



竞争格局为先，兼顾价值与成长

投资要点

- 19H1 走势回顾：**2019年上半年食品饮料板块整体表现抢眼，大幅跑赢市场，截至8月2日，在A股所有行业中涨幅居第二(仅次于农林牧渔)，涨幅53.6%，而同期沪深300涨幅仅为24.5%，超额收益明显。子板块内，其他酒类、白酒、调味品涨幅居前，分别达到78%、72.4%、38.3%；其他板块均有不错亮眼表现。在业绩和估值双升背景下，食品饮料板块再次掀起上涨浪潮。
- 白酒：竞争格局为先，优选高端龙头。**1、行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局。行业白酒整体产量增长已基本到一阶段，人口结构与人均饮酒量也无法支撑销量继续高速增长，行业内企业的存量竞争将是常态。2、板块内分化严重，中端和次高端以上扩容。消费升级趋势下，中端和次高端以上市场容量持续扩容，低端酒量不断萎缩，各价位段各自形成龙头和品牌。3、高端酒格局好，成长性依旧最确定。虽然经济增长有压力，行业集体性繁荣很难再现，但高端酒竞争格局好，茅五泸历史积淀而形成的地位较难受到冲击，消费需求受经济影响较小，成长性依旧是最确定的。
- 大众品：业绩稳健，兼顾价值与成长。**1、调味品：需求刚性(受经济周期波动小)+行业集中度提升(龙头享受超越平均水平增长)，行业景气度高且成长逻辑清晰，传统品类的龙头有望持续受益；同时受消费习惯改变，新品类(如复合调味料)存在较大的机会。2、乳制品：1)从区域结构上看，三四线城市人均消费量仍有提升空间；2)从产品结构上看，高端产品占比逐步提升，消费升级迹象明显；3)伊利和蒙牛的双寡头格局已经形成，关注原奶上涨下终端费用竞争趋缓对利润端的改善。3、速冻食品：1)速冻食品已形成千亿市场规模，消费习惯的改变以及餐饮供应链的渗透将是未来行业增长核心驱动力，行业在较长一段时间内保持较快增长。2)行业格局依旧分散，但竞争梯队逐步清晰，并作为行业龙头企业，在品牌、规模、渠道上优势愈发明显，随着产能逐步释放，正拉大与第二梯队的差距。
- 下半年投资策略与重点关注个股：**1、白酒：随着经济增速放缓且行业内部竞争加剧，不确定性加大，因此优选竞争格局好、成长性确定的高端酒龙头，推荐贵州茅台、五粮液。2、大众品在投资上遵循两条思路：1)守正：坚守价值，配置白马龙头，推荐海天味业、伊利股份；2)出奇：兼顾成长，侧重寻找有爆款产品、渠道革新的成长黑马，推荐安井食品、香飘飘。
- 风险提示：**市场系统性风险、行业景气向下风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600519	贵州茅台	954.45	买入	28.02	33.33	38.72	34	29	25
000858	五粮液	118.12	买入	3.45	4.39	5.2	34	27	23
603288	海天味业	97.45	买入	1.65	1.95	2.33	59	50	42
600887	伊利股份	31.14	买入	1.05	1.15	1.31	30	27	24
603345	安井食品	48.56	买入	1.25	1.51	1.96	39	32	25
603711	香飘飘	35.63	买入	0.75	0.94	1.24	48	38	29

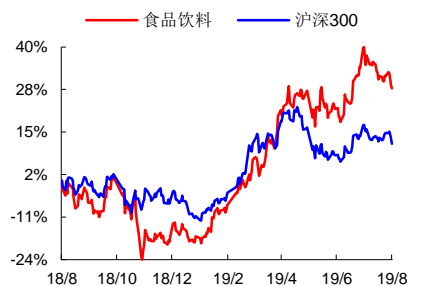
数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
 执业证号：S1250513110001
 电话：023-63786049
 邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：周金菲
 电话：0755-23614240
 邮箱：zjfei@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	96
行业总市值(亿元)	34,316.79
流通市值(亿元)	33,818.27
行业市盈率 TTM	30.04
沪深300市盈率 TTM	12.1

相关研究

- 食品饮料行业2019年投资策略：消费升级和品牌集中度提升，聚焦优势龙头(2018-11-19)

目 录

1 2019 年 H1 食品饮料板块行情回顾	1
2 白酒：竞争格局为先，优选高端龙头	2
2.1 行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局	2
2.2 板块内分化严重，中端和次高端以上扩容	4
2.3 经济增速有压力，高端酒批价依然坚挺	5
3 大众品：业绩稳健，兼顾价值与成长	7
3.1 调味品板块：景气度高，成长逻辑清晰	7
3.2 乳制品板块：消费升级有空间，竞争趋缓提升盈利	10
3.3 速冻食品板块：掘金千亿级	11
4 下半年投资策略及重点推荐个股	13
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 2019H1 食品饮料板块表现抢眼位居首位 (%)	1
图 2: 2019H1 食品饮料板块各子板块涨跌幅 (%)	1
图 3: 食品饮料整体 PE30.5 倍, 在整个 A 股中位于中游偏上	1
图 4: 食品饮料估值相对 A 股仍位于历史低位	1
图 5: 2019H1 板块涨幅前十个股	2
图 6: 2019H1 板块跌幅前十个股	2
图 7: 白酒行业产量小幅增长	3
图 8: 白酒行业销量大幅下滑	3
图 9: 规模以上白酒企业收入快速增长	3
图 10: 规模以上白酒企业利润总额高速增长	3
图 11: 白酒行业上市市占率快速提升至 38% 左右	4
图 12: 白酒行业上市公司利润总额市占率提升至 80% 左右	4
图 13: 高端酒销量持续增加	4
图 14: 2018 年高端酒销量市场份额	4
图 15: 次高端酒销量持续增加	5
图 16: 2018 年次高端酒销量市场份额	5
图 17: GDP 增速放缓	6
图 18: 社会消费品零售总额增速抬头	6
图 19: 固定资产投资完成额拐点向上	6
图 20: 社会消费品零售总额增速抬头	6
图 21: 房地产开发投资完成额拐点向下, 依然位于高位	6
图 22: 基建投资完成额拐点向上	6
图 23: 高端酒批价坚挺	7
图 24: 调味品行业增速	8
图 25: 2010-2018 年中国餐饮行业收入统计及增长	8
图 26: 2007-2018 年中国城镇化率趋势	8
图 27: 调味品板块的逻辑	9
图 28: 中式复合调料规模及增速 (亿元)	9
图 29: 火锅底料行业 2015 年前五大公司市场份额为 30.90%	9
图 30: 我国人均可支配收入持续提升 (单位: 美元)	10
图 31: 各国人均乳制品消费量对比 (单位: kg/年)	10
图 32: 乳制品行业销售均价同比增速 (单位: %)	10
图 33: 特仑苏的销售额	10
图 34: 伊利、蒙牛收入增速高于行业平均 (单位: %)	11
图 35: 部分区域性乳企收入增速放缓明显	11
图 36: 原奶价格	11
图 37: 伊利费用率	11
图 38: 速冻火锅料行业规模	12
图 39: 速冻面米制品行业规模	12

图 40: 居民外出就餐比例持续提升	12
图 41: 速冻食品人均消费品仍有提升空间	12
图 42: 速冻火锅料竞争格局	13
图 43: 速冻面米制品竞争格局	13

表 目 录

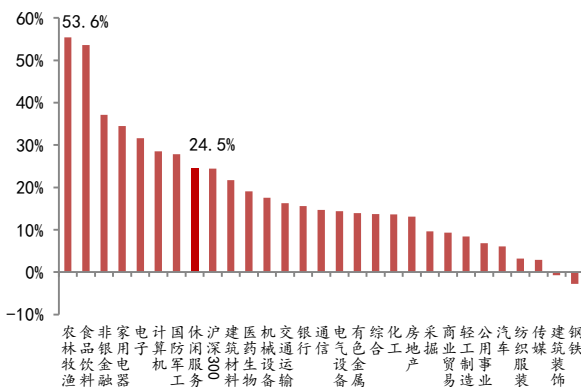
表 1: 不同档次白酒代表品牌和单品	5
表 2: 不同层级白酒渠道的特征和区别	5
表 3: 重点关注公司盈利预测与评级	16

1 2019 年 H1 食品饮料板块行情回顾

2019 年上半年食品饮料板块整体表现抢眼，大幅跑赢市场，截至 8 月 2 日，在 A 股所有行业中涨幅居第二（仅次于农林牧渔），涨幅 53.6%，而同期沪深 300 涨幅仅为 24.5%，超额收益明显。子板块内，其他酒类、白酒、调味品涨幅居前，分别达到 78%、72.4%、38.3%；其他板块均有不错亮眼表现。在业绩和估值双升背景下，食品饮料板块再次掀起上涨浪潮。

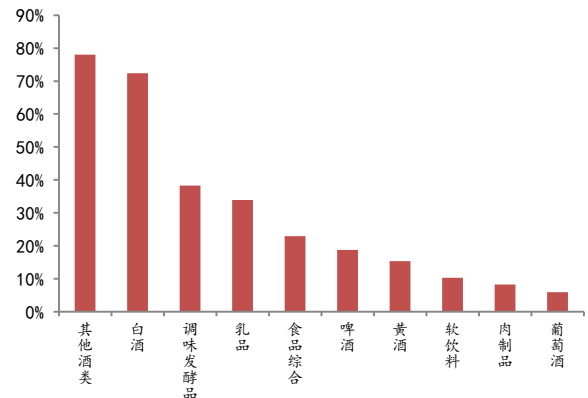
从估值来看，白酒带动食品饮料板块估值整体提升，整体估值达 30.5 倍，较 2019 年初的 22 倍提升明显，在目前 A 股中仍处于中游偏上水平，高于整体 A 股估值；从食品饮料历史估值来看，行业估值差不多接近历史最高水平。

图 1：2019H1 食品饮料板块表现抢眼位居首位（%）



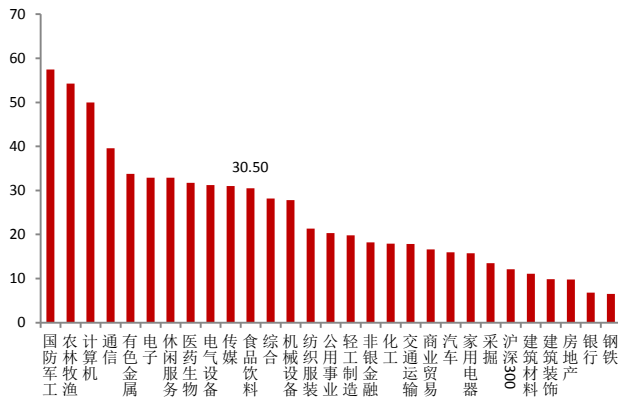
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：2019H1 食品饮料板块各子板块涨跌幅（%）



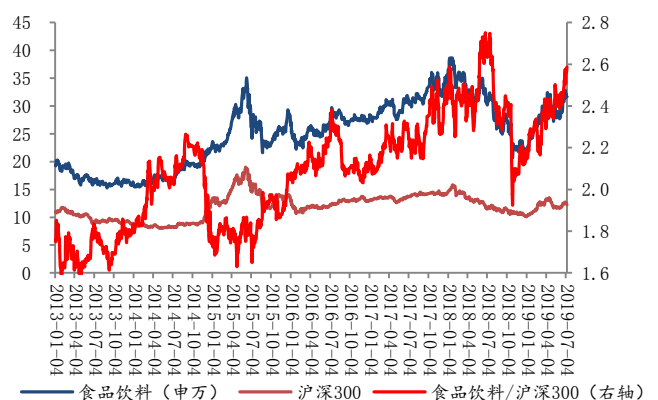
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：食品饮料整体 PE30.5 倍，在整个 A 股中位于中游偏上



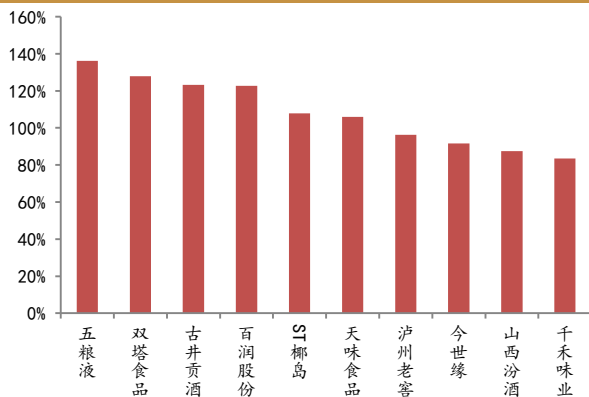
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：食品饮料估值相对 A 股仍位于历史低位

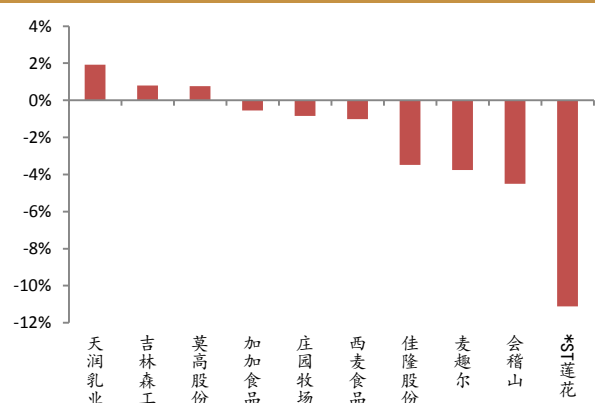


数据来源：Wind，西南证券整理

从个股涨跌幅来看，涨幅前十名的分别是五粮液、双塔食品、古井贡酒、百润股份、ST 椰岛、天味食品、泸州老窖、今世缘、山西汾酒、千禾味业，跌幅前十名的分别是 ST 莲花、会稽山、麦趣尔、佳隆股份、西麦食品、庄园牧场、加加食品、莫高股份、吉林森工、天润乳业。涨幅榜中除困境反转股外，涨幅居前的是白酒，行业景气回暖，业绩与估值的双击是股价大幅上涨的核心原因，跌幅居前的大多数是一些主业发展疲软的个股。

图 5：2019H1 板块涨幅前十个股


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2019H1 板块跌幅前十个股


数据来源：Wind，西南证券整理

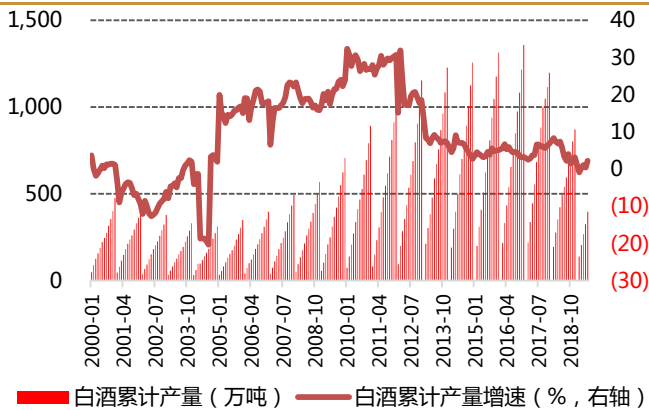
2 白酒：竞争格局为先，优选高端龙头

白酒兼顾消费和投资，并伴随有周期属性，行业处于量增速不大（销量统计口径变化），集中度快速提升阶段。2019 年上半年规模以上企业白酒产量 398 万吨，同比+2.2%，处于较低的产量增速；销量呈现出下滑态势，2018 年规模以上白酒企业销量 871 万吨，同比-26%。同时，行业增速和利润呈现出高速增长，2018 年规模以上白酒企业收入 5364 亿元，同比+13%，利润总额 1250 亿元，同比+30%；其中代表龙头企业的上市公司收入 2059 亿元，同比+26%，利润总额 980 亿元，同比+33%。销量快速增长红利阶段结束，行业处于挤压式增长阶段，龙头名酒企业市占率处于快速提升阶段。

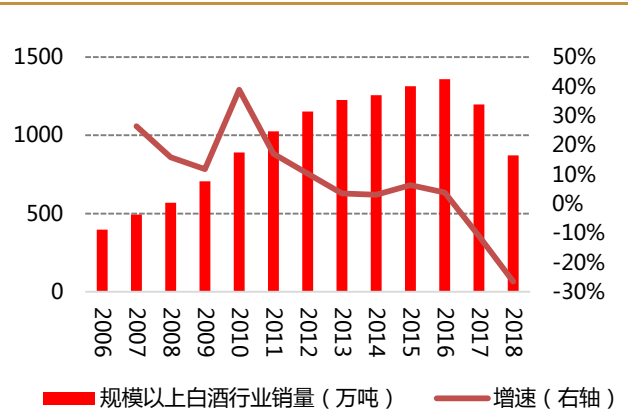
2.1 行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局

目前，白酒板块从行业层面来看，产量基本是小个位数增长，回归至比较正常的状态；2017-2018 年白酒销量不太乐观（部分由于统计口径出现差异）。2019 年上半年规模以上企业白酒产量 398 万吨，同比+2.2%，处于较低的产量增速；销量呈现出下滑态势，2018 年规模以上白酒企业销量 871 万吨，同比-26%。

人均消费量来看，中国 20-55 岁主力饮用白酒人群，人均消费量达到 48.7 斤/年，基本已处于相对比较饱和的状态。在人口基础没有大幅增加的情况下，白酒行业销量相对来说比较饱和，难以再出现高速增长，行业内的企业竞争将成为主导行业的主要因素。

图 7：白酒行业产量小幅增长


数据来源：Wind，西南证券整理

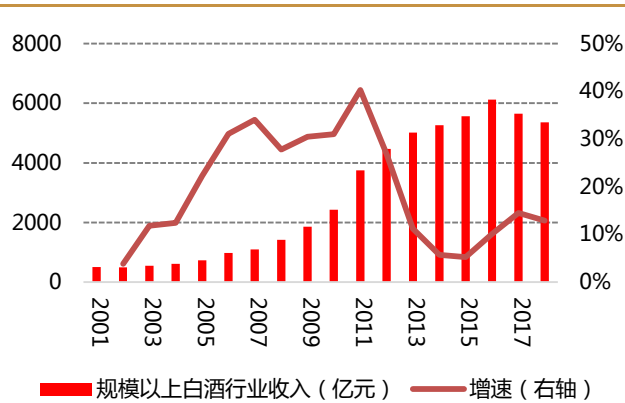
图 8：白酒行业销量大幅下滑


数据来源：Wind，西南证券整理

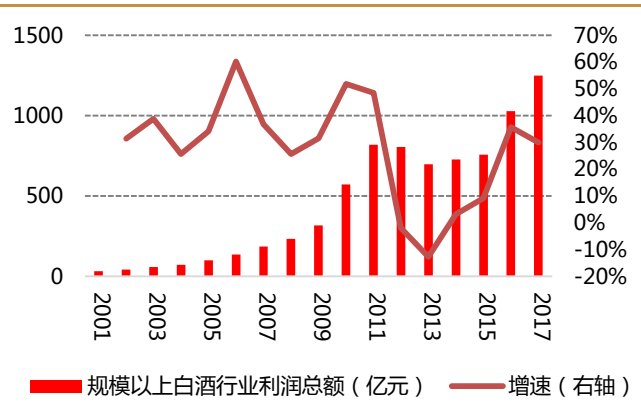
最近 20 年，白酒行业分水岭在 2012 年，2000 年初——2011 年属于白酒行业的黄金十年，量价齐升，行业收入和利润持续高速增长。2018 年规模以上白酒企业收入 5364 亿元，同比+13%，利润总额 1250 亿元，同比+30%；

2012-2015 年受三公消费和反腐的影响，属于调整的三年，行业利润甚至出现下滑。

2016 年开始复苏，行业收入和利润再次迎来高增长，但是此次行业从复苏到繁荣，并非整个行业，而是以龙头、名酒为代表的复苏-繁荣，行业进入挤压式增长阶段，龙头和名酒更加受益；同时部分价格带的表现和竞争格局发生了变化。

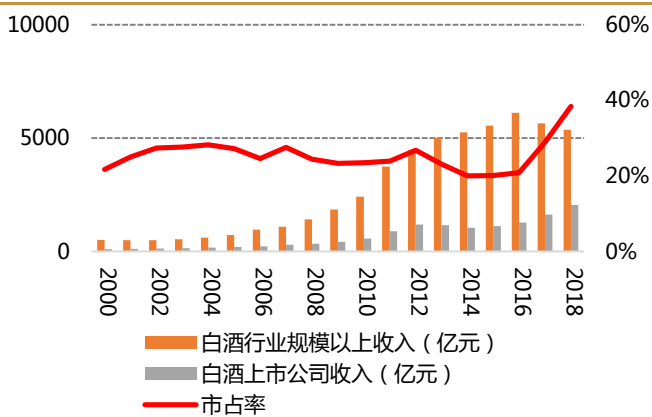
图 9：规模以上白酒企业收入快速增长


数据来源：Wind，西南证券整理

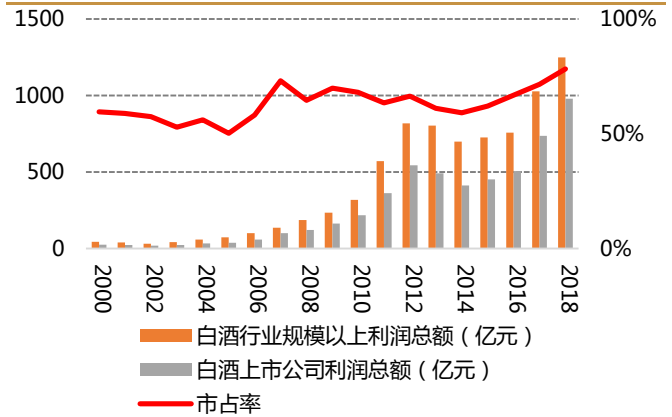
图 10：规模以上白酒企业利润总额高速增长


数据来源：Wind，西南证券整理

上市公司收入和利润市占率，分别从 2012 年的 20%、60% 提升至 2018 年的 38%、80%，名酒和行业龙头市占率快速提升。

图 11: 白酒行业上市市占率快速提升至 38%左右


数据来源: Wind, 西南证券整理

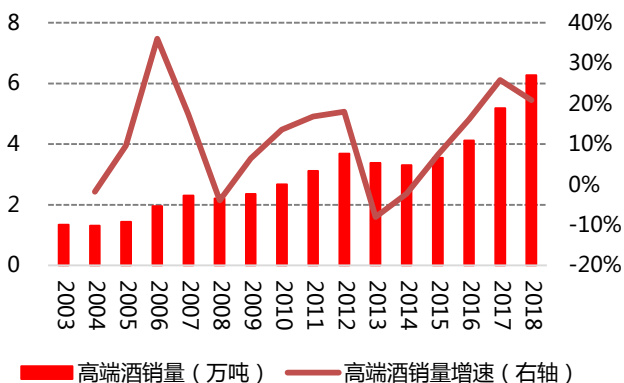
图 12: 白酒行业上市公司利润总额市占率提升至 80%左右


数据来源: Wind, 西南证券整理

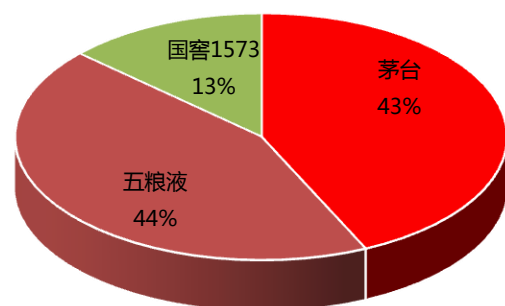
2.2 板块内分化严重，中端和次高端以上扩容

受益于收入水平提升和消费升级，板块内分化严重，中端和次高端以上市场容量持续扩容，低端酒量不断萎缩，各价位段各自形成龙头和品牌。

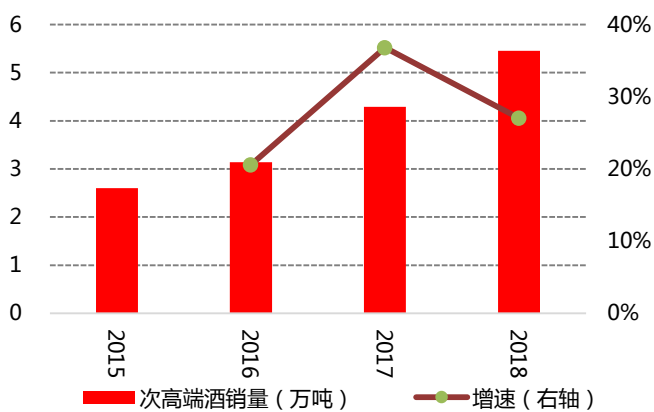
高端酒受经济周期影响较小，销量基本呈现持续快速增长阶段，2018 年茅台销量占高端酒将近一半份额；次高端受益于消费升级明显，持续扩容，中高端白酒依然是行业发展的方向，剑南春占比将近 30% 的销售份额；由于次高端更多是商务需求，受经济影响较大，在经济下行阶段行业竞争压力较大，2018 年二季度以来，次高端增速放缓，竞争压力加大。同时，对于低端白酒，消费者认知的提升和龙头企业的持续扩容导致中小企业逐步退出市场，亦呈现出品牌的趋势，市场份额向牛栏山、玻汾、洋河海和天系列、头曲和二曲等逐步集中。

图 13: 高端酒销量持续增加


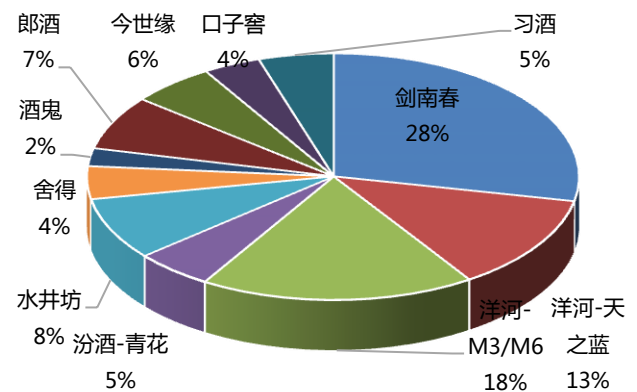
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2018 年高端酒销量市场份额


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 次高端酒销量持续增加


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 2018 年次高端酒销量市场份额


数据来源: Wind, 西南证券整理

表 1: 不同档次白酒代表品牌和单品

档次	价格带 (元)	代表品牌及单品
高端	800+	茅台飞天系列、五粮液系列、国窖 1573
次高端	300-600	剑南春水晶剑、郎酒红花郎、洋河梦系列、水井坊、舍得、青花系列、酒鬼酒、今世缘国缘等
中端	100-300	洋河海天系列、老窖特曲、五粮春、古井、口子窖等
低端	100 以下	牛二、玻汾、老村长等大部分地产酒

数据来源: 西南证券整理

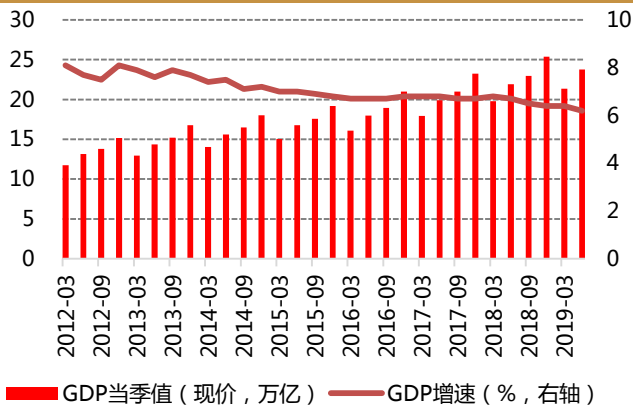
表 2: 不同层级白酒渠道的特征和区别

层级	特征	渠道模式
高端	品牌为主, 渠道为辅	直营+经销商, 团购占比较大, 经销商基本也以专卖店为主, 厂家和经销商同时供货大型 KA, 厂家有直接合作电商。侧重于宣传文化和品鉴为主, 茅台直营比例会逐步增加。
次高端	品牌和渠道双驱动	经销商为主, 主要以烟酒店销售为主。次高端既要有好的品牌, 又需要强渠道运营能力, 品牌较多, 竞争较高端较为激烈。渠道的通路和重复购买率至关重要。
中低端	渠道驱动为主, 弱品牌化趋势明显	经销商为主, 主要以烟酒店和 KA 零售为主。消费者转换成本低, 对品牌没有忠诚度。但中低端产品, 弱品牌化趋势越发明显。

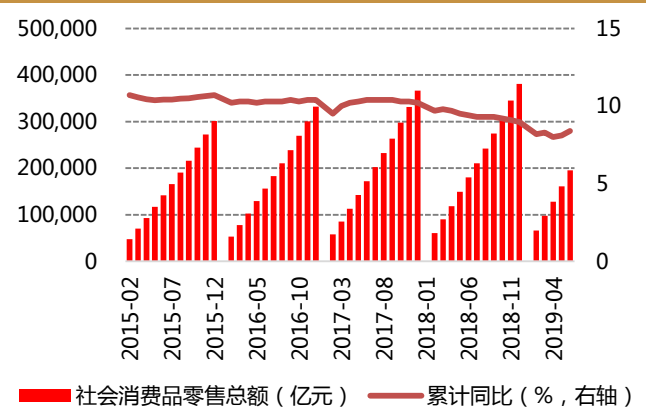
数据来源: 西南证券整理

2.3 经济增速有压力, 高端酒批价依然坚挺

白酒与经济周期直接相关, 尤其是次高端以上白酒。目前, 中国经济增速逐步放缓, 下半年中国贸易战、结构调整和转型升级等, 经济依然有较大压力。2019 年上半年 GDP 增速 6.2%, 进一步放缓, 其中消费出现抬头, 投资和进出口依然不乐观; 社会消费品零售总额整体增速 8.4%, 增速较前 5 个月有所提升; 进出口总额 2.2 万亿, 同比-2%, 出现断崖式下滑。

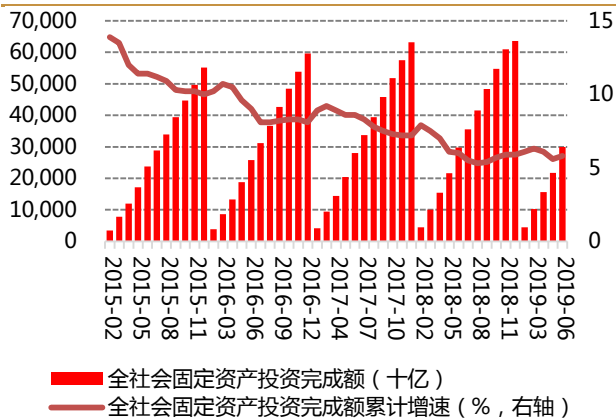
图 17: GDP 增速放缓


数据来源: Wind, 西南证券整理

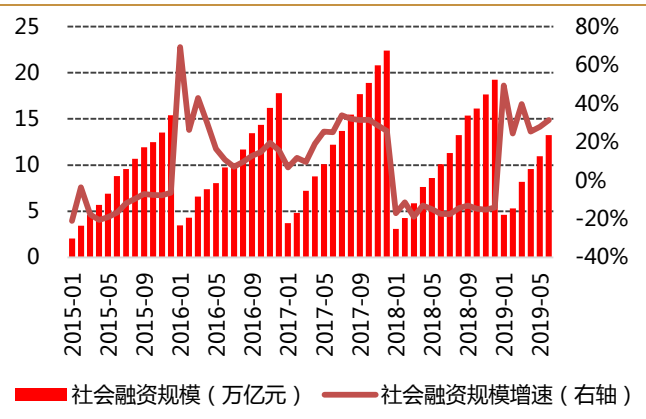
图 18: 社会消费品零售总额增速抬头


数据来源: Wind, 西南证券整理

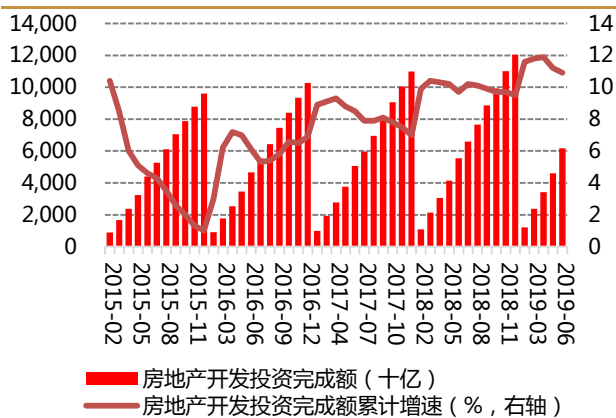
2019 年上半年固定资产投资 3 万亿元，同比+5.8%；其中房地产开发投资完成额 6161 亿元，同比+10.9%，拐点向下，但依然位于高位；基建投资完成额 7925 亿元，同比+3.0%，拐点向上。社会融资规模增速 31%，资金层面向上拐点，但并未出现大规模放水。

图 19: 固定资产投资完成额拐点向上


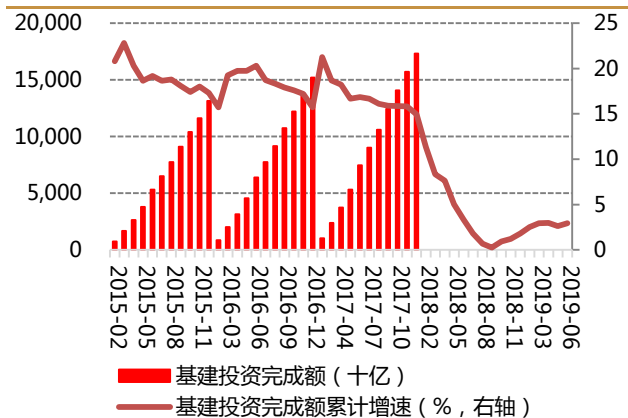
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 20: 社会消费品零售总额增速抬头


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 21: 房地产开发投资完成额拐点向下，依然位于高位


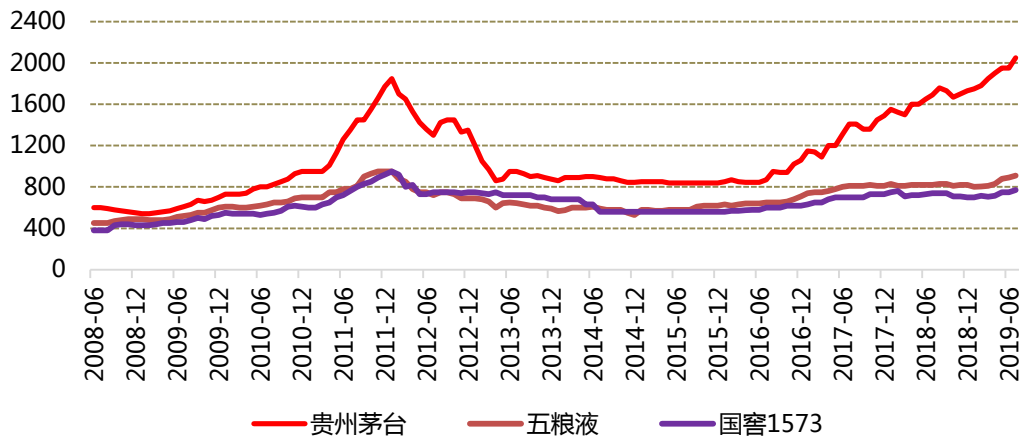
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 22: 基建投资完成额拐点向上


数据来源: Wind, 西南证券整理

高端酒批价坚挺，维持在高位，关注下半年旺季备货和动销情况。目前，茅台批价 2200 元左右，五粮液 930 元左右，且较为坚挺。三季度茅台发货量预计在 1-1.2 万吨左右，同时集团营销子公司逐步开始运营，团购和电商等比例增加对于茅台的批价有所压力，关注三季度放量之后，茅台批价回落情况；同时中秋国庆旺季备货和动销是关键。

图 23：高端酒批价坚挺



数据来源：西南证券整理

总结：白酒行业进入挤压式增长阶段，中高端受益于收入提升和消费升级，市场容量持续扩容；同时，经济下行期间，高端酒受经济影响较小，次高端竞争加剧，2019 年下半年优选高端龙头**茅台和五粮液**。

3 大众品：业绩稳健，兼顾价值与成长

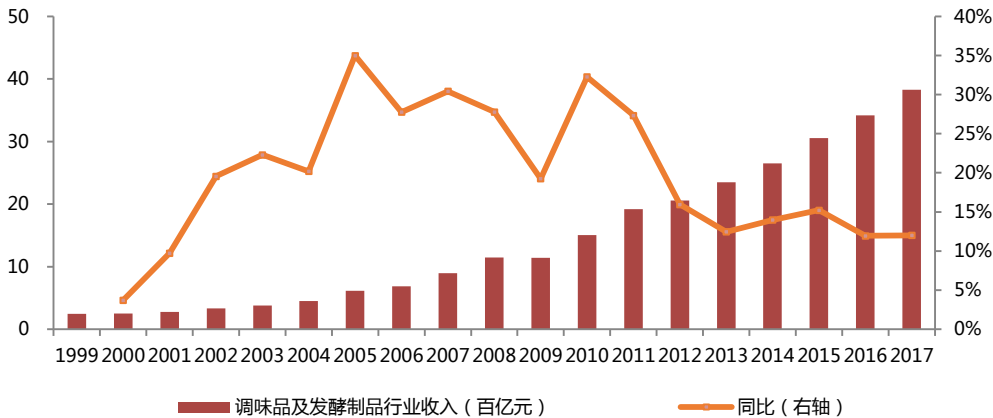
上半年中国经济增长承压，通胀风起，必需消费品取得较高的相对收益。下半年猪价等因素或将导致 CPI 持续在较高水平，继续布局转嫁原材料成本能力强的下游必需消费品行业有望取得较好的超额收益。

从行业层面看，随着渗透率不断提升，消费量的持续增长动力已经逐渐走弱，消费升级和行业集中度的提升是行业发展的主要动力。研究将从侧重行业增长空间转向侧重行业竞争格局。在大部分子行业中竞争格局基本已定，龙头企业凭借长期积累的品牌、渠道、产品优势不断抢占竞品市场份额，获得超越行业平均增速的增长水平，护城河不断累积加深。与此同时，个别细分新品类，行业竞争格局仍未清晰，品牌竞争、渠道扩张以及产品创新仍有望让一家企业异军突起。因此，在选择标的上遵循两条思路：1) 守正：坚守价值，配置白马龙头；2) 出奇：兼顾成长，侧重寻找有爆款产品、渠道革新的成长黑马。

3.1 调味品板块：景气度高，成长逻辑清晰

据中国调味品协会著名百强企业统计，调味品行业 2018 年生产总量为 1322.5 万吨，同比增长率为 7.5%；销售收入为 938.8 亿元，同比增长率为 10.8%。调味品行业是食品饮料子板块中为数不多仍保持双位数增长的行业，呈现较高的景气度。虽然量的增速已经逐步放缓，但收入快于销量增长，产品价格提升明显，说明行业处于高质量增长新阶段。

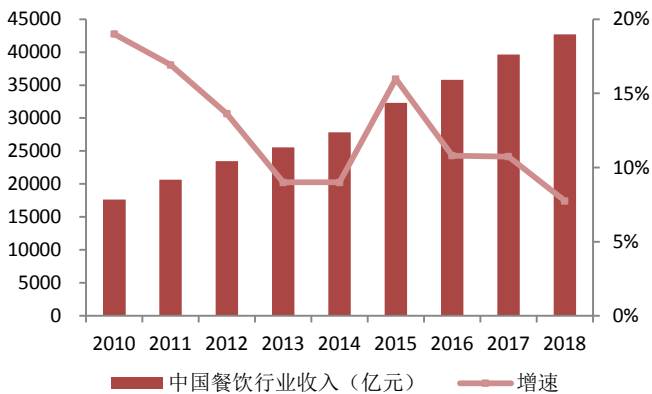
图 24: 调味品行业增速



数据来源: 同花顺数据终端、西南证券整理

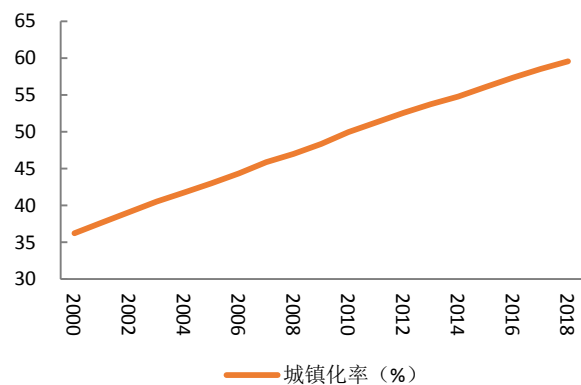
成长逻辑清晰，行业空间大。行业增长逻辑清晰：量端--城镇化进程带动人均收入水平提升以及消费习惯改变，外出就餐频率增长是一个主要的特征。餐饮收入增速连续十几年保持在 10% 以上，受益于餐饮渠道的强劲表现（调味品消费中餐饮渠道占比 40%），调味品销量亦有较好增长。同时，新型调味料如蚝油、复合调味料（川味调味料、火锅底料）等在全国市场的普及也带动整体销量的增长。价端--消费升级下的产品结构升级以及行业内 2-3 年的提价周期共同推动吨价每年保持 2-3 个百分点的提升。行业表现出量价齐升的良好增长态势，2018 年国内调味品市场规模约 3488 亿，预计未来五年内行业仍将保持接近 10% 的复合增速。

图 25: 2010-2018 年中国餐饮行业收入统计及增长



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 26: 2007-2018 年中国城镇化率趋势

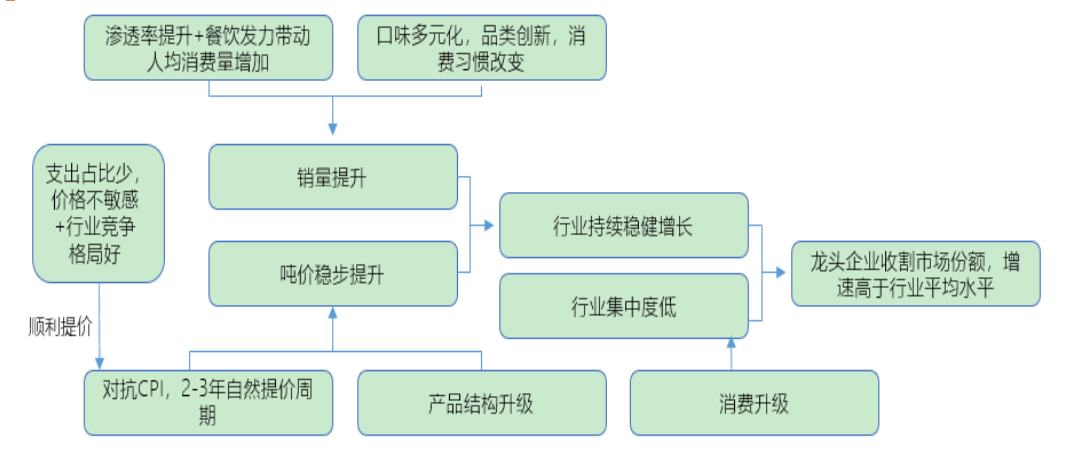


数据来源: Wind, 西南证券整理

竞争格局好，行业集中度提升是长逻辑。调味品行业呈现一超多强的竞争格局，海天一家独大，掌握定价权，很少打价格战。由于调味品细分品类较多且存在较为明显的地域特征，导致调味品行业的格局较为分散。众观食品饮料其他细分行业，啤酒 CR5 市场份额接近 90%，乳制品 CR2 市占率超过 60%，肉制品市场集中度也在 40% 左右，调味品行业 CR5 占比不到 20%，凸显出巨大的整合空间。从细分品类看，酱油 CR5 低于 35%，醋 CR5 低于 20%。我们参考日本成熟市场，酱油单一品类龟甲万在国内的市占率达到 35%，而国内海天不足 20%，因此在消费升级趋势下，未来行业竞争将是大型企业抢占小企业市场份额的过程，龙头企业不断扩大市场份额。未来十年内，国内调味品龙头企业将利用资金和品牌优势加快产能

扩张，通过全国渠道布局和收购兼并加速行业整合，市场将进一步向龙头企业集中。

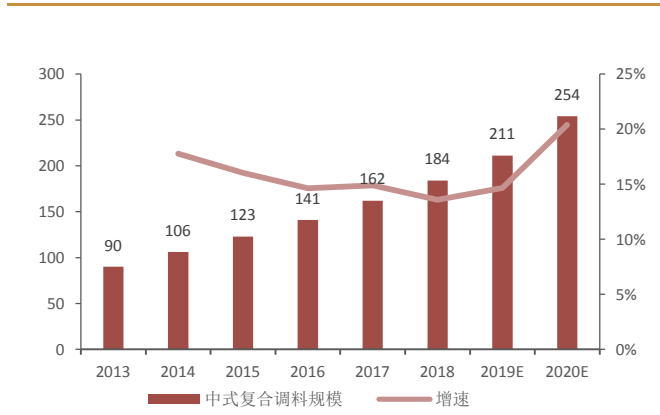
图 27：调味品板块的逻辑



数据来源：西南证券整理

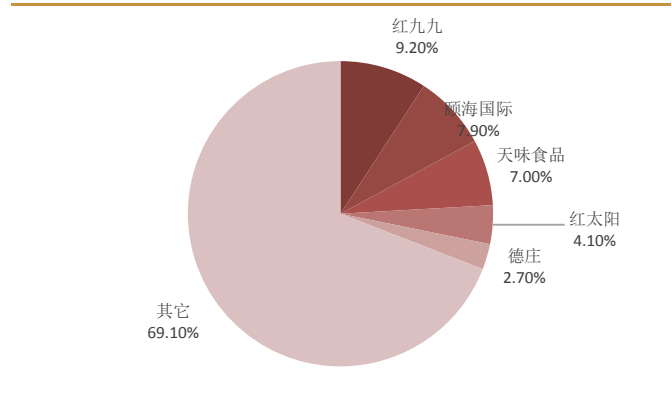
新品类存在新机会。传统的酱油、醋、味精等单一调味品已经被巨头把持，渗透率已经到一个较为成熟的阶段，行业想要有爆发性的增长或者企业想要实现弯道超车比较难，但仍有细分的新品类存在爆发增长的机会，如复合调味料。复合调味料在低成本的基础上实现烹饪的高效率，极大迎合了现代饮食和烹饪习惯，与传统调味品相比，具备多种优势，属于调味品行业中的优质赛道。但由于发展起步较晚，行业份额较为分散，大小规模公司兼有，以火锅调料行业为例，2015年，火锅底料行业中前五大公司分别为红九九、颐海国际、天味食品、德庄，其市占率分别为9.2%、7.9%、7.0%、4.1%和2.7%，CR5仅为30.9%，龙头企业红九九销售规模也仅为11.6亿。相比较其他品类，火锅底料行业规模尚小，仍处于发展前期，未来具有较大的成长空间。

图 28：中式复合调料规模及增速（亿元）



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 29：火锅底料行业 2015 年前五大公司市场份额为 30.90%



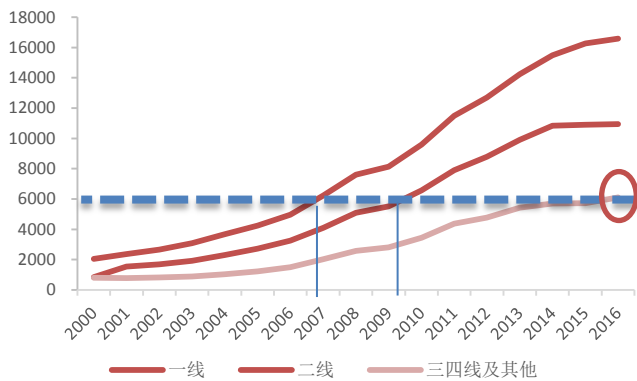
数据来源：中国产业信息网, 西南证券整理

投资思路：守正出奇，兼顾价值与成长。1) 配置行业龙头企业，看好拥有强品牌力和强渠道力的海天味业、中炬高新；建议关注涪陵榨菜和恒顺醋业的投资机会；2) 配置快速成长的细分品类，建议关注复合调味料行业的龙头天味食品。

3.2 乳制品板块：消费升级有空间，竞争趋缓提升盈利

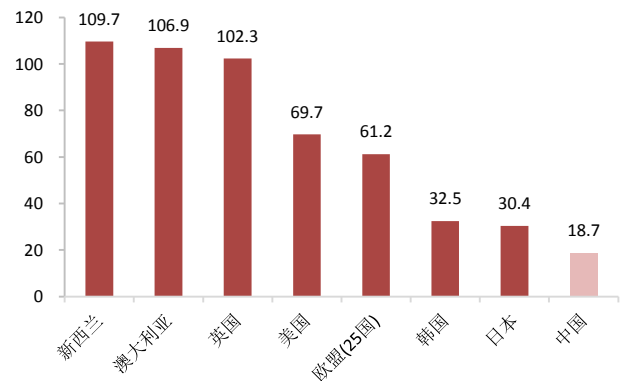
三四线地区消费升级明显，促进乳制品量价齐升。随着我国经济快速发展以及三四线地区消费水平逐步提升，消费升级持续。目前我国人均乳制品消费量为 19kg/年，与国外相比仍有较大差距。分区域来看，我国一二线城市人均乳制品消费量为 40kg/年左右，而三四线及以下地区约为 15kg/年左右，目前保持双位数增长，未来仍有较大提升空间。

图 30：我国人均可支配收入持续提升（单位：美元）



数据来源：Wind, 《中国统计年鉴》，西南证券整理

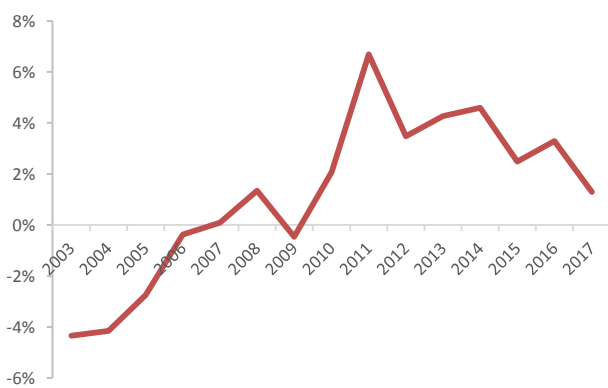
图 31：各国人均乳制品消费量对比（单位：kg/年）



数据来源：Euromonitor, 西南证券整理

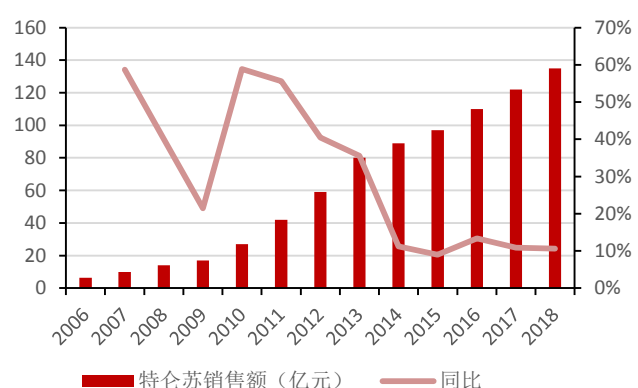
乳制品产品结构升级显著，酸奶、高端白奶等维持高景气。根据尼尔森，我国 2014 年-2017 年常温酸奶同比增速分别为 120%、91%、43%、28%，维持高速增长；高端白奶增长也高于行业平均增速。以高端白奶为例，经典和特仑苏为代表的高端产品的快速发展推动行业产品结构优化，吨价也持续提升。

图 32：乳制品行业销售均价同比增速（单位：%）



数据来源：Wind, 《中国统计年鉴》，西南证券整理

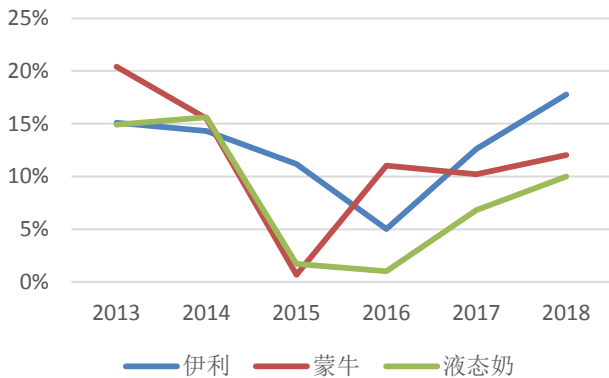
图 33：特仑苏的销售额



数据来源：Euromonitor, 西南证券整理

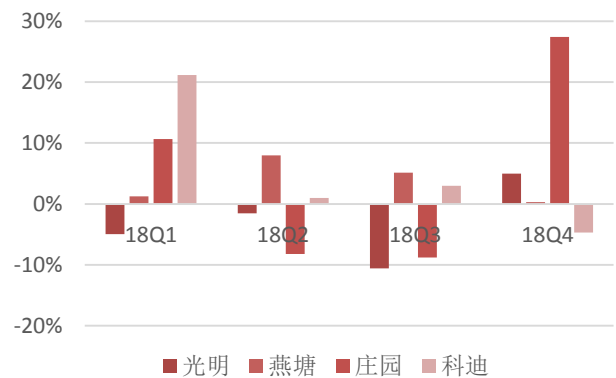
双寡头格局已成，行业集中度不断提升。2016 年以来，伊利、蒙牛收入快速增长，并且显著高于行业平均增速，市场份额稳步提升。尤其进入 2018 年，在市场投入持续加大的驱动下，伊利、蒙牛收入加速增长，部分区域性乳企收入增长放缓甚至出现负增长。据目前在常温奶品类中，伊利市占率 38.5%，蒙牛市占率 28.3%，合计达 66.8%，双寡头格局愈发稳定。未来在消费升级的带动下，消费者品牌意识逐渐提升，龙头企业市场份额有望持续提高。

图 34：伊利、蒙牛收入增速高于行业平均（单位：%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 35：部分区域性乳企收入增速放缓明显

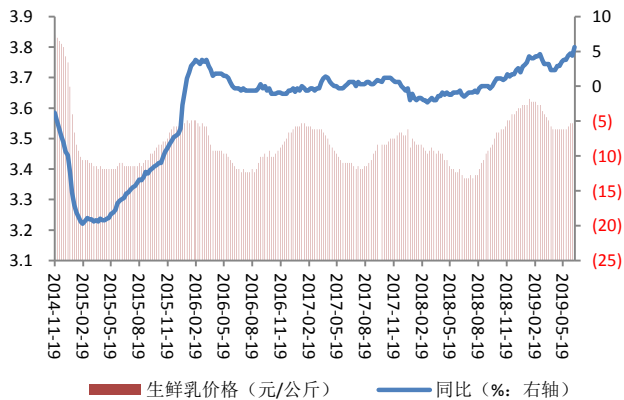


数据来源：公司公告，西南证券整理

原奶价格温和上涨，成本上行，终端促销力度或将下降。2018 年奶价相对在低位，乳企成本压力较小，因此在终端促销力度较大，导致在 2018 年乳企的销售费用率达到了历史比较高的水平。由于前期上游赚钱效应较差，奶牛存栏量出现下降，供给端收缩，原奶价格温和上涨，导致乳企成本端压力加大。乳企买赠减弱，竞争大概率趋缓，毛销差或将改善，利好业绩释放。

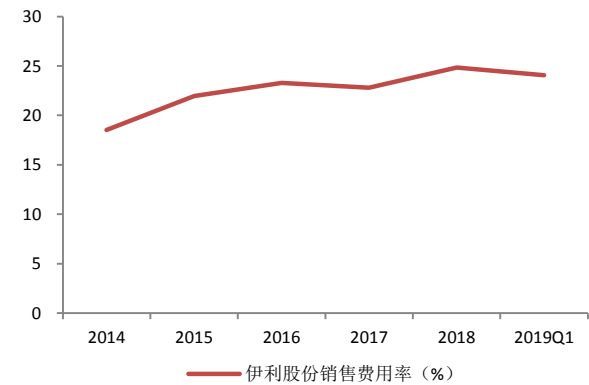
投资思路：乳制品行业格局稳定，强者恒强，继续推荐龙头企业伊利股份。

图 36：原奶价格



数据来源：Wind，西南证券整理

图 37：伊利费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

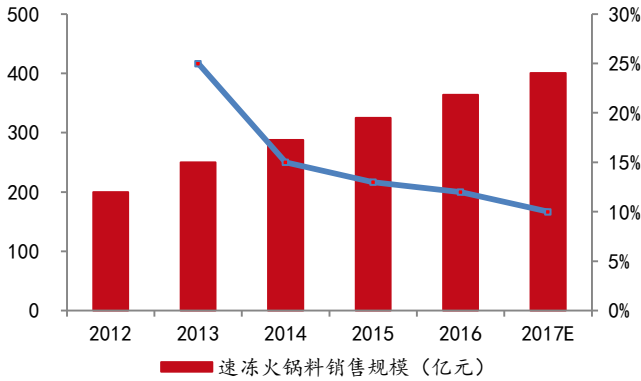
3.3 速冻食品板块：掘金千亿级

随着冷链物流系统的发展以及居民消费习惯的改变，速冻食品在居民日常消费中出现的频率越来越高，目前已发展成千亿市场规模。速冻食品主要分为速冻火锅料和速度面食制品两块：

速冻火锅料：受益于城镇化推进，火锅、串串等餐饮形式大火，同时外卖行业兴起也催生了对麻辣烫冒菜等便捷餐食的需求爆发，火锅料近些年得到快速发展，目前市场容量 400 亿元，增速 10% 左右，目前仍处于快速发展阶段，属于成长期。

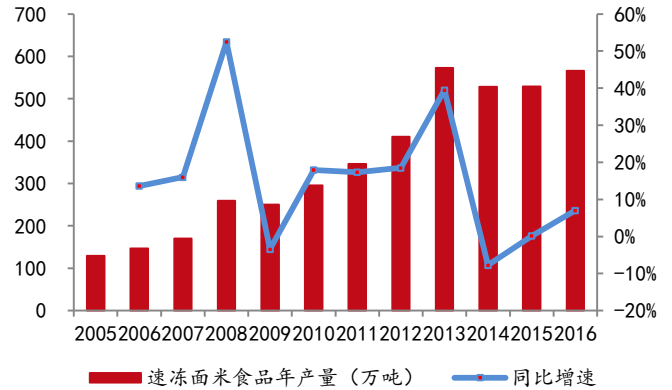
速冻面食制品：速冻米面市场容量 600 亿元，增速 5% 左右，以汤圆水饺为代表的部分品类已经发展至成熟阶段，但部分创新子品类高速增长。

图 38：速冻火锅料行业规模



数据来源：Wind, 《中国统计年鉴》，西南证券整理

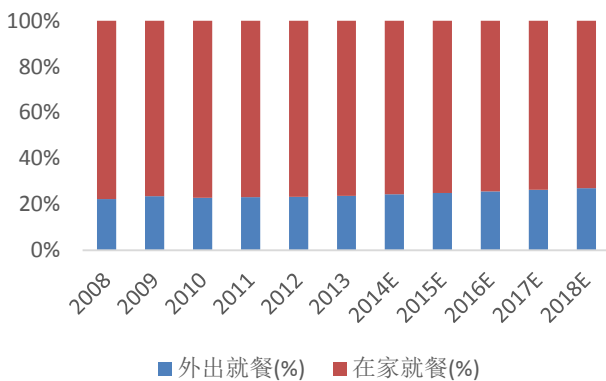
图 39：速冻面食制品行业规模



数据来源：Euromonitor, 西南证券整理

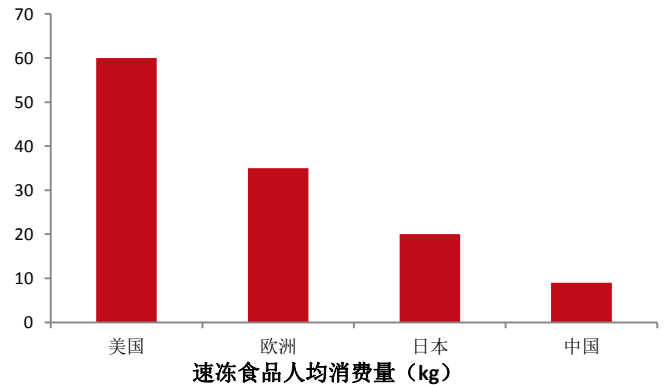
消费习惯的改变以及餐饮供应链的渗透将是未来行业增长核心驱动力。 1) 人口比例、生活消费习惯改变将通过餐饮和直接推动速冻食品增长。快节奏生活，更加倾向于快速类食品消费、外出就餐比例增加。相比较而言，目前中国速冻食品人均消费量不足 10kg，为日本 1/2，美国 1/6，未来可提升空间巨大。2) 餐饮业烹调方式的改变。厨师人力成本高企问题+连锁餐饮标准化工艺的要求下，中央厨房模式开始盛行，标准化的速冻预调半成品开始被广泛使用。国际市场 60% 以上的冷冻冷藏食品面向餐饮业，而我国尚不到 5%。

图 40：居民外出就餐比例持续提升



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 41：速冻食品人均消费量仍有提升空间



数据来源：Wind, 西南证券整理

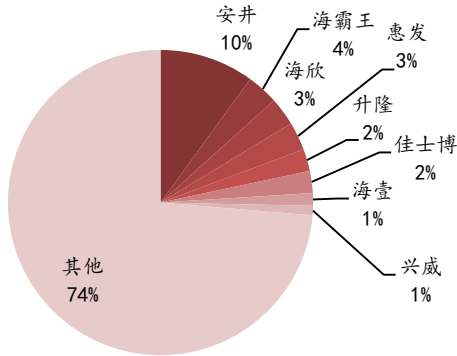
竞争格局：逐步清晰，龙头机会凸显。

速冻火锅料行业竞争格局： 1) 大行业小公司。速冻火锅料行业由于进入门槛低，因此行业内竞争者众多，行业格局分散，行业龙头市占率仅为 10%，CR5 不足 25%，是典型的大行业小公司； 2) 行业进入深度洗牌阶段。行业经过扩容性增长后增速逐步放缓，继而进入了行业集中度提升的阶段，近些年，环保督查等因素也加速行业洗牌。目前行业格局逐步清晰，安井作为行业龙头企业，在品牌、规模、渠道上优势愈发明显，随着产能逐步释放，正拉大与第二梯队的差距。同时行业出现了明显的经营分化，二三线企业如海欣、惠发等增速放缓，受挤压明显，而更多小企业正在加速退出。

速冻面米行业竞争格局：1) 行业已经发展到较为成熟阶段，行业洗牌已经完成，三全、思念、湾仔码头三家独大，综合市占率达到了 50% 以上；2) 分品类来看，汤圆水饺传统产品相对饱和，竞争激烈；发面类产品增速快于行业平均水平，但整体规模占比较小，安井走差异化路线，目前是发面类面米制品行业龙头，但整体市占率较低。

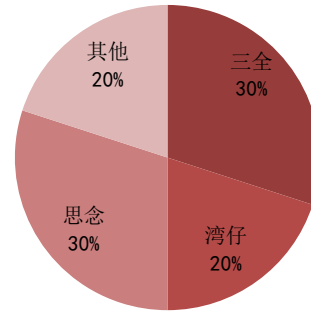
投资策略：推荐处于产能释放周期和行业集中度提升阶段的速冻食品龙头企业安井食品。

图 42：速冻火锅料竞争格局



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 43：速冻面米制品竞争格局



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

4 下半年投资策略及重点推荐个股

我们依旧看好食品饮料板块在下半年取得较好的相对收益，投资策略：

- 白酒：随着经济增速放缓且行业内部竞争加剧，不确定性加大，因此优选竞争格局好、成长性确定的高端酒龙头，推荐贵州茅台、五粮液。
- 大众品在投资上遵循两条思路：1) 守正：坚守价值，配置白马龙头，推荐海天味业、伊利股份；2) 出奇：兼顾成长，侧重寻找有爆款产品、渠道革新的成长黑马，推荐安井食品、香飘飘。

贵州茅台（600519）：批价坚挺，冲刺千亿目标

目前茅台批价维持在高位，终端需求旺盛。春节以来，茅台酒批价一路上行，目前已经 2100 元-2200 元左右，即使 6 月份市场投放量大幅增加，批价也只有短期小幅回调。三季度继续放量趋势明显：1) 继续增加直营店数量，机场、高铁站会成为重点；2) 集团营销子公司逐步运行；3) 中秋、国庆旺季前市场投放量增加。预计三季度市场投放量达到 9000 吨左右，批价有望小幅回调。公司全年茅台酒市场投放量 3.4 万吨左右，年内供需结构依然偏紧，四季度批价大概率继续上行。

从长期角度看，茅台作为高端白酒的稀缺性依旧存在，供需紧张将是常态，出厂价和批价之间巨大的价差保障公司有持续提价的能力与空间，在产量略微紧张的情况下，公司有望继续保持双位数以上增长，千亿目标终将实现。

预计 2019-2021 年收入分别为 885 亿元、1022 元、1209 亿元，归母净利润分别为 419 亿元、486 亿元、579 亿元，EPS 分别为 33.33 元、38.72 元、46.11 元，对应动态 PE 分别为 29 倍、25 倍、21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济大幅下滑风险；高端酒批价或有所下跌。

五粮液（000858）：品牌与渠道发力，改革释放潜力

目前第八代普五上市，批价已经上行至 940-950 元。今年五粮液加大对产品线的清理、聚焦核心单品、营销端进行改革、强化品牌营销，效果显著。上半年在稳步提价同时实现量价齐升，全年大概率能超预期完成 25% 的收入增长目标。目前从渠道上看，普五实现顺价销售，渠道利润改善，经销商积极性高。同时，公司数字化体系逐步推进，新一代五粮液导入控盘分利模式，渠道趋于扁平化，费用投放更加精准，库存管控更加合理，数字化体系带来精细化管理，内部管理有望大幅提升。

我们看好公司二次创业的决心，预计 2019-2021 年收入分别为 502 亿元、590 亿元、676 亿元；归母净利润分别为 170 亿元、202 亿元、232 亿元，EPS 分别为 4.39 元、5.20 元、5.97 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、23 倍、20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑风险；高端酒价格下跌风险；新一代五粮液价格上涨或不及预期。

海天味业（603288）：龙头优势明显，看长期价值

产品+品牌+渠道构筑强壁垒。公司在产品力、品牌知名度美誉度、渠道广度和深度均属于行业领先水平，构筑超强壁垒，龙头优势明显，竞争者无法撼动。

渠道深耕+品类协同，调味品平台优势已经建立。公司未来增长主要来自两块：1) 现有产品在结构升级+渠道深耕下仍有增长空间；2) 新品类不断培育，通过海天品牌背书+引入现有销售网络，能实现快速放量，未来海天将在更多的调味品品类上做到最大，不断打开成长的天花板。

精细化管理突出，高 ROE 长期可持续。公司常年维持 30%+ 的高 ROE，盈利稳定且有质量，随着海天外资持股增加，公司估值体系逐步与海外靠拢，稳健增长、现金流充沛、高 ROE 成为衡量优质企业指标，海天享受估值溢价。

预计 2019-2021 年收入分别为 198 亿元、229 亿元、265 亿元；归母净利润分别为 52.6 亿元、63 亿元、74 亿元，EPS 分别为 1.95 元、2.33 元、2.74 元，对应动态 PE 分别为 50 倍、42 倍、36 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；行业需求疲软；食品安全风险。

伊利股份（600887）：行业有增长空间，竞争趋缓利润有望释放

液态奶行业空间依旧可观，我国液体奶年人均消费量为 19kg 左右，与国外相比仍有较大差距，未来在消费升级的带动下，乳制品行业有望实现量价齐升、稳定增长。

目前在常温奶品类中，伊利市占率 38.5%，蒙牛市占率 28.3%，合计达 66.8%，双寡头

格局愈发稳定。未来在消费升级的带动下，消费者品牌意识逐渐提升，龙头企业市场份额有望持续提高。

原奶价格温和上涨，成本上行，终端促销力度或将下降，利好利润释放。

预计 2019-2021 年公司收入和归母净利润复合增速分别为 13%和 12%，EPS 分别为 1.15 元、1.31 元、1.49 元，对应 PE 分别为 27X、24X、21X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全、原奶价格超预期上涨、行业竞争恶化等风险。

安井食品（603345）：成长逻辑清晰，成本压力影响利润释放节奏不改公司核心价值

核心逻辑清晰，看好长期发展。1) 安井作为速冻火锅料和发面类面米制品双龙头，规模效应下的成本优势、覆盖全国的营销网络和强执行力的营销团队构成了公司核心竞争力。在速冻火锅料行业竞争格局改善和公司产能加速释放的背景下，公司主业将保持 20%的稳定增长，确定性强，类蓝筹属性明显；2) 中长期看，公司速冻食品平台优势已建立，未来依托现有庞大渠道中培育新品类，开发餐饮市场，不断打破现有业务的成长天花板。在行业增速放缓的环境下更有利于管理层优秀、最具效率的龙头企业收割市场份额，目前安井市占率仅为 10%，看好龙头企业市占率提升到 20%以上，规模效应下净利率同步提升。

由于猪肉价格上涨，公司成端本短期承压，导致利润增速或放缓。但短期利润承压不改公司核心价值，预计 2019-2021 年收入分别为 51.3 亿元、61.6 亿元、73.3 亿元，归母净利润分别为 3.3 亿元、4.2 亿元、5.3 亿元，EPS 分别为 1.51 元、1.96 元、2.46 元，对应动态 PE 分别为 32 倍、25 倍、20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；食品安全风险。

香飘飘（603711）：果汁茶大单品放量，趋势向好

果汁茶大单品自去年 7 月份推出，累积销售接近 10 亿(含税)，19 上半年报表口径 5.87 亿，确实大超市场预期。1) 从渠道铺货角度看，公司目前聚焦百城推广果汁茶，截至 6 月底，公司果汁茶已实现铺货门店数 41.79 万家，而尼尔森统计全国可售卖的终端网点数有 332.7 万家，铺货率仅有 12.6%。公司在册网点数铺货占比也仅有 48.9%，市场铺货的空间仍然较大，加大铺货能有效提高果汁茶的销售规模。2) 从对标产品来看，茶派和小茗同学历史上峰值都达到 20-30 亿规模，果汁茶体量仍有翻倍空间。

预计全年果汁茶销售额在 10 亿左右，2019-2021 年收入复合增速为 27.2%，归母净利润复合增速为 30.4%，EPS 分别为 0.94 元、1.24 元、1.65 元，对应 PE 分别为 38X、29X、22X。公司通过一年时间已经验证了果汁茶是一款成功的爆款产品，后续要更加关注果汁茶动销和生命周期的情况，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格或大幅波动，果汁茶动销情况或不及预期。

表 3：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600519	贵州茅台	954.45	买入	28.02	33.33	38.72	34	29	25
000858	五粮液	118.12	买入	3.45	4.39	5.20	34	27	23
603288	海天味业	97.45	买入	1.65	1.95	2.33	59	50	42
600887	伊利股份	31.14	买入	1.05	1.15	1.31	30	27	24
603345	安井食品	48.56	买入	1.25	1.51	1.96	39	32	25
603711	香飘飘	35.63	买入	0.75	0.94	1.24	48	38	29

数据来源：聚源数据，西南证券

5 风险提示

市场系统性风险、行业景气向下风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn