

迎接新需求，拥抱新趋势

——食品饮料行业 2021 年度策略

投资要点：

➤ 复盘2020年：白酒、调味品驱动食品饮料板块高涨幅

申万食品饮料板块全年上涨79.15%，跑赢沪深300指数57.7PCT，在申万28个子行业中位居第三。2020年食品饮料板块上涨主要由于子板块中的调味品、速冻食品等受益于疫情中toC端的业绩放量、酒类在消费升级下带来的稳健业绩提升以及疫后必选可选消费持续复苏。基于食品饮料行业较强的持续成长能力，以及未来发展预期，板块整体涨幅居前。

➤ 展望2021年：关注需求和供给侧改革、集中度提升和渠道变革

展望2021年，我们需关注三点主要驱动力。首先是需求侧改革带来的消费内需扩容，以及供给侧改革叠加消费升级趋势驱动的食品饮料行业向高端化、健康化趋势发展，行业集中度有望持续提升，行业龙头公司将持续受益于市场份额和容量提升。其次，上游原料成本上涨使行业中小型公司被动清出市场，利好行业龙头公司市占率提升。另外，疫情导致的销售渠道变革或将给予提早转型的公司弯道超车机会。

➤ 酒类：价值投资中流砥柱

2021年白酒行业将会是低增速强分化的趋势。白酒企业中龙头酒企稳定提价放量，预计能保持较好业绩增长，但伴随消费者“喝好酒、喝少酒”的观念影响，白酒行业总消费量会持续减少，低端市场持续萎缩，无法转型升级的中小型酒企逐渐淘汰。因此2021年白酒行业整体的业绩增速预计放缓，行业分化逐渐突出。高端白酒公司量价齐升，次高端白酒价格带上移，同时全国化进程推进下行业竞争加剧。

➤ 大众品：关注龙头，发现黑马

食品饮料大众品市场消费升级影响，各细分领域龙头公司推动产品结构升级后将长期受益于行业集中度提升带来的业绩增长。同时，由于年轻消费群体正成长为主流消费者，新兴消费需求形成行业新风口，部分细分领域将出现黑马。

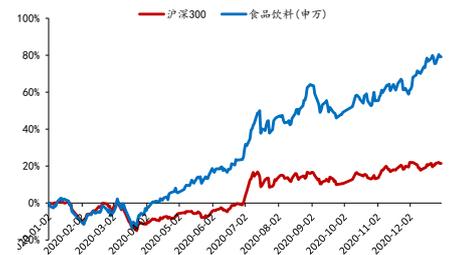
➤ 投资建议

2021年建议关注具有较强确定性业绩支撑的龙头公司以及估值较低，但潜在需求稳定增长且未来处于风口的各类细分领域潜力公司。重点推荐标的：贵州茅台、农夫山泉、伊利股份、天味食品、金龙鱼、元祖股份、安琪酵母。

➤ 风险提示

食品饮料安全的风险，原料价格波动的风险，产品需求不及预期的风险。

相对市场表现



徐艺 分析师
执业证书编号：S0590515090003
电话：0510-85607875

相关报告

- 1、《金龙鱼(300999.SZ)：Q3 业绩稳健增长，品牌+渠道推动新业务布局》
- 2、《农夫山泉(9633.HK)：包装水黄金赛道的领跑者》

正文目录

1	食品饮料行业涨幅行业领先	4
1.1	复盘 2020 年：白酒、调味品驱动食品饮料全年涨幅居前.....	4
1.2	2021 年驱动力之一：基础消费扩容，产业结构升级.....	5
1.3	2021 年驱动力之二：成本上行提升行业集中度.....	6
1.4	2021 年驱动力之三：新渠道带来新机遇.....	7
1.5	板块整体处于历史高位，关注低估值板块投资机会.....	8
2	酒类：价值投资中流砥柱	8
2.1	白酒：趋势分化，坚守龙头.....	8
2.2	啤酒：关注高端产品扩容.....	11
2.3	其他酒类：行业转型升级，静待业绩回升.....	12
3	调味品：健康化、高端化驱动产品升级	13
3.1	酱油高端化、健康化趋势加速.....	14
3.2	复合调味品增速高、前景广.....	15
4	乳制品：需求持续复苏，头部乳企积极并购布局上游奶源	17
4.1	奶源涨价，需求复苏，行业景气向上.....	17
4.2	乳企持续推进并购，外延拓展新业务+掌控上游核心奶源.....	18
5	休闲食品：品质竞争代替价格竞争	19
5.1	烘焙食品：关注龙头扩张动能.....	20
5.2	休闲零食：品类聚焦改善盈利能力.....	21
6	软饮料：无糖化、健康化理念驱动新品研发	22
7	投资建议	23
7.1	白酒：首推贵州茅台.....	23
7.2	调味品：首推天味食品，建议关注金龙鱼.....	23
7.3	软饮料：首推农夫山泉.....	23
7.4	食品综合：建议关注元祖股份.....	23
7.5	乳制品：首推伊利股份，建议关注新乳业.....	24
7.6	标的推荐.....	24
8	风险提示	24

图表目录

图表 1：各行业板块区间内（年初至 2020/12/29）涨跌幅	4
图表 2：食品饮料板块与沪深 300 指数对比	4
图表 3：年初至今酒类、调味品涨幅居前	4
图表 4：美国 GDP 与个人消费、政府、投资占比	5
图表 5：中国 GDP 与个人消费、政府、投资占比	5
图表 6：高端啤酒需求扩容，经济啤酒销量萎缩	5
图表 7：茅台与顺鑫营收增速差距扩大	5
图表 8：人均可支配收入增速高于人均消费支出增速	6
图表 9：2020 年美元 M1M2 高增长导致全球通胀预期提升	6
图表 10：PPI、CPI 指数都位于历史低位	7
图表 11：年内多种农产品原料价格上涨明显	7
图表 12：2020 年重点流通企业各销售渠道增速	7
图表 13：2020 年上半年网络零售渗透度加速	7
图表 14：食品饮料板块 PE-Band	8
图表 15：酒类、调味品 2021 年预测市盈率普遍较高	8

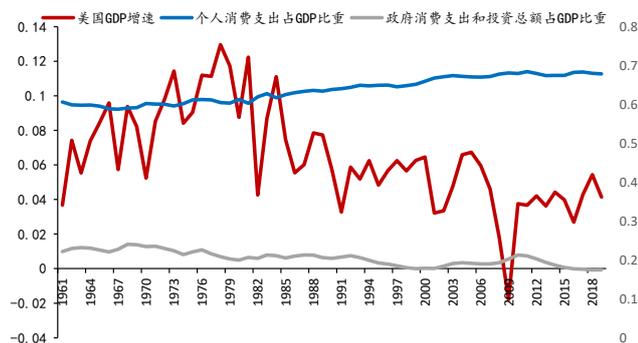
图表 16: 白酒行业近 10 年零售额 CAGR 为 4.94%	9
图表 17: 白酒行业近 10 年销量 CAGR 为 0.97%	9
图表 18: 2020 年白酒产品迭代、提价不断	9
图表 19: 啤酒行业近 10 年零售额 CAGR 为 6.89%	11
图表 20: 啤酒行业近 10 年销量 CAGR 为-1.16%	11
图表 21: 人口结构变动导致啤酒消费群体降低	11
图表 22: 高端啤酒销量扩容, 经济型啤酒下滑	11
图表 23: 其他酒类中仅预调酒业绩增速较好	12
图表 24: 葡萄酒产销持续低迷	12
图表 25: 中国调味单品消费结构	13
图表 26: 美国调味品消费结构	13
图表 27: 调味品行业增速高空间大	13
图表 28: 调味品行业集中度仍然较低	13
图表 29: 美日两国调味品行业集中度显著高于中国	14
图表 30: 调味品下游渠道分布	14
图表 31: 日本酱油行业集中度远高于中国	14
图表 32: 中国酱油行业 CR5 仅 28.21%	14
图表 33: 大豆豆粕价格较去年同期分别涨 27%、15%	15
图表 34: 海天期间费用控制能力较强	15
图表 35: 餐饮收入稳步回升	16
图表 36: 外卖用户规模高增长促进行业需求提升	16
图表 37: 消费者中国菜系喜爱度排名	16
图表 38: 连锁餐饮门店数和营业额	16
图表 39: 乳制品行业近年市场增速较低	17
图表 40: 乳制品及代替品近五年复合增速	17
图表 41: 生鲜乳价格反弹	18
图表 42: 近两年奶牛存栏量持续低位	18
图表 43: 2020 年部分乳企并购、奶源基地建设、资本市场动向汇总	18
图表 44: 中国休闲食品行业营收复合增速在 12%	19
图表 45: 人均可支配收入和食品消费支出	19
图表 46: 中国烘焙行业营收增速在 10%	20
图表 47: 世界人均烘焙食品消费数量	20
图表 48: 中国蛋糕行业产值规模预测	21
图表 49: 中国休闲零食零售额复合增速在 7.83%	21
图表 50: 休闲食品细分行业 CR5	21
图表 51: 软饮料市场近 5 年销售量 CAGR 为 3.23%	22
图表 52: 软饮料市场近 5 年营收额 CAGR 为 4.43%	22
图表 53: 2014 年后包装水成为软饮最大细分市场	22
图表 54: 软饮料市场品牌份额	22
图表 55: 推荐标的	24

复合调味品需求提升。而酒类作为社交刚需品，在疫情缓解、餐饮复苏后也率先回归正轨。此外，年轻消费群体崛起下，迎合此类消费群体的高端化、健康化、高颜值产品迎来风口，预计将持续影响未来行业产品开发理念。

1.2 2021 年驱动力之一：基础消费扩容，产业结构升级

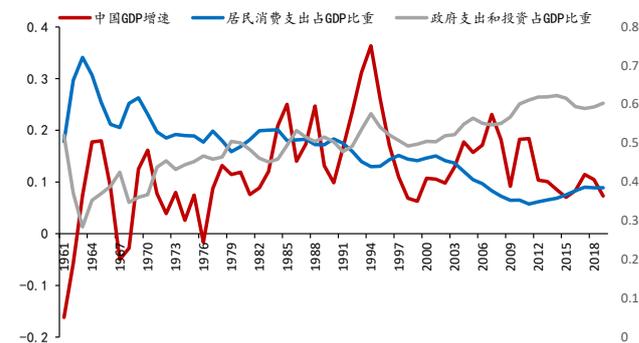
2020 年，中央提出双循环发展格局，通过需求侧、供给侧改革重新构建国内经济循环，旨在充分挖掘 14 亿人口的消费潜力，完善供需体系。预计，深化需求侧改革后将有效扩大中等收入群体，以此为根基夯实内需基础。

图表 4：美国 GDP 与个人消费、政府、投资占比



来源：Wind，国联证券研究所

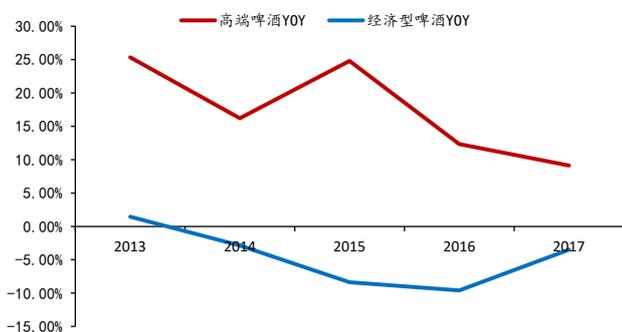
图表 5：中国 GDP 与个人消费、政府、投资占比



来源：Wind，国联证券研究所

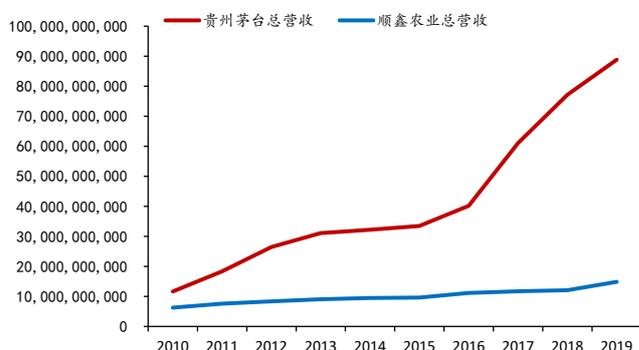
从美国的发展历程看，个人消费支出占比在近 60 年内持续提升，从 1961 年的 60.62% 提升至 2019 年的 67.86%，是美国 GDP 增长的主驱动。当前，我国个人消费支出占比仍然较低，2019 占比为 38.52%，政府支出和投资占比为 60.33%，仍是我国 GDP 增长的主要驱动点。但伴随我国基础设施建设的逐步完善，以及中央提出未来发展政策导向看，我国个人消费支出占比将持续提升。

图表 6：高端啤酒需求扩容，经济啤酒销量萎缩



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 7：茅台与顺鑫营收增速差距扩大

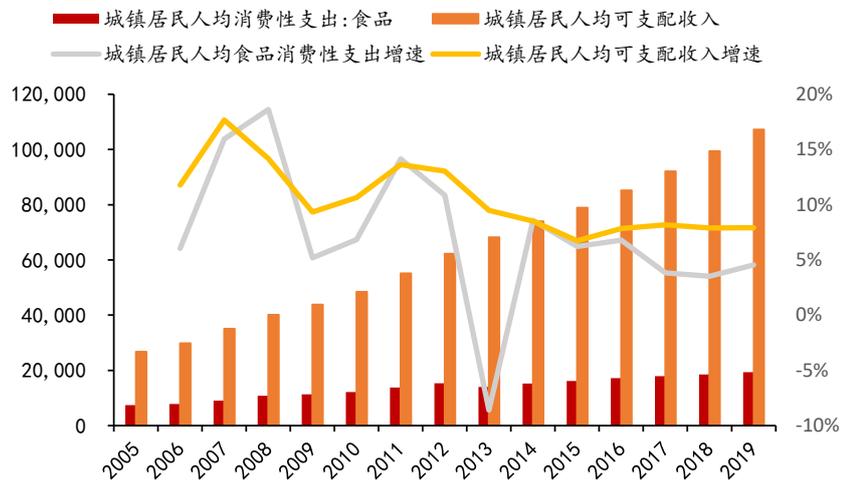


来源：Wind，国联证券研究所

自 2014 年起，城镇居民人均食品消费支出增速逐渐降低，与人均可支配收入增速之间差距逐渐扩大，食品饮料行业由消费刚需推动的增长动力逐渐降低，预计未来行业将通过产业结构升级，推动中高端产品占比提升来催生新增动能。

当前，啤酒和白酒行业产业结构升级趋势明显，2013年后，经济型啤酒销量开始萎缩，而高端啤酒销量增速始终维持在10%以上。白酒行业中，高端白酒与经济型白酒的代表贵州茅台和顺鑫农业的营收在2016年后增速分化显著。预计，产业升级带来的中高端产品行业规模占比上升趋势将在食品饮料行业各大细分领域延续。

图8：人均可支配收入增速高于人均消费支出增速



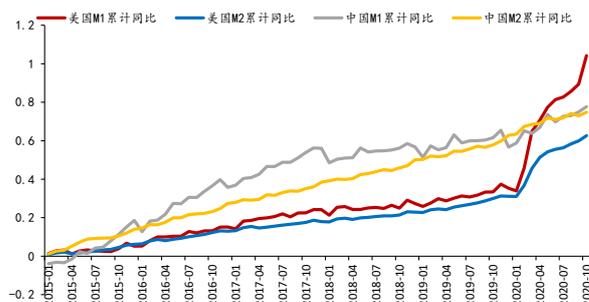
来源：Wind，国联证券研究所

食品饮料行业拥有刚需+可选双重属性，预计将持续受益于消费内需群体扩容。此外，消费升级叠加供给侧改革的趋势也将驱动食品饮料行业向高端化、健康化趋势发展，预计2021年食品饮料行业在行业结构调整中将逐渐淘汰尾部落后产能公司，行业集中度有望持续提升，行业龙头公司将持续受益于市场份额提升。

1.3 2021年驱动力之二：成本上行提升行业集中度

由于疫情影响，美联储在2020年进行超大规模货币投放，货币超发导致美元持续贬值，全球大宗商品价格走高。虽然我国货币政策保持稳健，但预计输入型通胀将导致国内生产成本持续走高，与原材料价格关系紧密的食品饮料行业预计将面临成本上行压力。

图9：2020年美元M1M2高增长导致全球通胀预期提升

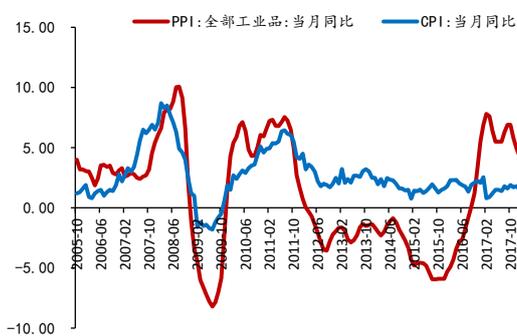


来源：Wind，国联证券研究所

当前我国 PPI 和 CPI 均处于历史较低水平，其中 PPI 在 6 月以后受大宗商品价格上涨带动率先开始回升，预计明年在 PPI 上涨的推动下将带动终端消费品价格因成本上升被动提价，食品饮料零售端提价预期较强。

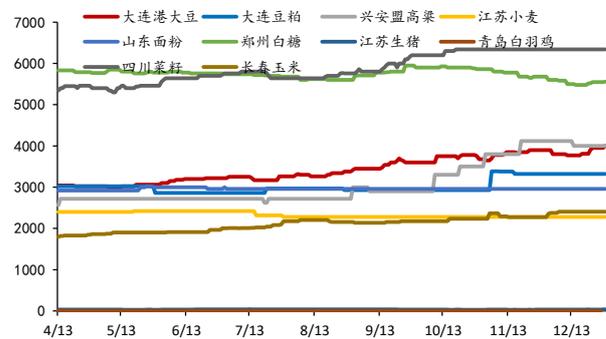
根据百川盈孚数据显示，年内食品饮料上游多种农产品原料价格涨幅明显，其中大豆、菜籽、玉米、高粱等产品价格自 4 月后均出现 15%-30% 上涨。但多家食品行业龙头企业在 2020 年末均表示 2021 年并没有提价预期，公司将通过其他措施降低原料上涨的影响。因此，行业中抗风险能力较弱的中小型公司为应对成本上浮或将率先提价，行业龙头公司保持原价策略预计将提高产品竞争力，中小型公司产品竞争力不足或被动退出市场。

图表 10: PPI、CPI 指数都位于历史低位



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 年内多种农产品原料价格上涨明显

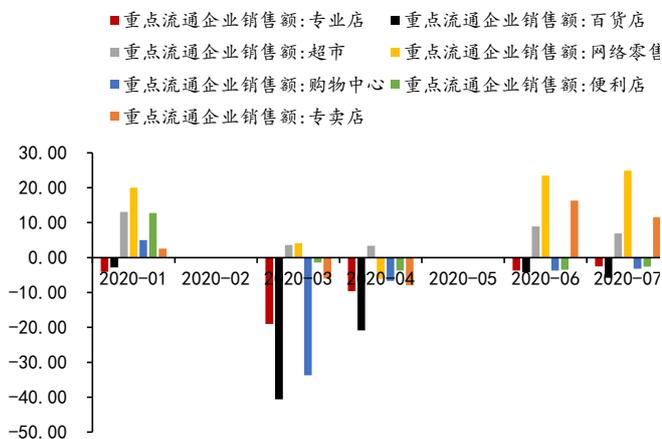


来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

1.4 2021 年驱动力之三: 新渠道带来新机遇

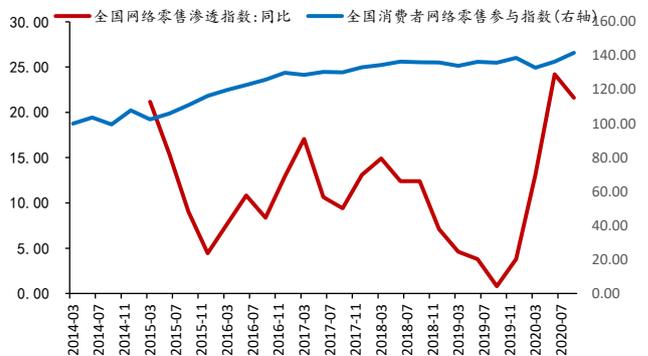
上半年受疫情影响，居家隔离环境下，消费者购物渠道受限，传统线下渠道受冲击较大，而线上网络、商超便利店渠道则仍然保持稳健增长。疫情过后，这一趋势得到延续，传统的线下渠道持续低迷，而线上和商超、专卖店渠道迅速回升。

图表 12: 2020 年重点流通企业各销售渠道增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 2020 年上半年网络零售渗透度加速



来源: Wind, 国联证券研究所

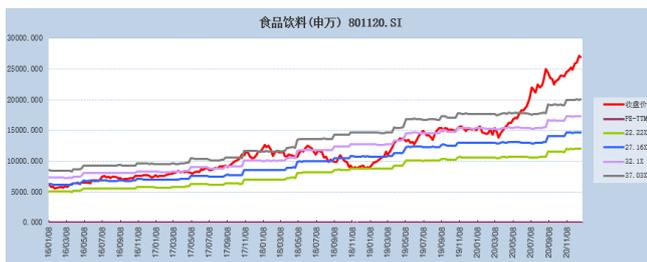
我们认为，多数传统食品饮料龙头公司在线下渠道均有较为全面的布局。但疫情

带来的消费者购物习惯改变导致的销售渠道从线下向线上迁移趋势明显，这给部分公司战略性放弃线下，发力线上销售渠道带来发展机遇。此外，疫情过后直播带货、社区团购业务发展迅速，传统大型商超、零售店等线下渠道空间或将进一步被压缩。

1.5 板块整体处于历史高位，关注低估值板块投资机会

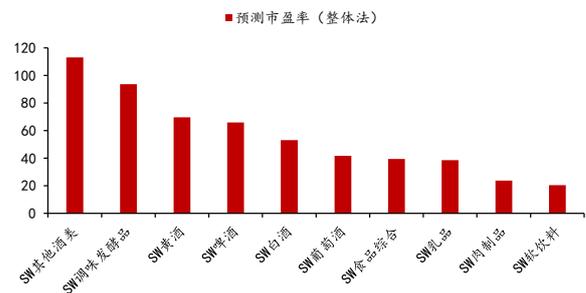
伴随食品饮料板块连续多年涨幅领跑行业，板块整体估值位于历史高位。我们认为当前子板块中部分酒类标的估值较高，且缺乏对应的成长能力，因此建议关注具有较强确定性业绩的龙头公司。

图表 14: 食品饮料板块 PE-Band



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 酒类、调味品 2021 年预测市盈率普遍较高



来源: Wind, 国联证券研究所

展望 2021 年，部分优质低估值细分龙头仍有较好投资价值。细分板块下估值较低的食品综合板块中，部分休闲食品、软饮料公司未来或受益于年轻消费群体崛起，在需求变化迅速、黏性较低、热点切换频繁的市场中，具有较强推新能力的公司将迎来机遇。此外，伴随冷链运输、社区团购等物流销售渠道越发完善，更加健康化、高端化的短保食品，如乳品中的低温奶、烘焙食品中的短保面包蛋糕等预计也将迎来风口。因此，2021 年在关注具有较强确定性业绩支撑的公司外，也可关注估值较低，但潜在需求稳定增长各类细分领域潜力公司。

2 酒类：价值投资中流砥柱

2020 年，酒类各子板块在食品饮料板块中涨幅居前。其中白酒板块由于疫情之后在龙头公司引领下行业迅速复苏，基于行业头部公司的高端化进程推进，产品提价带来的价格中枢上移以及渠道改革带来的利润释放，白酒板块成为疫情后最先恢复的板块之一。另外，啤酒行业在疫情期间由于餐饮渠道受限，下滑较大。但基于行业消费升级逻辑，高端啤酒消费量企稳回升叠加餐饮渠道景气度复苏，板块整体表现仍好于行业平均。

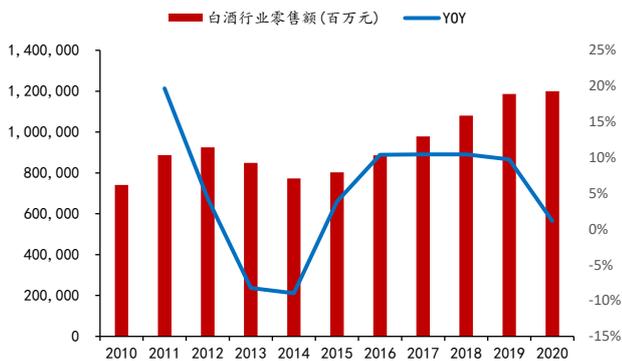
2.1 白酒：趋势分化，坚守龙头

2019 年末白酒行业产业受限解除，2020 年初又遭遇疫情影响，白酒行业面临多重影响。疫后龙头企业引领下行业快速复苏，加速了头部酒企的发展，同时也推动了落后低端酒企的淘汰。

白酒行业今年复苏呈现出三种加速趋势：一是行业集中度加速提升，落后的低

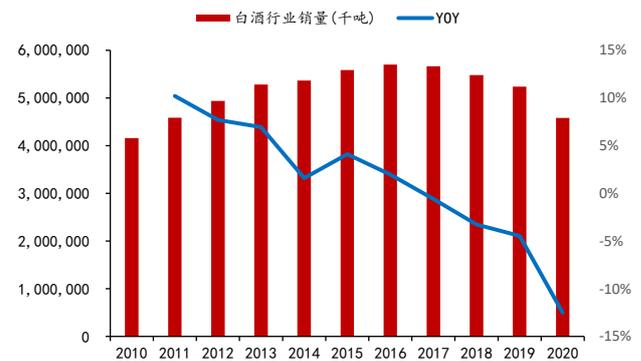
端产能加速淘汰。二是消费升级明显加快，酒企普遍对产品升级提价。三是变革明显加快，多家公司对品牌、渠道、产品品质等方面做出改革。根据欧睿国际数据显示，过去 10 年白酒行业零售额复合增速为 4.94%，销量复合增速为 0.97%。近 10 年，行业销售额增速稳定在 10%左右，而销量则逐年萎缩，体现出行业消费升级的趋势。

图表 16: 白酒行业近 10 年零售额 CAGR 为 4.94%



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 17: 白酒行业近 10 年销量 CAGR 为 0.97%



来源：Euromonitor，国联证券研究所

➤ 高端白酒

高端白酒掌握行业定价权，稀缺性造就持续提价能力。近两年，白酒行业整体价格的高端品牌茅五泸剑郎等头部酒企带领下稳步提升，价格中枢上移。今年，白酒行业呈现出酱香大热、清香回暖的行业趋势，各类酒企也在重新布局新一轮全国化进程。

目前中国白酒产业呈现三大趋势：酒企减少、产能降低、利润增加。在此趋势下，高端白酒迎来历史性机遇。根据前瞻产业研究院的数据显示，2019 年我国高端白酒市场规模约为 1011 亿元，至 2029 年，我国高端白酒市场规模预计将达到 1600 亿元。未来，由于消费者的需求升级和健康观念影响下“喝得少，喝的好”的理念认同度提高，中低端白酒市占率将进一步下滑；而高端和超高端市场的占有率将迅速提升。

图表 18: 2020 年白酒产品迭代、提价不断

公司	新品发布、提价通知
贵州茅台	6 月 18 日起，第三批 22 家直销渠道商 500ML 飞天茅台供货价调整至 1399 元/瓶。
泸州老窖	7 月 2 日起，52 度国窖 1573 经典装产品零售价从 1099 元/瓶调整为 1399 元/瓶。
五粮液	发布新品五粮醇，瞄准 2000 亿腰部市场，构建中价位白酒的标杆品牌，助力五粮浓香公司早日达成 200 亿目标。
剑南春	3 月 1 日起，水晶瓶出厂价涨 25 元/瓶，零售价 489 元/瓶；珍藏级涨 30 元/瓶，零售价 788 元/瓶。 12 月 4 日，24K 金剑南、金剑南 K6、金剑特曲、银剑南 A9、银剑南 A3 的 38、42、46、52 度产品全面执行新的价格体系，20 款产品横跨 78—388 元中高端和次高端价位段。

古井贡酒	7月第六代古井贡酒上市，锁定百元左右价格带。
	12月17日，酒业家消息，古井贡酒旗下核心大单品年份原浆·古20已于16日起调高出厂价，提价金额为每瓶/20元。
顺鑫农业	400ml、500ml、1.5L：上调10元/瓶；255ml：上调6元/瓶。本价格调整计划自2021年1月16日起执行。
舍得	3月18日起，升级第三代品味舍得，第四代产品每瓶提价30元至598元。
衡水老白干	3月30日起，华北等地绿标62度供货价提10元/件。
汾酒	5月1日起，42度玻汾终端价上调2元至49元/瓶；53度玻汾上调3元至58元/瓶。
	7月1日起，青花20上调30元/瓶，青花30上调100元/瓶。
	9月上旬，青花汾酒30·复兴版上市发布会在北京长城居庸关举办。
西凤	5月14日起，绿瓶系列出厂价上调20%，终端供货价上调25%-30%，零售价相应调整。
酒鬼	5月25日起，52度红坛战略价上调30元/瓶，52度紫坛上调40元/瓶。
郎酒	6月25日起，53度500ML红运郎、青云郎出厂价分别上调199元/盒、299元/盒。
今世缘	7月1日起，四开国缘供货价、零售价上调15元/瓶，对开国缘上调10元/瓶。
钓鱼台	7月1日起，钓鱼台国藏系列酒每瓶上调50元。

来源：酒业家，国联证券研究所

借此趋势，2020年多数酒企对旗下产品进行迭代和提价，在产品品质提升的同时，使消费者更容易接受价格上涨。我们认为，800元以上高端白酒价格带上，由于供需关系、品牌价值、消费场景、消费者价格敏感度等因素影响，未来仍能支撑高端白酒产品价格持续上涨。因此，高端白酒行业公司在掌握定价权的基础上，辅以产品、渠道的改革推进，在未来几年仍具有较强的成长能力。

➤ 次高端白酒

次高端白酒跟涨抢占高端白酒提价后的空白定价区间。当前，二、三线品牌主要仍在500元价格带进行竞争，而随着高端白酒如五粮液、国窖1573等相继提价，600-900元价格带已经出现空窗，次高端白酒以及高端白酒复线品牌正在加速布局这一价格带。未来随着消费升级和消费重心逐步向头部知名酒企集中，在600-900元价格带的消费需求将进一步提升。当前，我们看到在600-900元这个新次高端价位上，酱香型白酒正在快速崛起，而洋河梦6+、古井贡的古20等名酒产品也在加速布局这个价格带。

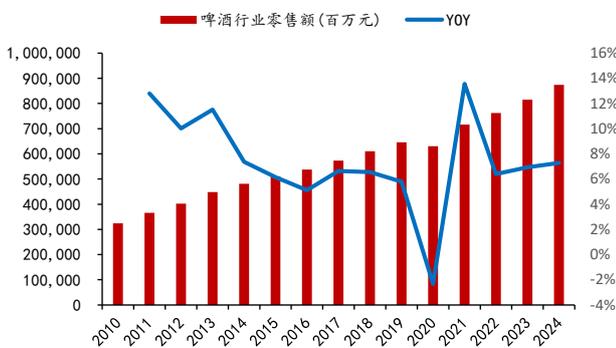
我们预计，2021年白酒行业将会是低增速强分化的趋势。白酒企业中龙头酒企稳定提价放量，预计能保持较好业绩提升，但伴随消费者“喝好酒、喝少酒”的观念影响，白酒行业总消费量会持续减少，无法转型升级的中小型酒企逐渐淘汰。因此2021年白酒行业整体的业绩增速预计放缓，行业分化逐渐突出。其中，酱香酒预计将维持较高增速，主要由于白酒主流的消费群体年龄提升，风味更佳浓郁的酱香酒需

求增高。此外，伴随新一轮全国化布局的展开，完成全国化推广的品牌旗下大单品销量将快速增长，进一步挤压地方性酒企生存空间，产业集中化的趋势加速。最后在定价上，预计超高端茅台仍是量价齐升；高端酒中五粮液、国窖 1573 是预计将控量提价，拉近与茅台之间价差；次高端白酒预计将维持 2020 年价格水平，主要由于更多的酒企进入次高端价位带，行业竞争逐渐加剧。

2.2 啤酒：关注高端产品扩容

我国啤酒行业市场总销量在 2013 年见顶后开始下滑，根据欧睿国际数据，截止 2020 年我国啤酒市场总消费量降至 404 亿升，近 10 年复合增速为 -1.16%；总零售额为 6307 亿元，近 10 年复合增速为 6.89%。虽然啤酒行业销量持续下滑，但中国仍是全球第一大啤酒消费市场。

图表 19：啤酒行业近 10 年零售额 CAGR 为 6.89%



来源：Euromonitor，国联证券研究所

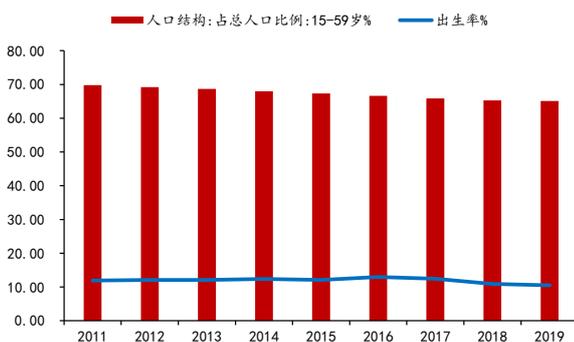
图表 20：啤酒行业近 10 年销量 CAGR 为 -1.16%



来源：Euromonitor，国联证券研究所

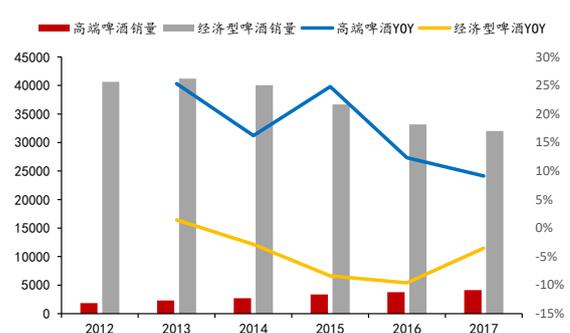
从消费人群结构来看，目前啤酒消费市场已经接近饱和。我国啤酒消费主力人群为青中年群体，中年以上群体则主要为白酒消费者。根据国家统计局数据，15-59 岁年龄段人群占比逐年下滑，近 10 年下滑近 5PCT。而从出生率看，持续下滑的新增人口预计将导致啤酒主要消费群体未来新增数量进一步降低。此外，低度酒市场近年涌现众多替代性饮品，如预调酒、花果酒等饮料的创新不断加速，对部分啤酒消费产生分流。

图表 21：人口结构变动导致啤酒消费群体降低



来源：Wind，国联证券研究所

图表 22：高端啤酒销量扩容，经济型啤酒下滑



来源：Euromonitor，国联证券研究所

啤酒作为非本土酒类，近年在中国市场的认可度逐步提升。2010 年之前我国啤酒厂商采取兼并收购的方式抢占市场份额，并且多年的低价同质化竞争导致行业吨价低，产品结构低端。现阶段，行业整合和扩张告一段落，龙头酒企结构逐渐稳定，同时近几年进口啤酒冲击加剧，消费需求呈现高端化、多样化与个性化趋势，消费边际增长动能减弱，但由于国内产品同质化仍然较为严重，导致行业竞争程度较为激烈。

总体而言，我国啤酒产业发展已经进入成熟期，产量持续走低，消费量见顶，行业外部动力减弱。因此，行业未来发展动力主要依赖产品结构升级，从低端产品价格竞争走向中高端化产品差异化竞争，同时落后产能的淘汰也将持续推进行业集中度提升。

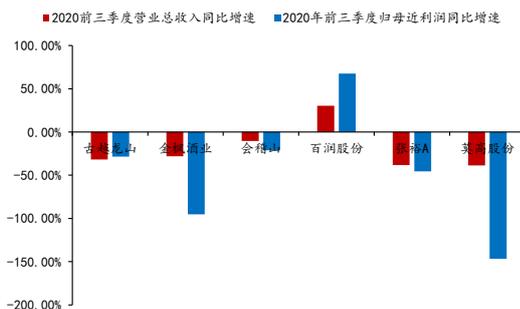
我们认为啤酒行业基于消费升级主逻辑，伴随大众消费能力提升，啤酒消费观念预计将从低价走量向享受高品质啤酒转变，中高档啤酒的市场仍有较大的提升空间。在行业总量下滑的情况下，需求结构的改变也将带动产品结构向高端化迭代，预计未来中高端啤酒产品占比将持续提升，提前布局高端品类，摆脱价格战泥潭的龙头企业盈利能力预计将逐渐改善。

2.3 其他酒类：行业转型升级，静待业绩回升

其他酒类中预调酒和黄酒板块在 2020 年涨幅较高，而葡萄酒板块则低于行业平均。根据板块相关标的在 2020 年业绩状况显示，仅主营预调酒的百润股份维持较高增长，黄酒、葡萄酒相关公司均出现业绩下滑。

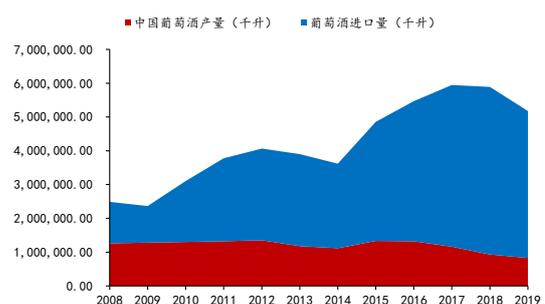
黄酒行业由于长期以来受限于饮食习惯影响，主产销区仅限在江浙地区，市场空间较小，约 150-200 亿元规模，且区域内中小型酒企数量较多，行业长期处于低端产品低价恶性竞争环境。年初受疫情影响，黄酒行业餐饮渠道销量不佳，行业整体承压更为严重。根据市场调研反馈，当前黄酒营销压力主要来自于库存消化缓慢，餐饮渠道受较大影响，但商超渠道表现较为正常。下半年餐饮回暖，预计黄酒行业第四季度业绩下滑将小幅收窄。虽然年初疫情使整体黄酒行业承压，但同样也迫使行业走向转型升级。头部酒企古越龙山、会稽山在近年相继推出高端产品，预计行业竞争格局将在未来几年发生转变。

图表 23：其他酒类中仅预调酒业绩增速较好



来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：葡萄酒产销持续低迷



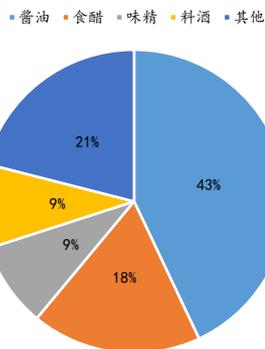
来源：Wind，国联证券研究所

葡萄酒行业同样在近年走向低迷，自 2012 年后国内产量逐年下滑，2017 年后进口量也大幅下滑。由于国内缺乏葡萄酒消费基础，且葡萄酒产品定位模糊，各价格带上均没有较强竞争力的产品与其他酒类抗衡，因此葡萄酒行业在以白酒为主的中国市场中仍难有改善动力。

3 调味品：健康化、高端化驱动产品升级

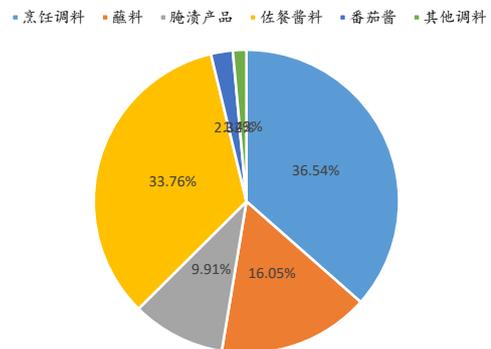
调味品作为日常饮食中的刚需品，整体行业基于中国庞大的消费群体，拥有广阔市场空间。根据欧睿国际数据统计，2020 年中国调味品行业预计实现零售额 1449.87 亿元，近 10 年复合增速为 9.69%。当前调味品行业消费结构仍由酱油、食醋两大传统调味品占据主导地位，其中酱油占比近四成，食醋占近两成。对比美国市场调味品结构，品类仍较为单一。

图表 25：中国调味品消费结构



来源：智研咨询，国联证券研究所

图表 26：美国调味品消费结构



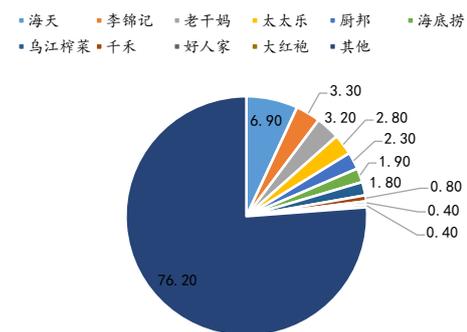
来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 27：调味品行业增速高空间大



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 28：调味品行业集中度仍然较低



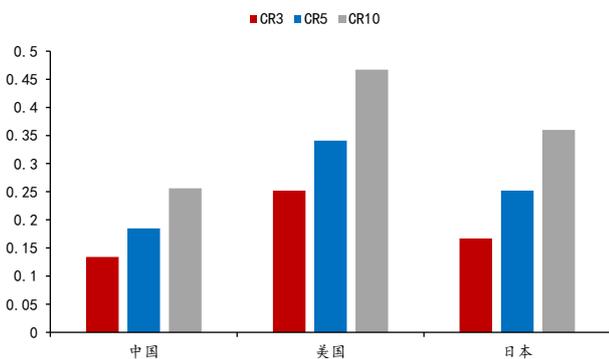
来源：Euromonitor，国联证券研究所

2020 年上半年疫情导致消费者居家烹饪频次增多，带动家庭渠道调味品消费需求走强，但从调味品下游渠道分布来看，餐饮渠道仍然占据最大份额。从行业集中度来看，根据欧睿国际数据，中国市场 CR5，CR10 分别为 18.5%和 25.6%，而美国和日本市场仅 CR3 就高达 25.2%和 16.7%。因此，中国调味品行业集中度仍相对较低，市场龙头体量存在进一步提升空间。我们认为，调味品行业发展与下游需求存在强关联性，下游家庭渠道的消费升级和健康消费观念以及餐饮渠道连锁化、标准化

发展将持续推动上游调味品行业产品结构改善。

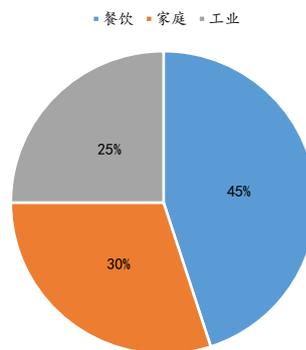
我们认为中国调味品行业由于饮食习惯原因，受外来产品和技术冲击较小，行业集中度可维持长期上升趋势，更容易形成寡头垄断或垄断竞争的格局。且龙头企业经过长期经营，都将建立较高的品牌壁垒和规模优势，从而获得行业垄断地位。在形成较优的竞争格局后，行业龙头可凭借其垄断地位掌握定价权，且有望借助规模优势降低费用率，助力其盈利能力维持长期稳定。对比美国的亨氏、好美味以及日本的龟甲万来看，在调味品这种必选消费品中，中国的调味品很可能会延续美日的行业发展路径，当前来看海天在部分调味品细分行业中已经初步获得定价权。

图表 29：美日两国调味品行业集中度显著高于中国



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 30：调味品下游渠道分布



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

3.1 酱油高端化、健康化趋势加速

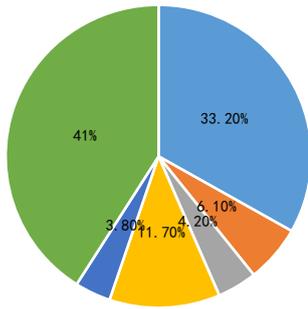
酱油行业自 2019 年 12 月推出新标准，规定企业不得再采用调配工艺生产加工酱油，只有采用传统酿造工艺生产才能叫作酱油，调配酱油需称作复合调味料。由此，行业中大量中小型酱油企业由于产品 NRV 不达标、制作工艺等问题面临淘汰，行业集中度逐步提升。

从酱油行业发展趋势看，饮食习惯较为接近的日本酱油行业具有较好的参考价值。日本酱油行业产业升级经历近四十年，完成了从传统酱油到鲜榨酱油的消费切换。目前国内市场也出现了零添加、有机、高鲜酱油等升级产品。与普通酱油相比，高鲜、有机、复合酱油等产品价格普遍高 50% 以上。未来随着居民健康意识提升，低盐零添加消费需求将助推产业升级，价格中枢同步提升，预计将打开更广阔的行业空间。

图表 31：日本酱油行业集中度远高于中国

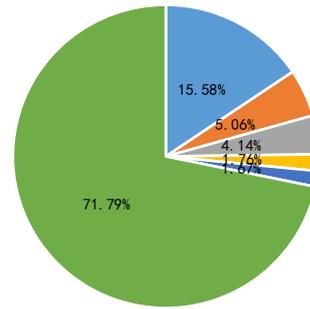
图表 32：中国酱油行业 CR5 仅 28.21%

■ 龟甲万 ■ Shuoda ■ Higashimaru ■ Yamasa ■ Marukin ■ 其他



来源: Euromonitor, 国联证券研究所

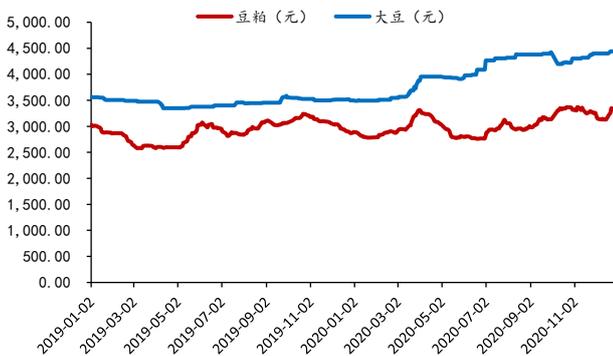
■ 海天 ■ 李锦记 ■ 美味鲜 ■ 六月鲜 ■ 加加 ■ 其他



来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

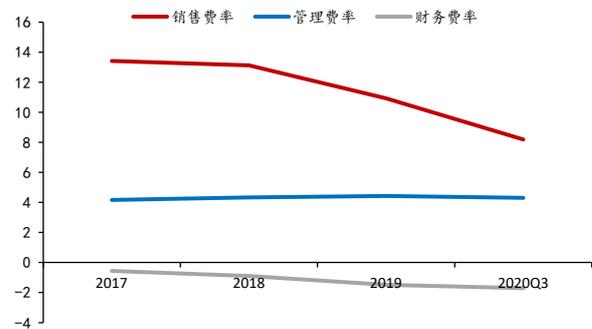
2020年12月初,海天宣布2021年没有提价计划。作为酱油行业龙头,海天此次不提价策略在原料价格持续上涨的背景下,将对行业产生较大影响。海天作为龙头企业,成本控制能力较强,行业提价对于公司的业绩弹性影响相对较弱,而行业尾部公司成本压力更大、抗风险能力更弱,相对更受益于提价影响。此外根据调研反馈,每次提价带来的动销冲击会对加大公司短期业绩波动。通常提价后,产品需要3-6个月的挺价期进行消化,在当前经济环境下需求不确定性较高,提价对业绩影响风险更高。因此,毛利率水平相对较高,费用管控能力较强的海天在暂未受到更大成本压力前预计将暂缓提价。而行业内中小型酱油企业为应对原料价格上涨,在品牌、渠道、产品等方面均不占优的情况下率先提价,挺价失败的情况下可能加速中小型公司出清。

图表 33:大豆豆粕价格较去年同期分别涨 27%、15%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34:海天期间费用控制能力较强



来源: Wind, 国联证券研究所

展望酱油行业未来趋势,由于行业增速减缓,各大调味品龙头企业未来将持续对产品向高端化、复合化的路径迭代。行业中具有渠道规模优势的海天、中炬以及新入行的金龙鱼等未来将占据更大市场份额,而千禾味业等主打零添加高端酱油的细分领域公司在发力线上电商渠道,避开线下渠道薄弱环节后,预计将获得更广阔发展空间。

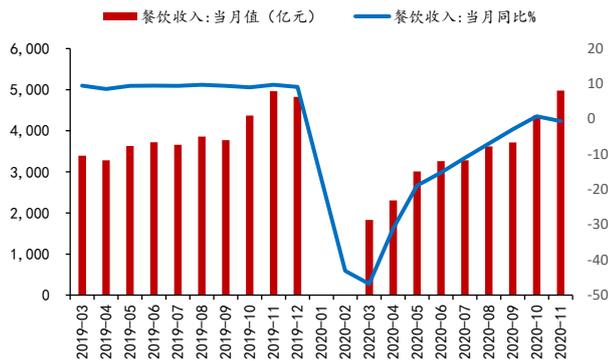
3.2 复合调味品增速高、前景广

我国复合调味品行业处于高速增长阶段,凭借便捷性、标准化、复合化等特征,

未来调味品行业将从酱油、醋、味精等基础调味品向功能化、复合化调味品发展。当前，火锅调味料和中式复合调味料表现亮眼，两大优质细分赛道发展前景广阔。根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年我国复合调味料市场规模为 1091 亿元，2013-2018 年复合增速约为 14.39%，预计 2020 年市场规模将达到 1488 亿元。

从下游渠道看，餐饮和家庭是复合调味品主要消费渠道。其中餐饮渠道基于行业自身发展以及相关政策推动，未来餐饮连锁化是必然趋势。商务部在 2014 年发布的指导意见中，鼓励餐饮企业建设中央厨房，完善统一采购、加工、配送体系。从当前行业中多数知名连锁餐饮企业运营模式看，多数已经建立中央厨房+门店模式。而基于中央厨房模式，为保证菜品口味稳定性以及费用控制考虑，使用复合调味品制作标准化菜品是最佳解决方案。另外，近年外卖市场加速扩张后，外卖商家为了提高出餐效率，对标准化程度较高的复合调味品需求也逐年上升。根据中商研究院数据，2019 年我国连锁餐饮营业额为 2234.5 亿元，相较于近四万亿的餐饮市场，连锁化率水平仍然较低。基于未来餐饮连锁化率提升带来的巨大需求，复合调味品行业规模将维持高速增长。

图表 35: 餐饮收入稳步回升



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 36: 外卖用户规模高速增长促进行业需求提升



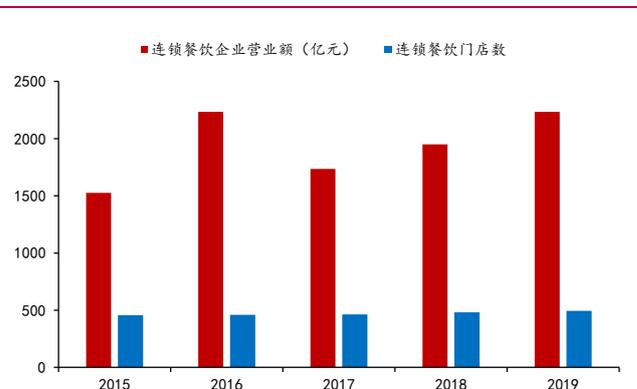
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 37: 消费者中国菜系喜爱度排名

排名	地方菜系
1	川菜
2	粤菜
3	浙菜
4	湘菜
5	鲁菜
6	苏菜
7	京菜
8	新疆菜

来源: 中国饭店协会, 美团, 国联证券研究所

图表 38: 连锁餐饮门店数和营业额



来源: 中商研究院, 国联证券研究所

在零售端，年轻消费群体受到快生活节奏影响，普遍降低在烹饪中投入的时间，中餐复合调味品的出现有效解决此类消费群体的痛点。根据饭店协会数据统计，川菜高居消费者喜爱菜系榜首，而川菜中有多数菜品如：酸菜鱼、水煮鱼等均可使用标

准化复合调味料降低家庭场景下制作难度。因此近年伴随川菜在全国范围内广泛普及，零售渠道端川味复合调味料市场空间快速扩容。

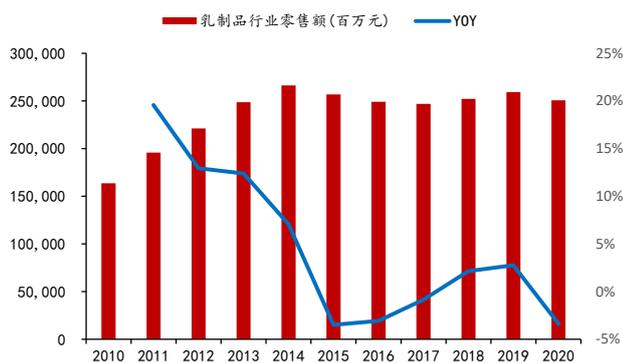
当前中式复合调味料仍处于品牌化发展初期，2019 年中式复合调味料市场 CR3 仅为 9.8%，行业格局分散。细分行业多家龙头正加快产品扩容，对旗下产品重新定位，通过打造优质大单品配合高性价比腰部产品同步渗透市场。

从复合调味品未来发展趋势看，未来行业发展具有以下特征：首先，行业整合加速，市场集中度将提高。食品安全监管趋严的环境下，部分规模较小、经营不规范的中后段企业将逐渐被淘汰，优势企业发展将更加迅速，行业整合将进一步加速，市场集中度将不断提高，企业规模化经营成为行业发展的必然趋势。其次，市场竞争将从单纯价格竞争转向品牌、质量、研发能力等综合实力竞争，行业中只有在市场上建立较强品牌优势，具有独特产品特色以及较强研发能力的公司，才能满足 ToC 端消费者不同口味需求以及 ToB 端连锁餐饮企业定制化需求。

4 乳制品：需求持续复苏，头部乳企积极并购布局上游奶源

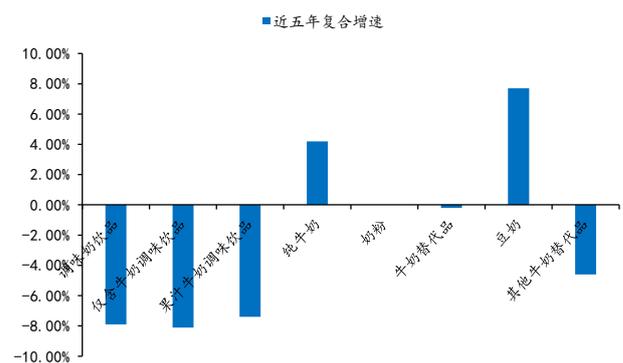
2020 年上半年由于疫情影响，乳制品短期需求承压。而伴随经济复苏以及疫情影响下消费者对健康的关注提升，需求端完成较快复苏。根据欧睿国际数据显示，2020 年中国乳制品及替代品行业销售额为 2506.88 亿元，近 10 年复合增速为 4.34%。分品类看，近五年，仅纯牛奶和豆奶呈现正增长趋势，调味牛奶和其他奶制品替代品呈现下滑趋势。主要由于消费升级以及健康观念趋势下，消费者对产品的健康化需求持续提升，调味奶等二次加工乳制品营养物质含量相对较低，需求逐年下滑，而代表高品质的低温奶、有机奶等中高端乳品需求提升。

图表 39：乳制品行业近年市场增速较低



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 40：乳制品及替代品近五年复合增速



来源：Euromonitor，国联证券研究所

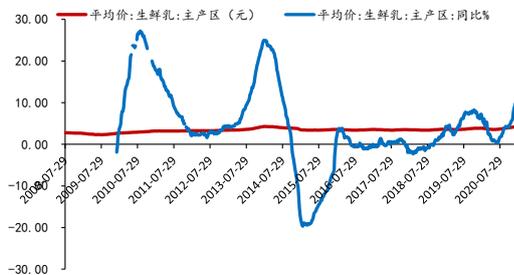
4.1 奶源涨价，需求复苏，行业景气向上

2020 年下半年，乳制品行业由于消费端需求复苏，短期奶源供应紧张，生鲜乳均价快速反弹，年底均价已经达到 4.21 元/公斤，正在向近十年的价格顶点 4.3 元/公斤接近。

从上游供给端看，近两年奶牛存栏量始终位于低位，主要由于上游乳企行业正

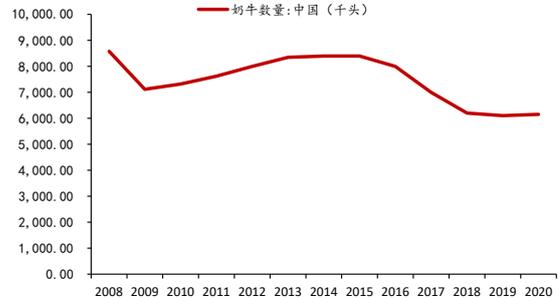
从散养模式到高度集约化养殖过程转变，散养户及中小规模牧场大批量淘汰，部分奶牛同步淘汰。从短期存栏补栏情况看，由于海外疫情影响，从海外引进奶牛费用和周期上涨，因此补栏速度较慢，奶源短期缺口比较明显。从周期看，奶牛出生到投产需要 24 个月开始出奶，因此奶源供应缓解预计需要 2 年时间的周期。

图表 41：生鲜乳价格反弹



来源：Wind，国联证券研究所

图表 42：近两年奶牛存栏量持续低位



来源：Wind，国联证券研究所

下游零售端看，由于上游奶源供应紧张叠加消费需求回暖，零售端乳制品销售环境改善，促销力度降低，价格回归理性。在此背景下，全行业提价预期大幅提升。另外，由于上游奶源紧张，预计各大公司将顺势发力中高端品类，推升高毛利产品市占率，缓解原料成本提升的压力。

4.2 乳企持续推进并购，外延拓展新业务+掌控上游核心奶源

2020 年，多家头部乳企持续推进行业优质标的并购，新建奶源基地。在当前乳制品行业双巨头占据近 50% 市场份额的行业格局下，乳企仅依靠内生动力发展较为艰难，在上游成本提升的背景下，收购优质的地方性中小型乳企，进行全国化布局，寻求外延扩展是破局的较好选择。

另外，多数乳企在近两年加强对上游奶源端的投资。主要由于目前中国奶牛存栏处于低位，在需求复苏的预期下，乳企为了夯实未来奶源供应体系，提高奶源自给率，防范奶价提升导致的成本上升风险；另外近年需求端逐渐从常温奶向低温奶过渡，由于低温奶需要在主要城市群周边进行奶源布局，缩短冷链运输距离。因此，基于未来发力低温奶业务预期，行业龙头公司提前布局基础建设。

图表 43：2020 年部分乳企并购、奶源基地建设、资本市场动向汇总

公司	乳企并购、新建牧场、资本市场新闻
新乳业	5 月 5 日，新乳业宣布拟以 17.11 亿元收购宁夏夏进乳业的母公司寰美乳业 100%
完达山	5 月 13 日，完达山董事长王贵在表示再次启动 IPO 计划
达能	达能与澳大利亚 Saputo Dairy Australia (SDA) 公司已达成协议，收购 SDA 旗下青岛迈高 100% 的股份。
贝因美	8 月 25 日，贝因美披露非公开发行 A 股股票预案，拟非公开发行 A 股股票数量不超过 30675.6 万股。

伊利股份	9月27日，伊利公告，通过新设立的控股子公司 Wholesome Harvest Limited 以要约收购方式收购中地乳业股份。
	伊利集团拟规划投资近 30 亿元，在河南驻马店投建规模化示范性牧场和智能化乳制品加工基地。
优然牧业	优然牧业向港交所递交招股书 启动上市程序
中国飞鹤	12月2日，中国飞鹤公告，飞鹤收购原生态牧业约 33.42 亿股份，收购完成后，飞鹤占原生态牧业总股份数的 71.26%。
	飞鹤在泰来县开启了黑龙江瑞弘达牧业有限公司万头奶牛标准化规模养殖基地建设。
蒙牛乳业	7月28日，中国圣牧同意向蒙牛全资附属公司 Start Great Holdings Limited 发行认股权证，蒙牛将成为其单一大股东。
	12月13日晚间，妙可蓝多宣布，蒙牛拟以现金方式认购上海妙可蓝多食品科技股份有限公司非公开发行 A 股股票，蒙牛将成为妙可蓝多控股股东。
	蒙牛计划在巴彦淖尔市建设总投资逾 1000 亿元的中国乳业产业园西部中心 10 万头奶源基地项目；蒙牛在河北启动了“河北万吨奶源规划”，围绕六大生产基地，将在五年内增加奶牛存栏 15 万头，年产生鲜乳 100 万吨。
光明乳业	光明乳业、宁夏中卫市、宁夏农投三方签订战略合作协议在宁夏共建千亿级优质奶产业集群。

来源：公司公告，搜狐新闻，国联证券研究所

当前，政策导向和行业自身发展正在推动乳品行业升级，国家鼓励乳企通过并购、联合重组、控股参股等多种形式进行兼并重组、淘汰落后产能。在头部乳企完成兼并后，中小品牌生存空间日渐萎缩，行业集中度将快速提升。

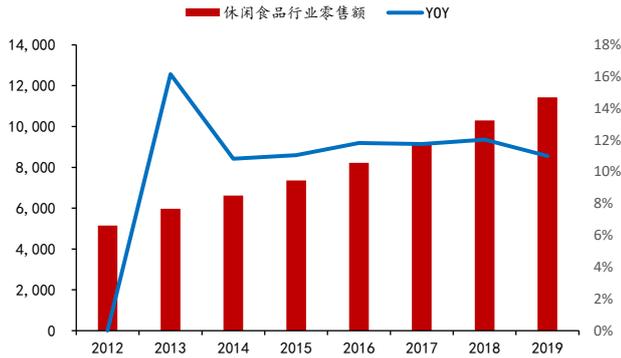
在上游原奶价格持续上涨的趋势下，在下游零售端具有较为完善的产品矩阵布局，并且在上游又能把控核心奶源，自给率相对充足的公司，在本轮乳制品景气周期中将获得较大的发展空间。

5 休闲食品：品质竞争代替价格竞争

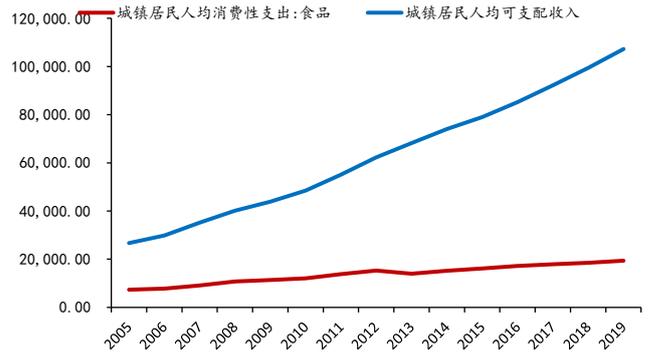
近年来，我国居民收入水平与消费能力持续提高，为休闲食品行业的快速发展奠定了良好的市场基础。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2019 年我国休闲食品行业市场规模达到 11430 亿元，同比增长 11.0%。近 8 年休闲食品行业空间快速扩容，年复合增长率达到 12.1%。从近几年我国休闲食品行业市场规模变化趋势看，我国休闲食品行业将呈现出长期稳健增长的态势。

图表 44：中国休闲食品行业营收复合增速在 12%

图表 45：人均可支配收入和食品消费支出



来源: Frost&Sullivan, 前瞻产业研究院, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

5.1 烘焙食品：关注龙头扩张动能

烘焙食品行业当前属于成长期，在中国市场具有广阔空间，近 10 年行业营收复合增速在 10% 左右，销量复合增速在 6% 左右，行业价格中枢伴随产品高端化迭代稳步上移。根据欧睿国际数据统计，2018 年中国烘焙行业规模为 2578.89 亿元，位居全球第二，仅次于美国市场。从增速来看，近 10 年我国烘焙行业复合增速为 12.22%，显著高于美国的 2.2% 以及日本的 0.11%。

根据中国产业信息网数据显示，当前中国人均烘焙食品消耗量为 7.4 千克，与欧美有 6-7 倍差距，与饮食习惯较为接近的香港、日本等地区对比仍有 2-3 倍差距，预计未来中国烘焙市场将对标亚洲其他地区人均消费量，行业仍有 2-3 倍增长空间。

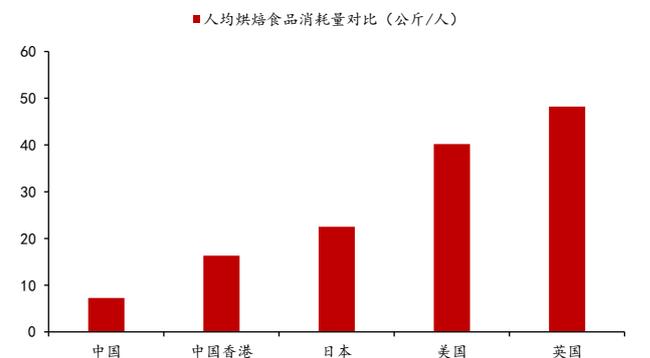
蛋糕作为烘焙食品里面最大的细分品类，约占烘焙行业的 40% 左右，2018 年我国蛋糕行业市场规模为 805.1 亿元，观研天下相关数据预测未来蛋糕行业将随着我国经济的发展以及人们消费升级，保持 10% 左右的复合增速，到 2025 年市场规模将达到 1600 亿元。

图表 46：中国烘焙行业营收增速在 10%



来源: Euromonitor, 国联证券研究所

图表 47：世界人均烘焙食品消费数量



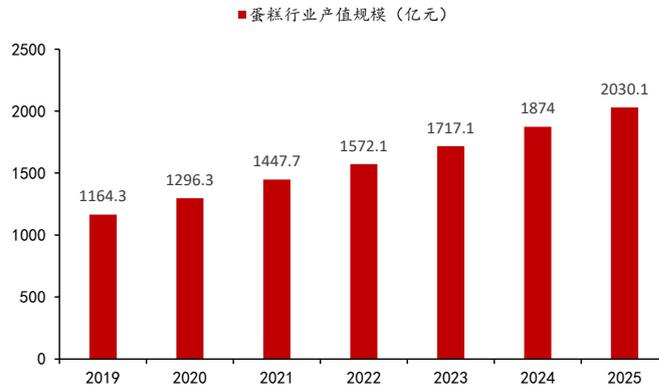
来源: 中国产业信息网, 国联证券研究所

目前，蛋糕市场主要销售品类为生日蛋糕、婚庆蛋糕以及日常中西式零点，其中西式蛋糕甜品越发受到年轻人的青睐。国内蛋糕甜品行业近年保持较高增速，但由于食品原材料涨价等原因，中小烘焙店受到的冲击较大。且由于地方性烘焙店受限于前店后厂的模式在产量、品牌、规模等方面无法与连锁大品牌抗衡，因此难以对接体量

较大的团购、商业婚庆等客户群体。

企业规模占优的大品牌公司，通过打造高知名度品牌，依靠规模和运营模式，铺设较为完善的销售渠道，因此普遍能保持较高的盈利能力。预计行业龙头受益于烘焙蛋糕行业扩张叠加自身品牌定位带来的提价能力优势，未来市占率有望进一步提升。

图表 48：中国蛋糕行业产值规模预测

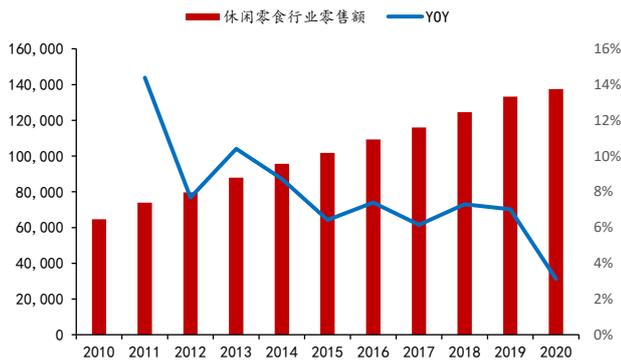


来源：观研天下，国联证券研究所

5.2 休闲零食：品类聚焦改善盈利能力

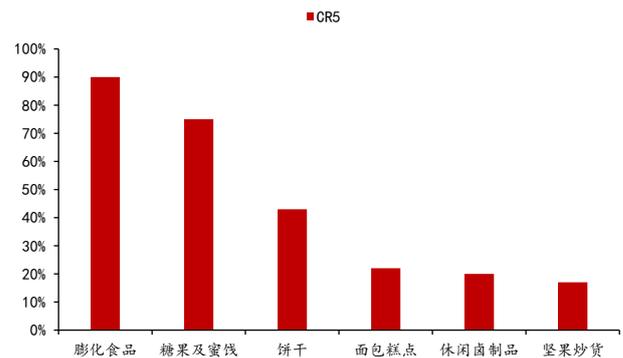
根据欧睿国际数据显示，中国休闲零食行业 2020 年零售额预计将达到 1374.5 亿元，同比增速 3.14%，近 10 年行业复合增速为 7.83%。从细分行业集中度看，膨化食品、糖果蜜饯 CR5 集中度较高，而休闲卤制品和坚果炒货 CR5 水平低于 20%。

图表 49：中国休闲零食零售额复合增速在 7.83%



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 50：休闲食品细分行业 CR5



来源：Frost&Sullivan，国联证券研究所

坚果炒货行业集中度较低，主要由于行业没有明显壁垒，准入门槛较低，因此当前行业头部公司普遍通过品牌优先模式，打造网红品牌，快速提高知名度，提升市占率，随后通过产品快速推新保持品牌活力，这一模式使得行业集中度在近年提升显著。但今年下半年，根据阿里线上数据显示，休闲食品龙头集中度出现下滑。2020 年前三季度休闲零食 CR3 为 20.75%，同比降 5.30pct，CR5 为 23.81%，同比降 4.81pct。我们认为行业头部公司市占率下降主要与直播带货、拼多多等兴起有关，小品牌入场崛起速度加快。线上销售渠道入口的多元化，导致依靠主流电商和线下门

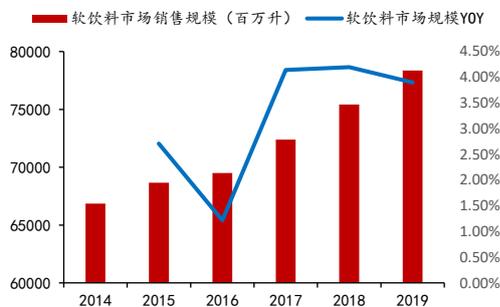
店渠道的头部公司份额被压缩。

为应对网红品牌依靠特色强烈、定位精准的单品快速崛起的情况，行业龙头普遍改变产品构架。三只松鼠削减 SKU，从全品类零食品牌转向“坚果果干+精选零食”的品牌定位，而恰恰食品也从将主营聚焦在瓜子+坚果上。我们认为当前休闲食品龙头正从全品类食品转变风格，逐渐形成品牌差异化，打造各具特色的大单品，预计此举将有效改善行业增收不增利的情况。

6 软饮料：无糖化、健康化理念驱动新品研发

软饮料行业近年增速稳定。行业销量从 2014 年的 668.6 亿升增至 2019 年的 783.6 亿升，增速在 2016 年经历下滑后回升至 4% 左右，过去 5 年复合增速为 3.23%。

图表 51：软饮料市场近 5 年销售量 CAGR 为 3.23%



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 52：软饮料市场近 5 年营收额 CAGR 为 4.43%

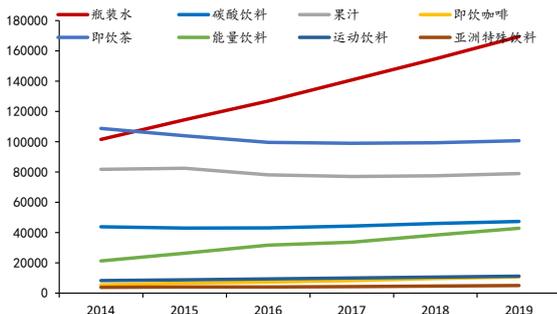


来源：Euromonitor，国联证券研究所

市场营收从 2014 年的 3763.5 亿增至 2019 年的 4674.1 亿，过去 5 年复合增速为 4.43%，营收增速略高于销售量，符合消费升级的趋势。

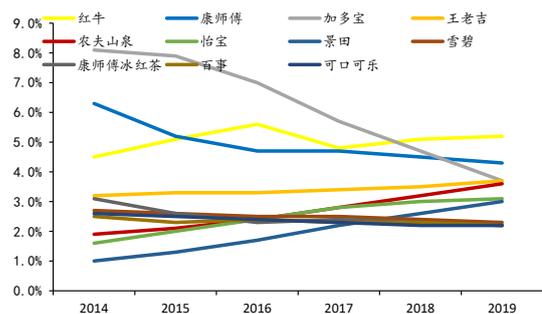
软饮料细分品类中，包装水品类增速最高，2014 年销售额超过碳酸饮料成为软饮料行业中最大的细分品类。而软饮行业中的传统三强：碳酸饮料、果汁和茶饮料近年略显颓势，销量略有下滑。包装水行业主要受益于消费者健康观念的改变，销售额在近年保持高增速，而碳酸饮料、中低浓度果汁和含糖茶饮料则同样受到消费者健康意识的改变以及现饮市场的冲击，市场份额被包装水、无糖饮料、纯果汁等相对健康的饮料所替代，近年呈现下滑趋势。

图表 53：2014 年后包装水成为软饮最大细分市场



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 54：软饮料市场品牌份额



来源：Euromonitor，国联证券研究所

软饮料行业预计未来增速主要将由健康相关的产品驱动，包装水、100%纯果汁和功能饮料将提供主要增量空间。碳酸饮料、含糖茶饮料和低浓度果汁市场份额将持续降低，尤其茶饮料和果汁饮料由于奶茶店的错位竞争，未来市场空间受到限制，品牌间竞争将进一步加剧。

7 投资建议

食品饮料行业中新消费需求正在推动行业结构转变，消费者对健康、品质、性价比的追求推动行业转型升级。因此我们推荐 2021 年在关注具有较强确定性业绩支撑的龙头公司外，也可关注估值较低，但潜在需求稳定增长各类细分领域公司。

7.1 白酒：首推贵州茅台

➤ 贵州茅台

作为白酒行业顶尖龙头企业，公司具有行业定价权，产品兼具奢侈品属性和投资收藏价值，批价与出厂价价差给予稳定提价空间。同时茅台系列酒已经实现顺价销售，进入盈利周期，有望持续推动公司在次高端白酒价格带渗透。

7.2 调味品：首推天味食品，建议关注金龙鱼

➤ 天味食品

公司作为复合调味品龙头之一，受益于 ToB 端餐饮连锁化趋势以及 ToC 端家庭烹饪便捷化诉求带动的行业高景气度。公司两大品牌好人家和大红袍规划清晰，火锅底料和川菜复合调料在头部和腰部市场同步渗透。同时，公司扩产项目稳步推进，未来三年产量有望实现翻倍，而销售渠道端也在加速扩张，推动全国化布局。此外，公司激励机制较为完善，看好公司未来三年保持较高营收增速。

➤ 金龙鱼

公司作为米面油行业巨头，线下销售渠道渗透度极高。公司近期切入调味品行业，未来布局中央厨房业务，向下游半成品食品端延伸，预计将有效推升公司毛利率水平。

7.3 软饮料：首推农夫山泉

➤ 农夫山泉

包装水行业龙头，完成水源地布局，拥有资源和产能优势。未来受益于消费升级和健康理念，包装水需求将持续提升，同时长期的消费者教育带来的品牌优势将稳固公司行业领先的毛利率水平。此外，公司旗下的高浓度果汁、无糖茶饮产品伴随消费新趋势有望成为公司新增业绩驱动力。

7.4 食品综合：建议关注元祖股份

➤ 元祖股份

公司作为烘焙行业蛋糕领域龙头，通过打造高知名度品牌，依靠规模优势和中央工厂+门店的运营模式，保持较高的毛利水平。预计公司作为行业龙头受益于烘焙蛋

糕行业需求增长、行业集中度提升叠加自身品牌定位带来的提价能力优势，在重启开店扩张进程后，未来市占率有望进一步提升。

➤ 安琪酵母

公司作为酵母行业全球龙头之一，国内市占率第一，全球第三，在国内市场具有较强产能优势。公司十四五规划目标清晰，配套产能建设稳步推进。公司海外市场受益海外疫情，逆势扩张，未来将加大海外布局，进一步提高国际市场份额；国内市场预计受益于下游烘焙、调味品需求提升，增速有望保持稳健增长。

7.5 乳制品：首推伊利股份，建议关注新乳业

➤ 伊利股份

受疫情影响，亏损乳企出清，以及中小乳企不断被并购有望提升行业集中度。公司拥有完善的产品矩阵，配合较强的持续推新迭代能力，有望在本轮乳制品原料上涨周期中完成产品结构升级。同时，公司加大对各区域上游奶源布局，未来有望发力低温奶业务，推动业绩持续提升。

➤ 新乳业

公司聚焦低温奶赛道，与行业头部的伊利、蒙牛进行差异化竞争。近年，低温奶替代常温奶将成为未来乳品主要增长力的预期提升，公司提早布局下游渠道和上游奶源，持续推进外延并购优质乳企标的，进行全国化布局。预计公司对并购标的整合后，协同效应将助推公司业绩快速放量。

7.6 标的推荐

图表 55：推荐标的

行业	公司	EPS			PE		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E
高端白酒	贵州茅台	32.8	36.81	43.69	36.06	57.04	48.06
软饮料	农夫山泉	0.46	0.46	0.57	—	137.39	120.90
乳制品	伊利股份	1.14	1.19	1.40	27.20	42.56	36.18
	新乳业	0.29	0.34	0.48	43.99	62.95	44.60
调味品	金龙鱼	1.11	1.30	1.48	—	98.29	86.53
	千禾味业	9.43	0.45	0.59	49.96	89.75	68.12
复合调味料	天味食品	0.72	0.69	0.94	62.47	113.62	83.73
食品综合	元祖股份	1.03	1.10	1.36	17.84	16.71	13.56
	安琪酵母	1.09	1.56	1.77	28.04	36.35	32.13
休闲食品	洽洽食品	1.19	1.51	1.80	28.54	40.46	34.06

来源：Wind（行业一致预期，截止 2020 年 1 月 6 日），国联证券研究所

8 风险提示

食品饮料安全的风险，原材料价格波动的风险，扩产不达预期的风险。

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996