

2019-11-12



顺应景气周期，精选行业龙头

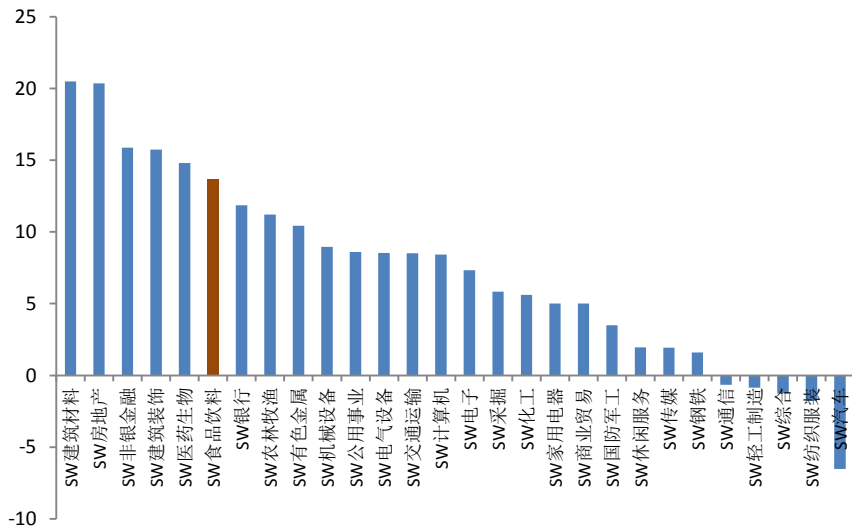
证券分析师：黄付生
电话：010-88695133
执业证号：S1190517030002

证券研究报告：食品饮料2020年策略

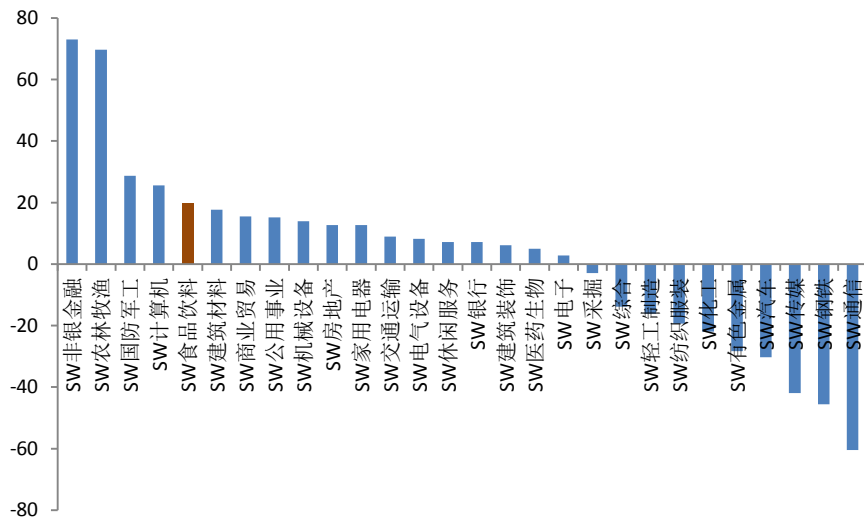
1.1 从2019年三季度报看行业成长

- 食品饮料板块收入利润快速增长，在全行业中排名靠前。2019年前三季度食品饮料板块实现营业收入5240.62亿元，同比增长17.86%；归母净利润944.18亿元，同比增长21.89%。在申万一级行业中排名分别为第6和第5位。

图：食品饮料板块销售收入排名第6（%）



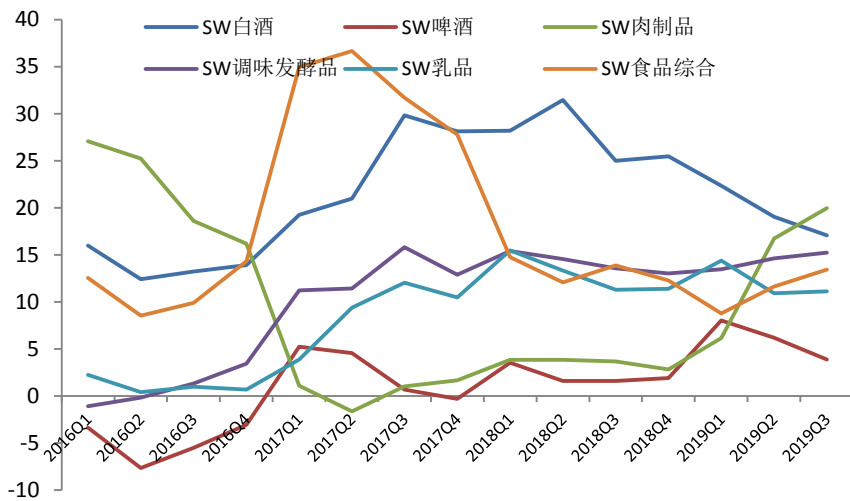
图：食品饮料板块归母净利润排名第6（%）



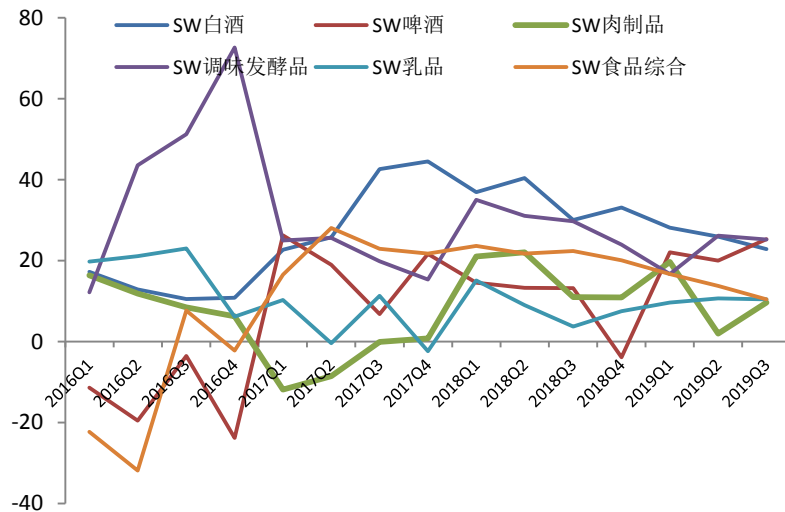
资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

➤ 分行业来看，肉制品板块、白酒板块和调味品板块2019前三季度收入增长分别为19.95%、17.08%和15.23%，列为行业增长前三；啤酒板块、调味品板块和白酒板块归母净利润增长分别为25.3%、25.17%和22.82%，列为行业增长前三。

图：食品饮料板块销售收入变动（%）



图：食品饮料板块归母净利润变动（%）



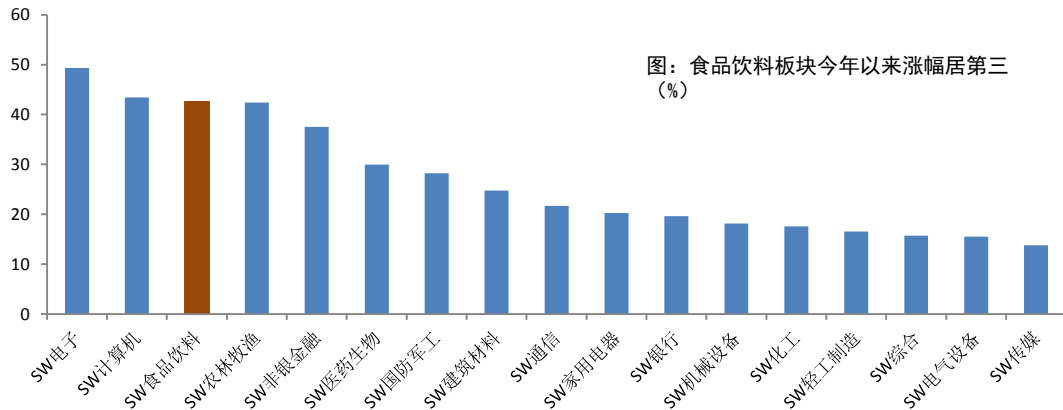
资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

➤ **股价反应业绩成长趋势，食品饮料今年以来涨幅领先市场。**从估值端来看，当前A股整体估值17倍，食品饮料板块PE（TTM）33倍，略高于市场整体估值水平。食品饮料板块历史估值均值为27倍，当前估值略高于历史平均估值。**我们认为随着A股国际化程度的提高，消费品估值将会继续提升。**

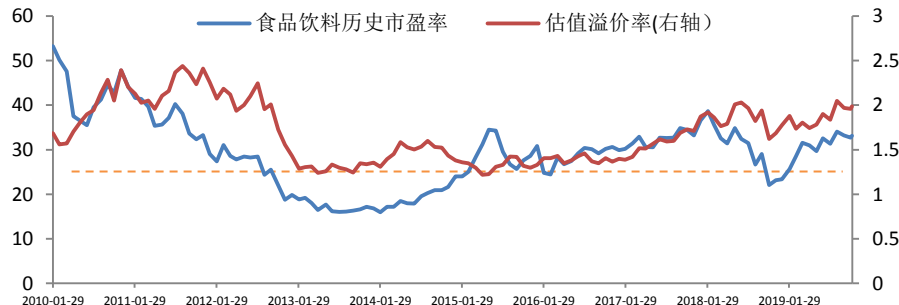
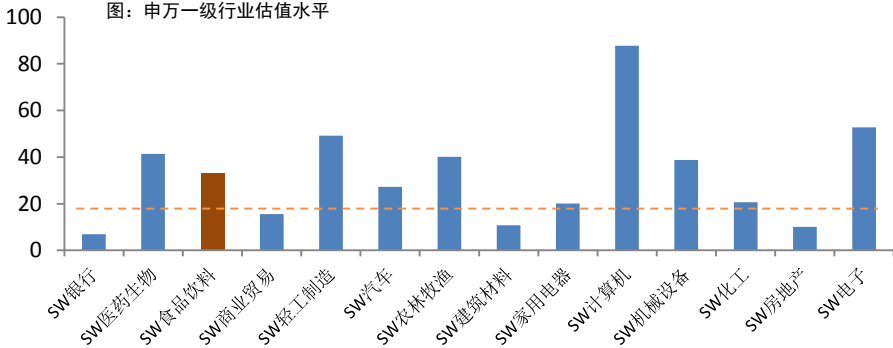
图：食品饮料行业股价涨幅超过A股



图：食品饮料板块今年以来涨幅居第三 (%)

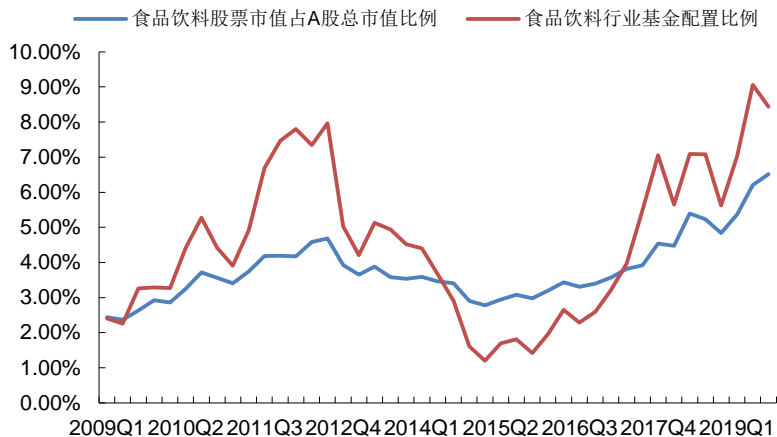


图：申万一级行业估值水平

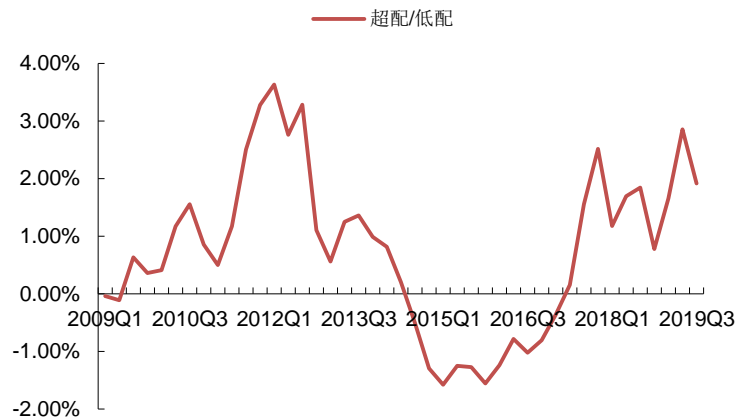


➤ **食品饮料行业持仓情况：仓位略有回落但仍处高位，超配状态但超配比例下降。** 2019Q3基金持有的食品饮料股票市值占基金投资总市值的8.44%，环比Q2下降0.63pct，同比提升了1.36pct。Q3由于风险偏好提升、外资流出、食品饮料估值处于历史高位等因素，食品饮料行业整体持仓有所下行。食品饮料行业超配比例下降，但仍然处于超配状态。

图：基金持仓各行业市值占比（%）



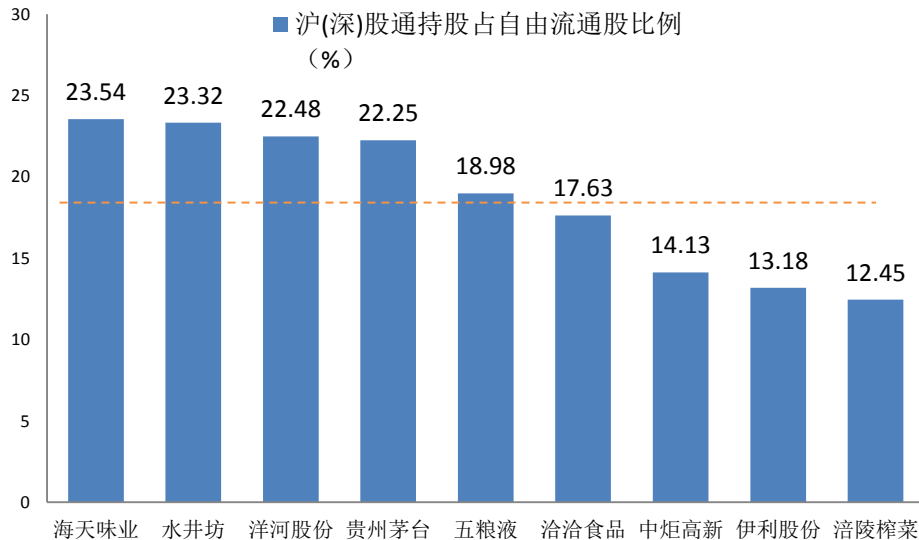
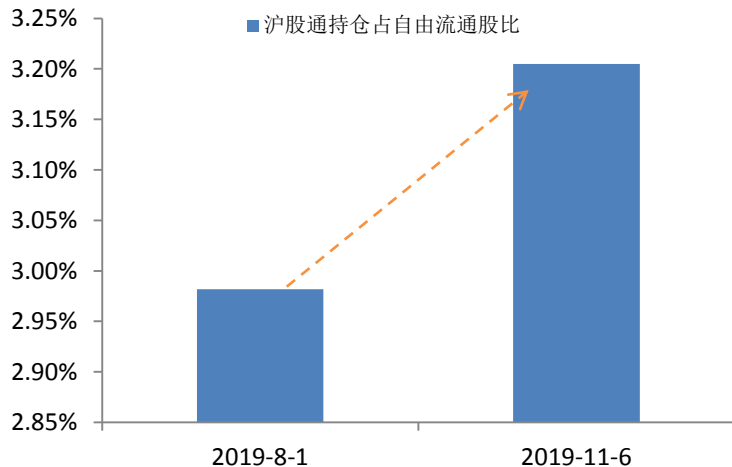
图：食品饮料超配低配比例（%）



注：超配比例=基金某类股票持仓比例-某类股票在A股的总市值比例

► **MSCI扩容后，食品饮料受到外资的青睐，外资对食品饮料公司持股比例大幅上升，逐渐取代国内资本定价权。** 对比今年年中（2019年8月）沪股通食品饮料行业持仓占自由流通股的比例从2.98%提升至（2019年11月）3.2%。其中部分企业沪股通持股占自由流通股的比例已经超过20%。

图：沪股通持有食品饮料股份占自由流通股比



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

► 2020年基本判断：

食品饮料板块收入和利润增长确定性高

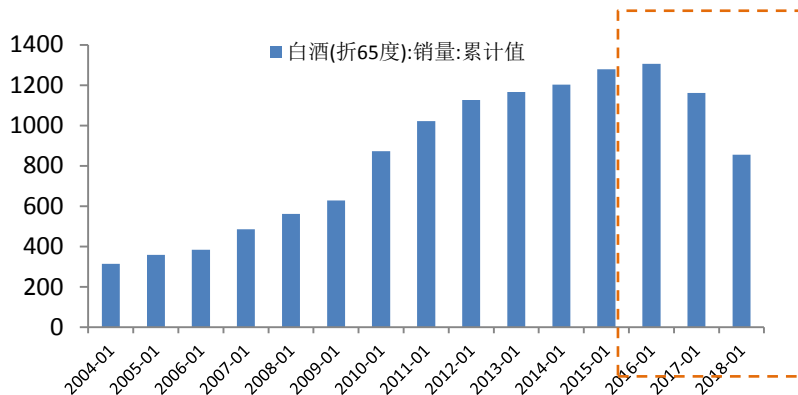
估值仍有提升空间

无论是内资还是外资，食品饮料仍有增配空间

2.1 白酒行业头部集中趋势明显，或进入慢牛增长

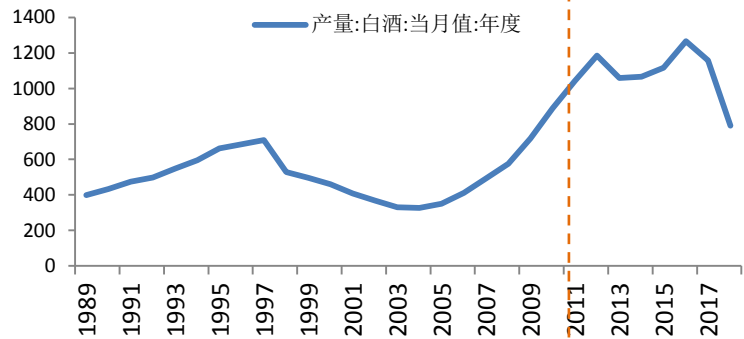
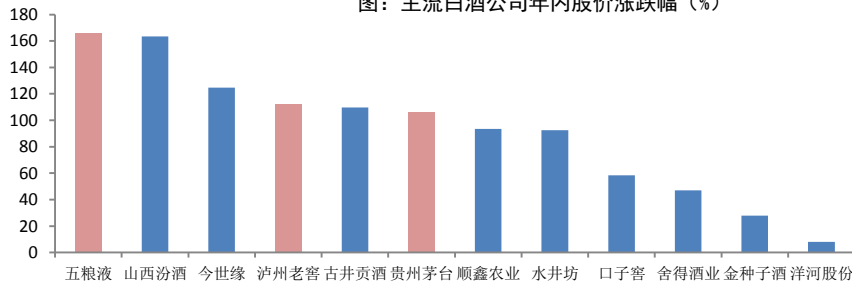
➤ **趋势一：在告别总量增长后，行业进入结构红利期，继续向头部集中。**2016年后，白酒行业告别总量增长时代，产量和销量均有所下滑，但是消费更加向名酒和高端酒集中，头部企业充分享受结构化的红利。

	2013	2015	2019Q3
高端白酒收入占比	53.69%	51.73%	58.49%
高端白酒净利润占比	75.00%	70.36%	73.07%



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

图: 主流白酒公司年内股价涨跌幅(%)



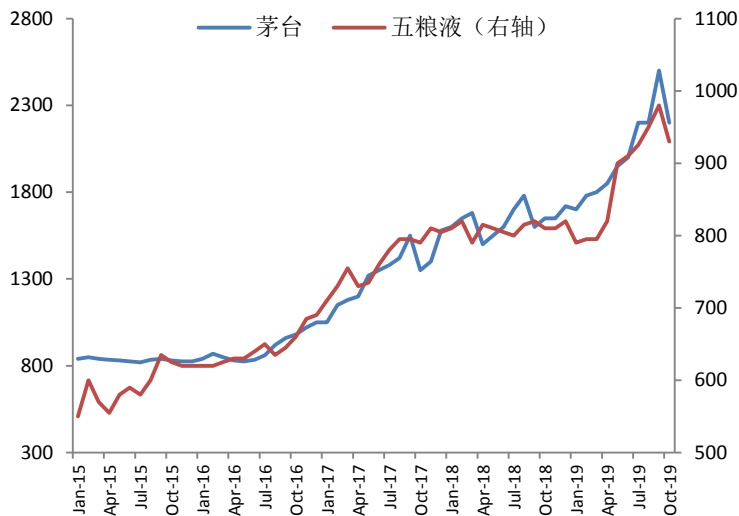
	营业收入				归母净利润			
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019前三季度	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019前三季度
高端								
贵州茅台	22.21%	10.89%	13.28%	15.53%	31.91%	20.29%	17.11%	23.13%
五粮液	26.57%	27.08%	27.10%	26.84%	30.26%	33.72%	34.55%	32.11%
泸州老窖	23.72%	26.01%	21.86%	23.90%	43.08%	35.98%	35.50%	38.59%
合计	24.05%	17.01%	17.64%	19.90%	31.91%	20.29%	17.11%	26.58%
次高端								
洋河股份	14.18%	2.08%	-20.61%	0.63%	15.70%	2.03%	-23.07%	1.53%
古井贡酒	43.31%	4.34%	11.91%	21.31%	34.82%	49.33%	35.78%	38.69%
山西汾酒	25.24%	28.73%	46.74%	31.97%	23.57%	37.70%	54.85%	34.19%
水井坊	24.25%	29.30%	19.71%	23.93%	41.16%	7.46%	53.41%	38.13%
舍得酒业	34.06%	5.04%	9.11%	16.01%	21.53%	2.12%	9.57%	10.93%
酒鬼酒	30.46%	40.49%	9.48%	27.34%	16.18%	60.14%	-39.50%	14.26%
合计	22.04%	9.83%	0.17%	12.16%	19.87%	13.46%	-2.08%	12.00%
中低端								
今世缘	31.07%	26.55%	32.27%	30.13%	26.00%	24.10%	28.30%	25.74%
口子窖	8.97%	16.25%	-0.15%	8.05%	21.43%	22.96%	-1.80%	13.51%
顺鑫农业	19.95%	11.99%	34.25%	20.19%	17.17%	89.94%	-69.71%	23.93%
伊力特	0.09%	-12.00%	13.90%	0.83%	23.83%	-44.77%	35.68%	4.39%
金种子酒	-6.08%	-9.98%	-24.87%	-13.12%	21.45%	2834.82%	808.98%	-4507.34%
老白干酒	55.81%	12.34%	-11.27%	16.09%	57.14%	7.08%	-20.99%	11.16%
迎驾贡酒	2.70%	19.64%	8.93%	8.69%	9.02%	57.79%	34.15%	20.55%
金徽酒	5.48%	-1.92%	70.38%	14.64%	-9.92%	-29.18%	877.99%	1.29%
合计	18.38%	12.04%	15.79%	15.7%	-26.74%	133.74%	30.74%	15.86%

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

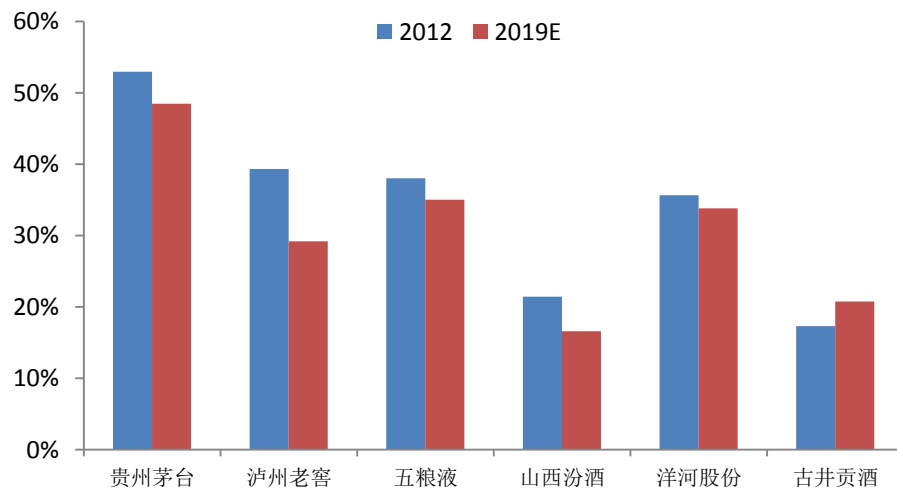
守正出奇 宁静致远

- **趋势二：高端白酒价格不断上行，行业天花板被打开，净利率仍有上升空间。** 高端白酒价格不断上行，特别是茅台价格不断刷新高端白酒的消费价格，行业价格天花板被打开，未来“量价齐升”将成为白酒行业净利率提升的主要推动力。对比2012年，主流白酒公司净利率仍为达到上一轮白酒周期繁荣顶点的净利率水平，仍有上行空间。

图：飞天茅台、五粮液普五一批价走势（元）



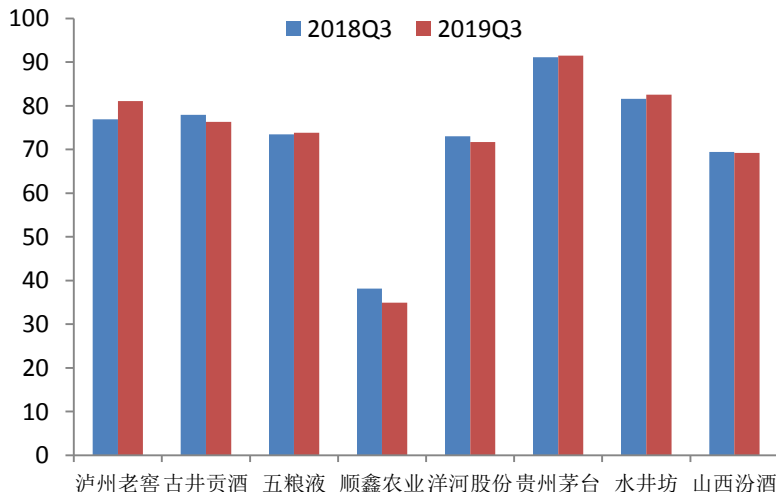
图：2012年和2019年（预测）净利率对比



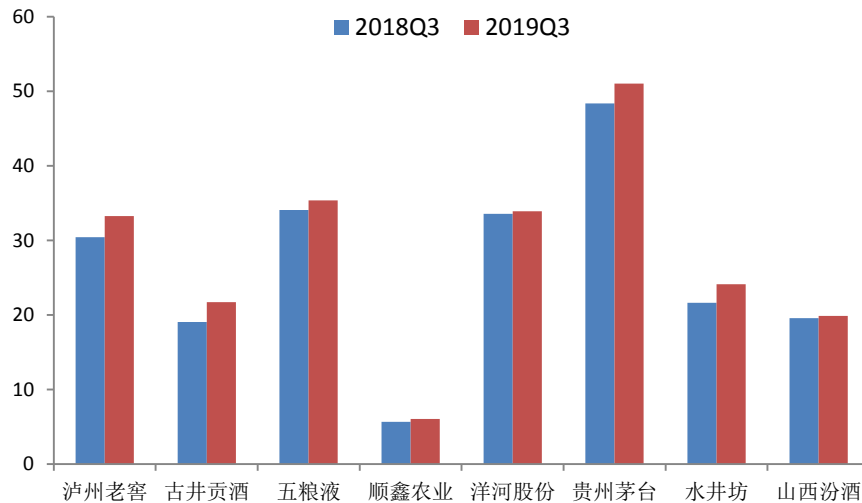
资料来源：公开数据整理、Wind,太平洋证券研究院整理

- **趋势三：市场竞争加剧，货折增加，渠道推力成为销售收入增长的重要推力。** 2019三季报白酒行业一个趋势是，主流白酒公司净利率同比提升，但是毛利率普遍持平或下降，在企业产品结构调整的大背景下，猜测主因次高端与中端酒市场竞争加剧，酒企普遍增加了费用投放（货折形式）。

图：主流白酒公司销售毛利率（%）

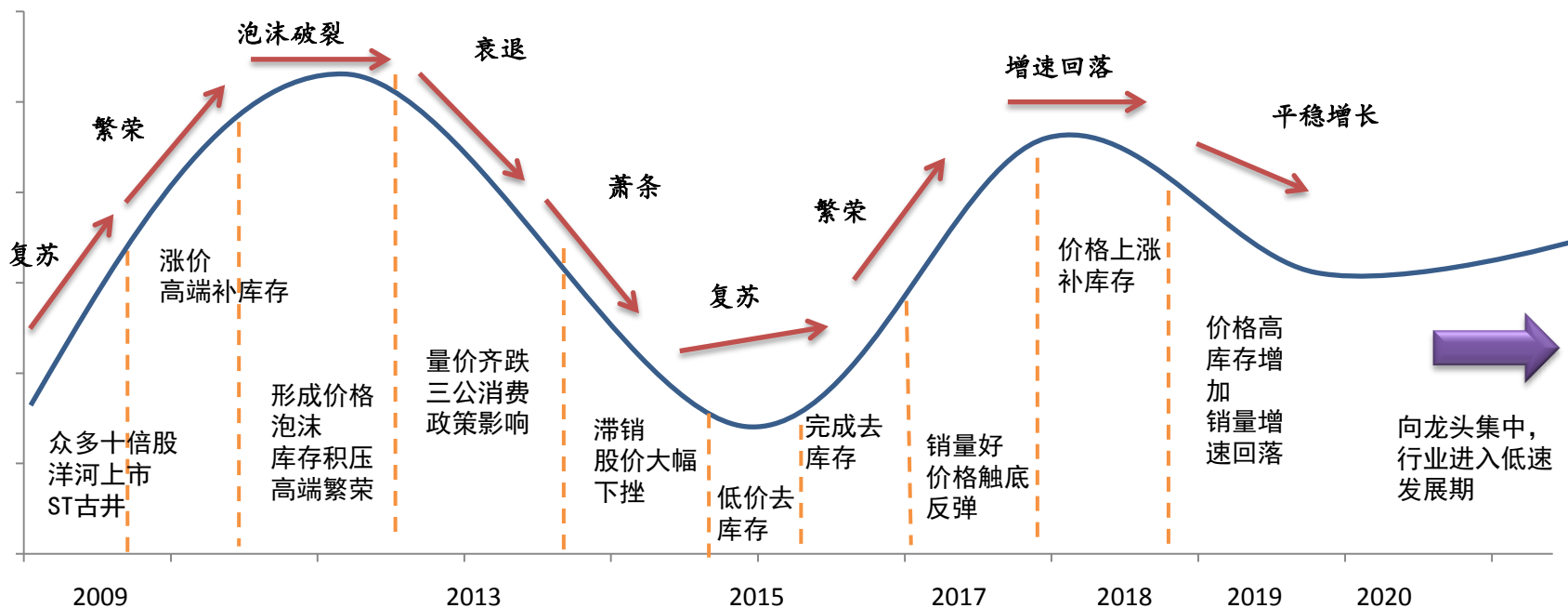


图：主流白酒公司销售净利率（%）



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

- **趋势四：白酒企业增长中枢下移，明年或进入慢牛发展期。** 经过过去3年的恢复和增长，白酒企业销售规模有很大增长，放大行业竞争态势。经过上一轮白酒周期后，企业更加重视终端库存管理，一定程度上熨平周期波动，预计行业将进入平稳的低速发展期。从现在看企业在制定明年计划目标时，大部分企业下调了收入和利润增长目标，也印证了这一判断。



2.2 行业预判：全年目标无忧，春节动销定调明年

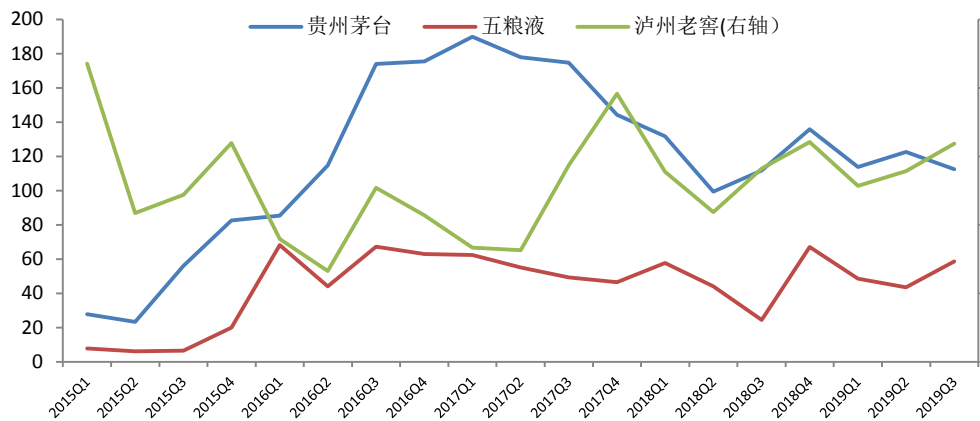
- **从前三季度业绩来看，大部分白酒企业完成全年业绩目标无忧。** 由于四季度多为春节备货期和对中秋库存的消化期，所以白酒企业前三季度业绩基本可以代表全年的业绩趋势。2020年春节较为靠前，预期春节备货将在12月完成。今年中秋节前，大部分酒企做了提价动作，特别是高端白酒，经过中秋节检验，基本实现了提价和低库存的良好平衡。**2020年能否延续这一趋势，春节成为重要的检验时间点。**

	2019目标		2019Q3		2019E			
	营业收入	目标	营业收入增速	净利润同比	营业收入	同比	净利润	同比
贵州茅台		14.00%	15.53%	21.98%	8,933,801.4	15.72%	4,327,782.71	22.94%
五粮液	超过500亿	25.00%	26.84%	31.74%	4,998,114.6	24.86%	1,755,174.10	31.14%
泸州老窖		15%-25%	23.90%	35.43%	1,608,049.9	23.17%	469,511.14	34.70%
洋河股份		12.00%	0.63%	1.60%	2,529,174.7	4.69%	854,596.47	5.31%
古井贡酒	102.26亿	17.74%	21.31%	38.20%	1,075,117.8	23.77%	223,076.68	31.59%
水井坊		20.00%	23.93%	38.13%	346,654.9	22.97%	76,837.00	32.60%
山西汾酒		20.00%	25.72%	33.16%	1,175,884.1	25.33%	195,263.97	33.13%
今世缘	48.5亿	30.00%	30.13%	25.75%	483,845.8	29.34%	144,916.14	25.94%

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

- **格局更加集中，高端降速但仍有较强确定性。** 经历过去几年的发展，白酒行业从大企业挤压小企业发展转变为名酒挤压大企业发展的阶段，出现部分厂商依托品牌争夺经销商资金、资源的情况，无论是从供给还是从需求端，优势更加向高端名酒集中。从行业来看，高端白酒处于消费升级红利期中，业绩确定性强，且目前高端酒企渠道和终端库存在较低水平，虽然增速有所放缓，但确定性强。
- **未来五粮液和1573将在千元价位带上放量。** 五粮液2019年预计发货量达到2.5万吨，2020年仍有增量空间，如果明年增量10%-15%，叠加今年提价效应，明年业绩也有很强的保护。国窖2019年全年百亿回款目标顺利完成，后百亿时代，国窖仍保持积极进取，推进消费者培育和品牌力的提升，渠道反馈公司提出2020年专营公司销售回款130亿，3-5年内翻一番的新百亿目标。

图：高端白酒公司预收账款下降，为公司主动调节结果（亿）



资料来源：公开数据,太平洋证券研究院整理

高端

次高端

中低端

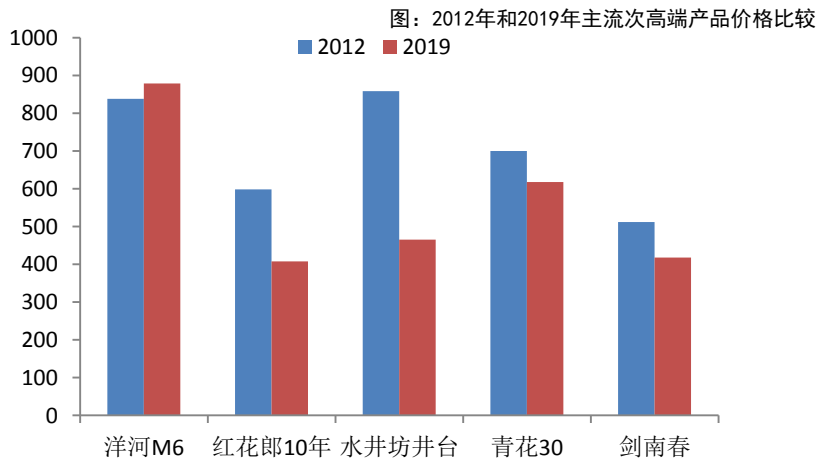
茅台
五粮液
1573

梦之蓝
水井坊
酒鬼酒

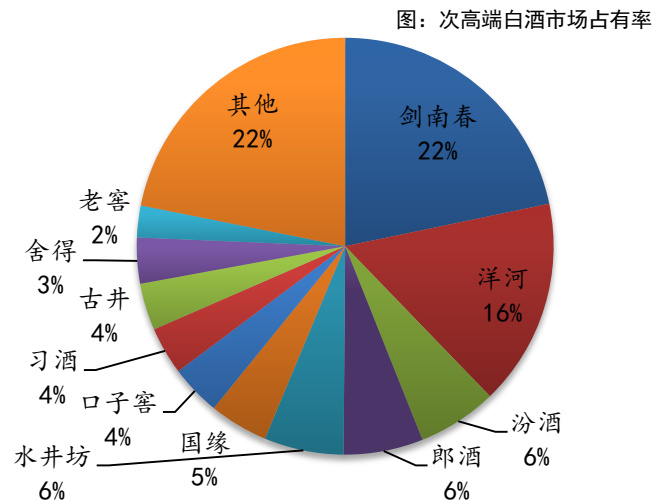
舍得
汾酒

老白干
顺鑫

- 次高端分化明显，静待价位带突围。** 中高端白酒中，由于洋河的战略调整，2019Q3营业收入和归母净利润均出现同比负增长，而山西汾酒通过自下而上的改革体现出良好的增长动能。具有区域品牌力优势和符合消费升级方向的产品线布局的公司仍能够充分享受省内的消费升级红利，以古井贡酒和今世缘为代表，口子窖出现了阶段性的增速放缓。
- 次高端渠道红利边际减弱，但消费升级基础夯实，行业进入稳健扩容期，预计2023年行业扩容至千亿。** 2018年次高端行业CR5为56%，行业龙头剑南春市占率达22%，洋河为16%，汾酒、郎酒及水井坊均为6%左右，行业前五均为全国化品牌，**预计行业增速换挡后集中度有望上升。**



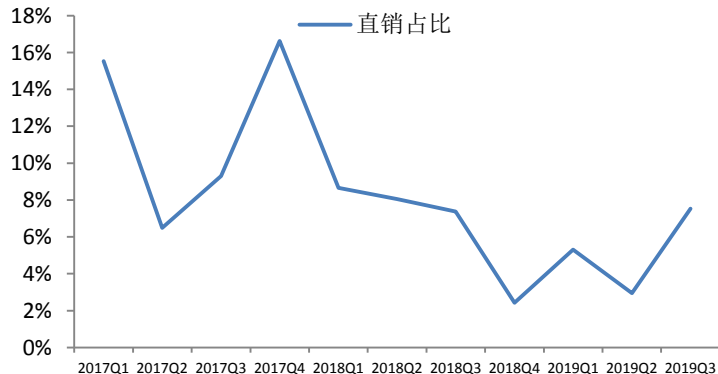
资料来源：公开数据，太平洋证券研究院整理



2.3 贵州茅台---渠道调整破局之年

- ▶ **2019年是茅台渠道调整的破局之年**，渠道整顿仍在继续，Q3仍取消30家飞天茅台经销商，年内已取消134家经销商。
- ▶ **未来茅台将强化对渠道的直接掌控力度，经销和直营渠道更加平衡。**预计公司此前收回的配额，未来将由股份公司和集团公司各自渠道共同完成，直营将成为重要的渠道。主要投向：1、超市和全国知名电商；2、自营店等；3、全国机场高铁渠道等；4、500强企业等团购渠道。
- ▶ 全年14%增长规划仍在稳步推进，Q4直营放量有望加快，保障全年业绩预期达成，**集团千亿目标触手可及**。2020年在考虑涨价的基础上，我们判断收入增长23%，利润增长27%。

图：贵州茅台直销占销售收入比（%）



预计取消的配额	7000吨+	
分配计划	集团团购	2500吨
	KA	600吨
	电商	400吨
	直营	1500吨
	几家贵州省国企	1000吨-2000吨

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88779	109199	124486
收入同比 (%)	26%	15%	23%	14%
归属母公司净利润	35204	43813	55508	64560
净利润同比 (%)	30%	24%	27%	16%
每股收益 (元)	28.02	34.88	44.19	51.39

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

2.4 五粮液---管理改革不断释放动能

公司今年主要完成五项工作：

通过第八代经典五粮液的上市，导入“控盘分利”业务模式，实现商家结构优化和营销过程的精细化管理

实现营销活动和费用的数字化闭环管理，加速市场反应速度

专卖店体系的数字化升级

建设员工数字化门户，实现对员工的数字化赋能，提高团队效率

建设数字化的营销决策指挥平台，建立科学决策机制。

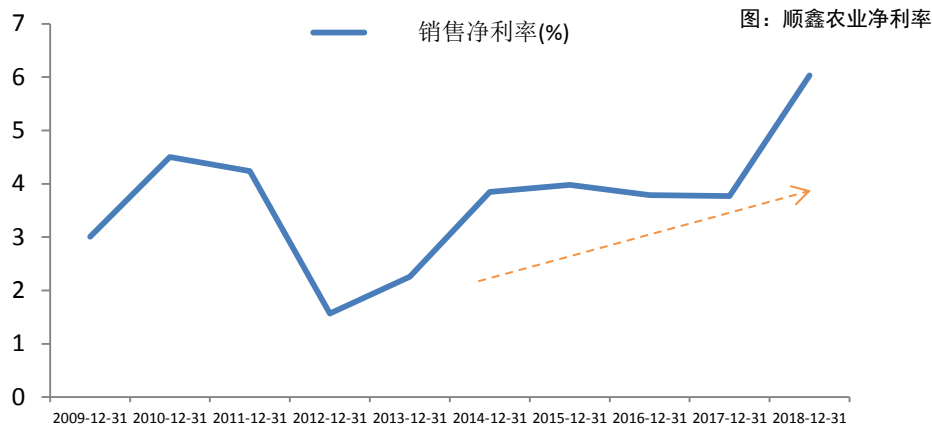
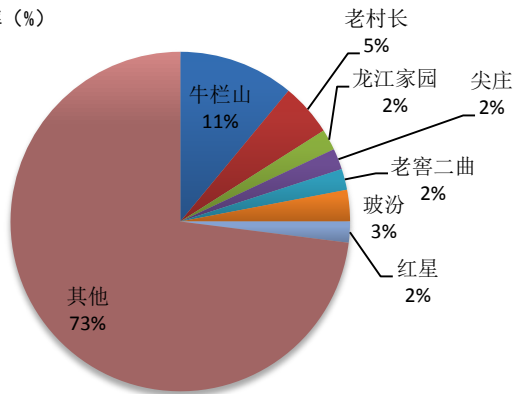
- 公司今年以来数字化、精细化营销逐步落地，以助力八代五粮液成功上市。截止到三季度末，超过 5.5 万家终端店加入公司系统，高端酒能更加精准的追踪和控制渠道销量、库存等。系列酒整合原先3个营销公司，49 个品牌 129 款产品下架处理，消除内部竞争，相应组织架构调整和人员配置也到位。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	400.3	504	595	684
同比增长	32.61%	26.00%	18.00%	15.00%
净利润(亿元)	133.84	177	216	254
同比增长	38.36%	32.00%	22.00%	18.00%
摊薄每股收益(元)	3.45	4.55	5.55	6.55
PE	38	29	24	20

2.5 顺鑫农业---光瓶酒迎来利润拐点

- 白酒的刚需有三个层次：一是高端刚需，集礼品、高端宴请、收藏投资于一体，核心是茅台；二是大众主流中档消费，价格在 100-300 元，涵盖三四线城市居民大部分消费场景；第三个层次是大众主流低档光瓶酒，高频次低价格，消费者集中于县乡农村和城市低收入人群。**当前光瓶酒行业市场仍相对分散，市场有进一步集中的趋势。**
- 牛栏山的未来增长空间**：1、市场规模的不断扩大，市场占有率进一步提升；2、消费升级，价格有进一步提升空间。3、随着全国化扩张和规模的增加，费用投放有望减少，净利率有望迎来拐点。

图：光瓶酒市场占有率(%)



资料来源：公开数据,太平洋证券研究院整理

3. 物价快速上升，龙头企业拥有定价权

- 历史上看，食品制造业成长性和宏观经济具有较高相关性，特别是食品制造业营收和利润跟当期物价有较强追随性，食品制造企业收入与食品价格走势基本一致，食品企业利润略滞后于物价变动。在成本推动型通胀周期中，**有两大确定性趋势**：

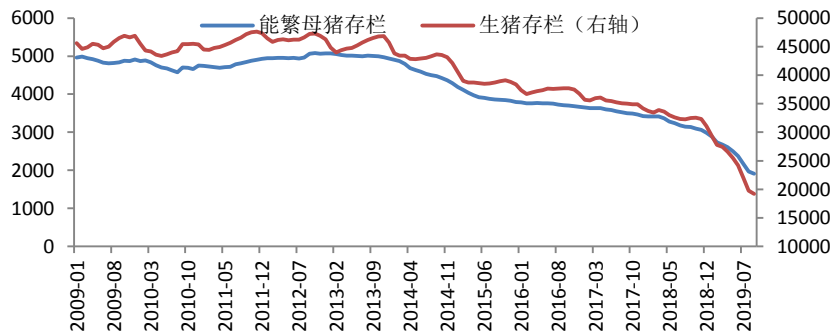
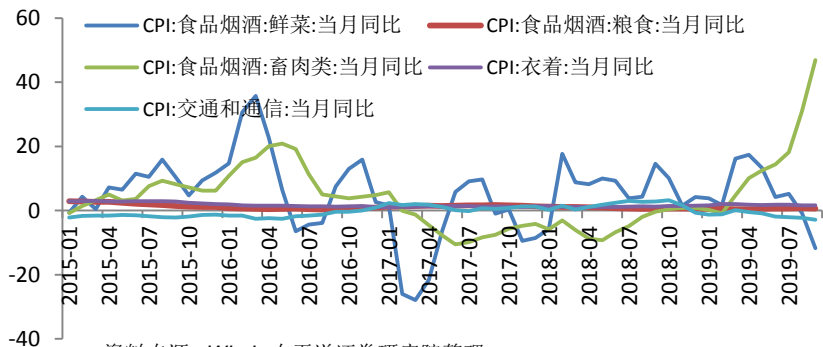
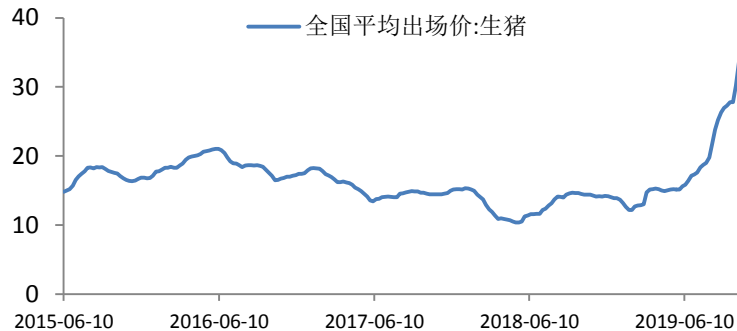
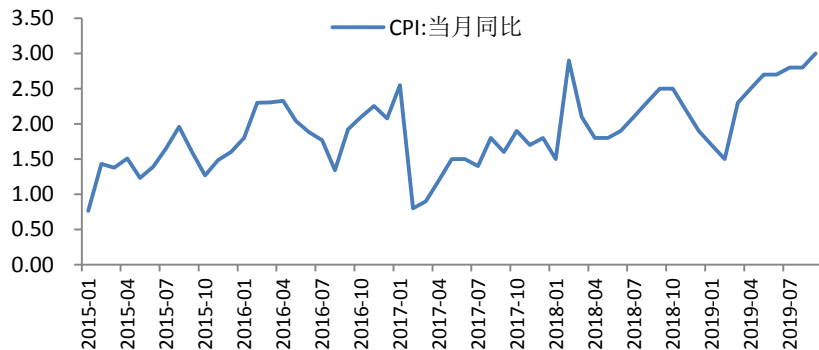
龙头效应更加显著

提价效应下收入增长
更为确定

	头部公司增速	行业平均增速	行业竞争格局	量价贡献因素
乳制品	15%+	6%	双寡头格局	结构升级带来的价格贡献更多
调味品	15%+	8-9%	海天一枝独秀，整体市场份额较分散	量价齐升
啤酒	5%	2-3%	多寡头竞争	消费升级驱动产品结构提升带来价格增长

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

➤ **本轮物价上涨，主要受猪价上涨影响。**9月CPI上涨3.0%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，涨幅创下近六年来新高。



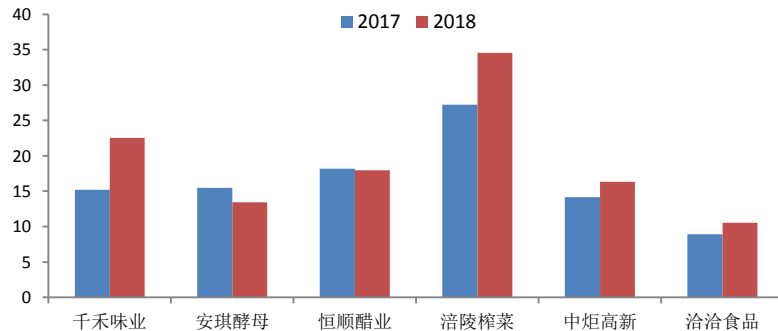
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

► **成本上涨引发产品提价，利好企业净利率提升。** 2017年以来，主流食品公司纷纷提价来应对成本的上涨，提价主要集中在2017年下半年和2019年上半年，食品饮料企业多从高端产品进行调整，逐渐向大众消费品拓展。

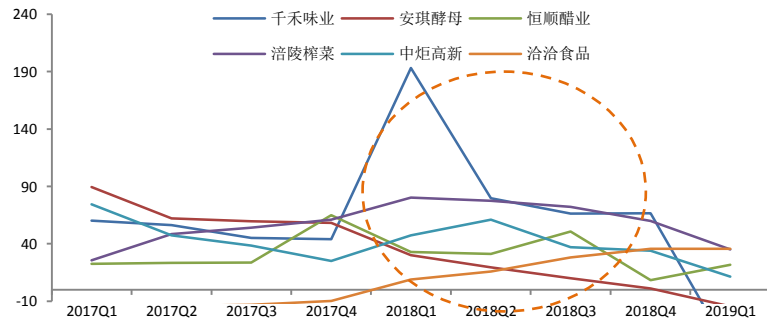
图：调价后净利率变化（%）

	公司	时间	政策
休闲食品	桃李面包	2017年下半年	平均产品提价2%
	徐福记	2017年8月	旗下糖果产品提价10%
	达利园	2017年2月	针对旗下达利园和好吃点品牌10%左右的商品进行提价
	洽洽食品	2018年7月	对红袋等八个品类进行提价，提价幅度在6%-14.5%左右；每日坚果在6月也于去年6月提价完毕。
肉制品	双汇发展	2018年12月	公司对1/3产品进行了一轮提价，提价幅度约为5-6%。
		2019年4月	扩大提价面，对大部分商品进行提价，提价幅度2-3%。
	安井食品	2018年9月	针对原料上涨较多的产品进行间接提价、减少促销力度

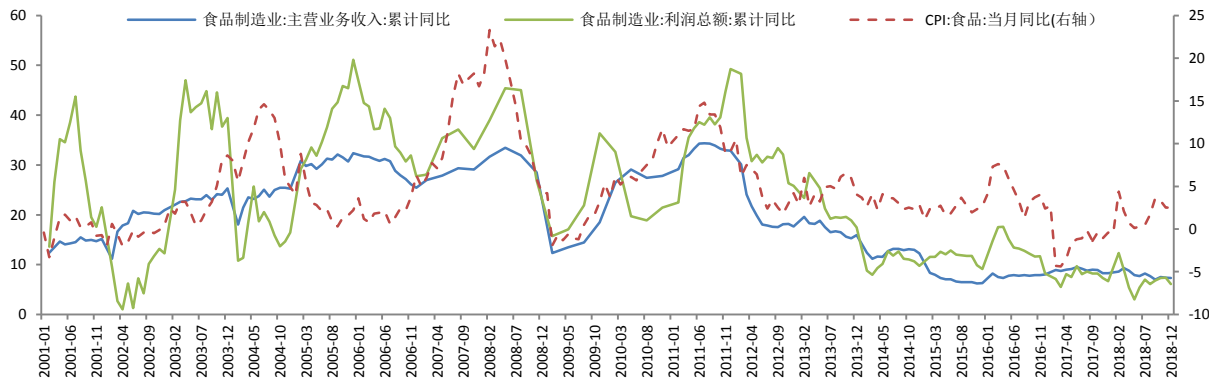
资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理



图：调价后净利润增速明显加快（%）



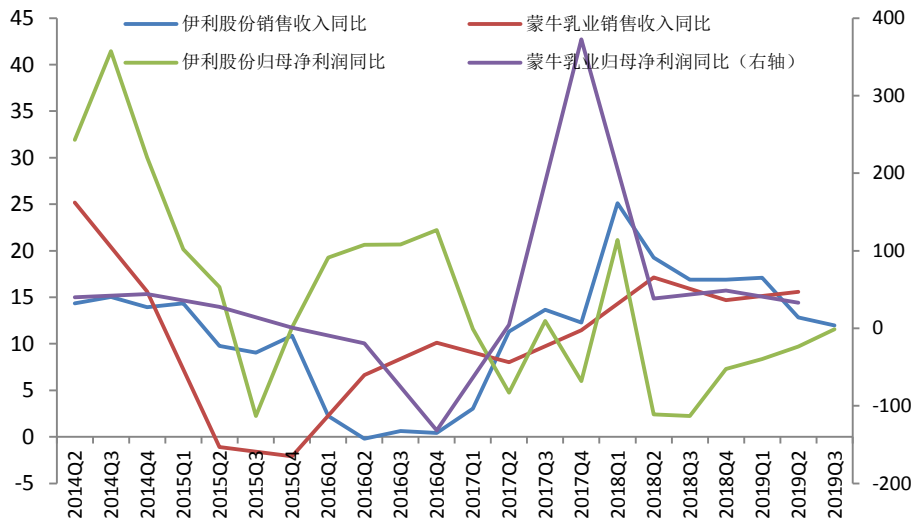
- 部分区域生猪补栏回升，预计明年Q2猪价缓慢回落，带动CPI回落。**在养殖利润不断攀升的情况下，国内部分区域生猪补栏情况逐渐回升。据辽宁省对240个监测村1至9月份的监测显示：生猪存栏从7月份开始呈现较快增长趋势，9月份环比增长11%；能繁母猪存栏环比7月份开始呈增长趋势，9月份环比增长2.4%。大型猪场也开始增加生猪存栏量，我们预计2020年春节后，随着需求的下降，以及生猪存栏量回升，猪价会缓慢回落。
- 历史上看，CPI下降或者通缩阶段，食品饮料企业盈利往往出现增速放缓，判断明年春节后，当物价开始回落，行业景气会有所下降，精选龙头企业，更有抵御周期变化的能力。**



资料来源: Wind,太平洋证券研究院整理

3.1 乳制品盈利仍需观察费用投放节奏

➤ 从收入端看，乳制品行业收入快速增长，主要源于三大推力：1、消费升级，高端产品在消费中的比例提高。2、三四线城市渠道下沉，带来农村市场增量。3、对其他品类的挤压。



	一二线城市	三四线城市	县乡农村
行业总体	2.50%	4%	7.50%
伊利	12.50%	12.50%	21%
蒙牛	11.50%	4.50%	10%

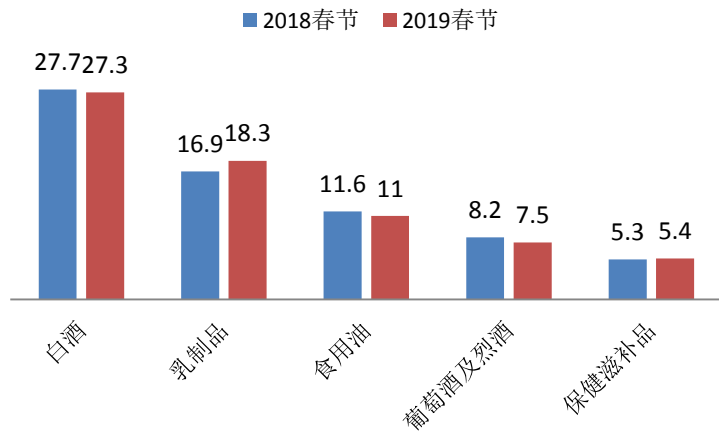
图：2011-2017植物蛋白饮料市场规模（亿元）



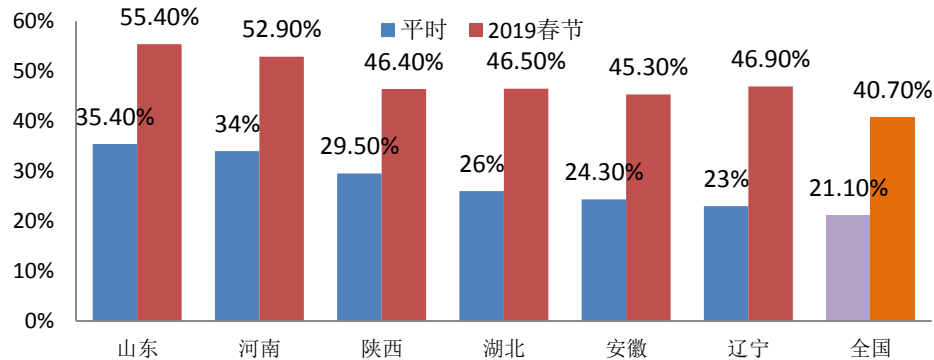
资料来源：Wind,网络数据，太平洋证券研究院整理

➤ **礼品市场推动乳制品行业保持快速增长。**根据凯度咨询统计，过去一年内接受过快消礼品的户数占比70.2%，乳制品在节日礼品中的比重在不断提升。从地区来看，山东、河南、陕西等区域更喜欢在节假日送牛奶。

图：春节礼品市场中，食品占比分布（%）



图：乳制品在不同区域的礼品市场占比（%）

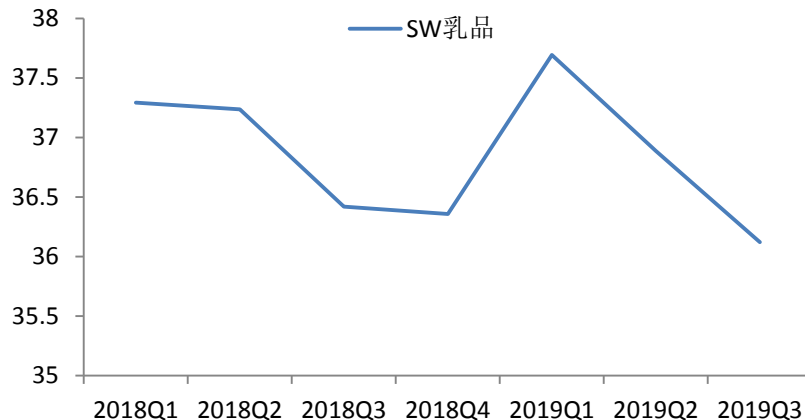


资料来源：凯度咨询,太平洋证券研究院整理

- 原材料价格有所抬头，企业成本整体可控。** 2019年乳企收奶价格普遍增加5%-8%之间，给乳企的销售毛利率带来一定的影响。龙头企业通过跟合同牧场签订长期采购协议，在一定程度上平抑了成本上涨和缺奶的紧张。今年原奶价格上涨以后，乳企加大跟养殖企业的合作，帮助上游增加产量供给，**预计奶源紧张情况会得到缓解。**

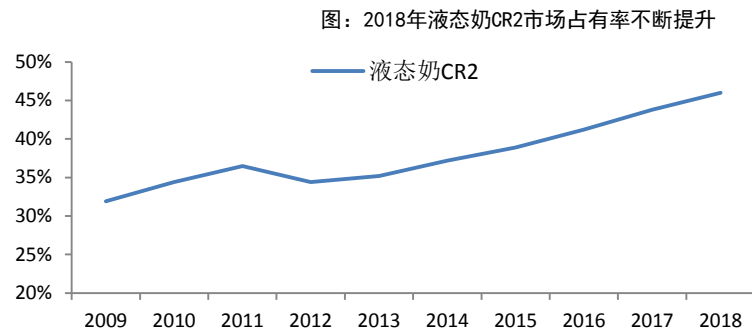
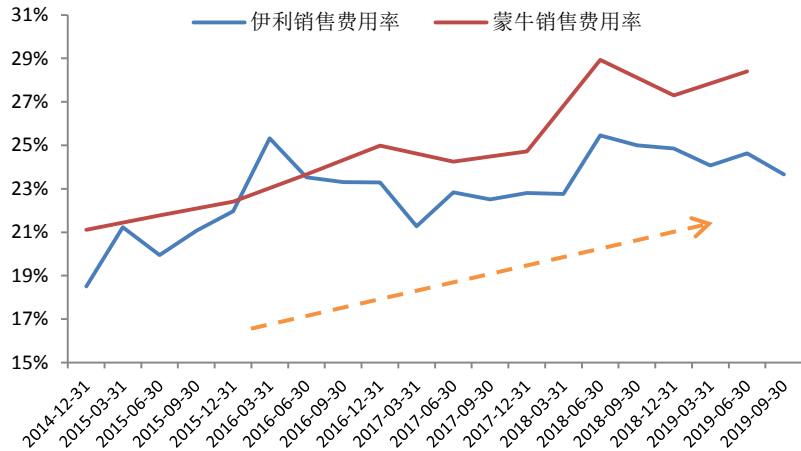


图：乳制品上市公司整体毛利率 (%)



资料来源: Wind,太平洋证券研究院整理

▶ 两家龙头企业在2018年开始正面对抗，各自加大市场投入，抢夺市场份额，导致销售费用高企，严重挤压了净利润，所以两家企业利润增长季度间差距比较大，**明年盈利的关键仍需观察两家费用投放节奏**。我们继续推荐有龙头优势的伊利股份，长期看好消费升级大趋势下，乳制品行业市场集中度进一步提升的逻辑。



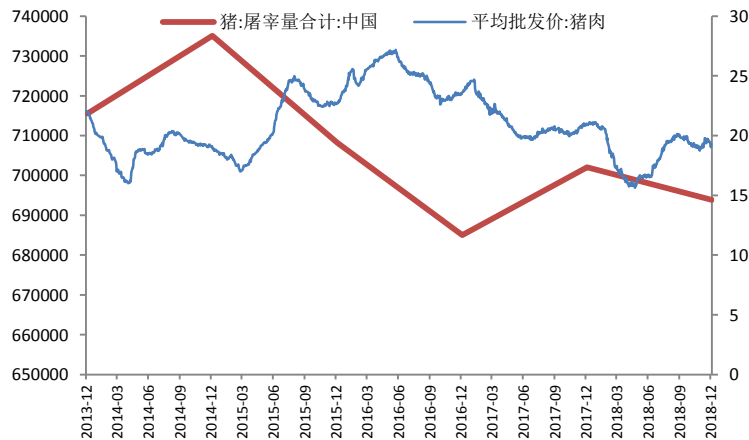
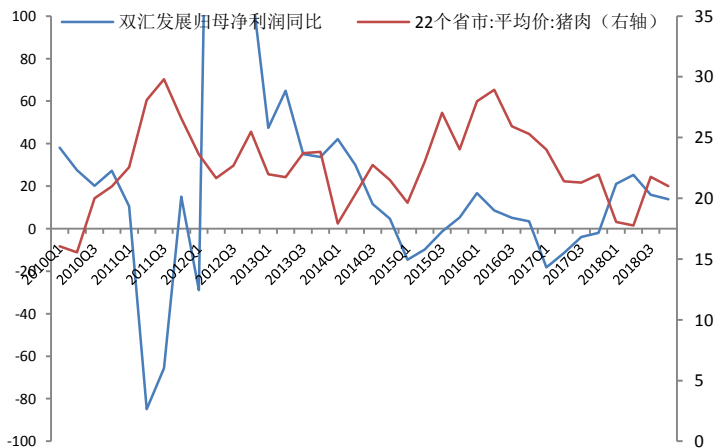
表：2018年饮料行业销售费用投放情况（亿元）

	广告及宣传费	销售费用总体
伊利股份	110	198
光明乳业	28	50
蒙牛	70	227
达利	17	34
康师傅	59	118
统一中国	26	51

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

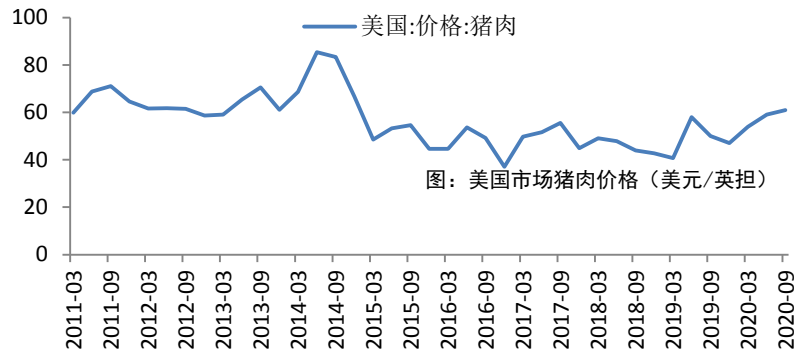
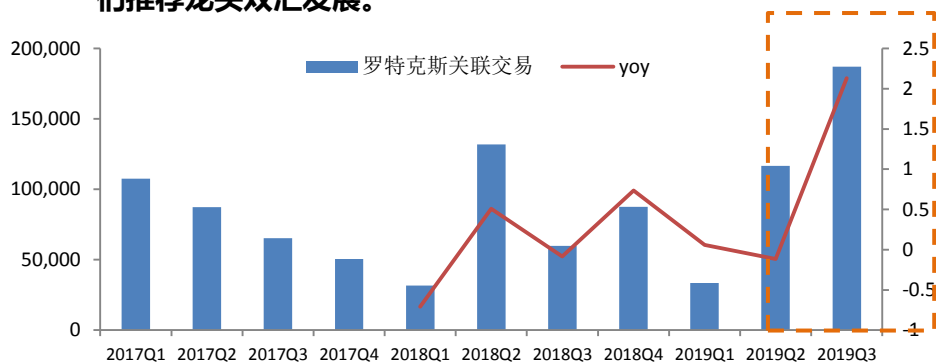
3.2 肉制品：后周期投资品

- **肉制品企业盈利一般与猪价呈反向相关关系。**由于猪肉是肉制品的主要原材料，当猪价上涨时，企业成本增长明显，盈利空间被挤压。反之，则盈利空间将被释放。另一方面，屠宰量跟猪价呈反向关系，当猪价上行时，屠宰量往往会下降，屠宰利润也会随之下降。判断今年四季度至明年上半年，猪价仍会继续向上，加之猪瘟带来生猪存栏量大幅下降，预计企业屠宰量会有较大下降。
- **提价利好后市发展。**今年以来双汇进行5次提价，累计提价幅度超过10%。预期猪价下行期，将会利润有较大贡献。

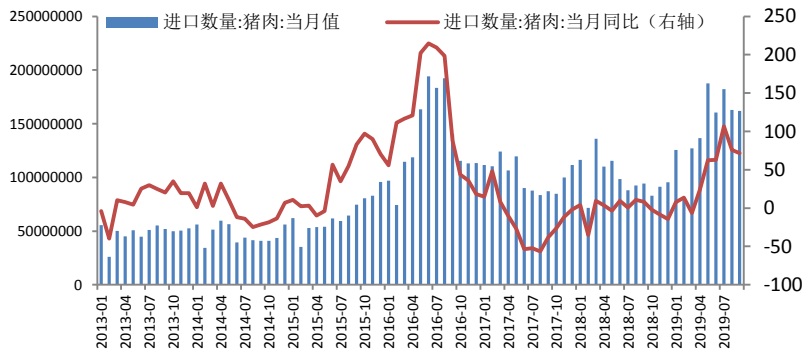
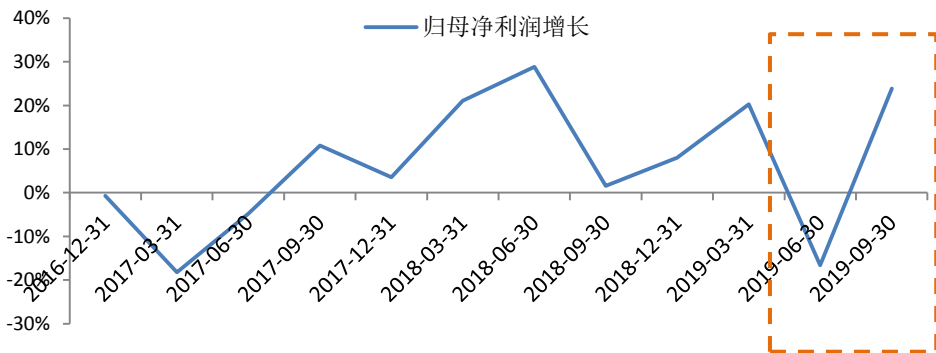


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院整理

► **进口肉改善双汇盈利能力。**从今年Q3以来，双汇开始加大海外猪肉进口，贸易盈利对企业盈利有较大改善。双汇同时在今年加大市场费用投入，努力去做市场，基于对双汇未来肉制品盈利能力，和短期内贸易盈利空间（包括进口肉贸易+此前冻肉），**我们推荐龙头双汇发展。**



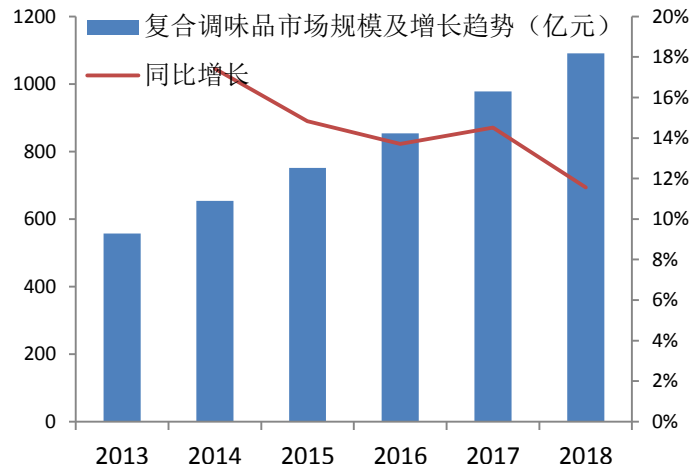
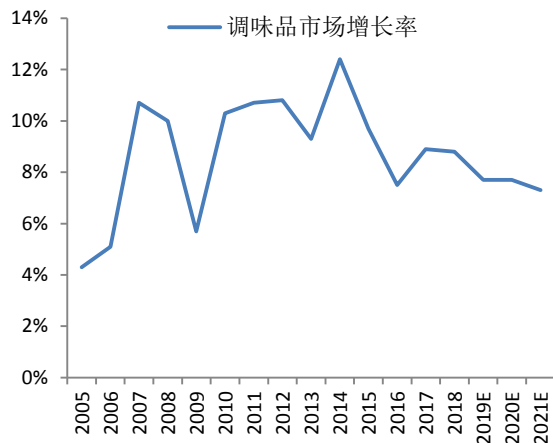
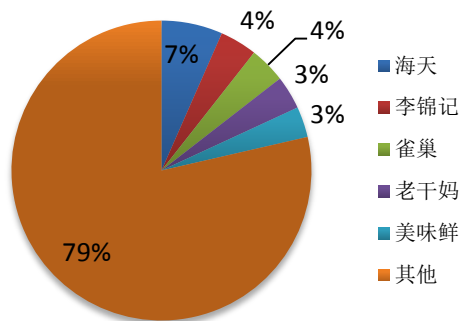
图：美国市场猪肉价格（美元/英担）



3.3 消费升级+品类导入，调味品景气保持向上

- **调味品行业未来3年有望保持较高景气**：1、大众餐饮持续增长，餐饮渠道每千克调味品摄入量为家庭摄入量的1.56倍。受益于外卖快速发展，大众餐饮快速增长，带动调味品消费的增加。2、消费升级推动调味品消费高端化。3、复合调味品等多品类的导入，带动消费多样化。4、行业集中度不高，向头部不断集中。

图：零售渠道各大品牌市场份额（%）

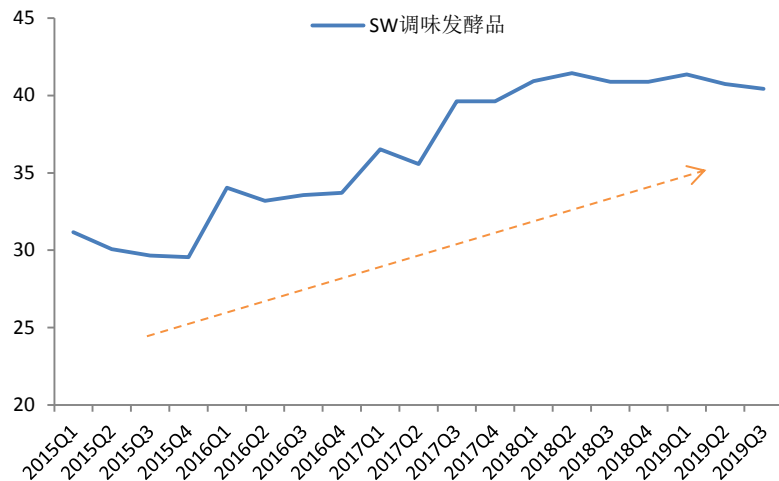


资料来源：网络数据,太平洋证券研究院整理

- **龙头具有提价话语权，提价利好净利率继续提升。**调味品龙头公司一般2-3年对旗下产品进行提价，随后其他小调味品公司会跟进提价。上一轮海天味业提价在2016年年底，今年上半年一些小型调味品企业做出了提价决策，**判断2020年上半年会迎来海天味业的提价周期，将打开行业整体提价空间，对行业利润改善有帮助，我们推荐调味品的龙头中炬高新和恒顺醋业。**

时间	企业	提价事件
2016.04	恒顺醋业	对非醋类产品换包装后直接提价
2016.06	恒顺醋业	对5亿主力醋类产品直接提价，幅度约9%
2016.12	海天味业	对90%左右产品直接提价，幅度约5%~6%
2017.02	涪陵榨菜	对80g和88g榨菜产品的到岸价格直接提价，幅度约15%~20%
2017.03	中炬高新	对美味鲜及厨邦产品整体提价，幅度约5%~6%
2017.04	千禾味业	对部分产品直接提价，幅度约8%~10%
2017 Q4	涪陵榨菜	主力产品包装降重，幅度约为10%
2017.11	涪陵榨菜	为统一全国流通价，提价约10%
2018.06	涪陵榨菜	为拉平华南市场商超一直规格为80g的老产品与全国的价差，提价幅度估计在10%左右
2018.09	涪陵榨菜	上调80g鲜脆菜丝等7个80g规格的主力单品的产品到岸价格，提价幅度约10%
2019.01	恒顺醋业	五个产品系列提价，最高涨幅超15%
2018.01	恒顺醋业	对五个品种产品（占比约15%）提价，提价幅度为 6.45%-15.04%。
2017.03	中炬高新	对美味鲜及厨邦的产品整体调整提价，提价幅度为5%-6%。

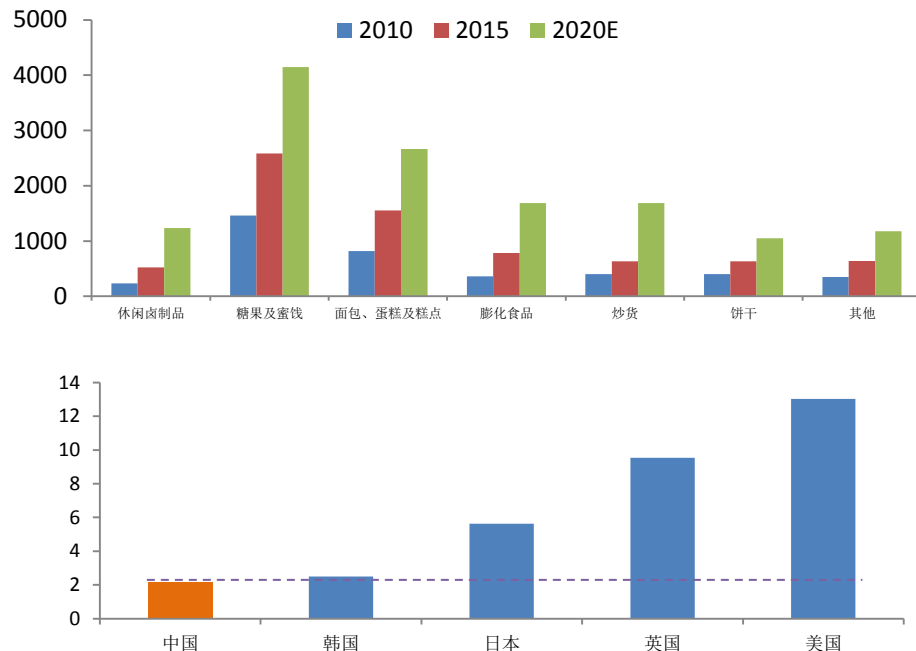
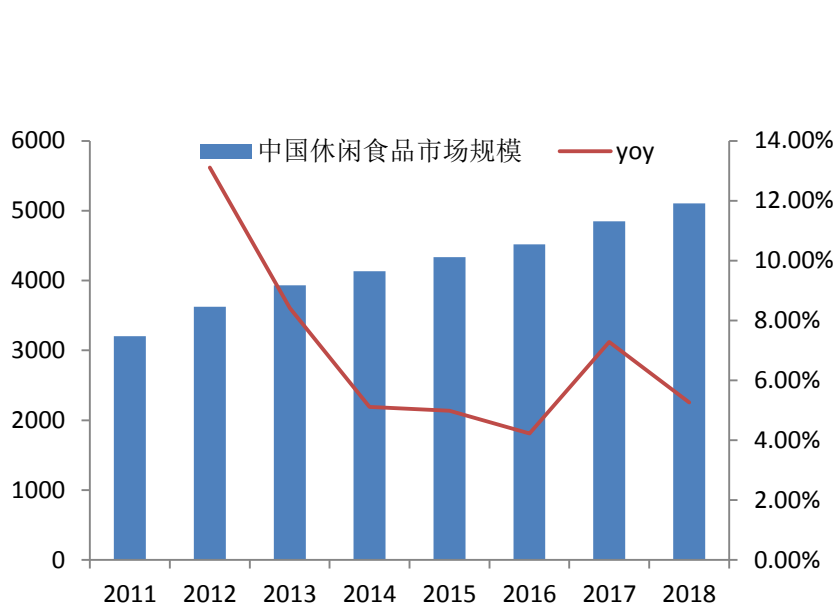
图：调味品行业毛利率不断提升（%）



资料来源：公开信息整理，Wind，太平洋证券研究院整理

3.4 休闲食品---关注边际改善、经营向上的细分市场龙头

➤ **休闲食品行业进入成熟期，细分子行业仍有发展机会。**我国休闲食品行业增速逐渐下降到个位数，行业进入成熟期，但是一些子品类仍在快速增长中。面包、膨化食品、炒货类等子行业近几年快速发展。



资料来源：网络数据，Wind，太平洋证券研究院整理

- ▶ 传统线下休闲食品渠道主要依赖于超市、个体经营店、便利店等，**线上渠道快速发展**。

2018年双十一战绩：

- 11月阿里系休闲食品线上销售额85.82亿元，同比增长52.1%，线上增速有所提升；销量为2.69亿件，同比增长28.1%，均价31.9元，同比增长18.7%。
- 分子行业看，糕点类销售额23.0亿元，位居子行业第一，同比增长233.9%，环比10月增长12.3%；饼干类销售额13.0亿元，同比增长54.2%，环比增长61.1%，位居子行业第二；坚果类销售额16.5亿元，位居子行业第三，同比增长10.3%，环比增长128.4%。

● 休闲食品线上前3位销售情况：

	销售额	同比增长
三只松鼠	11.9亿	41.50%
良品铺子	4.7亿	35.30%
百草味	4.7亿	下降7.1%



绝味食品：品类创新积极尝试，中长期成长路径清晰

- 公司在鸭脖主业增长确定性强，过去业绩验证了公司强大的品牌管理和供应链管理方面的能力，**传统卤味业务在门店开设和同店收入提升方面均有较好的成长空间**。全年来看，公司预计能够完成800-1200家净新增门店的目标，同店增长保持4%以上，未来同店增长和开店空间仍然充足。
- **短期定位管理能力输出，长期展望“美食生态圈”，发展路径清晰**。2018年10月，公司推出与主业相关的“椒椒有味”新业态，新业务锁定串串领域，目标定位于白领和年轻人群，在制作方式和物流配送上，与主业具有协同效应，边际成本低，**未来有望成为新的增长点**。



三只松鼠：重市场占有率轻利润，静待利润花开

- （1）收入端来说，**未来三年三只松鼠仍以市占率为首要目标，不断提高渗透率**，基于对休闲零食行业未来趋势的分析和判断，我们认为其销售额仍能保持25%+的增速。同时线下注重投食店和松鼠小店，线下将对收入有一定贡献，对增速贡献有限。
- （2）利润端来说，休闲零食同质化较严重，品类较多，我们预计未来毛利率提升较慢，公司主要通过打造爆品的方式，制造成本端规模优势，后低价促销用来引流，毛利率维持稳定，销售费用率缓慢降低。同时**预计公司净利率缓慢提升，主要系营销费用等规模效应逐步显现**。



4 核心推荐

- ▶ 尽管食品饮料经历三年大幅上涨，但是我们仍看好食品饮料板块的投资机会，**核心是看好食品饮料稳定成长，进一步提升企业盈利的能力。预期白酒行业伴随品牌集中度进一步提升，价格会继续上行；重点看好乳制品和休闲食品企业进一步产品结构升级带来盈利改善；调味品行业景气度较高，涨价后盈利空间进一步打开。**
- ▶ 我们继续推荐**伊利股份、中炬高新、三只松鼠、绝味食品**等企业，同时认为白酒板块在全年景气不减，寻找净利率与前期高点差距较大、当前估值相对较低、市场仍有提升空间的公司未来业绩弹性会更大，建议关注**贵州茅台、五粮液、古井贡酒、今世缘和顺鑫农业**等。

	2018		2019		2020	
	营业总收入(同比)	归属母公司股东的净利润(同比)	预测营业收入(同比)	预测净利润(同比)	预测营业收入(同比)	预测净利润(同比)
贵州茅台	26.43%	30.00%	15.72%	22.94%	17.42%	19.39%
五粮液	32.61%	38.36%	24.89%	31.20%	19.59%	22.60%
古井贡酒	24.65%	47.57%	23.77%	31.59%	20.14%	24.81%
今世缘	26.49%	28.45%	29.34%	25.94%	24.54%	25.13%
顺鑫农业	2.90%	69.78%	19.59%	42.96%	15.62%	31.50%
伊利股份	16.89%	7.31%	13.55%	9.54%	12.25%	9.12%
中炬高新	15.43%	34.01%	13.44%	19.34%	17.92%	24.96%
三只松鼠	26.05%	0.61%	32.61%	24.88%	26.23%	28.06%
绝味食品	13.45%	27.69%	16.85%	23.81%	14.29%	20.01%
安井食品	22.25%	33.50%	19.69%	19.56%	20.39%	22.41%

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zh afl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。