求，同时茅台天花板价位给予五泸大幅提价红利。外溢需求由五粮液来承接是最好选择。其次，茅台批价居高难下，对五泸来说是很好的提价环境，尤其是五粮液，茅五品牌价值高低互有来回，但五粮液批价仅是茅台的约 1/3，性价比当下处于历史高位，明年五粮液批价有望站稳并夯实千元价格，有望冲击 1200 元。

图 37：高端与次高端主要酒企 2020 前三季度营收同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：茅五泸批价走势情况（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

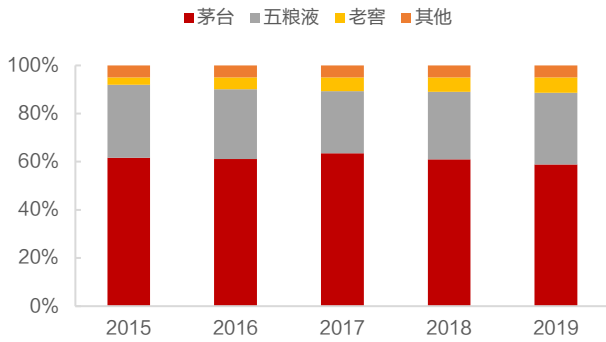
表 5：茅五泸量价回顾以及预期

	2020 回顾	2021 展望
贵州茅台	量：直销渠道投入增大，直销占比 12%左右。 价：批价由 3 月低点 1900 元上扬到双节前 2800 元，后回落至 2600 元，现又上涨至 2800 元	量：直销渠道占比持续提升。 价：3000 元左右震荡
五粮液	量：大力推行企业团购，由 0 至年底 20%占比；营销精细化，按月发货，库存低位 价：成功顺价，批价由年初 905 元涨至双节前 990 元，年底又一路涨至千元以上，渠道利润提升，经销商动力足	量：团购占比持续增加 价：批价有望持续提升，为出厂价提升打开空间；高端产品将冲击 2000 元价格带
泸州老窖	量：专营精细化营销，主力区域稳定，弱势区域增速快，整体双位数增长 价：批价上涨，已由年初的 810 元涨至目前的 900 元左右	老窖未来主要得益于 1573 放量 量：持续精细化运营，高端放量 价：奉行价格跟随策略，持续对标普五

资料来源：Wind，新浪财经，天风证券研究所

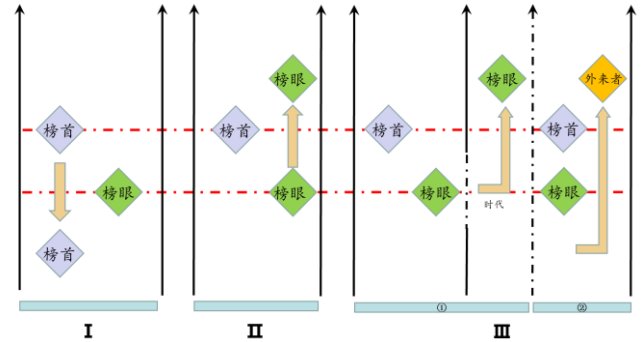
行业经历龙头变迁，进入消费升级时代，格局或将稳定。目前高端白酒竞争格局整体呈现一超多强局面，根据 2019 年数据，茅台作为龙头占领着高端白酒行业 58.89%的份额，五粮液和国窖 1573 紧跟其后，剩下的由其他高端品牌分据。纵观白酒行业发展史，龙头经历多次变更，我们在今年 3 月发布的高端白酒深度《探寻白酒发展顶层逻辑，树立食品工业价值典范》中引入“龙头更替模型”，分析了龙头更替的三种方式和背后的潜在逻辑。对应高端白酒来看，第一种模式的超越，主因老大的失误，这一模式在未来出现的概率较低，因为目前酒企的发展已经逐渐步入成熟阶段，经历了行业的起起落落，企业的内部治理和经营策略都较以往更加稳健，而这种稳健也降低了自身犯错的概率。第二种模式的超越，需要外部环境的配合，以及信息的不对称性，信息爆炸的今天这种模式也较难发生。有可能改变现有行业格局的可能是第三模式，即顺应时代，成就自我。我国目前已进入消费时钟第三阶段，消费升级时代，行业位次的改变需要着眼于公司为顺应消费升级趋势所作出的战略战术。

图 39：高端竞争格局变动情况：老窖份额拉大，茅五泸格局成立



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：龙头更替模型



资料来源：详见白酒行业深度报告，天风证券研究所

高端白酒企业内部治理持续优化，三维升级助力行业格局稳固。内部治理方面，经历此次疫情，各家公司均表现出强大的抗风险能力和公司治理能力。而战略战术方面，各家公司均顺应消费升级趋势，在渠道、产品和观念三个维度，持续升级。

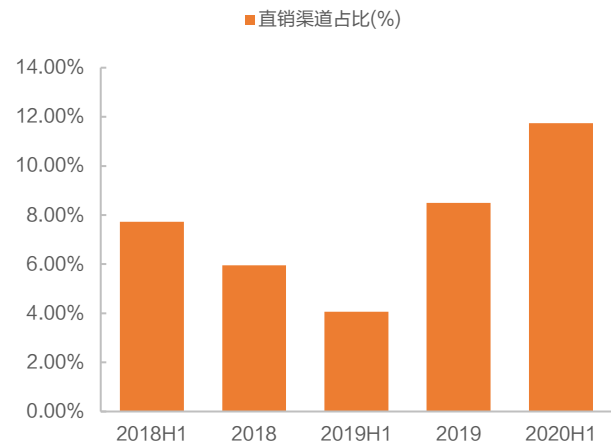
- ◆ **时代中的茅台**：茅台通过不断丰富产品矩阵、加码高端产品，夯实品牌力，同时渠道变革加速推进，加强终端价格控制，支撑品牌价值释放。除了茅台自身基本面优秀以外，消费时代的变迁，也成就了茅台的龙头地位。在 2012 年三公消费风波之后，白酒进入深入调整期，众酒企纷纷调整战略，着眼于大众消费市场。但随着 2015 年消费升级大幕拉开，大众消费需求也开始了二次升级浪潮。其背后的原因在于品牌化带来的消费分层使得“需求有差别”对不同消费层级产生不同的意义。而这个根本性的差别就来自茅台的品牌，随着品牌力的不断夯实，茅台在第三时代有望稳居龙头。

图 41：茅台通过加码非标产品，打开价格空间



资料来源：公司官网，京东商城，天风证券研究所

图 42：茅台直销渠道占比逐步提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

- ◆ **五粮液：二次创业，乘风破浪**：“二次创业”是挽救五粮液强心剂，2020 是二创政策继续落实之年。渠道和营销方面，除继续建设以数字营销为基础的控盘分利模式外，今年五粮液联合新浪推出数字酒证，为酒友提供厂家直配、馈赠转让、一键质押等服务，同时兼备投资属性，消费场景再次扩充，7 月成立新零售公司，负责所有线上货源配送，链接电商平台及消费者，赋能上下游数字渠道。产品方面，不断开发高端产品，提高品牌势能。此外，团购渠道提上日程，大力开发团购企业客户，20 年底可达 20% 营收份额。五粮液首先承接茅台外溢需求，品牌高度稳居白酒第一梯队，需求保量，品牌保价，借高端消费之东风，短中期内白酒龙头地位仍将稳固。
- ◆ **泸州老窖：向上紧跟五粮液，向下不断提高竞争壁垒**。老窖 2015 推出品牌专营模式，一改销量导向而转为品牌导向，紧抓前线营销工作，产品放量挺价效果良好，量价齐

升。国窖 1573 目前站稳高端，次高端特头曲系列放量喜人，**向上向下红利通吃，“国窖+泸州老窖”双品牌齐头并进比翼齐飞，一次把握两个风口，凭借百年品牌强度及强大的渠道把控力，随着产能瓶颈打开，量价再升值值得期待**，国窖 1573 来年大概率能够站稳千元价格带。

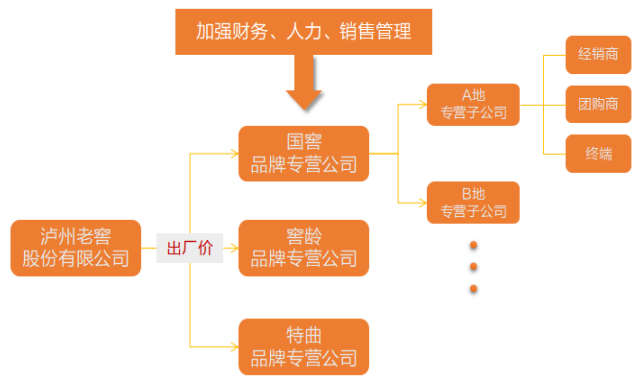
- ◆ **郎酒：上市在即，三剑合璧奠定发展基础。**作为少有的成功冲击高端带的企业，郎酒常怀鸿鹄之志。郎酒产品体系清晰且品牌优势明显，三大产品事业部分工明确。青花郎暂时不争第一，但直接对标茅台，“全国第二大酱香企业”印象深刻，卡位高手云集的高端带，在今年酱酒热中御风而行。郎酒香型素有“一树三花之称”，其产品涵盖浓香型、酱香型、兼香型三种。兼具酱香型代表红花郎和青花郎，浓香型代表郎牌特曲，兼香代表小郎酒，并且在价格带上也覆盖广泛，从主打酱香市场定价千元的青花郎，到定价 30 元的小郎酒，其产品线在高端、次高端、中高端、低端价格带上实现全面覆盖。2020 作为酱酒热元年，来年有望持续火热，加之吴家沟正式投产提供的 2 万吨酱酒优质产能，**酱酒+品牌+产能“三剑合璧”，郎酒发展基础与后劲充足。**

图 43：五粮液产品端创新



资料来源：京东商城，天风证券研究所

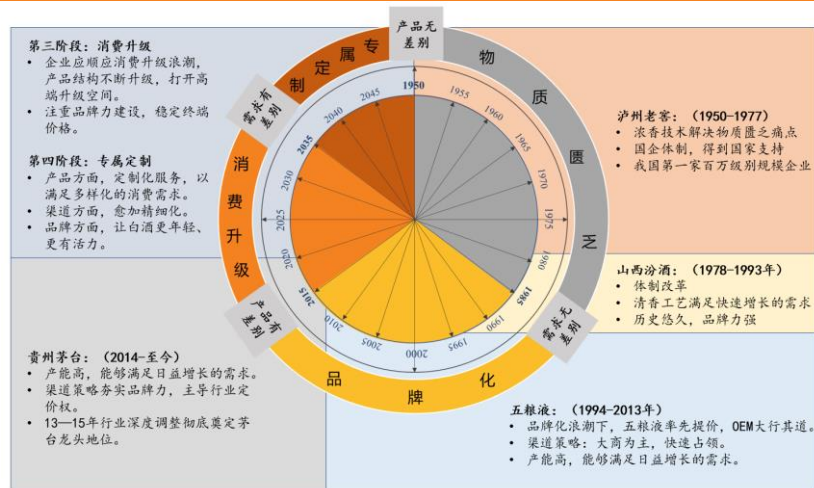
图 44：老窖渠道创新：品牌专营公司渠道运作模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

追赶者需厚积而薄发，发力第三种超越模式。消费时钟第四阶段（2035-2050），15 年，专属消费时代，需求有差别→产品无差别。由于这一阶段还未发生，我们凭借研究的框架进行畅想。随着生产力的快速提升，大众消费观念的迅速拉升，产品间的质量差别将逐步抹平，而且在经历了品牌化和消费升级的洗礼之后，消费的“产品端”逐步迈向了本质，“服务端”将会出现分化。因此我们认为未来这一段的消费在需求有差别的驱动下，将会通过个性化和专属化的驱动，逐步向产品无差别靠近，同时凭借科技的发展和 innovation，高端白酒应引领整个行业迈向更高维度的精神享受，科技感将会从高端产品逐步向全系产品进行渗透。

图 45：消费时钟在白酒行业的应用



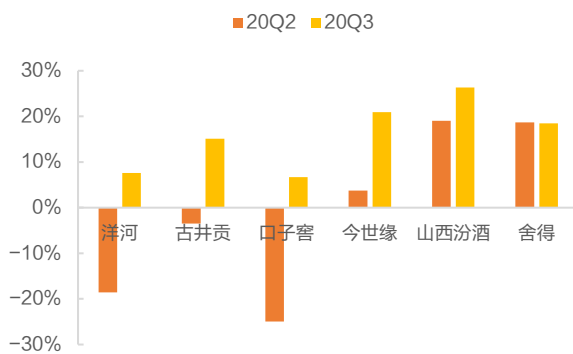
资料来源：详见 2020 年策略报告，天风证券研究所

3.2.2. 次高端享受价差红利，新五规划各家有望迎来开门红

行业内部治理持续优化，扩容明显，表现强劲。疫情之下次高端恢复较高端缓慢，但在当下时点已基本恢复。由于次高端酒中宴席宴请消费场景是主力，产品动销在疫情初期受到严重制约，到 20Q3 已基本完成恢复，预计 Q4 持续改善。经此疫情，**我们认为行业主要公司内部治理均有显著提升，通过对量价的均衡，在疫情期间平稳过渡，奠定十四五良好开局基础。而行业源自消费升级和高端酒的价差红利也将在十四五持续释放。**

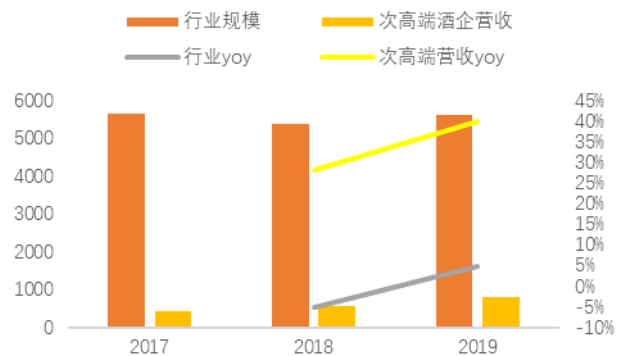
- ◆ **随着消费升级和高端酒提价，次高端的发展空间进一步打开。**一方面，上层高端白酒提价之后的漏出效应使次高端的性价比相对提升；另一方面，由于消费升级，人们不断追求更高的消费层级，来自下线的消费者不断涌入次高端，使得次高端的消费群体不断扩大。自上而下和自下而上两种力量，使得次高端市场容量不断扩大。
- ◆ **价差红利持续释放，次高端价格带持续升级。**五泸批价在 950 至 980 范围，终端也攀上千元高地，次高端价格带逐渐被拉宽，由此前的 300-600 元扩展至 300-800 元，产品结构更加丰富，同时意味着竞争将更加激烈。2019 年洋河 M6 全面换新 M6+，定位次高端顶部产品 600-700 元，动销良好。次高端酒企今年都在自己的产品价格带上持续升级。江苏市场从 200-300 价位带升级至 300-500 主流价位带，安徽市场升级至 200-300 价位带，消费水平的提升是升级的保证。

图 46：主要次高端酒企 20Q2 及 Q3 单季度营收恢复情况（同比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：次高端市场容量变动情况：近年度快于白酒业整体（亿元）



资料来源：中商产业研究院，佳酿网，wind，天风证券研究所

表 6：次高端主要企业 2020 量价回顾

2020 回顾

洋河股份

量：从渠道端看，模式由多商精耕向一商主导转变，公司主动去海天系列旧产品库存，库存水平回归一个半月以内的正常水平。目前省内渠道价格理顺。业绩上看，2020Q3 实现收入 54.85 亿元，同比增长 7.57%，实现归母净利 17.85 亿元，同比增长 14.13%，自 19Q3 持续四季度亏损后首次单季实现营收/净利同增，至暗时刻已过

价：配合 M6+ 的产品定位，同时实施配额制，最近新推出 M3 水晶版，意在老 M3 完成取代，批价 420 元、零售价 460 元，欲卡位 400-500 元价格带，需继续观察其后续渠道推广情况

今世缘

量：从渠道端看，流通渠道库存略多于团购渠道，由于疫情反复，江苏个体应酬频率有所降低，零售销量有一定下降。而由于上半年公司加大对团购渠道的控制，通过设置渠道专员、跟踪团购重要客户、处罚不称职经销商等方式，将疫情对团购渠道的影响降到最低。业绩上看，2020Q3 实现收入 12.81 亿元，同比增长 20.96%，归母净利 2.93 亿元，同比增长 31.98%

价：公司产品端主力产品为对开和四开，在于同省酒企洋河的竞争中：对开对标天之蓝、四开对标 M3。价格上看对开批价 240 元、零售价 280 元；四开批价 380 元、零售价 420-430 元。国缘系列占据高端价位带，公司渠道主推 V3、V6，其中 V3 价格带上对标 M6+、V6 对标 M9

古井贡酒

量：从渠道端看，古井渠道压力较大，准备通过与经销商联合和打通婚喜宴市场去库存；产品结构端看，产品结构持续优化，中高端产品或进一步放量。前三季度以古 16、古 20 为代表的高端产品表现良好；从业绩端看，公司 Q3 实现营收 25.49 亿元，同比+15.08%，归母净利润 5.13 亿元，同比 3.85%，收

入略超预期，利润略不及预期

价：公司目前主要推古 8、古 16、古 20。其中古 8 打款价 215 元，终端成交价大概 205 元；古 16 打款价 330、终端成交价 400；古 20 打款价 450，终端成交价 480。公司正在利用古 20 作为升级产品，它采用配额制限制经销商的进货数量，目前尚未放量，不过在百亿时代中主要公司会依靠古 20 打市场

口子窖

量：不同于其他公司疫情期销售费用率下降，口子窖今年以来费用持续投入，为后续发展蓄力。业绩下调和现金流对比也说明了公司在疫情期间并未给渠道大幅压货，也没有给经销商打款施压，业绩反映的是渠道终端真实动销。同时，公司回购占公司股本的 0.079%，接近尾声，下一步公司股权激励体系建设完善将进一步优化治理结构，充分调动公司核心经营层积极性，为长期发展蓄力

价：伴随公司业绩风险逐步释放，同时市场竞争中释放出积极信号，短期基本面有望实现逐季改善。从未来省内竞争格局来看，口子窖依靠独特优质的产品品质以及长期健康良性的渠道利润体系多年来积攒的品牌美誉度是公司的核心基石，伴随公司产能扩张完成以及逐步加大市场营销力度，省内竞争力有望不断提升

山西汾酒

量：在区域布局方面，公司持续打造核心省外市场，销售额突破 5000 万的地级市设立直属管理区，布局长江以南市场，带动弱势区域的发展。公司继续按照“1357”市场布局策略，遵循“年度指标不调整，动态调整阶段性指标”的原则，创新营销发展方式，保存量找增量，巩固山西市场同时，加大拓展省外市场

价：2020H1，公司坚持控货挺价，施行半饥饿营销。汾酒青花汾系列产品价格上调，青花 30 开票价上调 101 元/瓶，青花 20 开票价上调 20 元/瓶。同时，9 月 9 日，汾酒正式发布了高端化战略大单品“青花 30·复兴版”，定价 1059 元/瓶，品质及定位全面升级

水井坊

量：渠道方面，公司本年加大营销力度，加速水井坊消费者培育，核心门店计划已发展到 5.0 版本，同时建立 T1 和团购团队，优化企业团购机制，渠道下沉与地推持续推进

价：公司 20H1 受疫情冲击较大，营收/净利同减 52.43/69.71%，二季度集中资源促进货物流通，消化库存为主，随着疫情好转，渠道动销恢复显著，三季度补库存增厚业绩，20Q3 营收同增 18.83%，环增 1422%，次高端核心单品臻酿 8 号与井台装收入同增 20%

舍得酒业

量：舍得 2020 年重要动作在于大幅扩商，今年 5 月开始全国招商计划，1-9 月份公司净增加经销商 107 家至 1883 家，其中 Q3 净增 48 家，较同期增 24 家，招商速度提升彰显建立新型厂商关系成效的逐步体现，产品放量得到进一步保证

价：9 月底公司推出“六大策略+四种模式”，继续落实“三不变”原则，发力次高端，从文化国酒到老酒战略，公司在次高端创新突围；大众酒方面，启动沱牌复兴战略，结构向上向下空间广阔

酒鬼酒

量：2020 年公司主旋律围绕产品梳理及大单品聚焦，以价量齐升为核心策略，重点打造红坛/传承两个大单品

价：2020 是酒鬼酒的突破之年。2020Q3 季报显示前三季营收同增 16.43%，成为次高端酒企业绩恢复佼佼者，前三季度内参、酒鬼、湘泉三系列营收均同增超 50%，销量在疫情期间逆势提升，动销情况当下仍保持良好。2020 年公司继续落实 2018 年底的三年期目标，于年初合并三大品牌营销管理，于今年四、五月公司对内参、红坛酒鬼酒进行提价，持续优化产品主线，内参批价从 2019 年初的 800 元左右上涨至当前的 900 元左右

资料来源：搜狐网，酒业家，新浪财经，格隆汇，京东，天猫，天风证券研究所

十四五规划将迎开门红，理性看待行业竞争和未来发展。2021 年是十四五开局之年，各家企业也在纷纷制定十四五规划，从目前已有的信息来看，各家企业大概率将实现十四五开门红。但从长期看，次高端的竞争仍将处于较为激烈状态，理性看待行业竞争和和未格局的变化，次高端发展仍需步步为营，短期或因基数原因有望实现高增，但长期较难实现持续快速增长，需动态跟踪，把握行业竞争变化。

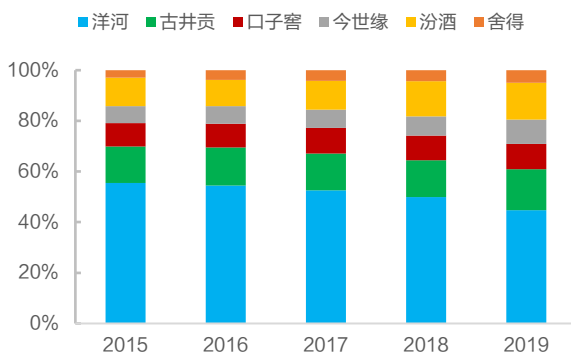
表 7：部分酒企“十四五”规划

公司	十四五规划概况
贵州茅台	十四五形成茅台酒产能 5.6 万吨，系列酒产能 5.6 万吨，习酒产能 5 万吨，技术开发公司和保健酒业公司基酒总产能 3.5 万吨，合计 19.7 万吨优质基酒产能。“双打造双巩固三翻番”的发展目标，其中收入翻一倍是主要指标。实施“智慧茅台”战略，第一阶段，搭建平台，重点突破。在 2020-2021 年开展“2+4”信息化重点工程建设；第二阶段，全面覆盖，深化应用。到 2023 年底，进一步深化全产业链各业务域信息化建设，实现全业务域协同运行和数据打通，具备初步数据治理能力；第三阶段，完善生态，数字运营。到 2025 年底，建成由多个智能运营中心组成的“茅台大脑”，实现企业数字化运营，让数据资产成为推动企业发展的原动力之一，为公司的决策、运营和管理提供支撑与依据，真正实现茅台的数字化转型。
泸州老窖	在规模上，国窖 1573 明确了“新百亿”目标，即：2022 年要实现 200 亿+；2025 年要突破 300 亿+。在品牌上，国窖 1573 要坚持“浓香国酒”的品牌定位，并围绕“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”这五个方面来强化这一品牌定位。
古井贡酒	公司紧紧围绕“战略 5.0、运营五星级”方面，增强合力，提质增效；全面推进全国化、次高端，加快建设“数字化、国际化、法治化”新古井。同时深入营销创新、技术创新和机制创新，催生企业内生动力。未来五年规划收入达到 200 亿。
金种子酒	金种子酒业聚焦复合香新品类，培育大单品，力争五年 50 亿战略目标的顺利达成。公司将从以下几个方面发力：一是明晰品牌战略定位，合理规划延伸，重构金种子酒业的品牌体系；二是优化传播资源配置，提升品牌形象，不断积聚品牌势能；三是丰富企业人力资源，变革组织与流程，提升组织效率
习酒	持续建设“三品”工程，大力发展产能、提升品质；着力调整结构、做优产品；持续加大宣传、做大品牌。稳步推进“三大聚焦”，产品聚焦，集中打造窖藏 1988 和君品习酒；资源聚焦，集中资源塑造品牌；渠道聚焦，向优商大商集中。坚持“开流节源”，严格全面执行配额销售。2021 年习酒将努力实现销售额 120 亿元，到“十四五”末，习酒将实现营业收入达到 200 亿元，每年实现 15%—20%的增长。

资料来源：贵州茅台公司官网，Wind，中国经济网，新浪财经，界面新闻，天风证券研究所

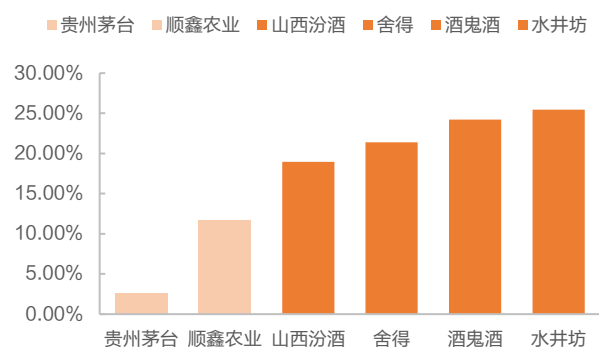
- ◆ **次高端地域性明显，全国化加剧行业竞争。**次高端白酒多为区域龙头，品牌力在全国范围内较高端白酒弱，以致各家酒企想要出省，均需要通过大量的费用投放来维持品牌的曝光和渠道的建设。这也使得次高端的竞争愈发激烈，费用投放居高不下。2020 年 1-9 月舍得、水井坊、酒鬼酒、山西汾酒等主要次高端酒企销售费用占营业收入比例均在 18%以上，而作为高端酒、大众酒的代表，贵州茅台和顺鑫农业的销售费用占比分别为 2.64%和 11.67%。较高销售费用水平，反映出次高端酒企在渠道和品牌建设方面的投入力度较大，竞争十分激烈。

图 48：次高端主要企业内部竞争情况：格局越发均衡



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：部分酒企 2020 年 1-9 月销售费用占营业收入比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

- ◆ **短期来看，基地市场经实重中之重，品牌建设、渠道深耕、结构升级共同提升省内业绩。**渠道方面，次高端酒企在省内的竞争优势主要来自于渠道，渠道的竞争优势需要不断通过下沉和深耕来维持。愈发精细地进行渠道建设，从而贴近消费者，提供更好的营销服务，对市场实现更深入的渗透。品牌方面，次高端作为区域龙头，在省内已经具有较强的品牌力，但在泛全国化竞争激烈的背景下，仍然要积极加强品牌建设，

维护省内品牌地位。同时，要顺应消费升级的趋势，适时推动产品的结构升级，这也是维护品牌力的重要措施。

表 8：主要酒企产品升级汇总

企业	产品升级概览
洋河股份	2019 年全新梦 M6+上市取代原 M6，在品质、防伪、容量、口感等方面全面升级
今世缘	2018 年推出国缘水晶 V 系列，2019 年推出国缘 V9 清雅酱香白酒，V9 引领公司产品体系再次升级
古井贡酒	2018 年推出古 20，布局 300~500 价位，2020 年提价放量，古 16 终端价 350~400 元，古 20 终端价 550~600 元
口子窖	2019 年公司推出新品初夏、仲秋，卡位 200~400 元价位，市场反响良好
山西汾酒	今年 9 月 9 日汾酒发布全新高端大单品“青花 30 复兴版”，定价 1059 元，品质及定位全面升级
舍得	2020 年推出第四代品味舍得，强化老酒战略，同时加强沱牌酒的推广和消费者唤醒，未来双品牌将持续发力
水井坊	2019 年推出新品井台珍藏系列，继续夯实次高端矩阵，实现对优势价格带的饱和式占领

资料来源：新浪财经，51 酒水网，巨丰财经，中国食品饮料安全网，天风证券研究所

- 长期来看，全国化是企业价值增长的核心驱动，做好自己的同时等待对手的犯错。省内市场毕竟有天花板现象，而通过全国化战略企业有望实现长期增长。而我们认为企业在全国化进程中，渠道和品牌战略应切实可行，切勿过于激进，同时费用投放应有的放矢，积攒品牌势能，打造核心渠道。此外，次高端发展仍需步步为营，一方面做好自己，另一方面充分抓住竞争对手犯错产生的机会，实现“弯道超车”。

图 50：次高端投资逻辑



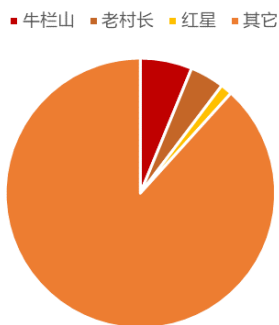
资料来源：详见白酒行业深度报告，天风证券研究所

3.2.3. 大众酒光瓶酒是品质回归的体现，名优白酒降维打击是主线

市场规模大，但行业集中度较低。2017 年低端白酒的销量约占全行业的 60%，可以说低端白酒依然是大众消费的主力。而低端酒的行业集中度较低，CR3 仅有 12%，其中牛栏山、老村长和红星分别为 6.2%/4.1%/1.4%。大众酒主要以地产酒为主，行业集中度仍待提升。

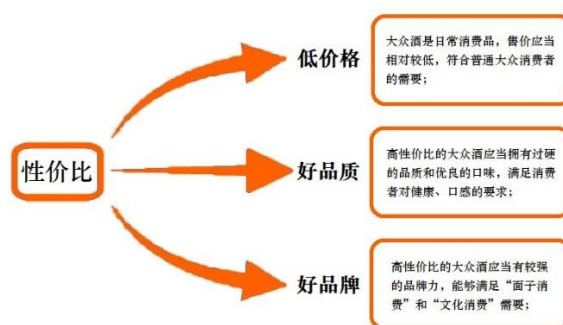
性价比始终是大众酒核心竞争力。低端酒日常消费的属性消费升级的大趋势，共同决定了性价比是大众酒扩大市场份额的关键。高性价比体现在低价格、好品牌、好品质三个方面。一方面，大众酒作为自饮用酒和日常消费产品，低价是其根本属性，大幅的提价会使其快速丧失市场。另一方面，随着消费升级，消费者对质量和品牌力的要求越来越高，在保持相对低价的前提下提高品牌力和质量，是大众酒企扩大市场份额的关键所在。

图 51：低端酒市场集中度情况（2017 年）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 52：大众酒性价比的三个表现方面

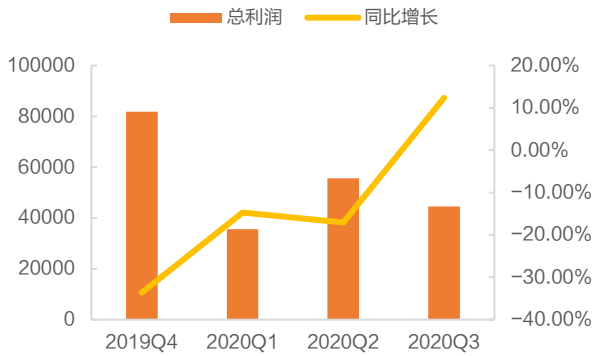


资料来源：天风证券研究所

名优白酒降维打击，光瓶酒站上行业风口。光瓶酒近年来表现十分亮眼，在白酒行业进入存量竞争的大背景下，光瓶酒仍保持每年 15%以上的快速增长，且主流价位持续升级。当前光瓶酒市场规模约为 650 亿元，占大众酒行业的占全行业约 30%，未来光瓶酒将通过抢占盒装酒份额的方式实现规模持续扩容。根据《中国光瓶酒营销白皮书 2017》，到 2020 年光瓶酒市场规模有望达到 1200 亿元。**目前主流酒企几乎都推出了自己的光瓶酒产品，特别是次高端品牌通过降维打击，抢占光瓶酒市场。**例如汾酒、郎酒、老窖等，均通过推出光瓶酒来抢占市场，这也顺应低端酒品牌化趋势的浪潮。

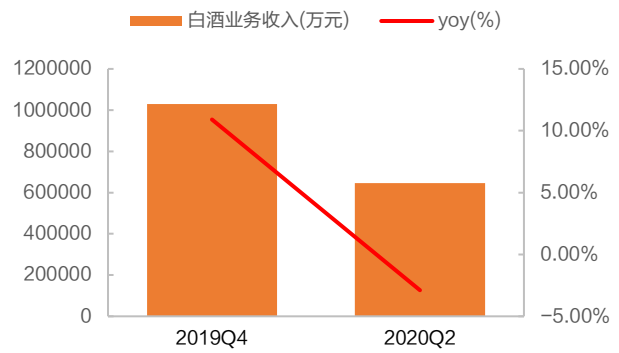
- ◆ **玻汾：“小步快跑”站稳高线光瓶酒，省内外扩张借名酒光环出道。**作为高线光瓶酒的代表，2020 年上半年，玻汾分别于 3 月、5 月上调终端供货价及终端价，42 度终端供货价、终端标价分别为 36 元/49 元，涨幅 1 元/3 元；53 度终端供货价、终端标价分别为 42 元/58 元，涨幅 2 元/2 元，其中 5 月份上调了出厂价。今年玻汾的“小步快跑”战略成功帮助其在光瓶酒 50 元价格带站稳脚跟，且由于玻汾系出名门，流通性强，市场对提价的接受度较高，预计玻汾短期内持续提价仍然可期，中长期有望对低端光瓶酒进行消费升级。从市场布局来看，2019 年玻汾销量高达 1200 万箱，创收 30 亿元以上，目前玻汾省外共有 20 个地级市场销量情况较好，在受疫情影响的今年上半年也成功保持了营收与净利双增，预计玻汾未来将持续受益于光瓶酒扩容的趋势，借助汾酒的全国化渠道，玻汾省外推广及规模扩张势头看好，具备百亿规模光瓶大单品的潜力。
- ◆ **顺鑫农业：业绩短期承压，期待大众酒龙头新气象。**作为大众酒行业龙头，顺鑫农业 2020 年前三季度受疫情影响较大，共实现营收 124.19 亿元，同比增长 12.27%；实现归母净利润 4.34 亿元，同比下滑 34.78%。其中由于上半年全国疫情叠加北京疫情反复的影响，餐饮消费受到限制，顺鑫农业在北京大本营的白酒销售严重受损，导致白酒业绩短期压力较大。然而，随着疫情影响消退，我们认为公司有望出现业绩复苏。拉长逻辑来看，顺鑫农业大众酒核心单品牛栏山的品牌力、产品力以及渠道力在同价位带有明显优势，其全国化布局在光瓶酒中极其罕见，且形成了升级产品的多个样板市场，产品价格带完整，产品结构升级步伐有序。预计明年走出疫情阴影后，北京等区域动销将持续改善，省外市场也将逐步升温，产品稳步升级趋势较为确定，大众酒龙头中长期增长逻辑不改。

图 53：顺鑫农业 2020 年业绩承压（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 54：顺鑫农业白酒业务承压（单位：万元）

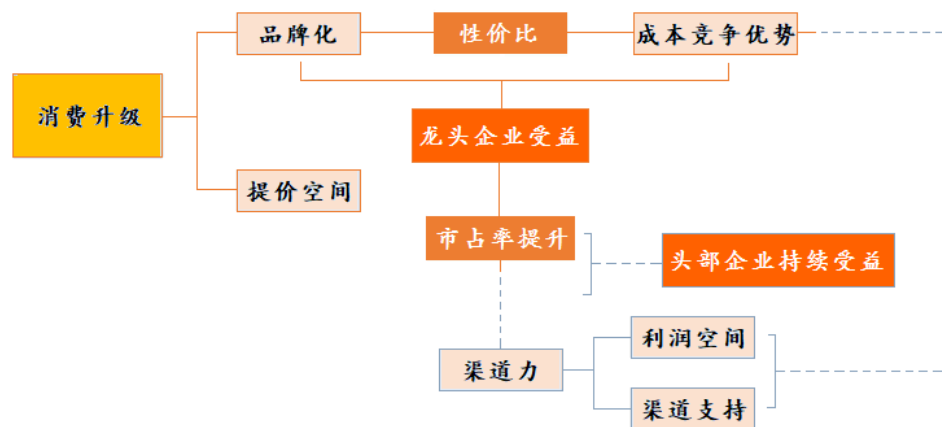


资料来源：wind，天风证券研究所

长短期维度看，大众酒行业量价齐升可期。我们认为名优大众酒企在短期内凭借其高性价比，通过渠道建设快速抢占市场份额，提升市场占有率。随着市占率的逐步提升，品牌知名度不断强化，在消费升级的推动下，逐步进行结构升级，这也是大众酒企业在远期取得成功的一条必经之路。

- ◆ **短期来看，渠道和市场占有率是低端酒市场竞争的关键。**渠道是低端白酒市场集中度提升的关键。低端酒和高端酒的盈利模式不一样，低端酒主要靠市场占有率，而高端酒则更多地依靠品牌效应。低端酒的成长主要靠开拓市场，当一个品牌的市场占有率提升到一定程度时就会形成“马太效应”，优秀渠道资源在利益的驱动下会向头部品牌集中，进一步推动龙头市占率的提升。作为大众日常消费品，大众酒渠道建设必须广而深，一方面要制定合理的产品全国化方案，不断拓展销售市场；另一方面要加强渠道下沉，进一步发掘地方基层市场，取代地方小酒厂的市场份额。
- ◆ **长期来看，结构升级是大众酒企业成功的必经之路。**量缩价升是低端酒行业发展的长期趋势，随着消费升级和居民健康意识提高、饮酒量下降，低端酒市场规模将趋于萎缩。大众酒企业要想在长期内保持发展，必须顺应这一趋势，适时对产品、品牌进行结构升级。结构升级并不单指次高端、高端升级，我们这里更多的是指大众酒内的结构升级，而不是大众酒向次高端、高端升级。与啤酒类似，大众酒本身价值量低，且没有高端酒产量的限制，除了成本推动的涨价以外，更多应该靠结构升级，即创新产品，通过提高产品品质进行升级。

图 55：大众酒投资逻辑



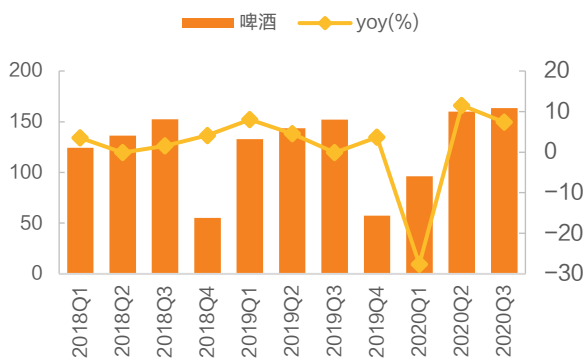
资料来源：天风证券研究所

3.3. 啤酒行业结构升级成共识，中期来看将持续景气

3.3.1. 回顾过往，疫情下回顾情况超预期，行业盈利能力持续改善

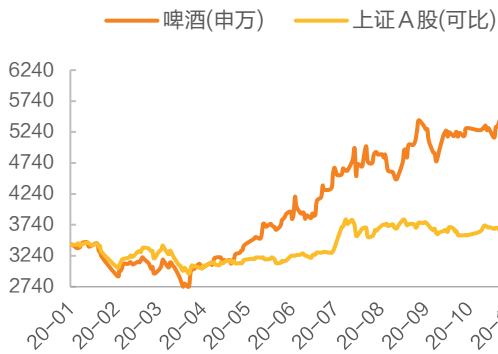
啤酒行业恢复情况良好，带动估值快速上涨。Q1 受新冠疫情影响，餐饮、夜场等消费渠道在疫情影响较严重时期基本停滞，行业需求产生递延，行业营收和利润都产生大幅下滑。Q2 餐饮行业逐步恢复，行业补库存叠加旺季动销机会，行业营收、利润实现大幅增长。Q3 行业因雨水较多等原因增速较 Q2 有所放缓，单三季度啤酒板块实现收入 163.5 亿元，同比+7.4%；实现归母净利润 18.1 亿元，同比+7.81%。作为疫情受损行业，在二三季度疫情的有效防控下，啤酒板块恢复情况持续超预期，业绩持续恢复带动估值快速上涨。啤酒（申万）指数前 11 个月涨幅 67.41%，显著高于上证指数 9.98% 的涨幅。从 2020 年估值变化来看，啤酒板块估值较 2020 年初上涨 74.36%。

图 56：SW 啤酒板块营业收入（亿元）



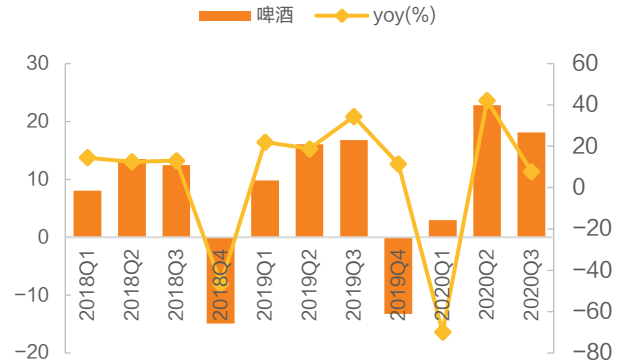
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：SW 啤酒&上证 A 股收盘价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：SW 啤酒板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：SW 啤酒行业市盈率（TTM）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在产品结构升级推动下，行业盈利能力持续改善。疫情下，啤酒公司纷纷加速产品结构升级，前三季度，珠江纯生持续放量，占比提高至 39.5%，同时，拉罐产品占比同比提高 2pcts 至 33%。未来随着产品结构持续优化，公司营收或将保持稳健增长。华润啤酒前三季度净利润为 38.3 亿元，其中次高档以上啤酒产品的销量同比增长 7%，高端化持续推进。青啤加快听装酒和精酿产品等高附加值产品的发展，干升酒价和净利率进一步提升。2020 年前三季度公司干升酒价为 3518 元，同比增长 1.7%。2020 年前三季度公司归母净利率为 12.2%，同比提升 1.8pcts。其中 Q3 归母净利率为 12.8%，同比提升 1.4pcts。未来伴随产能持续优化带来的降本增效的改善以及股权激励下公司效率的优化，盈利能力有望进一步提升。

表 9：啤酒板块单三季度财务数据

	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	毛利率	同比	销售费用率	同比	净利率	同比
燕京啤酒	43	10%	2	67%	42%	+4pcts	15%	0pct	6%	+3pcts

珠江啤酒	15	9%	3	7%	56%	+5pcts	18%	0pct	18%	+0pct
重庆啤酒*	14	14%	2	-39%	44%	+1pct	11%	-3pcts	19%	-13pcts
青岛啤酒	87	5%	11	18%	42%	+2pcts	15%	-2pcts	13%	+1pct

资料来源: Wind、天风证券研究所

*重庆啤酒 Q3 扣非净利同比+18.9%

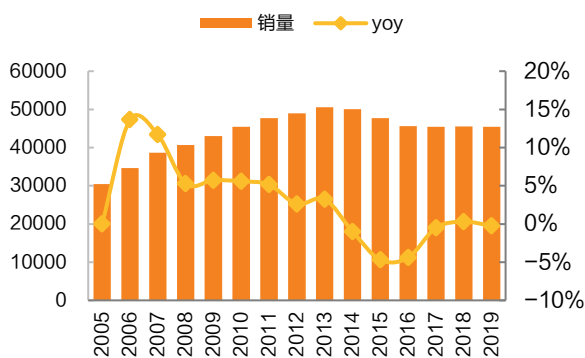
表 10: 啤酒板块收入拆分

2020	Q3 收入/ 亿元	同比	Q3 销量/ 万千升	同比	Q3 酒价/ 千升	同比
燕京啤酒	43	10%	121.17	25%	3549	-12%
重庆啤酒	14	14%	35.99	14%	3769	-0.5%
青岛啤酒	87	5%	253.6	3%	3518	2%

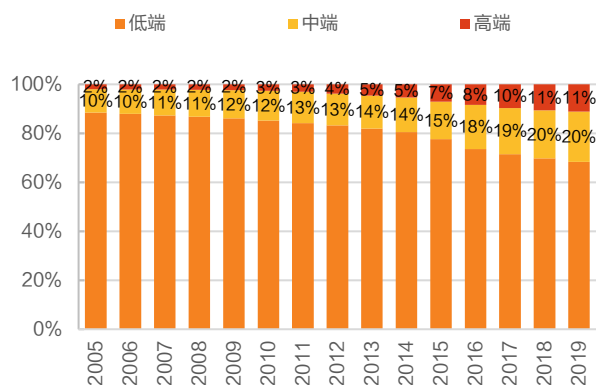
资料来源: 公司公告、Wind、天风证券研究所

3.3.2. 展望未来, 低基数下有望迎来持续催化, 行业进入改善周期

行业产量趋稳, 中高端占比长期提升空间大。我国啤酒行业自上世纪 90 年代起伴随房地产业的繁荣快速放量, 酒企通过低价竞争、全国布局工厂迅速抢占市场份额, 但自 2013 年起, 行业开始回落。我们认为行业市场容量接近饱和, 量的需求已过渡到质的需求。从行业整体情况来看, 2011 年-2019 年, 我国高端啤酒销量占比从 3.1% 提升至 11%, 低端啤酒占比从 83.5% 下降至 69%, 中高端产品占比逐步提升趋势已经开始显现。美国啤酒市场自 1960s 开启消费升级, 1960-1980 年美国啤酒行业开始向高端产品升级, 高端酒的市场份额从 20.2% 快速提升至 62.9%, 长期来看, 我国中高端占比提升空间大。

图 60: 我国 2010-2019 年啤酒销量变化 (单位: 百万公升)


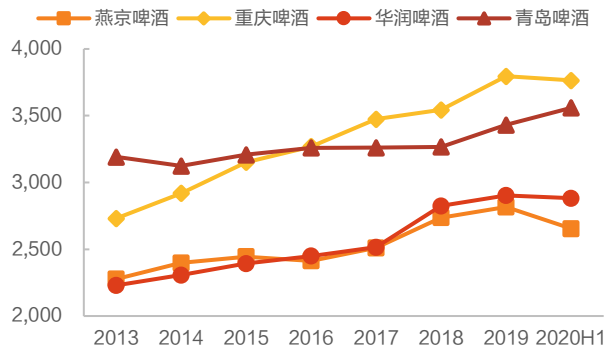
资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 61: 啤酒行业中高低端啤酒销量占比


资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

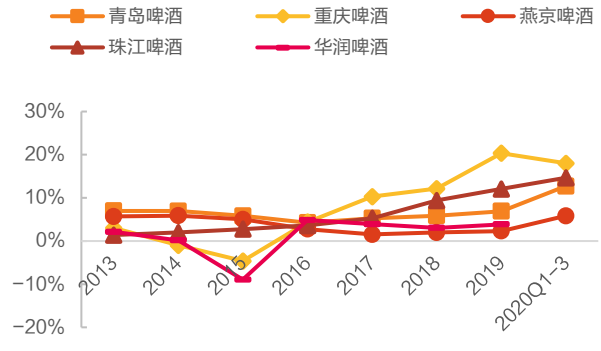
吨价持续提升, 行业盈利水平有望加速提升。国内酒企的千升酒价基本在 4000 元水位下, 而国际上百威英博的千升酒价约 6700 元, 远高于国内啤酒巨头。百威英博 2019 年净利率为 15%, 而全国化酒企青岛啤酒和华润啤酒仅为 8% 和 4%。近年来, 在产品结构升级的不断催化下, 行业千升酒价开始出现较为明显的提升, 对标 1960-1980 年美国啤酒行业加速升级期间, 美国啤酒价格的 CAGR 达到 3.5%, 预计我国啤酒价格 5-10 年内复合增速约 3%-4%, 带动行业盈利能力持续提升。

图 62：啤酒公司千升酒价（元/千升）



资料来源：公司年报、Wind、天风证券研究所

图 63：啤酒公司净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

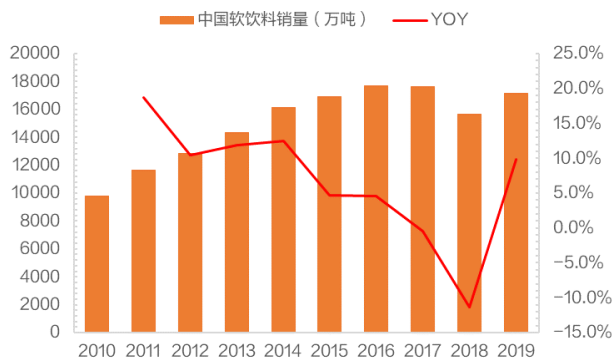
竞争激烈程度不减，行业催化不断，坚定看好啤酒行业。在行业产品结构升级背景下，酒企竞争逐步由收入端转向利润端，高端市场的竞争将较为激烈，但行业竞争由收入端转向利润端，行业整体盈利能力将持续改善。根据近期的渠道调研反馈，部分酒企提价落地，叠加明年澳麦成本大概率提升，行业提价预期持续催化。此外，明年一季度行业处于低基数季度，建议提前关注啤酒行业，持续推荐青岛啤酒和珠江啤酒，建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

3.4. 软饮料板块重视恢复性成长机会，包装水行业值得长期投资

3.4.1. 行业增长有所放缓，但结构性调整显著

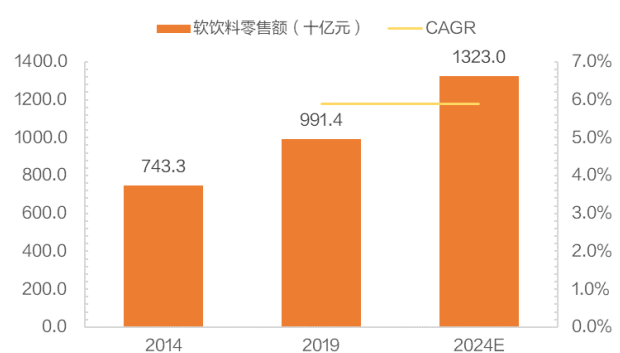
软饮料市场进入成熟阶段，行业增速趋于放缓。随着我国经济不断发展，居民消费能力不断提升，软饮料行业得到巨大发展。在经历快速增长阶段后，我国软饮料行业进入存量竞争阶段，市场表现相对稳定，近五年内产品销量趋于稳定。2010-2015 年间，软饮料销量从 9791 万吨增长至 16921 万吨，增幅高达 72.82%，2019 年销量达 17165 万吨，较 2015 年仅有 1.44% 增长。行业规模稳中有进，据弗若斯特沙利文数据表明，2014-2019 年间中国软饮料行业实现 CAGR5.9% 增长，市场规模达到 9914 亿元，居于历史高位。预计 2019-2024 年依然能保持 CAGR5.9% 的增长，2024 市场年零售额有望达到 13230 亿元。

图 64：软饮料行业已进入成熟阶段



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 65：预计未来软饮料行业能够保持稳中有进

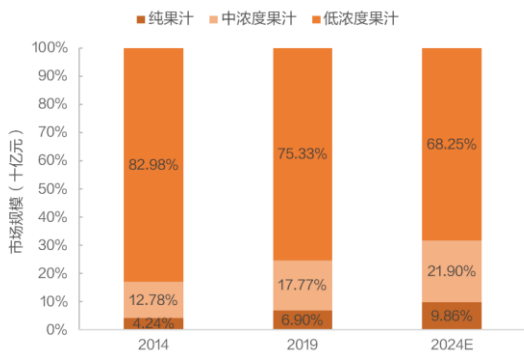


资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

与行业增速放缓形成对比的是，行业内部结构调整显著。随消费升级的背景下，行业呈现显著的高端化和健康化趋势，并引领行业内部结构调整。近些年，符合健康特点的无糖茶饮料、纯果汁等品类受到消费者的热烈追捧，同时碳酸饮料公司也在大力推出零卡路里或低卡路里的产品从而迎合消费者强烈的健康诉求。消费者健康意识的加强也带来了其对原材料及配方的天然、无添加等高端化的需要。而软饮料的主要消费人群已经从 30-40 年龄的中生代向更年轻的“Z 世代”转移，为了吸引更多的未来的年轻消费者，年轻化的产品设计成为了企业的竞争力。我们认为消费者日益高端化、健康化、和年轻化的需求不仅

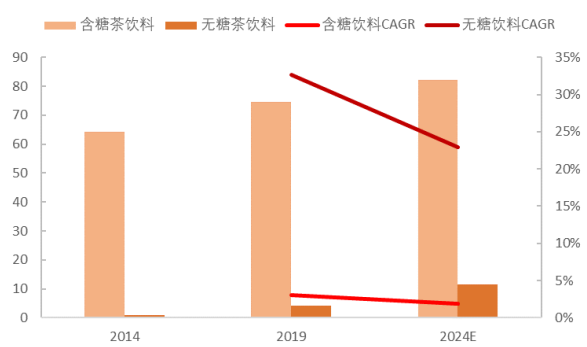
给予了行业充足的调整空间，也为市场竞争者打造新单品、创造新增长预留较大可能性。

图 66：果汁行业中高浓度果汁占比持续上升



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 67：茶饮料行业无糖茶增速远高于含糖茶（十亿元；%）

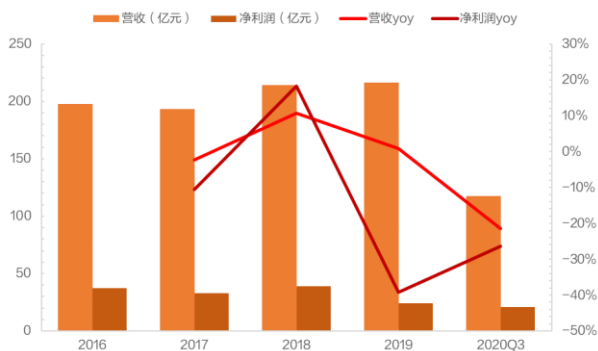


资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

3.4.2. 疫情影响下消费场景缺失，奠定低基数，关注强推新能力公司

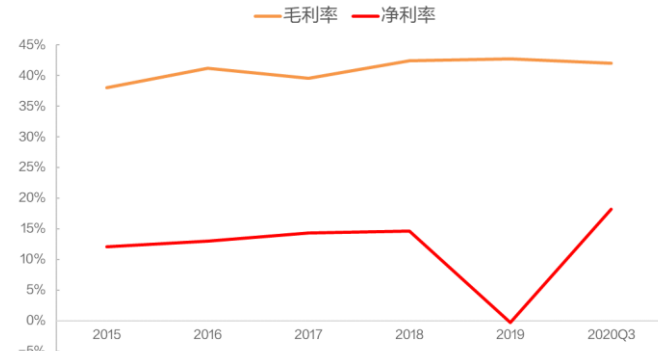
消费场景缺失致业绩下滑，低基数下，行业明年恢复性增长稳定性强。2020 年受疫情影响我国软饮料行业遭受严重冲击，前三季度 A 股软饮料公司实现营收 117.37 亿元，同比 -21.5%，实现净利润 21.01 亿元，同比 -26.28%。业绩下滑明显，主因在严格的疫情防控政策下，一方面以学校、商超、餐饮等为代表的消费场所长期处于封闭或半封闭状态，场景缺失致使终端动销不足；另一方面受停工政策影响前期生产端近乎停滞，企业整体产销节奏有所脱节。但从盈利能力看，近年来软饮料行业毛利和净利率水平总体保持上升趋势，2020 前三季度行业毛利率和净利率分别实现 41.97%/18.26%，总体保持稳定，我们判断与疫情期间企业促销等费用降低有关。进入三季度以来，随着消费场景逐渐修复，各主要企业业绩环比改善显著，未来在消费的进一步复苏以及企业市场推广加大背景下，改善趋势有望延续。

图 68：2016-2020Q3 A 股软饮料公司营收和净利润变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 69：2016-2020Q3 A 股软饮料公司毛利率和净利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

（注：2019 年受泉州泉净利率大幅下跌影响行业净利率水平较低，剔除该因素后行业净利率为 18.01%）

业绩低迷致股价承压，关注明年二级市场表现。2020 年初至今，SW 食品饮料涨幅 66.26%，SW 软饮料涨幅 18.54%，涨幅排名食品饮料二级行业第十，股价表现与基本面一致性较强。纵观 A+H 股，泉州泉因主营业务转变领涨软饮料板块，年初至今涨幅高达 107.89%，香飘飘受业绩拖累股市表现欠佳，年初至今跌幅 -12.19%。相较白酒、啤酒等板块高涨，软饮料板块涨幅表现相对低迷，跑输行业指数。在低基数的背景下，明年行业大概率迎来恢复性增长，我们建议关注板块性机会。

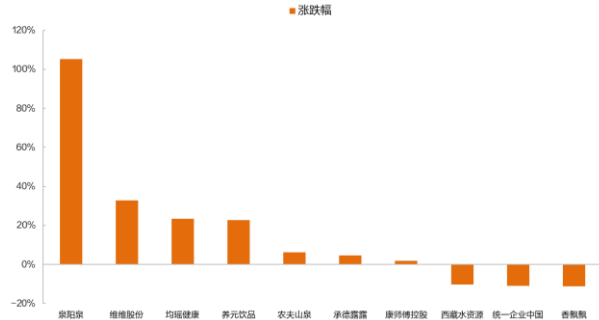
图 70: SW 食品饮料 vs SW 软饮料涨跌幅



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 数据截至 2020 年 12 月 3 日

图 71: A+H 股软饮料企业年初至今涨跌幅比较

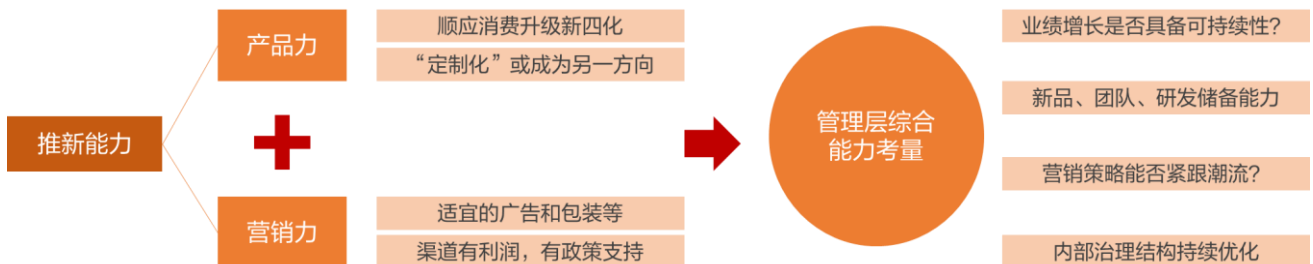


资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 数据截至 2020 年 12 月 3 日

推新能力是疫情后可可持续发展的源动力，产品营销缺一不可。软饮料行业不确定性较强，主因消费者粘性不强，尝鲜要求比较高，行业内公司的发展需要依靠公司的推新能力，且疫情后这一趋势将愈发凸显。一方面，行业内公司要顺应行业高端化、健康化、年轻化消费趋势，通过持续推新单品培育新的业绩增长点，提高产品力。另一方面公司要把握软饮料“冲动”消费需求，通过制定精准高效的广告和包装策略吸引消费者注意力，进而提高营销力拉动销量。如“怕上火，喝王老吉”从功能定位精准展示公司特性，茶π、小茗同学通过精美包装设计吸引消费目光。最后，我们认为公司业绩持续增长不仅考验的是公司新品储备和研发能力，更多是公司管理层的综合能力，只有把握行业趋势，持续优化营销策略、治理结构和销售机制，推新能力方能避免昙花一现。建议关注香飘飘、养元饮品。

图 72: 推新概念的投资逻辑



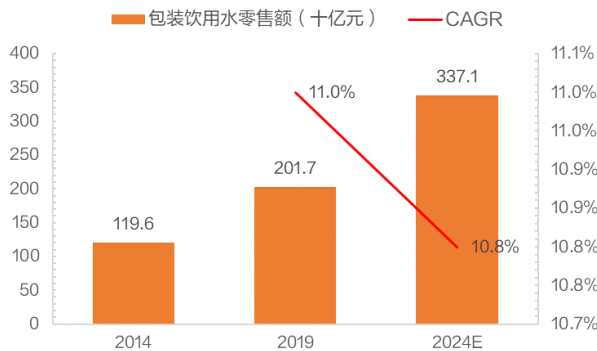
资料来源: 天风证券研究所

- 香飘飘：产品矩阵不断丰富，业绩持续改善可期。**公司目前具备“低估值、强改善”预期。单四季度收入有望实现 13%增长，利润或达 20%以上增长。明年公司恢复性增长概率大，叠加即饮板块渠道的培育和新品的持续发力，业绩有望实现快速增长。我们认为公司增长的核心逻辑在于用产品打造消费场景，扩充消费群体。一方面实施“泛冲泡”战略，今年陆续推出奶盖茶、代餐奶昔等冲泡新品，为传统业务增长赋能。另一方面，通过推出益生菌类果汁茶，丰富即饮产品矩阵，扩大消费场景。此外，公司通过推广成都模式和安徽模式，不断完善市场体系，加大渠道推力和覆盖面，未来公司“冲泡+即饮”矩阵竞争优势将愈发凸显。
- 养元饮品：短期疫情冲击明显，培育新动能寻求突破。**养元饮品作为国内核桃乳绝对龙头，深耕市场二十余年。核桃乳作为植物蛋白饮料的主要品类，在经历快速增长后逐渐步入成熟期，市场竞争日益加剧，公司先发优势突出。近年来公司业绩下滑压力较大，今年受疫情影响冲击更为明显。我们认为公司未来增长在于通过持续培训新品以寻求业绩突破，一方面公司推出“精典”型、“易智状元”等中高端产品以及核桃咖啡乳等品类扩充产品矩阵，提高品牌势能；另一方面公司获得红牛安奈吉长江以北独家经销权，有望通过安奈吉进一步增强产品布局，强化经销体系。此外，通过进入植物奶领域，培育公司第二增长曲线，公司业绩预期或迎来较强拐点。

3.4.3. 包装饮用水赛道脱颖而出，关注赛道中期投资优势

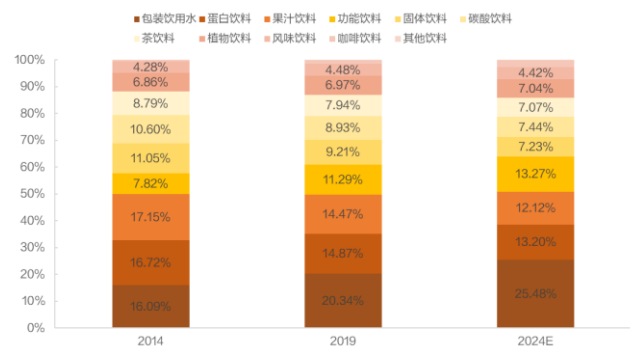
包装饮用水市场进入繁荣期，未来空间广阔。近十年来，随着我国城镇化率的提升，便捷场景的饮用水需求加大，包装饮用水行业呈现中高速发展态势，产量持续攀升的同时，市场规模也保持平稳增长。2014-2019年，我国包装饮用水零售额由1196亿元增长至2017亿元，CAGR高达11%。根据弗若斯特沙利文测算，预计未来五年瓶装水市场能够保持10.8%复合增长率，2024市场份额有望突破3000亿元。此外，经过多年发展，饮用水行业占软饮料比重提升至20.34%（2019年），已代替碳酸饮料成为软饮料行业最大子行业。**未来支撑行业发展的两大因素量和价的驱动力将来自城镇化率和人均可支配收入的提升。**

图 73：包装饮用水市场规模稳定增长



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

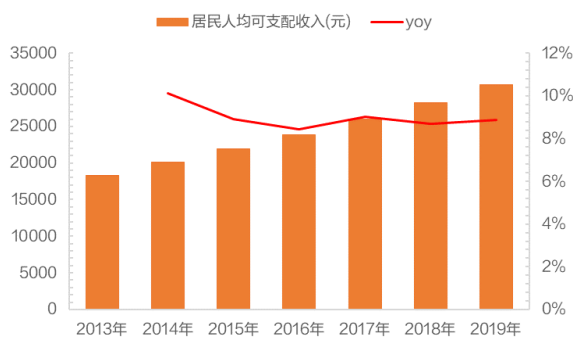
图 74：包装饮用水市场份额稳居第一并逐年提高



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

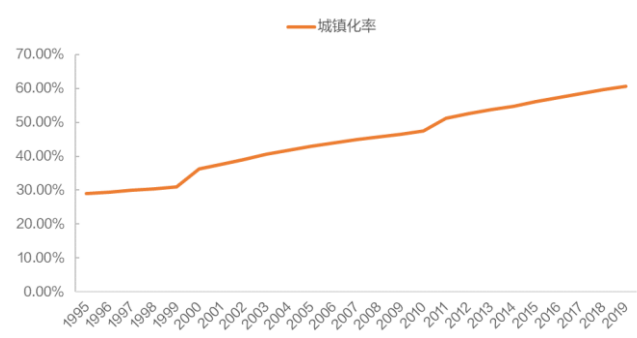
城镇化率、人均收入水平提升是动力，未来瓶装水量价有保障。我们认为城镇化水平的提高加速了居民包装饮用水消费习惯的培育，实现了从0到1的过程。而居民健康意识的提升和近年来频繁发生的水污染事件是催化剂，瓶装水会替代自来水作为饮用水成为更多家庭和个人的消费选择。而近几年来随着我国居民收入水平不断提高，消费结构升级持续升级，进而带动瓶装水量和价的增长，同时老龄化趋势加剧也一定程度上提振了高质量包装饮用水的需求，行业未来量价提升空间广阔。

图 75：近五年中国居民人均可支配收入不断提高



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

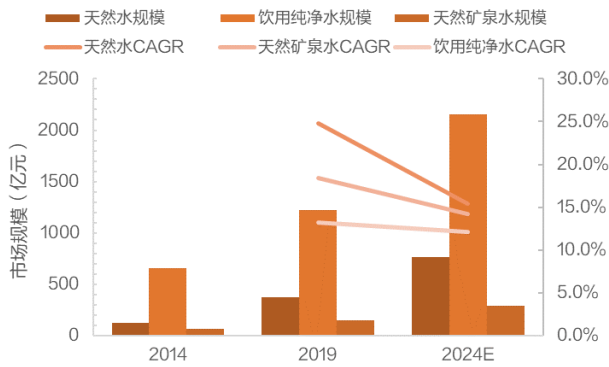
图 76：1998-2019 年中国城镇化水平



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

必选需求高端化、人群场景细分化、渠道多元化是未来趋势。在消费升级的驱动下，必选商品高端化进程开启，包装饮用水行业中高端化趋势愈加明显，体现在行业结构调整上，以1-1.5元为价格区间的矿物质水逐渐退出舞台，以3-5元为代表的大众天然矿泉水成为行业主流换挡方向。随着消费升级和个性化的凸显，消费者对瓶装水的需求也越来越多样化，具体表现在消费场景多元化以及消费需求的细分。如各大水企针对家用化场景推出1-19L不等的大包装饮用水以及针对不同年龄段推出的细分产品。产品和消费场景的应用离不开渠道支持，行业传统渠道比重正逐渐降低，而自动贩卖机等新零售渠道和电商渠道发展迅速，未来行业渠道多元化趋势有望加强。建议关注“一大一小”组合：农夫山泉和泉阳泉。

图 77：天然水和天然矿泉水增速显



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

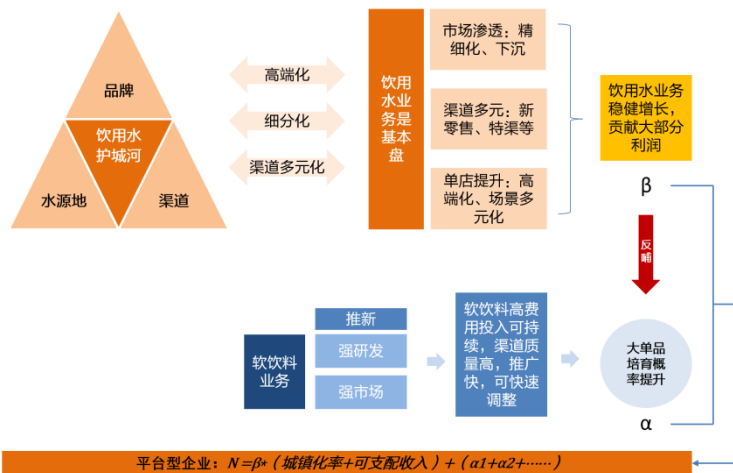
图 78：多元渠道满足多元场景和人群的消费需求



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

- ◆ **农夫山泉**：公司已形成以品牌为核心，渠道和水源为依托的护城河。瓶装水业务为公司提供稳定的现金流和安全边际，为公司的 β 业务；软饮料为公司的 α 业务，打开公司业绩增长空间。公司在全产业链布局下，逐渐形成了渠道、品牌和产品等全方位优势，平台化特征逐渐显现。公司未来品类的丰富度以及单品的贡献将持续增加，推动业绩稳健增长，天花板不断提高。（详见深度报告《农夫山泉：深耕与迭代，深度剖析站在软饮料黄金分割点的王者》）

图 79：农夫山泉投资逻辑



资料来源：天风证券研究所

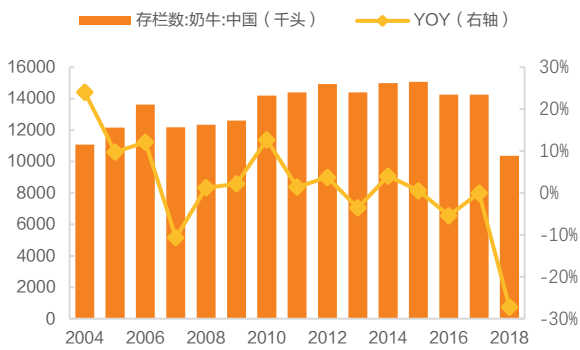
- ◆ **泉阳泉**：公司将证券名称由“吉林森工”变更为“泉阳泉”，从而体现公司所属的行业和实际经营业务的特性，提高公司品牌辨别度和品牌形象。经过多年积极投入，在东北矿泉水市场占有率名列前茅，消费者忠实度较高，具有一定品牌优势。近年来公司矿泉水业务发展良好，2017-2019 年营收由 5.41 亿元增至 7.04 亿元，CAGR 为 14.04%，2020H1 营收占比为 65.16%，毛利率为 49.31%，已经成为公司体内第一大业务。未来随着消费升级趋势的演进，矿泉水有望成为瓶装水升级方向，公司有望充分享受行业红利，未来增长逻辑在于公司应当扎根东北优势市场，充分利用水源竞争优势，通过加大对产品推广和渠道建设的投入，提高品牌知名度，逐步向区域外市场渗透，从而打开业绩增长空间。

4. 成本提升不容忽视，集中度较高的行业格局会持续优化

4.1. 乳制品：上游供给偏紧原始奶价格上涨，布局牧场稀缺资源正当时

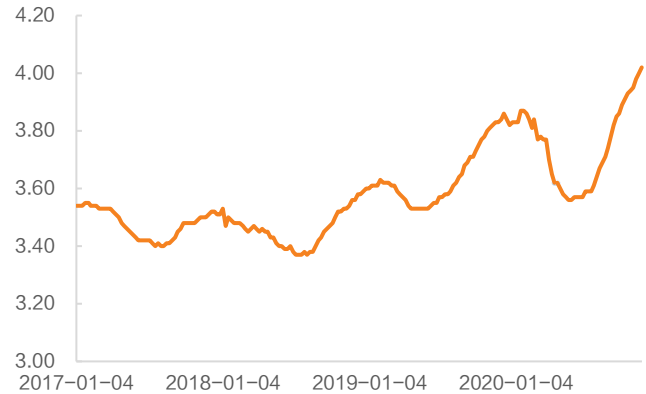
我国奶牛存栏量逐年下降，近两年增速为负，2018 年奶牛存栏量为 1038 万头，较 2017 年下降 27%。2003 年，我国牛奶产量仅为 1746 万吨，到 2019 年，上升到了 3201 万吨。之后产量略有波动但相差不大。2015 年后由于奶价持续低迷，2018 年一些中小奶农退出，且大牧场也调整了奶牛培育计划，导致 2018 年奶牛存栏量下降较多且自育小牛数量较少，小牛培养到可泌乳的时间约为 2-3 年，故 2018 年的小牛培育率将直接影响 2021 年泌乳牛数量，预计 2021 年原奶紧缺程度或比 2020 年更突出。

图 80：我国奶牛存栏数近年呈现下降趋势（千头，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

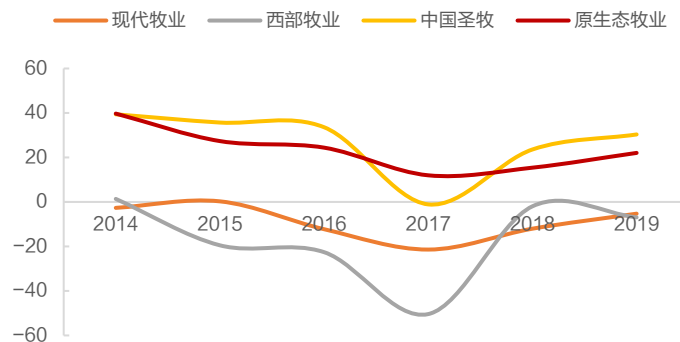
图 81：自 2018 年底国内生鲜乳平均价呈上涨趋势（元/公斤）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为奶价上涨主要利好上游牧场的盈利情况，上游牧场由于规模化程度不高且牛奶挤出后需尽快售出，在产业链中的议价权较低，原奶价格受供需影响上涨将促进规模牧场盈利改善。可以看到，2014-2019 年主要头部牧场的营业利润率受奶价影响较大。

图 82：2014-2019 年主要牧业公司营业利润率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：我国牧场规模化程度不高，2017 年 15 家规模牧场生产量占总产量比重仍较低

序号	乳企	牛奶产量（万吨）	总存栏（万头）	成母牛（万头）	成母牛单产（吨）	平均规模（头）
1	现代牧业	139.0	23.3	12	10.6	8962
2	优然牧业	83.0	13.5	10	11.5	3375
3	辉山乳业	70.0	14.0	5	8.0	1795
4	圣牧高科	64.2	10.6	7	9.6	3118
5	赛科星	61.8	13.1	5	9.5	5458
6	澳亚牧场	56.5	8.6	4	12.6	12291
7	首农畜牧	46.7	8.6	4	10.4	2688

8	河北乐源牧业	44.0	8.5	3	11.0	6538
9	光明牧业	42.5	7.0	5	10.8	3480
10	中地乳业	40.0	6.5	4	10.5	7270
11	原生态牧业	37.0	6.5	3	11.0	9286
11	富源牧业	37.0	6.2	3	10.3	4429
13	恒天然	32.0	6.0	2	10.3	8571
14	宁夏贺兰山奶业	25.5	5.2	2	10.7	4023
15	天津嘉立荷牧业	20.2	3.5	2	11.7	2663
	合计	799.4	141.1	71	10.6 (平均值)	5596(平均值)

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们认为，国内牧场未来必然会继续规模化进程，并有望加速规模发展。主要原因如下：1) 与规模牧场相比，“小、散、低”牧场在经营方面存在诸多缺陷；2) 经敏感性分析，规模牧场对生产成本波动的风险防御能力更强，经营更具稳定性，可对抗饲料成本上行压力。

大规模牧场和散养农户成本构成一大区别就是散养农户精饲料费占比更大，这也就意味着在精饲料费价格产生波动时，散养农户原奶的价格更不稳定，在同样的精饲料价格变化幅度下，散养农户可能会净利润变化更大。

同时，大规模牧场人工成本在总成本中的占比远小于散养农户，这也意味着大规模牧场的机械化程度更多的利用先进的仪器辅助生产。奶牛养殖新智能化养殖设备的不断涌现，极大地提升了奶牛养殖效率，节约了人力成本。

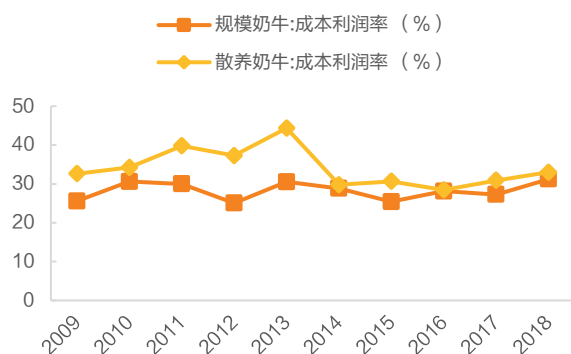
表 12: 不同规模牧场成本构成

单头牛成本占比	散养	小规模	中规模	大规模
一. 生产成本	99.80%	99.70%	99.60%	99.70%
1. 物质与服务费用	76%	80%	84%	87%
(1) 直接费用	64%	68%	69%	73%
精饲料费	46%	48%	43%	40%
青粗饲料费	14%	16%	22%	26%
其他直接费用	4%	3%	5%	7%
(2) 间接费用	12%	13%	15%	14%
2. 人工成本	24%	19%	15%	12%
(1) 家庭用工折价	23.60%	16.10%	1.40%	0.10%
(2) 雇工费用	0.30%	3.10%	13.90%	12.20%
二. 土地成本	0.20%	0.30%	0.40%	0.30%
成本利润率	31%	35%	22%	26%

资料来源: wind, 天风证券研究所

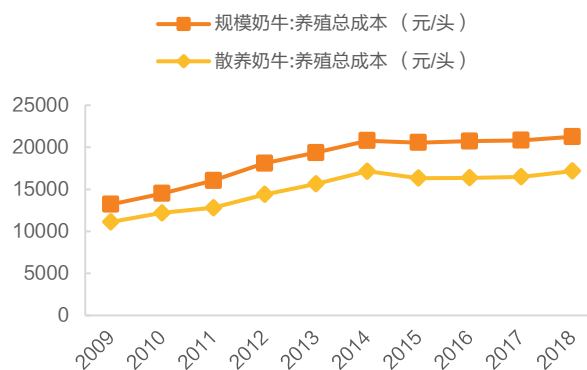
散养和小规模养殖模式的成本利润率高于大中规模养殖模式，主要原因是国内规模化养殖现在仍在起步阶段，需要大量投入研发技术以达到更高的单产，在转型的过渡期中面临奶牛单产量并没有远高于散养奶牛但又必须得继续加大投入的困境。其次是牛奶的质量差价很小，导致后者的相对收入不高；同时如果遇到市场不好的情况散养农户可以减少原奶生产甚至放弃奶牛养殖以减少损失。

图 83：散养奶牛利润率高于规模化牧场



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 84：散养奶牛成本低于规模化牧场



资料来源：Wind，天风证券研究所

从美国的经验来看，大规模奶牛牧场的经营利润高于小规模牧场。根据陈秀凤等在《美国牧场牛奶生产规模效益研究》中的研究结果，各个规模的奶牛牧场在 2006-2015 年几乎都持续拥有正向的经营会计利润，这也说明了小规模牧场依然具备短期存在的基本条件和基础。但从利润的视角考虑，较小规模的牧场主当前面临着日益严峻的困难，规模扩张是其未来发展的必由之路。在美国当牧场规模从 50 头提升到 500 头时，每单位牛奶的成本会降低近一半；当超过 500 头规模时，成本依然会下降，但下降幅度变小。

表 13：美国不同规模奶牛牧场的经营利润（单位：美元/吨）

牧场规模	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1000 头及以上	90.8	199.3	119.5	119.5	128.1	149.9	119.9	116.6	195.3	58.2
500-999 头	60.2	163.1	84.2	84.2	116.2	130.3	91.3	76.3	166.4	33.7
200-499 头	70.1	177.7	114.4	114.4	89.5	103.8	50.7	30.9	134.7	11.9
100-199 头	70.8	166.7	114	114	95	115.3	49.6	31.3	148.6	33.5
50-99 头	45.4	143.1	88.6	88.6	86.6	111.6	37.3	9.7	132.9	19.6
50 头以下	71.9	167.8	116	116	68.6	87.1	8.4	-23.4	107.4	-3.3
全国平均	72.1	176.1	108.5	108.5	109.3	129.2	84	70.8	166.2	38.4

资料来源：中国畜牧杂志《美国牧场牛奶生产规模效益研究》作者：陈秀凤 李胜利 曹志军，天风证券研究所

在美国，最大规模（存栏量 ≥ 1000 头以上）的牧场的牛奶价格最低。2010 年之后，牧场规模越小，其生产的牛奶价格越高，大规模牧场由于规模效应成本控制能力较强，故即使原奶售价较低的情况下，依然可以维持较高的毛利率。

我们对不同规模的牧场进行生产成本敏感性分析，当精饲料价格上升 5% 时，散养、小规模、中规模、大规模牧场的成本利润率下降幅度依次降低。大规模牧场对精饲料价格上涨的敏感性最低、受影响最小，即大规模牧场对于饲料成本波动的风险抵抗能力最强，将带来其更为稳固的地位，大规模牧场占比将提升。

表 14：测算当精饲料价格上涨 5%，各规模牧场的盈利变化

	散养	小规模	中规模	大规模
生产成本变化	2.31%	2.43%	2.14%	2.01%
净利润变化	-7.45%	-6.92%	-9.53%	-7.67%
成本利润率变化 (pct)	-8.15	-7.44	-2.74	-2.42

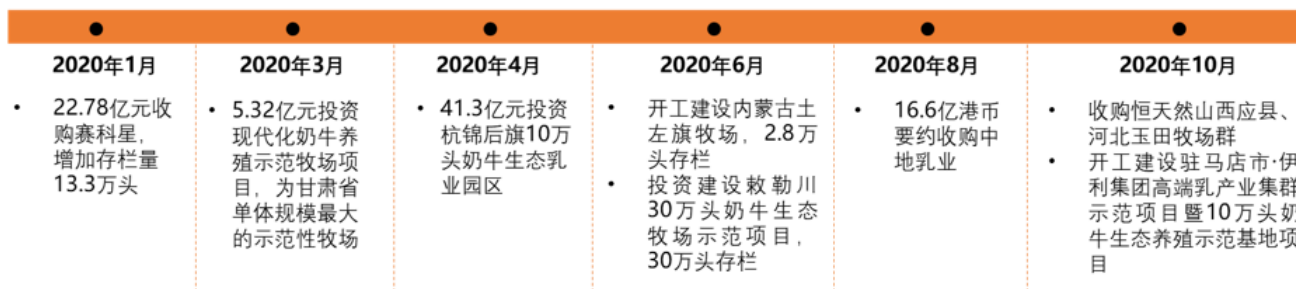
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：假设其他条件不变，均使用 2017 年数据进行测算

下游乳企也纷纷加速布局牧场稀缺资源，瞄准优质牧场项目。2020 年双寡头伊利蒙牛收购投资牧场项目动作频繁，上游奶源布局竞争激烈。伊利先后收购赛科星，加码布局巴彦淖尔、土默特左旗等内蒙古奶源地的 3 个牧场项目建设，通过收购中地乳业快速布局华北地

区，并完善在甘肃、山西、河南、河北等地的牧场布局。蒙牛先后收购圣牧高科、中国圣牧，增加存栏量 10.6 万头。此外，还与中鼎牧业达成战略合作，完成中国乳业产业园 30 万头奶源基地，开工建设河北唐山“三期项目”“万头牧场”合作项目。

图 85：伊利上游牧场布局进程



资料来源：新华网、呼和浩特政府官网、中华网等，天风证券研究所

图 86：蒙牛上游牧场布局进程

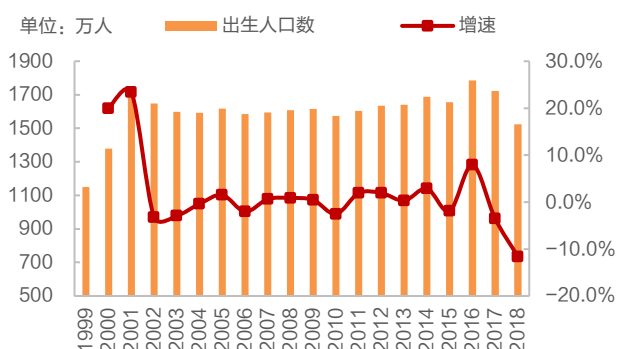


资料来源：财新网、央广网、公司公告等，天风证券研究所

4.2. 奶粉：高端化趋势愈演愈烈，国产奶粉崛起时

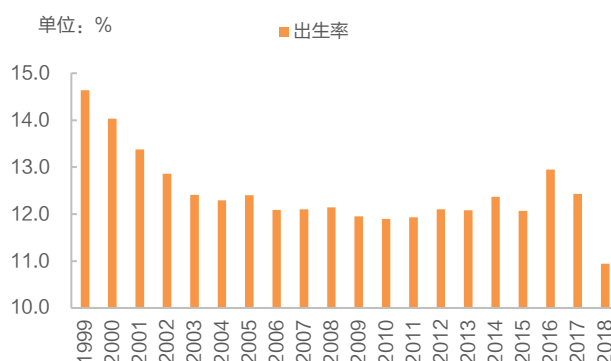
奶粉行业进入存量竞争时代，出生人数逐年下降。根据国家统计局数据，在 2016 年二胎红利后，2018 年我国出生人口 1523 万人，较 2017 年减少 11.61%，出生人口数连续第二年呈下跌态势。新生儿的减少将直接影响奶粉行业的市场需求量。

图 87：2018 年我国出生人口下跌超过 10%



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

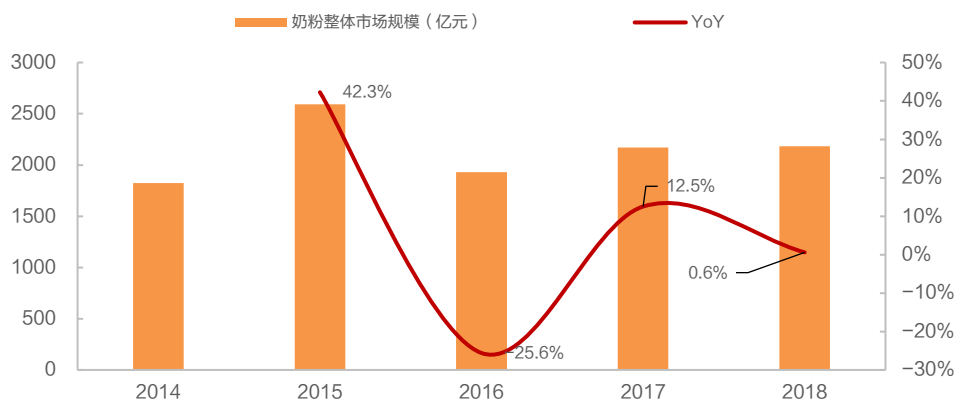
图 88：我国出生率自 2017 年起连年下滑



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

量降价升，行业未来将保持低速发展。在 2017、2018 年两年，销量已难推动中国的婴幼儿配方奶粉市场增长，产品升级是驱动力。根据 Frost&Sullivan 提供的预测，2018-2023 年超高端和高端市场的零售价值将分别维持 16.9%和 16.3%的复合年增长水平，2016 年后国内奶粉整体市场规模趋于稳定，2017、2018 年稳定在 2200 亿元规模。我们认为未来新增人口数的下降将直接减少奶粉市场的消费基数，而奶粉平均价格的上升仍能带动行业的整体市场规模，预计未来行业整体规模将低速增长。

图 89：奶粉整体市场规模 2016 年后趋于稳定



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

我们在 2020 年行业年度策略报告《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》中提出的百年消费时钟理论，从建国以来将中国的消费品发展划分了四个阶段，历史一百年。四个阶段分别为：

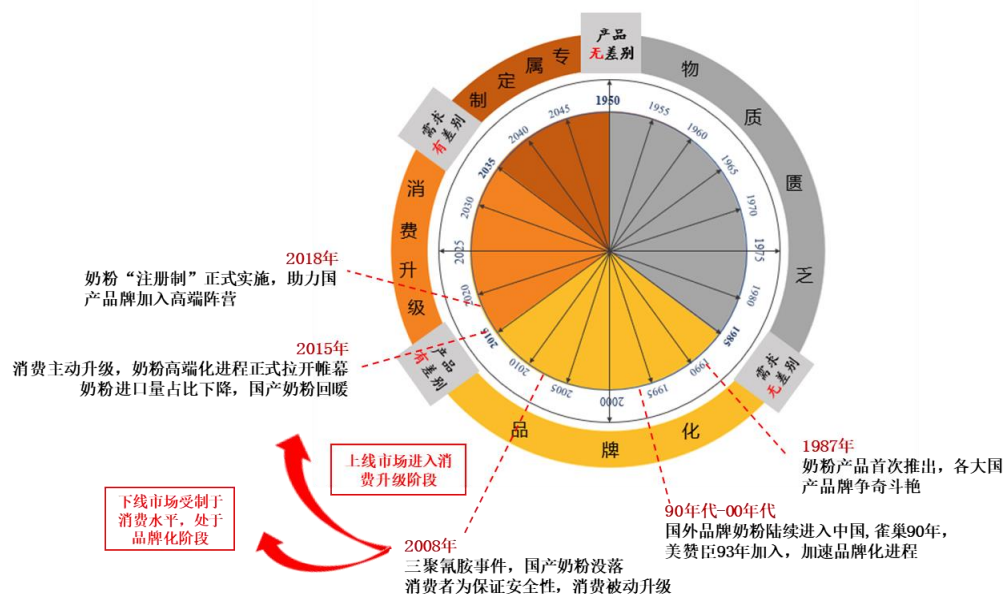
物质匮乏阶段（1950-1985），历时 35 年，从产品无差异→需求无差异；

品牌化阶段（1985-2015），历时 30 年，从需求无差异→产品有差异；

消费升级阶段（2015-2035），历时 20 年，从产品有差异→需求有差异；

专属定制阶段（2035-2050），历时 15 年，从需求有差异→（更高维度的）产品无差异。

图 90：中国消费百年时钟 ——奶粉行业所处阶段



资料来源：中国产业信息，天风证券研究所

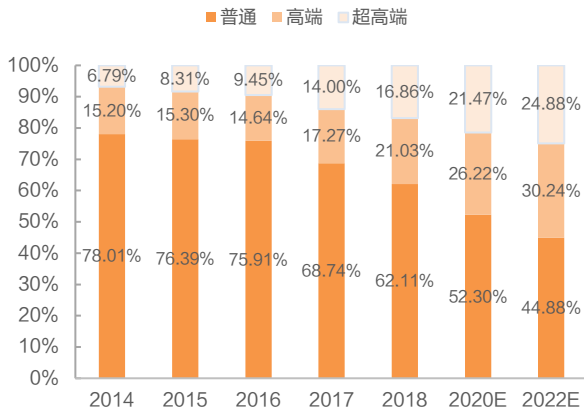
下线城市来看，在奶粉注册制的影响下，杂牌加速出清，具有一定品牌影响力的公司快速收割其留下的空白市场，下线市场正处于第二消费时代的末期，品牌化加速发展的进程中，外资品牌由于下沉力不足，过去两年下线市场让渡出来的红利基本流失。在下线市场全面迈向第三消费阶段的冲刺期，消费者对奶粉的产品质量和品牌形象提出了更高的要求，高端化趋势势不可挡。

上线城市已经全面进入消费升级的第三消费时代，由于外资奶粉天然的品牌高度，在上线市场的市占率较高，主要品牌有惠氏、美赞臣、达能、美素佳儿。但是消费品的“农村包

围城市”从来都不只是一个概念，只是消费频次较低的品类这一进程相对较慢，伴随着政策性的倾斜和国家意志的加持，国产奶粉尤其是国产高端奶粉会逐步占据更高的市场份额。

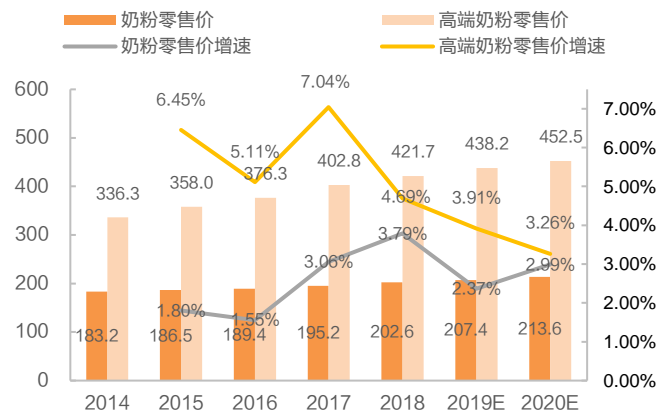
在市场上，目前奶粉等级的划分基本是参考每千克售价，其中超高端（大于 390 元/千克）、高端（290 元/千克~390 元/千克）和普通产品（小于 290 元/千克）。根据图 92 数据显示，中国奶粉产品（包括国内及国外品牌）的平均零售价从 2014 年的 183.2 元/千克稳定增长至 2018 年的 202.6 元/千克，CAGR 为 3.0%。其中高端婴幼儿配方奶粉的平均零售价增速较快，CAGR 为 5.8%，2018 年平均零售价已达到 421.7 元/千克，预计未来将以 3%左右的增速继续平稳上涨。

图 91：超高端、高端及普通婴幼儿配方奶粉零售价值占比



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

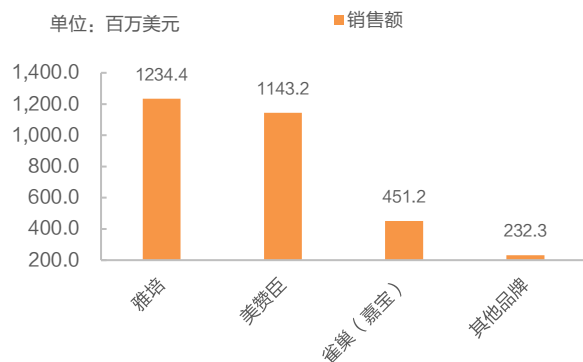
图 92：婴幼儿配方奶粉平均零售价（元/kg）



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

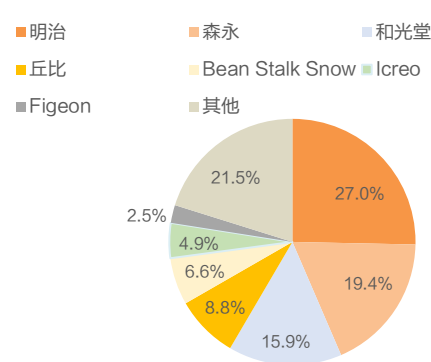
在各国奶粉行业中，本土品牌基本均占据多数市场份额，近年来国产奶粉占比不断提升，我们认为我国头部国产奶粉集中度仍有提升空间。美赞臣（Enfamil）、雅培（Similac）和雀巢嘉宝（Nestle Good Start）是美国奶粉市场的主要三大品牌，据图 93 所示的美国 2016 年奶粉销售额数据，三家销售额几乎占据美国奶粉市场的 92%，其中本土品牌雅培和美赞臣占据近 80% 市场。日本婴幼儿食品业也同样是本土品牌的天下，明治（Meiji）、森永（Morinaga Milk Industry）、和光堂（Wakodo）是其主要的婴幼儿食品企业，占据了市场六成以上的份额。

图 93：美国本土品牌雅培和美赞臣占据近 80% 市场



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 94：日本本土奶粉品牌占据绝大部分市场



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

表 15：国产奶粉市占率逐渐提升

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
飞鹤	4.3%	4.3%	4.0%	4.4%	5.2%	5.3%	5.1%	7.0%	10.4%	13.3%
惠氏	6.0%	7.0%	7.0%	8.0%	9.8%	10.5%	11.3%	11.5%	11.2%	10.9%
达能	9.0%	8.6%	9.0%	7.0%	6.4%	6.3%	7.5%	9.5%	10.1%	10.1%
雅培	4.8%	4.9%	4.8%	4.9%	7.2%	6.3%	6.4%	6.6%	6.6%	6.7%

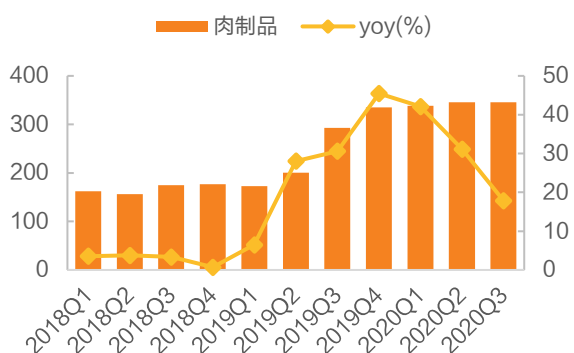
美赞臣	8.3%	9.9%	8.0%	7.8%	7.1%	6.0%	6.7%	6.5%	6.3%	6.1%
君乐宝					0.4%	0.8%	1.3%	2.4%	4.1%	5.5%
伊利	8.3%	8.8%	5.4%	5.7%	5.3%	5.4%	4.8%	4.8%	5.1%	5.3%
美素佳儿	1.9%	2.5%	2.9%	3.8%	4.3%	4.9%	5.8%	5.5%	5.3%	5.1%
澳优	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.4%	2.0%	2.8%	4.0%	5.0%
合生元								4.4%	4.7%	4.9%
贝因美	8.4%	9.4%	9.0%	8.5%	6.1%	4.6%	2.8%	2.1%	1.8%	1.6%
A2						0.1%	0.3%	0.7%	1.1%	1.5%
雅士利	4.6%	3.8%	4.2%	3.7%	2.2%	1.6%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4.3. 猪价进入下行周期，肉制品盈利持续释放

肉制品行业作为疫情受益板块，上半年业绩增速较快。单三季度肉制品板块实现收入 345.4 亿元，同比+17.9%；实现归母净利润 23.8 亿元，同比+38.6%。收入利润环比均有所下滑，但由于猪价仍处于高位且行业结构持续调整，仍在三季度保持较高同比增速。行业龙头双汇发展前三季度实现营收 557.64 亿元，同比增长 32.79%，实现归母净利润 49.38 亿元，同比+25%。

图 95：SW 肉制品板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 96：SW 肉制品板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

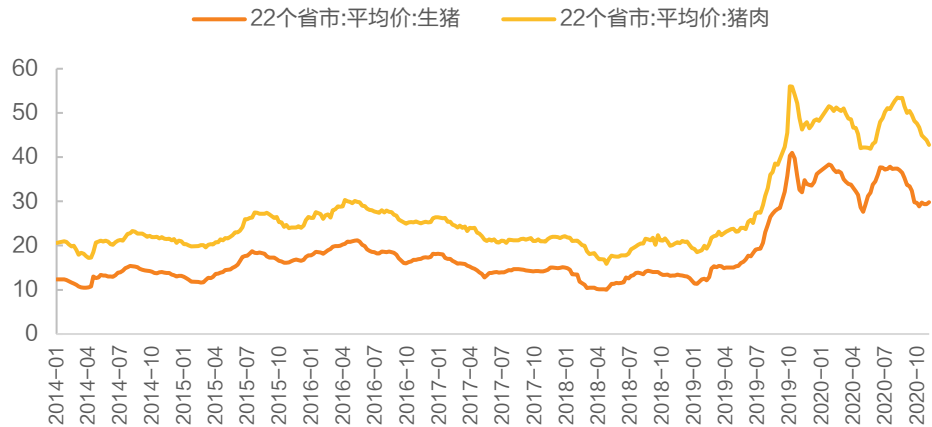
表 16：肉制品及卤制品板块单三季度财务数据

	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	毛利率	同比	销售费用率	同比	净利率	同比
双汇发展	193.79	17%	18.97	23%	19%	-1pcts	4%	-1pct	10%	0pct
金字火腿	1.72	305%	0.29	244%	24%	-16pcts	5%	-9pcts	16%	-3pcts
龙大肉食	65.09	36%	3.10	434%	9%	+3pcts	2%	0pct	5%	+4pcts
上海梅林	49.92	3%	0.38	108%	12%	-1pct	7%	-1pct	2%	+1pct
绝味食品	38.85	5%	5.17	13%	38%	+2pcts	8%	-2pcts	17%	+1pct
煌上煌	5.7	12%	0.76	6%	37%	-1pct	15%	+1pct	13%	-1pct

资料来源：Wind、天风证券研究所

非洲猪瘟、新冠疫情给生猪养殖企业带来较大冲击，国内猪价持续高企，自九月起，生猪价格开始回落，行业进入下行周期，双汇作为屠宰肉制品龙头，成本压力将有所缓解。今年由于猪价较高，双汇屠宰量缩减，明年在成本下降的同时屠宰量将稳步提升。此外，今年受去年提价红利叠加产品结构持续升级，公司肉制品单吨利润稳步上行。长期来看，公司肉制品业务将继续在推新品、调结构、上规模持续发力，肉制品单吨利润有望维持目前高位或小幅上升。同时疫情下屠宰行业集中度或将加速提升，公司作为屠宰龙头将集中受益，生鲜品市场份额或将进一步提升，公司市场竞争力将不断增强。

图 97：22 个省市：平均价：生猪&猪肉（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

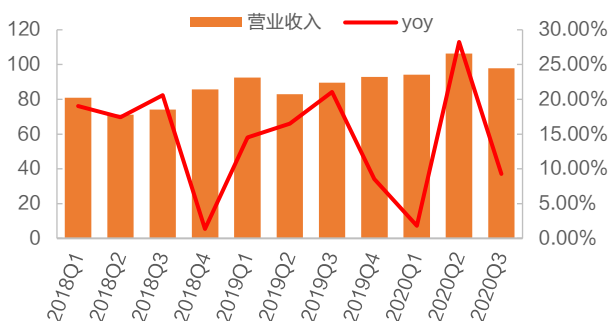
卤制品板块在疫情爆发前期受门店暂停营业、消费者减少外出等因素影响较为明显，主要龙头企业的一季度营收和净利润增速均放缓或下降，但疫情期间卤制品头部企业纷纷“逆势拿地”，绝味食品加盟商在受疫情影响部分地区商铺租金较低的背景逆势扩张，从而获得较低的开店成本，2、3月绝味系统内排队等待装修开业的门店数量创造历史记录。煌上煌在年初计划一季度开152家，疫情发生后，一季度实际开店165家。上半年，绝味食品、煌上煌、周黑鸭门店数量分别较2019年底增加1104、446、66家，连锁品牌的跑马圈地在疫情期间加速进行，或将打破原本行业龙头市占率停滞不前的格局，集中度或将加速提升。

4.4. 调味品龙头优势加速提升，成本压力催生提价预期

4.4.1. 疫情加速行业集中，龙头企业逆势攫取份额

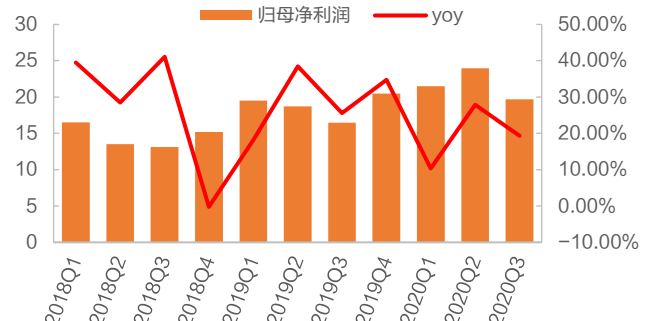
调味品强刚需属性凸显，行业呈现稳健发展态势。调味品行业具备强刚需、非周期性等特点，且近年来受消费升级、外出餐饮支出比例增大等影响保持稳步增长。今年在疫情影响下，虽然下游餐饮需求受抑制导致B端受损较为严重，但疫情同时提升了家用调味品消费需求，C端的消费崛起在弥补B端损失的同时带来稳健增长。整体来看，1-3Q20调味发酵品板块实现营业收入293.04亿元，同比+12.44%；实现毛利润119.27亿元，同比+13.27%；实现归母净利润64.10亿元，同比+18.66%。

图 98：sw 调味发酵品板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 99：sw 调味发酵品板块归母净利润（亿元）

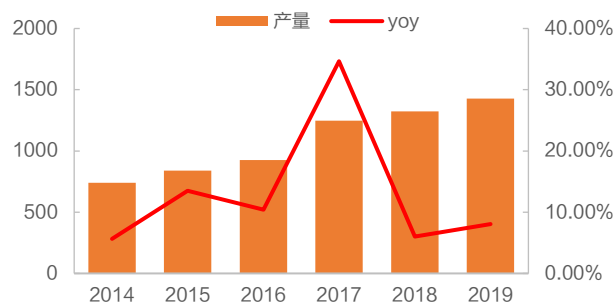


资料来源：Wind，天风证券研究所

行业格局较为分散，集中度提升和结构升级是行业未来趋势。根据前瞻产业研究院发布的报告，我国调味品行业的市场规模由2014年的852亿元增长至2019年的1282亿元，CAGR达8.2%。从产品结构上看，传统的味精、酱油、食醋为三大主要调味品，近年来各类复合调味品开始大受欢迎，市场潜力较大。目前我国调味品行业的市场格局仍较分散，2019年中国调味品行业CR4和CR8仅分别为18.6%和25.3%。市场集中度的提升是必然趋势，

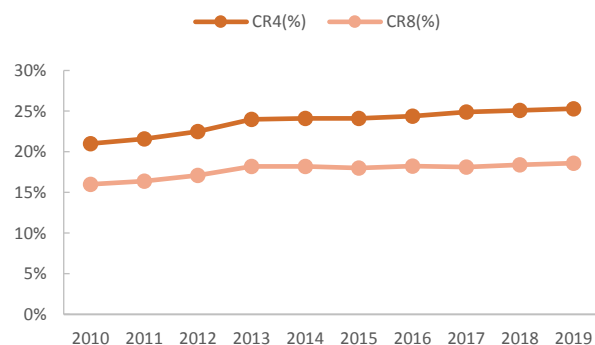
龙头企业有望在未来进一步提高市场占有率，攫取更明显的竞争优势。

图 100: 2014-2019 调味品产量变动 (万吨)



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

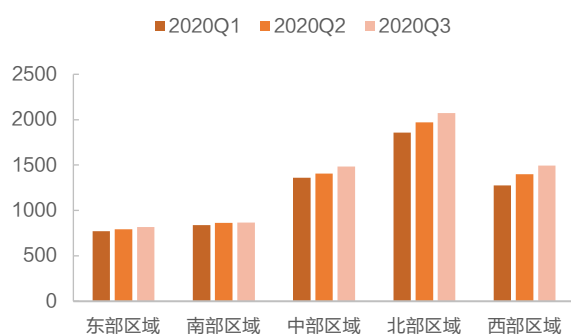
图 101: 2010-2019 调味品 CR4 及 CR8 变动情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

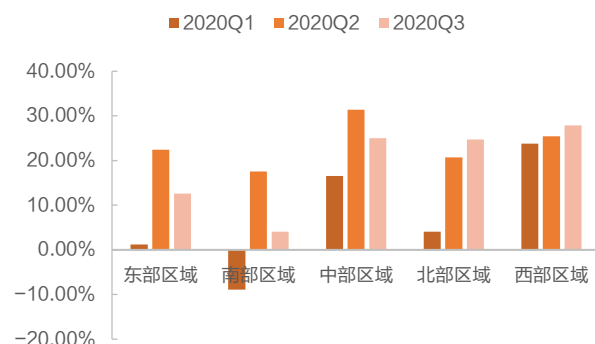
龙头企业在疫情背景下逆势拓展渠道布局，不断提高自身的抗风险能力和市场占有率。1-3Q20 营业收入排名前两名的海天味业和中炬高新营业收入分别为 170.86/38.10 亿元，同比+15.26%/7.90%，龙头企业在疫情期间仍能实现稳健增长，体现出较强的抗风险能力。**龙头企业在疫情背景下逆势攫取份额，同时加速 C 端产品和渠道的发展，不断夯实竞争优势。**渠道端方面，海天味业、中炬高新等龙头企业持续推进经销网络建设，推进渠道下沉。海天味业 1-3Q20 净增经销商 933 家，其中北部、西部和中部地区分别净增 290/263/213 家，对应三地 Q1-3 主营业务收入分别同比+15.69%/25.61%/23.74%，增速快于东部和南部区域；中炬高新美味鲜 1-3Q20 净增经销商 481 家，其中北部和中西部地区分别净增 245/101 家，对应 Q1-3 主营业务收入分别同比+19.50%/28.92%，同样快于东部地区和南部地区，全国化销售网络建设稳步推进。产品端方面，龙头企业不断通过完善产品结构、丰富产品矩阵推动业绩增长。海天味业目前三大主力品类分别为酱油、蚝油、调味酱，此外公司三季度推出火锅底料产品，不断丰富品类布局，为未来发展蓄力；中炬高新对现有产品结构进行改善，耗油、料酒等系列产品占比逐步提升。

图 102: 海天味业分地区经销商数量变动 (个)



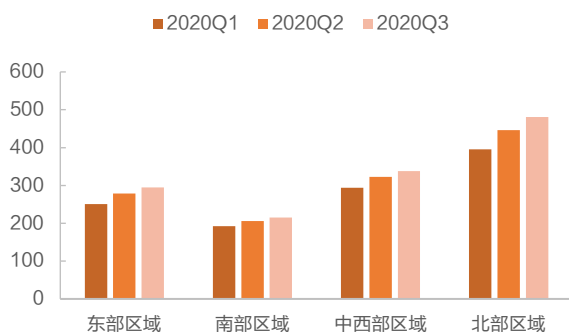
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 103: 海天味业分地区营业收入同比变化率 (%)



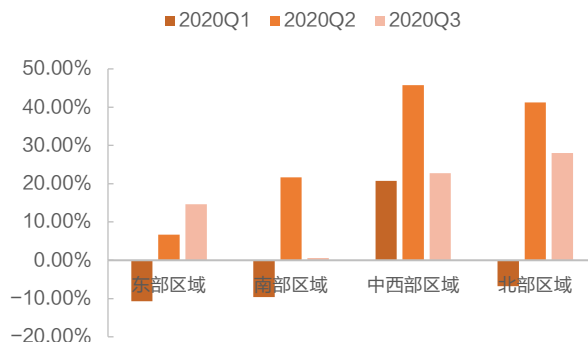
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 104：中炬高新分地区经销商数量变动（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 105：中炬高新分地区营业收入同比变化率（%）

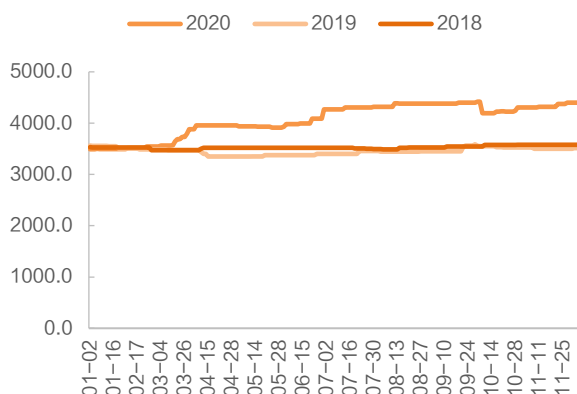


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4.2. 机制变革和内部优化下，关注低估值龙头改善机会，密切跟踪提价预期

原材料成本压力或提升，关注提价预期带来的行业性机会。酱油企业中，黄豆、包材是主要的原材料，两者明年均存在价格提升预期。目前黄豆价格持续上涨，2020 年大豆现货价格整体高于过去 2 年同期且自 10 月以来保持上涨趋势，处于历史高位，我们判断这主要是由于疫情影响下黄豆进出口供给紧缺导致。包材价格相对 2019 年同期保持平稳，略有下降。玻璃、瓦楞纸价格均维持高位，其中玻璃价格指数环比增减变动率自今年 6 月以来基本处于正区间，说明玻璃价格基本保持上升趋势；瓦楞纸价格年内基本保持平稳，略有上升。成本的持续上涨或催生市场的提价预期，建议密切关注原材料的价格走势，把握提价预期下的机会。

图 106：2018-2020 年大豆现货价格变动（元/吨）



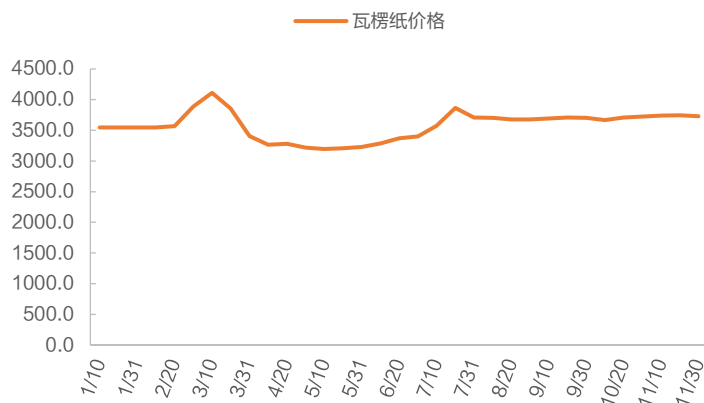
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 107：2020 年玻璃价格环比增减点位，上日=100（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 108：2020 年瓦楞纸价格变动（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

中期维度关注低估值和改革预期标的，长期关注龙头的稳健增长。我们认为明年调味品板块业绩增长或呈现前低后高的情况，但板块的稳定性为行业的高估值提供了支撑。我们认为明年维度来看，可以关注具备改革预期以及估值处于历史低位的标的。其中**中炬高新**在宝能入主之后，有望随着激励措施的逐渐落地，发挥制度红利，加速全国化发展；**恒顺醋业**有望加速营销改革，随着内部优化和制度的改革，企业有望加速成长；**安琪酵母**目前估值处在历史相对低位，随着激励的落地，公司业绩的稳定性有望逐步提升，叠加公司强大的酵母护城河，长期量价齐升逻辑不改；**涪陵榨菜**在疫情期间加速渠道库存去化，同时经历定增事项之后，公司业绩有望加速成长，未来渠道和扩品逻辑有望支撑企业稳健增长。长期来看，龙头**海天味业**竞争优势持续增强，通过品牌和渠道优势的逐步扩大，构建强大的护城河；**金龙鱼**凭借其成本控制能力和销售实力持续为公司打开天花板，同时平台化优势将奠定公司稳健增长基础。

5. 赛道思维打开估值空间，小而美发力进行时

在“新四化”消费趋势下，除了五大主线中相对成熟的各板块内部竞争格局的不断演化，更涌现出很多新的子行业赛道，新赛道顺应趋势异军突起，从快速增长的初创期逐渐发展成熟，在这个过程中行业格局逐渐清晰，小而美的公司享受行业发展红利的同时巩固自身行业地位。其实，有很多新兴的细分领域并不与原传统行业割裂开的，而是“新四化”消费趋势在传统行业不断深化，也就是说，新兴细分领域是传统行业的延伸。在便捷化趋势下，复合调味品、包装速食产品发展迅速；在健康化趋势下，0 添加概念、植物基饮料、益生菌、人造肉等逐渐兴起。

5.1. 便捷化趋势下，复合调味品及包装速食快速兴起

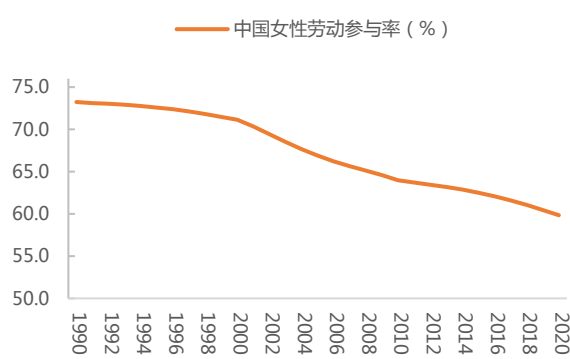
近 10 年来，我国女性劳动参与率呈下降趋势，这主要是因为随着经济体制改革的深入，原本在劳动力市场上处于不利竞争地位的女性更容易失业。但与世界平均水平相比，中国女性劳动参与率仍相对较高。2020 年中国女性劳动参与率为 59.8%，高于世界女性劳动参与率平均水平。食品的便捷化趋势越来越明显，从 30 年前的日本消费特征来看，预调食品和速冻食品等方便食品支出占家庭食品支出比例从 1981 年的 6.2%持续上升到 2000 年的 11.2%，食品将越来越迎合便捷速食的需求。从我国来看，年轻的“懒宅族”展示出了极大的消费潜力，CBNData《2018 生活消费趋势报告》显示，外卖服务 App24 岁以下用户规模同增超 1000 万，贡献了 44% 的增长。此外，年轻“宅”们还将目光拓宽到即食新品上，90 后已成为即食火锅最大的购买人群。

图 109：日本女性劳动率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 110：我国女性劳动率



资料来源：Wind，天风证券研究所

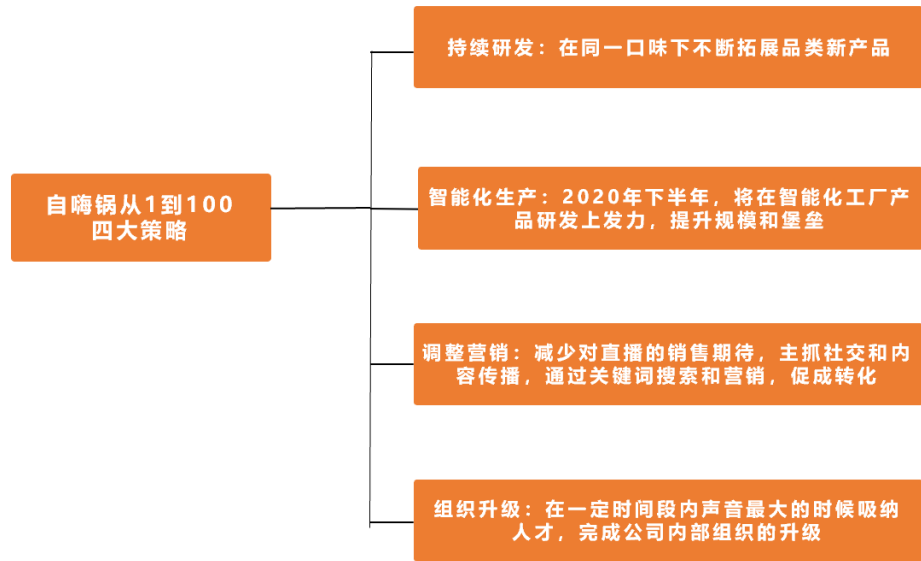
5.1.1. 便捷化催生方便素食产品需求，互联网模式企业异军突起

食品的方便速食需求从自嗨锅这一产品的异军突起可见，自嗨锅由百草味创始人蔡红亮创立于 2018 年，2019 年全渠道销售额即近 8 亿元，原计划 2020 年销售额为 10 亿，截至双 11 目标已经达成，天猫平台搜索数据显示，2020 年“618”期间，自嗨锅品牌自热品类搜索量全网第一。我们可以将自嗨锅定义为“高配”方便面，在年轻“宅”群体中试图抓住更多执着于一人食品品质的人，不仅迎合食品便捷化的需求更符合高端化的需求，我们认为

未来便捷的高质量食品或将成为一大趋势。

新兴互联网模式食品企业与传统食品企业均应何去何从？新兴互联网模式食品企业如自嗨锅，优势在于善于利用大数据和大量前期费用投入专注营销与产品，了解并抓住消费者痛点，但在成功对外输出品牌形象之后，如何高效生产、如何有效营销成为新兴互联网食品企业需要考虑的关键问题，供应链的建设决定了一个新兴品牌未来可以走多远。自嗨锅分别在 2020 年 5 月获得经纬中国的超亿人民币 B 轮融资，在 2020 年 10 月获得中金资本和经纬中国的 5000 万美元 C 轮融资，募资一大部分用于产能的建设，在重庆打造了 3 万平米的味觉中心，又在河南、江苏等 10 余地建设智能化工厂，其智能全自动组装流水线，投入使用后将实现产能翻番，同时释放 2/3 劳动力。

图 111：新兴互联网食品企业供应链建设十分关键——以自嗨锅为例



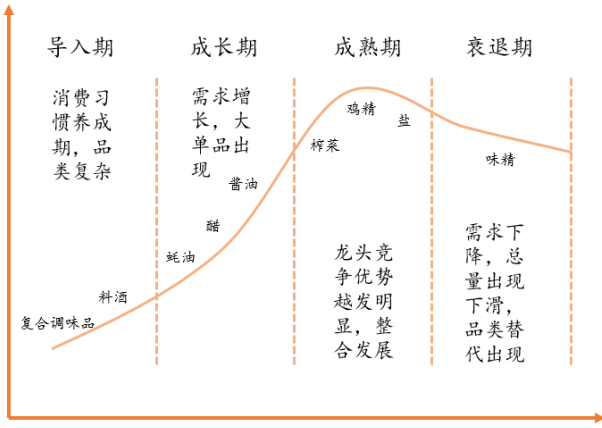
资料来源：中国糖果零食展，新华网，友数学院，天风证券研究所

相比之下，传统食品企业如康师傅、达利食品、西麦食品等，优势在于完备的自有生产线、线下密集的渠道铺设、线下供应链管理经验丰富，但传统食品企业对新消费趋势的反映速度相对较慢，在单品上的费用投放相对保守，营销方面经验明显弱于新兴互联网品牌。在产品创新上，传统食品企业依然维持在局部市场试推的模式，比起利用大数据提前分析新品成功率的模式，效率稍慢，易错失蓝海最佳机遇。但传统食品企业犹如“历经风雨的巨轮”，拥有经得起市场敲打的“硬件设施”（生产线+线下渠道），一旦更换上新的引擎必将乘风破浪，而这新的引擎便是“新营销思路”。

5.1.2. 复合调味品受益餐饮连锁化率提升，行业加速发展

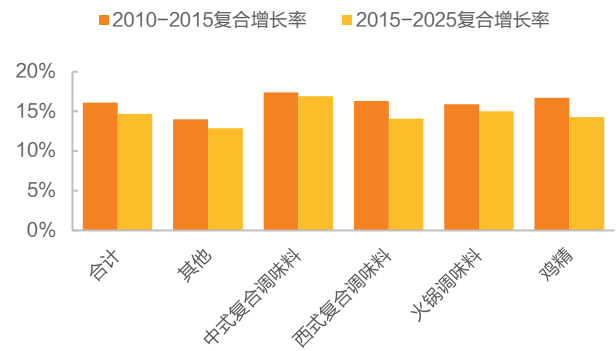
复合调味品目前处于行业导入期，高增长，空间大。复合调味品虽处于早期阶段，但其具备较强的标准化、工业化和便捷化优势，顺应行业和消费趋势，有望获得快速发展。2013-2018 年我国调味品市场 CAGR 7.0%，预计未来 5 年内收入增速平均 8%附近。而复合调味料市场规模由 2013 年的 557 亿元增长至 2018 年的 1091 亿元，年复合增长率为 14.4%，远高于调味品的 7%。预计 2020 年中国复合调味品市场规模有望达 1488 亿元。

图 112：复合调味品目前处在发展初期



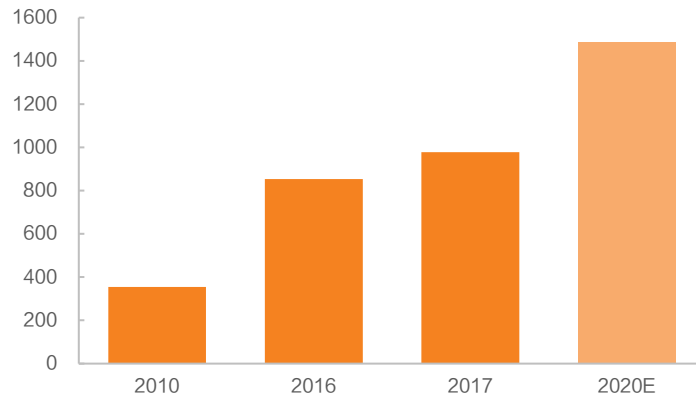
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 113：复合调味料较其他品种增速较高



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

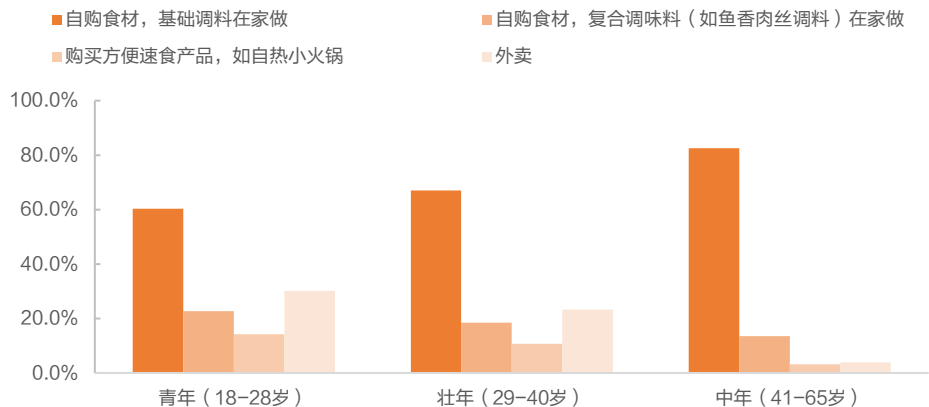
图 114：复合调味品市场规模变化（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

疫情有望加速复合调味品消费习惯的培养。在疫情影响下，餐饮消费由居家消费所替代，而不同于基础调味品的强刚需，复合调味品具备一定的可选属性。我们认为当前行业处在发展初期，需要加大市场投入，不断地培育消费者，而此次疫情对于复合调味品来说，或加速市场培育。一方面，复合调味品具备便捷性和标准化优势，能够较好的替代餐饮需求；另一方面，复合调味品的使用人群大部分是年轻的消费者，尝鲜偏好强，在疫情的影响下，年轻消费者对于复合调味品的需求有望被激发。而一旦复合调味品的使用习惯具备一定的不可逆性，在此次疫情的影响下，能够快速培养消费者的使用习惯。

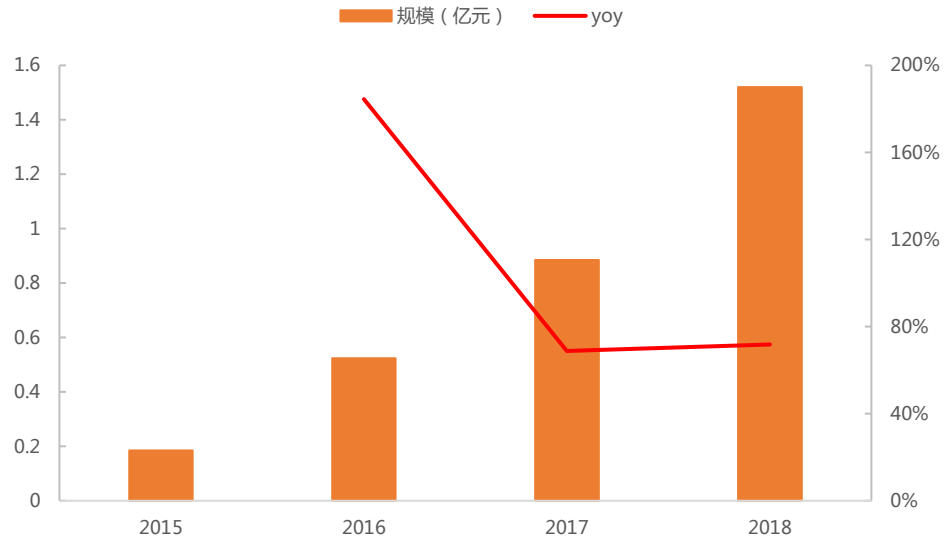
图 115：不同年龄群体对就餐方式的选择



资料来源：天风证券问卷调查，天风证券研究所

餐饮行业连锁化率的提升，将激发定制餐调的需求。新冠疫情影响下，餐饮行业由于缺乏现金流，可能迎来行业出清，行业的连锁化趋势将愈发明显。近年来，我国的连锁化趋势有所加速，连锁餐饮通常向上游采购标准的冻品和复合调味品，这也催生了复合调味品企业定制餐调业务的发展。以天味食品为例，公司的定制餐调业务逐年高增，收入从 2015 年的 0.18 亿元快速增加至 2018 年的 1.52 亿元，CAGR 高达 102%，也符合行业连锁化趋势的表现。而此次疫情将加速餐饮连锁化率的提升，进而推动上游产业链的整合，具备规模优势的企业能够在此轮中受益。

图 116: 天味食品定制餐调业务快速增长



资料来源：公司财报，天风证券研究所

5.2. 健康化趋势下，各领域催生蓬勃新赛道

疫情爆发是史无前例的全民健康教育，国民有望持续增加健康消费支出。在产品方面，消费者对健康、品质、杀菌等方面的需求大幅提升，带动健康食品、畜禽冰鲜、健康家电销量提升；在生活方式方面，消费者对免疫力、体育运动、享受、家庭等方面的重视程度明显增加。

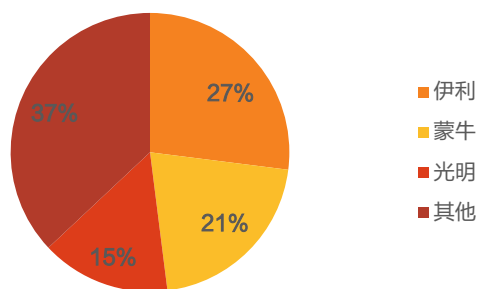
5.2.1. 健康趋势深化催生新赛道，益生菌赛道空间大

“零添加”概念逐步成为很多品牌的标签，对于不添加任何食品添加剂的真实性以及是否真的健康我们在此不做重点讨论，但消费者愿为此概念买单，说明其对健康食品的追求。

简爱酸奶为国内首家无添加低温酸奶品牌，成立 5 年时间，公司年化增长率超过 160%，跻身低温乳品市场前 10，据尼尔森数据报告，MAT2018 低温酸奶销售额增长率 4.6%，低于乳制品行业平均增长水平 6.5%，简爱酸奶的销售额增速远超过行业。于 2020 年 5 月获得 4 亿人民币的 A 轮融资，经纬中国领投，黑蚁资本、麦星投资、中信农业基金跟投，此轮融资将重点用于上游供应链，正在建设中的简爱河北丰宁工厂总投资 4 亿元，预计 2021 年 1 月正式投产，建成后该工厂将是迄今为止全球唯一一家专注无添加低温乳品的工厂，年产值 28 亿，覆盖北区 11 个省，100 个地级市。建厂之外还将扩充品类，由酸奶扩展至高端鲜奶、低温甜点等多个品类。

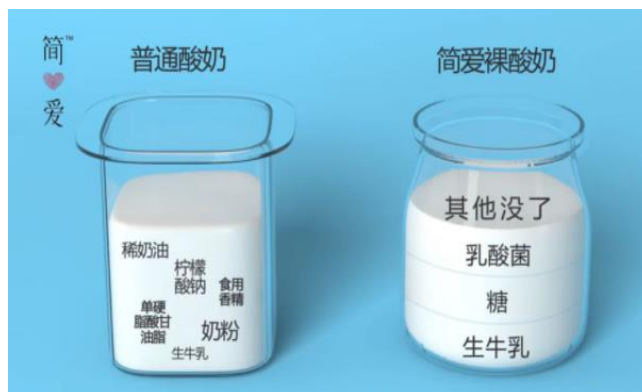
从把“生牛乳、乳酸菌，其他没了”的配料作为重点品牌营销切入点，到现在进入供应链建设的第二阶段，“零添加”的简爱酸奶紧紧抓住了健康化趋势，在集中度较高的乳制品行业切到了一份属于自己的市场。在存量市场，蒙牛、伊利等巨头的酸奶产品，定价多在 4-5 元/100g 的范围，更符合现有人群的消费能力。而对于聚焦高端酸奶的简爱而言，发力点则会更偏向于教育增量市场。

图 117: 截至 2018 年 1 月, 低温酸奶市场 CR3 为 63%



资料来源: 领英, 天风证券研究所

图 118: 简爱 0 添加糖裸酸奶

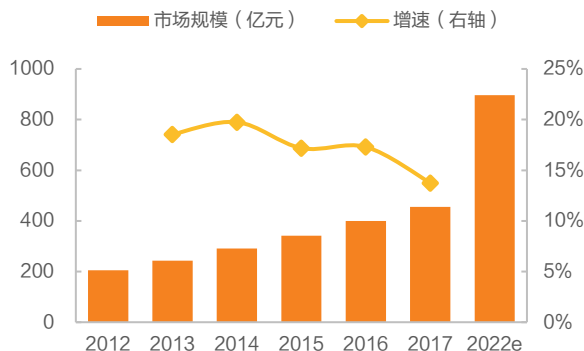


资料来源: 新京报, 天风证券研究所

益生菌行业受益消费者“健康意识”，实在快速发展。在 20 世纪 90 年代，益生菌在我国的研究才真正起步，起步较晚目前处于高速发展阶段。根据前瞻数据库，目前世界上益生菌产业已达 400 亿美元，每年的增长速度为 15%—20%，近 5 年来我国益生菌产业每年以高于 15% 的增速快速发展。预计 2020 年我国益生菌市场的产品规模将会接近 850 亿元。

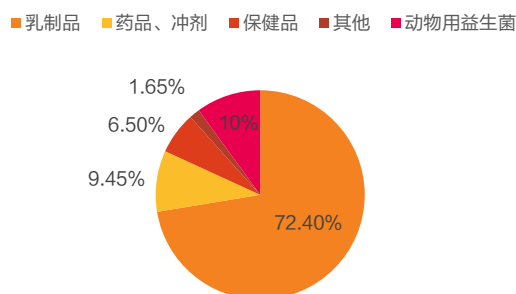
我国益生菌市场现处于快速增长期。从细分行业看，益生菌食品生产需求占比最高，且以发酵乳制品为主。2017 年，我国酸奶行业销售额达到 1192 亿元，同增 18%，首次超过牛奶。全球益生菌产品中，保健食品与药品占比 8.6%，根据 BCC Research 预测，2020 年全球益生菌膳食补充剂的市场价值将达到 88 亿美元。我国益生菌市场规模持续扩大，未来发展潜力巨大。我国益生菌市场龙头优势明显，从市场集中度看，合生元（母婴龙头）排名第一，其次是江中药业（药店）、无限极（直销）、丽珠、汤臣 Life-space 益生菌等。

图 119: 我国益生菌市场规模增长迅速



资料来源: 华经情报网, 天风证券研究所

图 120: 2014 年中国益生菌行业需求结构中乳制品需求占 72.4%

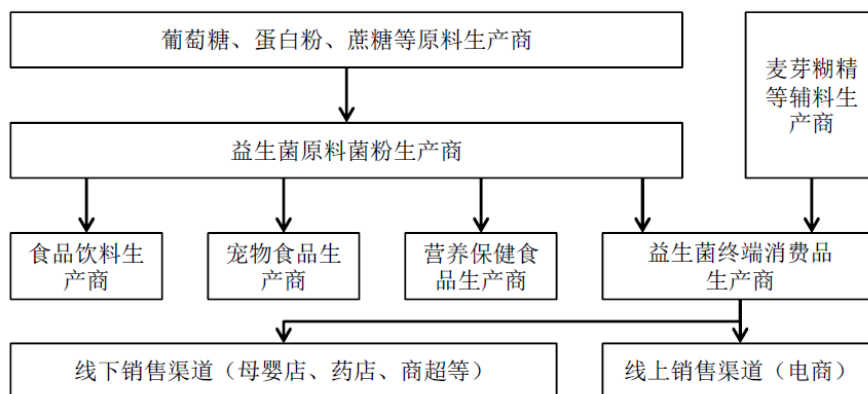


资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

由于生产益生菌对技术要求高、前期投入大，下游需求企业很多没有单独的生产能力，使得产业链清晰的分为上游生产供应商和下游终端消费品制造商。益生菌产业链上游可分为国际益生菌专利申请、益生菌原料销售、益生菌产品技术解决方案提供三类。目前，国际益生菌专利申请基本由美国、日本、俄罗斯等传统研发强国垄断，国内进口原材料市场上，国外企业垄断也十分严重。国外厂商美国杜邦（50%）与丹麦科汉森（35%）为国内益生菌原料占比最大的两家公司，光这两家国外公司就占到国内整体原料市场的 85% 左右，其余厂商约 15%。

下游终端消费品制造商较为丰富，主要包括食品饮料生产商、益生菌终端消费品生产商、功能性食品生产商以及宠物食品生产商等。随着消费者健康化需求和对益生菌产品认可度的提升，越来越多的食品饮料生产企业在产品中添加益生菌以吸引消费者，益生菌原料菌粉的客户群呈现出不断扩大的趋势。益生菌终端消费品是益生菌行业的下游产品，涉及食品饮料、饲料、保健等多种领域，各公司百花齐放。其上游为益生菌原料菌粉生产商和麦芽糊精等辅料生产商，下游为电商等线上销售渠道和母婴店、药店、商超等线下销售渠道。

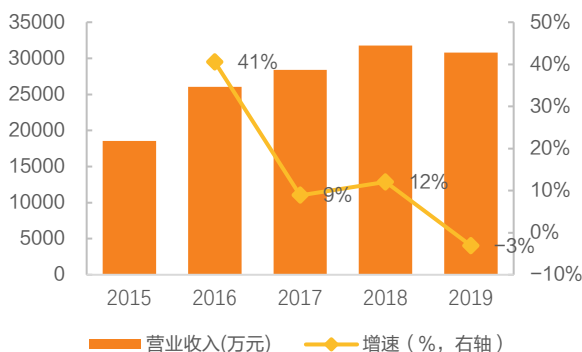
图 121：食用益生菌制品行业产业链



资料来源：科拓生物招股说明书，天风证券研究所

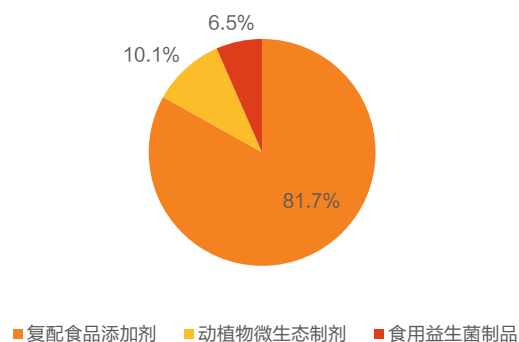
科拓生物 2003 年成立于北京怀柔科学城，是研发、生产和销售益生菌乳酸菌及其制品，并提供整套产品解决方案的食品添加剂综合生产公司。截至 2019 年，生产食品添加剂业务在营收中占比达到 81.7%，是公司的主要业务。与益生菌相关的食用益生菌制品、动植物微生态制剂占比仅 16.6%。

图 122：科拓恒通营收增长情况良好



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

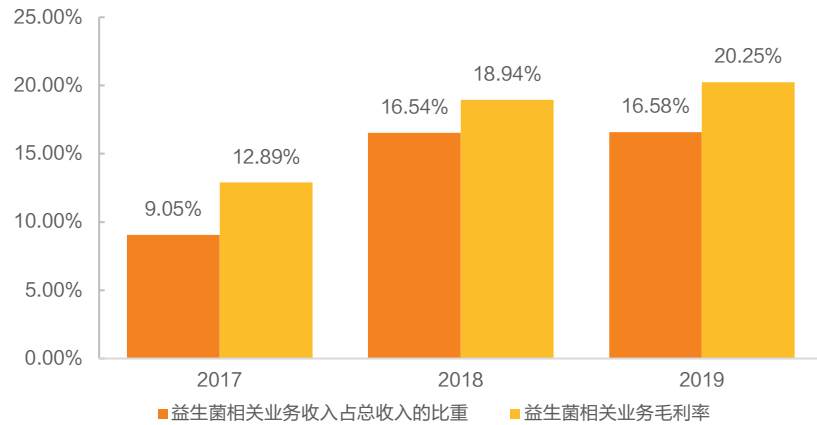
图 123：科拓恒通目前以食品添加剂为主要业务



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司拥有干酪乳杆菌 Zhang 和乳双歧杆菌 V9 专利权，都是我国自有并自主进行深度研究的菌株，在一定程度上打破了杜邦、科汉森等跨国企业的益生菌在我国益生菌市场上的垄断，收购该等非专利技术有助于公司树立良好的市场形象并提升品牌知名度。益生菌相关业务在报告期内逐渐成为了公司业务的重要组成部分，为公司贡献了一定的收入和毛利，对公司收入规模的增长和盈利水平的提升起到了积极的作用。公司在益生菌研发上国内领先，公司拥有 55 项发明专利权、14 项实用新型专利以及多项非专利技术，并拥有国内最大的乳酸菌菌种资源库之一。

图 124：科拓恒通益生菌相关业务对公司收入的增长和盈利水平的提升起到了积极作用



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

考虑到益生菌行业广阔的发展空间和公司已有的技术优势，公司已经把打造“中国益生菌第一品牌”作为长期战略目标，公司将在益生菌相关领域继续加大投入进行基础研究和产品研发，同时提升市场开拓力度、建立销售渠道，使益生菌相关业务成为公司销售增长和盈利提升的重要来源，形成食品配料（含复配食品添加剂）、食用益生菌制品以及动植物微生物生态制剂三大系列产品齐头并进的业务格局。

5.2.2. 替代蛋白符合健康趋势，植物基市场崛起是必然趋势

植物基饮料行业以豆奶为突破点，克服早期植物蛋白产品的弊端，近年来豆乳类饮料年复合增长率维持在 10% 左右。亚洲居民容易出现乳糖不耐，我国成年人引用牛奶后乳糖吸收不良的发病率高达 86.7%，不耐受指数为 0.9，豆奶对乳糖不耐人群友好且含有更易吸收的蛋白。我国的燕麦奶热潮经由瑞典品牌 Oatly 将它带入人们视野，170 多年的老牌 HP Hood 推出了燕麦奶系列产品 Planet Oat，并打算投资 160 亿到燕麦奶市场。WhiteWave Foods 旗下的素食品牌植朴磨坊（Silk）将推出燕麦奶饮品 Oat Yeah，桂格也在美国推出燕麦饮料。Oatly 定义它的消费者为“后牛奶一代”，燕麦奶的兴起也代表了健康化趋势引领消费升级。

表 17：大牌入局，新推出豆奶产品逐渐走向高端化

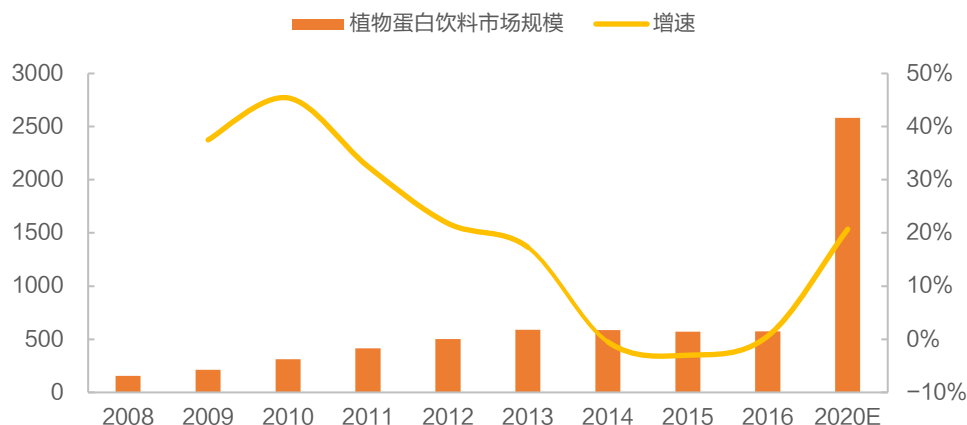
产品名称	推出时间	主要产品情况
蒙牛植朴磨坊	2014 年	美式豆奶，同时突出口味新鲜与原料健康， 价格上接近伊利植选，互为竞品。
维维豆奶（即饮豆奶产品）	2016 年初	目前有原味、花生味与核桃味三种口味，礼盒装与 6 罐装两种包装，价格略高于伊利植选与蒙牛植朴磨坊， 定位中高端市场。
达利豆本豆	2017 年	三个系列有机豆奶、纯豆奶和豆奶， 依次定位高中低端市场 ，豆本豆已经成为达利集团的一大战略性品牌。
伊利植选	2017 年底	定价介于维他奶普通产品与维他健康加法之间 ，斥巨资请“四小花旦”之一的倪妮代言。
维他奶健康加法	2018 年	两个系列产品维他奶与维他奶健康加法，前者主打口味丰富且包装多样， 定位中低端市场 。维他奶健康加法主推高钙与高纤维的健康品质，定位高端豆奶饮品。维他奶的两大系列合计占中国即饮豆奶市场的 42.6%，是豆奶市场的龙头品牌。

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

在消费理念健康化的趋势下，植物蛋白饮料凭借高质量的营养供给特征、“健康”标签、高端化定位高速发展。美国乳制品先于植物蛋白饮料发展，而我国不同的是，植物蛋白饮料先于乳制品，植物蛋白饮料产品较低端形象在消费者心中先入为主。不过从国内豆奶的高速发展来看，植物蛋白饮料行业面临的问题均可克服，且处于逐渐复苏阶段，品牌、

产品形象均在高端化。根据欧睿国际数据，预计 2020 年国内植物蛋白饮料市场规模将达到 2583 亿元，增速高达 20.7%。

图 125：预计植物蛋白饮料市场增长空间较大（单位：亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

植物蛋白肉具有零胆固醇、低脂肪和少量膳食纤维等健康优势。植物蛋白肉含大量的蛋白质和少量的饱和脂肪,天然优势是没有胆固醇。随着生活条件的改善,全球肥胖率不断上升,肥胖引起的健康问题逐渐引起人们的重视。由于植物蛋白肉胆固醇含量极低,避免了过度摄入肉类带来的健康隐患。与一般相比,基于植物的汉堡肉具有更多的蛋白质,更少的总脂肪,比未经调味的牛肉饼包含更多的钠,营养成分更高。同时,在几乎所有动物性食物都不含膳食纤维的情况下,膳食纤维主要靠植物性食物来摄入,植物肉可以提供肉制品所缺乏的纤维。

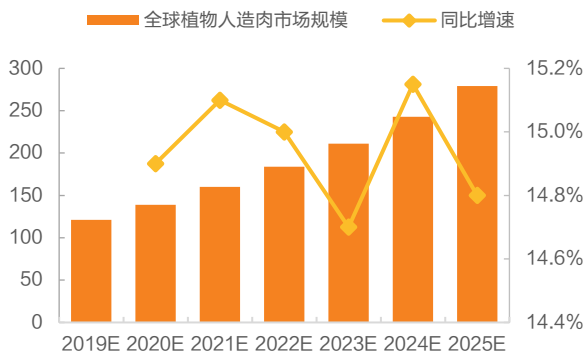
表 18：人造肉（112g）VS 碎牛肉（113g）

	Beyond Beef	碎牛肉
卡路里	250	287
总脂肪（克）	18	23
饱和脂肪（克）	6	9
钠（毫克）	390	76
蛋白质（克）	20	19
纤维（克）	2	0
胆固醇（毫克）	0	80

资料来源：Fatsecret、天风证券研究所

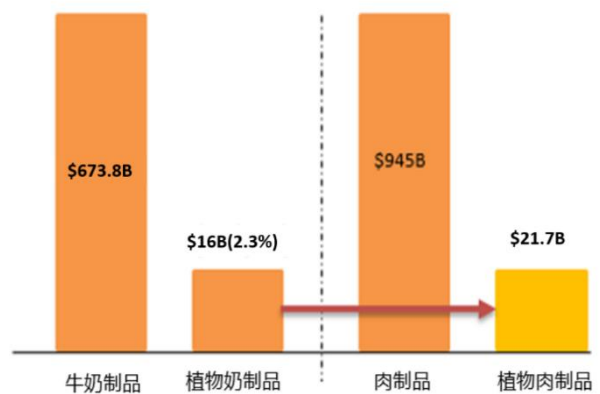
植物蛋白肉市场高速发展，全球人造肉市场千亿可期。2019 年，全球植物蛋白肉的市场规模约 121 亿美元，预计每年将以 15.0% 的复合增长率增长，到 2025 年将达到 280 亿美元。如果人造肉市场规模可以目前植物奶与乳制品的比例（2.3%），那么全球人造肉市场未来将达到 217 亿美元，对标较为成熟的美国植物奶市场，植物奶渗透率已达 13%，全球植物肉类市场模糊测算可达 1229 亿美元。

图 126：全球人造肉市场规模（亿美元）



资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

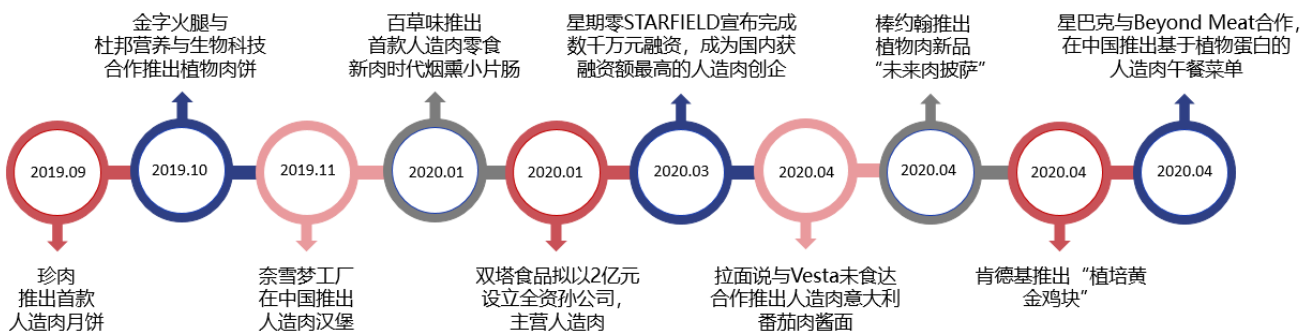
图 127：人造肉市场空间测算



资料来源：Market Watch、Ifoodday、Imarcgroup、天风证券研究所

各大植物肉品牌进入餐饮与零售渠道，植物肉认知深度将得到提升。2019 年以来，各大企业纷纷布局人造肉市场，目前，植物肉产品已经逐渐开始进入中国主流餐饮及零售渠道：珍肉、金字火腿、百草味等均推出人造肉零售端产品；餐饮渠道方面，4 月 20 日，肯德基携手嘉吉，在国内推出植物肉产品；4 月 21 日，星巴克宣布与 Beyond Meat 合作，在中国推出基于植物蛋白的人造肉午餐菜单。10 月 21 日星期零与德克士合作在全国门店推出三款植物肉产品。11 月，双塔举办植物肉新品发布会，推出多种植物基产品。伴随餐饮行业巨头纷纷入局人造肉行业，连锁餐饮使得消费者更易接触植物肉，增加购买意愿，植物肉的认识深度也将会随着巨头宣传迅速提升，提升渗透度，在消费者复购意愿较强的加码下，行业有望迎快速增长。

图 128：2019-2020 中国人造肉市场重要事件盘点



资料来源：Foodaily，天风证券研究所

5.3. 多元化趋势下，新兴赛道百花齐放

目前我国年轻消费者（30 岁以下）约占人口总数的 29.9%，年轻消费者的需求逐渐成为市场的风向标。与此同时，Z 世代（95 后 00 后的新一代人）已经走入品牌商眼中，并成为与“千禧一代”一样甚至更加重要的消费群体。他们都是乐于接受新鲜事物的“市场先行者”，也正在迅速成长为未来消费的主导力量。他们的消费观念不仅是为了物质上的满足，另有了为了寻求情感诉求、追求有品质的生活和寻找符合自己的独特标签作为自己消费的三大目的。因此，他们对产品的差异化要求更高，对高端化、年轻化的产品的需求也更为多样。多元化是消费人群在撕裂之后的必然结果。

休闲食品和软饮料这两个行业产品消费者粘性不强，尝鲜要求比较高，品牌忠诚度低，企业若想在行业中脱颖而出，获得业绩高增长，则需要依靠公司的推新能力。在新四化的驱动下，唯有不断的推陈出新，方能保持公司在市场的竞争力。建议关注桃李面包、西麦食品和百润股份。

西麦食品冷食新品放量以及线上渠道的增长或将成为公司未来业绩主要增长点。公司在疫情期间加大新零售渠道的推广，开展社群、微信营销，对公司原有营销渠道形成有益补充。

电商方面，公司综合利用 KOL 及各种线上社交平台，开设西澳阳光天猫旗舰店，我们认为线上消费渠道也相对更加贴合冷食消费习惯，未来线上的放量是公司品牌营销实现成功跃升的表现。研发方面，公司进一步丰富热冲型产品品项，同时重视冷食休闲燕麦产品的研发和投入，上半年共开发完成 20 多款新品，上市 40 多个 SKU。此外，江苏新厂 2020 年上半年投产，将释 1.2 万吨纯燕麦片产能，0.2 万吨燕麦休闲食品产能，产能叠加渠道扩张保障 2020 年业绩增长。

图 129：西麦产能建设

品类	预计年产能	具体产品举例	
西麦产业化项目(依托河北生产基地)	燕麦片及主食燕麦	1.6 万吨	五色滋养轻盈早餐
	燕麦休闲食品	2,080 万袋(条)	烘焙燕麦、燕麦谷物棒、燕麦膨化谷物脆片
	液态燕麦饮料	7,200 万瓶	燕麦乳饮料、燕麦乳酸菌饮料、燕麦清汁饮品、发酵燕麦酸奶
江苏西麦燕麦食品生产基地建设项目(一期)	纯燕麦片	1.2 万吨	纯燕麦片
	燕麦休闲食品	0.2 万吨	燕麦休闲食品

资料来源：西麦食品招股说明书，天风证券研究所

图 130：西麦食品 2020 年新品



资料来源：官方微信公众号、天风证券研究所

看好百润股份消费场景的不断扩充和产品不断创新带来的数倍量级的消费需求。今年公司加大新品的推广，三季度上新多种口味产品，提高消费者的复购率。此外，公司线上渠道快速增长，据淘宝天猫数据，8-9 月份销量额同比增长 464.61%和 153.20%，我们判断与公司推出“美好生活”系列以及消费习惯的延续有关。我们认为公司凭借创意和产品驱动市场，具备较强的营销和推新能力，费效改善空间大。未来随着公司渠道下沉和多元化场景的开拓，叠加产品的不断创新，公司产品的需求和复购率将持续提升。我们看好预调酒市场的发展空间，公司作为行业龙头将把握发展机遇，充分受益行业的增长。

图 131：百润股份 2020 年新品

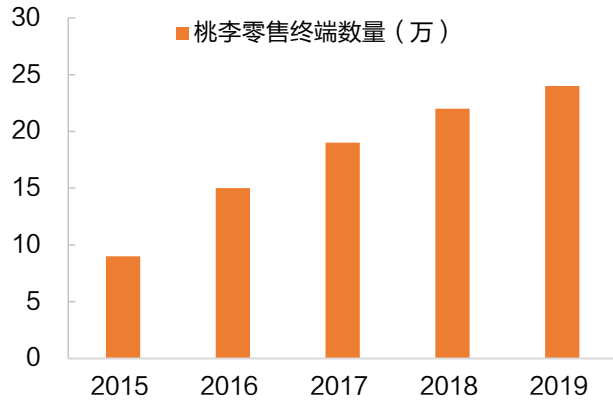


资料来源：官方微信公众号，天风证券研究所

短保面包赛道处于快速扩张期，桃李产品持续升级、渠道持续扩张。公司依靠供应链优势提升周转效率，经过十余年的渠道深耕，截至 19 年底销售终端已达 24 万个，桃李物流配送实力较强，目前已经达到每天配送一次的频率。薄弱市场扩张稳扎稳打，无惧竞争，2016

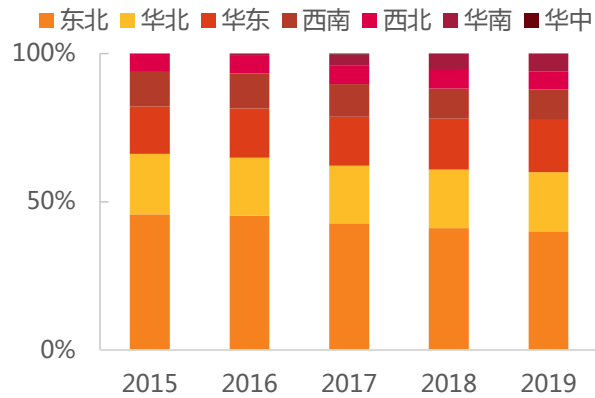
年公司在东北、西北、西南等市场不断加大投入，从 2017H1 开始公司加大力度拓展华南、华中新市场，19 年可转债投资项目主要集中在华东，进一步开拓细分消费市场和销售渠道。桃李面包在采购、生产、销售各环节均具备规模化带来的综合成本优势，产品标准化程度较高，质量稳定，发展向好。在消费升级的大背景下，随着行业内公司产品升级、渠道多元化，看好未来业绩增长空间。

图 132：桃李不断开拓零售终端，19 年底销售终端已达 24 万个



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 133：桃李不断开拓全国市场，2015-2019 各地区营业收入占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 投资建议：先可选后必选，先饮料后食品

食品饮料目前处于历史估值高位，但是在产业结构调整的过程中头部消费企业将持续收益，在消费升级的初级阶段，食品饮料目前仍处于景气上升阶段。2020 年的突发疫情使得食品饮料在“放大的消费”和“递延的社交”双重逻辑下延续了持续五年的上涨，目前估值处于历史高位。过去五年食品饮料板块持续上涨，底层逻辑是强防御属性及盈利稳定、现金流充沛、投资回报率高等特点带来的溢价提升。消费升级及行业集中度的提升也将持续利好行业空间打开、上行升级。板块整体目前处于估值高位，但随着行业整合加速及稳定业绩支撑，板块估值中枢或将继续上移，继续利好具有坚实基本面的优质龙头及不断边际改善的高弹性标的。

我国目前处于消费升级初级阶段，行业景气度在三大内核逻辑下持续提升。我们引用消费时钟理论，并剖析消费升级的表象和内核逻辑：消费升级的表象指向消费的层次将持续提升，未来行业的发展主要依靠结构的调整；而内核逻辑则表明目前我国正处于消费升级初级阶段，行业基本面向上的趋势仍将在三个内核逻辑的作用下持续演绎。与此同时，我们论述了“业绩-资本化率”正反馈现象，并认为该现象能持续演绎。在此正反馈下，食品饮料稳定性持续提升，结合消费升级新四化，我们重申食品饮料投资的五条主线，结合 2020 年行情演绎，我们建议 2021 年按“先可选，后必选；先饮料，后食品”的节奏进行关注。

- ◆ **白酒：行业集体性冷静带来持续性健康发展，全年值得关注。**复盘 2020，白酒板块在 Q2 后业绩估值持续提升，业绩环比持续改善，目前估值处于高位。我们认为，白酒板块仍将持续繁荣，1) 从一年的维度看，白酒业绩环比改善稳定性强，至少持续至 2021Q2；2) 从未来 5 年的维度看，白酒行业周期逐渐熨平，仍会延续结构牛；3) IPO+借壳+收购，白酒行业资本化率提升，板块仍将精彩纷呈。分价格带来看，高端酒稳定性仍在，酱酒热仍将持续，新竞争者涌入赛道竞争更加激烈；次高端控量挺价、结构升级是主线，存量竞争背景下以攻为守是王道；大众酒走全国仍是大单品策略，产品结构持续升级，光瓶酒的升级也是主线。高端持续推荐茅五泸，次高端重点推荐口子窖，关注洋河、舍得。
- ◆ **啤酒：行业结构升级成共识，中期来看将持续景气。**在行业产品结构升级背景下，酒企竞争逐步由收入端转向利润端，行业整体盈利能力将持续改善。据渠道反馈，部分酒企提价落地，叠加明年澳麦成本大概率提升，行业提价预期持续催化。此外，明年一季度行业处于低基数季度，全年量价齐升具备基础，持续推荐青岛啤酒、华润啤酒、

珠江啤酒、重庆啤酒，关注燕京啤酒边际改善。

- ◆ **软饮料：重视行业恢复性成长机会，包装水行业值得长期投资。**软饮料在疫情影响下，消费场景缺失，相关公司业绩影响较大。下半年随着学校等场景的恢复，相关公司业绩逐步改善。展望明年，软饮料行业在低基数背景下，景气度有望持续改善，叠加相关公司经营动作，软饮料明年或迎行业机会，建议关注香飘飘和养元饮品。包装水行业赛道优良，空间大，量价齐升可期，可中长线持续关注，关注“一大一小”组合农夫山泉和泉阳泉。

全年维度来看，“涨价逻辑”不容忽视，同时应把握行业格局持续优化下的龙头机会。2020年疫情影响下，需求端有所影响致原材料成本压力趋缓。随着疫情的逐步缓解，全球需求有望逐步回升，在此预期下商品等价格不断上涨，食品饮料公司原材料成本压力逐步显现，催生提价预期。另一方面，疫情加速行业出清，格局变化带来龙头强者恒强，建议持续关注。

- ◆ **乳制品：上游供给偏紧原始奶价格上涨，布局牧场稀缺资源正当时。**2018年受奶价低迷影响奶牛存栏量下降较多且自育小牛数量较少，直接影响2021年泌乳牛数量，预计2021年原奶紧缺程度或将比2020年更突出。牧场是乳业产业链中的稀缺资源，牧场规模化加速，乳企的原奶供应越集中，保证原奶供给稳定性成为乳企发展的必要选项，以伊利蒙牛为首的下游乳企今年以来也纷纷加速布局牧场稀缺资源，瞄准优质牧场项目。建议关注伊利股份。
- ◆ **奶粉：奶粉行业高端化趋势继续深化，国产奶粉崛起正当时，头部品牌市占率有进一步提升空间。**在各国奶粉行业中，本土品牌基本均占据多数市场份额，美赞臣、雅培和雀巢嘉宝占据美国奶粉市场的92%，其中本土品牌雅培和美赞臣占据近80%市场。日本婴幼儿食品业本土品牌明治、森永和光堂占据了市场六成以上的份额。建议关注中国飞鹤和澳优。
- ◆ **肉制品：猪价进入下行周期，肉制品盈利持续释放。**自九月起，生猪价格开始回落，行业进入下行周期，肉制品板块成本压力将有所缓解，叠加产品结构持续升级，行业单吨利润有望稳步上行。建议关注双汇发展。
- ◆ **调味品：龙头优势加速提升，成本压力催生提价预期。**龙头企业在疫情背景下逆势拓展渠道布局，不断提高自身的抗风险能力和市场占有率，龙头优势持续积攒。21年在大豆和包材等原材料成本持续上涨的背景下，或催生市场的提价预期，建议密切关注原材料的价格走势，把握提价预期下的机会。中期维度关注低估值和改革预期标的，长期关注龙头的稳健增长。推荐龙头海天味业、金龙鱼，关注内部优化、边际改善标的，推荐中炬高新和涪陵榨菜，关注低估值安琪酵母。

在“新四化”消费趋势下，新赛道顺应趋势异军突起，小而美的公司享受行业发展红利的同时巩固自身行业地位。其实，有很多新兴的细分领域并不与原传统行业割裂开的，而是“新四化”消费趋势在传统行业不断深化，也就是说，新兴细分领域是传统行业的延伸。例如，在便捷化趋势下，复合调味品、包装速食产品发展迅速；在健康化趋势下，0添加概念、植物基饮料、益生菌、人造肉等逐渐兴起。赛道思维下，建议持续关注天味食品、日辰股份、百润股份和科拓生物。

表 19：主要公司盈利预测

行业	公司	EPS				PE				PB
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
递延的社交将一致持续到 2021H1，液体总体优于固体										
高端白酒	泸州老窖	3.87	4.17	5.69	7.02	51.21	47.47	34.79	28.20	13.24
	贵州茅台	35.49	37.36	44.47	52.26	51.54	48.96	41.13	35.00	15.48
	五粮液	5.00	5.42	6.70	8.33	54.64	50.40	40.77	32.79	13.20
次高端	口子窖	2.15	2.28	2.66	3.05	31.86	30.00	25.71	22.43	6.01
	今世缘	1.18	1.22	1.53	1.91	45.84	44.26	35.29	28.27	8.46

	洋河股份	4.93	5.05	5.79	6.61	40.81	39.80	34.72	30.41	7.93
	舍得酒业	1.53	1.63	2.09	2.58	47.58	44.79	34.93	28.30	7.58
啤酒	青岛啤酒	1.65	1.62	2.05	2.47	65.35	66.37	52.45	43.53	6.89
	华润啤酒	0.47	0.77	1.15	1.49	131.40	87.53	58.61	45.23	0.00
	珠江啤酒	0.25	0.26	0.29	0.33	40.45	38.54	34.55	30.36	2.50
	重庆啤酒	1.08	1.30	1.64	1.83	112.69	93.85	74.39	66.67	49.17
	燕京啤酒	0.03	0.08	0.11	0.18	323.60	103.38	75.18	45.94	1.72
包装水	农夫山泉	0.44	0.46	0.60	0.74	88.86	92.83	71.17	57.70	34.91
	泉阳泉	-2.07				-4.68				4.69
软饮料	香飘飘	0.62	0.73	0.94	1.16	36.22	30.81	23.93	19.39	3.72
	养元饮品	1.69	1.52	1.74	1.92	16.94	18.79	16.41	14.88	3.16
成本提升不容忽视，集中度较高的行业格局会持续优化										
乳制品	伊利股份	1.20	1.24	1.38	1.49	33.26	32.31	29.03	26.89	8.58
奶粉	中国飞鹤	0.55	0.62	0.81	1.05	28.26	27.58	21.11	16.29	9.72
	澳优	0.56	0.67	0.86	1.05	17.36	15.97	12.44	10.19	4.01
肉制品	双汇发展	1.86	1.98	2.28	2.73	26.19	24.56	21.32	17.81	7.50
	上海梅林	0.45	0.56	0.60	-	23.11	18.43	17.20	-	2.25
	凤翔股份	0.46	0.12	0.39	0.64	6.87	28.75	8.85	5.39	1.83
调味品	海天味业	1.88	1.96	2.32	2.77	103.36	99.10	83.72	70.12	34.51
	中炬高新	1.05	1.08	1.35	1.64	65.99	64.44	51.56	42.44	12.62
	金龙鱼	1.29	1.30	1.47	1.68	58.41	58.08	51.37	44.95	4.95
	涪陵榨菜	0.89	0.95	1.11	1.29	48.27	45.11	38.60	33.22	10.41
	安琪酵母	1.51	1.58	1.82	2.16	31.96	30.65	26.60	22.42	7.22
	恒顺醋业	0.30	0.47	0.43	0.50	77.68	50.19	54.86	47.18	10.20
赛道思维打开估值空间，小而美发力进行时										
复合调味品	天味食品	0.67	0.71	0.89	1.23	108.15	102.01	81.38	58.89	12.42
	日辰股份	0.90	1.04	1.34	1.66	82.72	71.92	55.82	45.06	12.56
预调酒	百润股份	0.85	0.97	1.24	1.60	108.58	95.04	74.35	57.62	16.12
益生菌	科拓生物	1.19	1.19	1.63	2.24	62.08	62.33	45.50	33.11	6.74
短保面包	桃李面包	1.27	1.30	1.60	1.90	48.03	47.06	38.24	32.20	8.98
燕麦食品	西麦食品	0.92	2.26	2.73	3.24	38.27	15.55	12.88	10.85	4.25
植物基	东方集团	0.16	0.18	0.21	0.26	24.34	21.39	18.33	14.81	0.67
休闲食品	恰恰食品	1.45	1.51	1.80	2.12	40.81	39.07	32.77	27.83	7.80

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所（股价截至 2020 年 12 月 14 日）

7. 风险提示：

宏观经济下行风险：消费升级是由人均可支配收入提升推动的，宏观经济下行会导致收入下降，进而延缓消费升级进程。

政策风险：相关的食品安全政策以及反腐等政策，会影响相关行业的经营情况。

食品安全风险：食品安全事件的爆发对公司的名誉会带来较大的影响。

公司经营风险：公司因营运不当，导致业绩下滑。

新品推出不及预期：新品市场的动销不及预期，进而导致业绩不及预期。

进口产品替代和冲击：进口商品份额的增加将挤占上市公司市场，品牌力逐步减弱。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com