

食品饮料行业2020年投资策略

降速博弈，效率为先，从高速增长到高质量

西南证券研究发展中心
食品饮料研究团队
2019年11月

核心观点

- 白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头：经济增速放缓，消费税风险增加，行业处于挤压式增长，行业内企业竞争成为常态，消费升级大趋势下，名优白酒需求更加乐观；受益于消费升级，次高端以上白酒增速更加确定，考虑到业绩稳健性和估值切换，推荐贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、山西汾酒（600809）和水井坊（600779）。
- 调味品：行业空间广阔，下游家庭+餐饮消费，相对较为稳健，抗周期能力强，产品结构升级和行业集中度提升是最大看点，推海天味业（603288）和中炬高新（600872）。
- 乳制品：国内乳制品行业双寡头格局，受益于消费升级，龙头增速远好于行业，市占率逐步提升。同时，明年原奶价格上行，叠加供给充足，市场竞争更加激烈，推荐龙头伊利股份（600887）。
- 食品综合：品类多样化较为显著，尤其是以休闲食品，多品种，小品类爆发短期带动效应明显。同时烘焙类龙头长期持续增长可期，推荐桃李面包（603866）、安琪酵母（600298）、香飘飘（603711）和盐津铺子（002847）。
- 速冻食品：龙头逐步清晰，持续增长可期。速冻火锅料行业增速10%左右，龙头市占率远大于跟随者，龙头逐步清晰，竞争格局向好；米面制品竞争较为激烈；推荐安井食品（603345）。
- 风险提示：高端酒价格或大幅下滑；经济增速大幅放缓风险。

目 录

◆ **2019年行业回顾**

◆ **白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头**

◆ **调味品：增长稳健，抗周期抗通胀首选**

◆ **乳制品：消费升级持续，行业集中度加速提升**

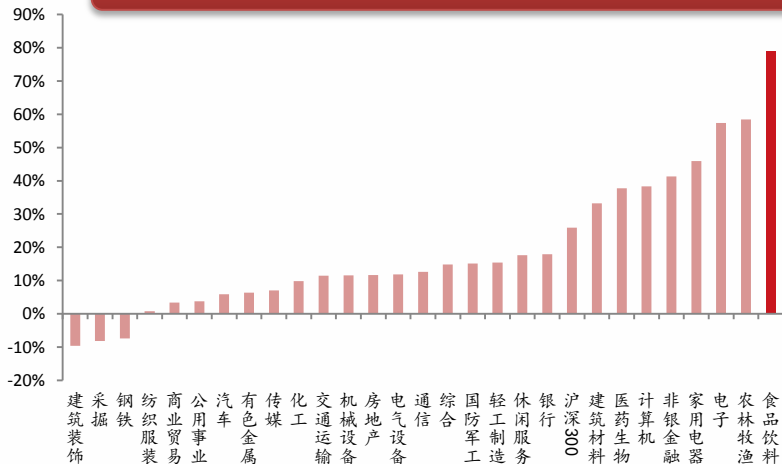
◆ **食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利**

◆ **速冻食品：龙头逐步清晰，持续增长可期**

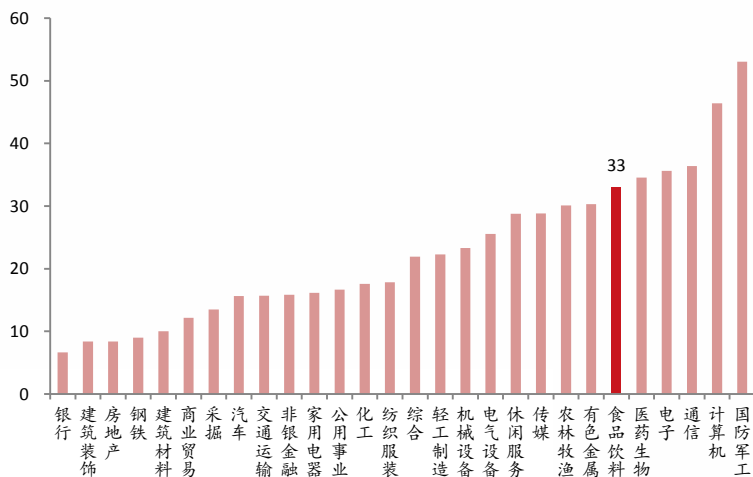
◆ **2020年投资标的推荐**

2019行业回顾：食品饮料涨幅居前，白酒板块领先

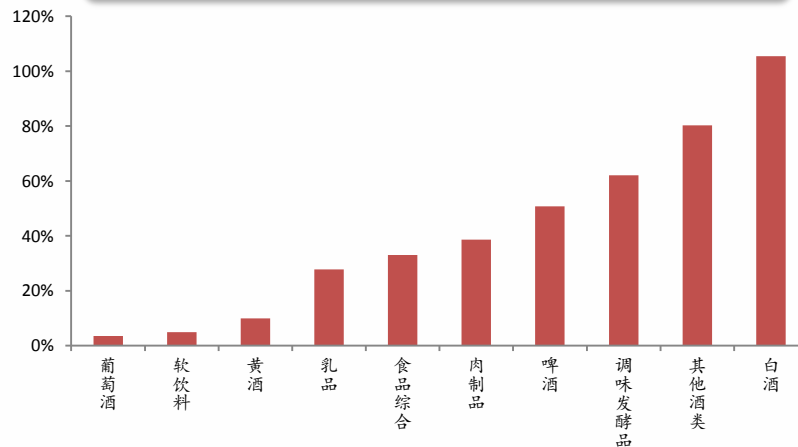
2019年食品饮料涨幅居前



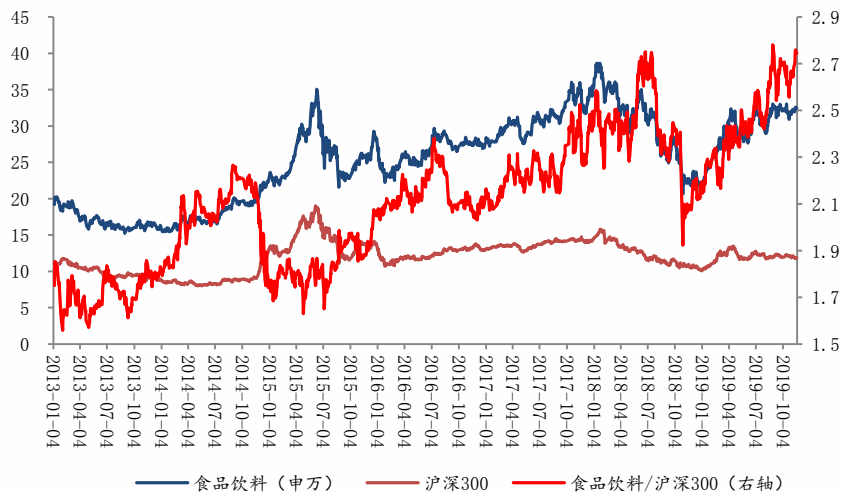
整体估值33倍，调较年初有较大涨幅



2019年食品饮料各子板块涨跌幅



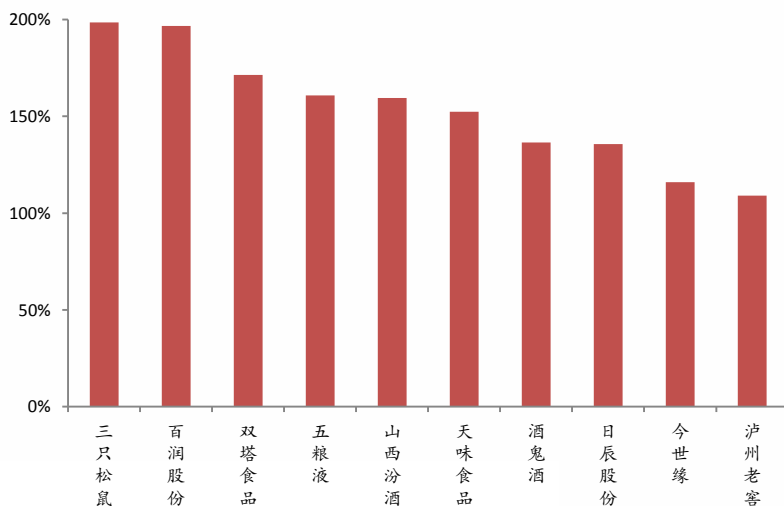
食品饮料/A股估值比持续攀升



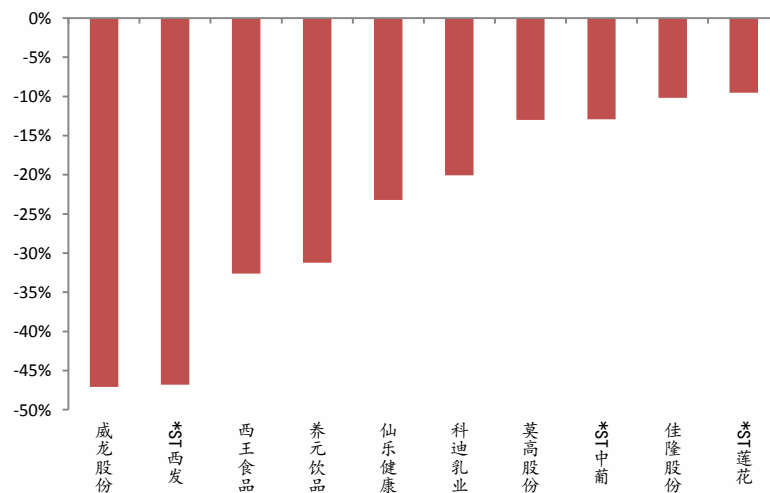
2019年行业回顾：头部集中，持续分化

- 从涨幅榜上看，休闲零食板块三只松鼠次新属性涨幅居前，百润股份、双塔食品因亮眼业绩录得较好涨幅，同时白酒板块五粮液、山西汾酒、酒鬼酒、今世缘、泸州老窖均表现不俗。
- 2019年MSCI扩容后，食品饮料板块备受外资青睐，龙头企业估值水平不断抬升，但市场分化严重，业绩不理想的个股跌幅较大。

食品饮料板块涨幅前十名



食品饮料板块跌幅前十名



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

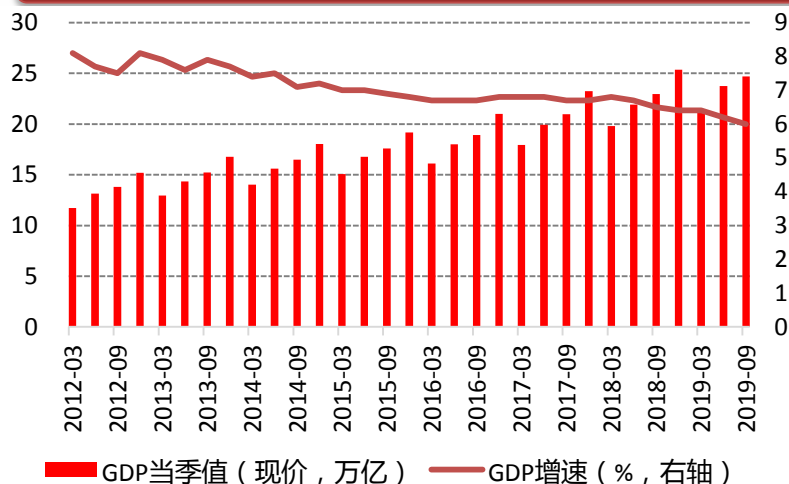
- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头
- ◆ 调味品：增长稳健，抗周期抗通胀首选
- ◆ 乳制品：消费升级持续，行业集中度加速提升
- ◆ 食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利
- ◆ 速冻食品：龙头逐步清晰，持续增长可期
- ◆ 2020年投资标的推荐

白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头

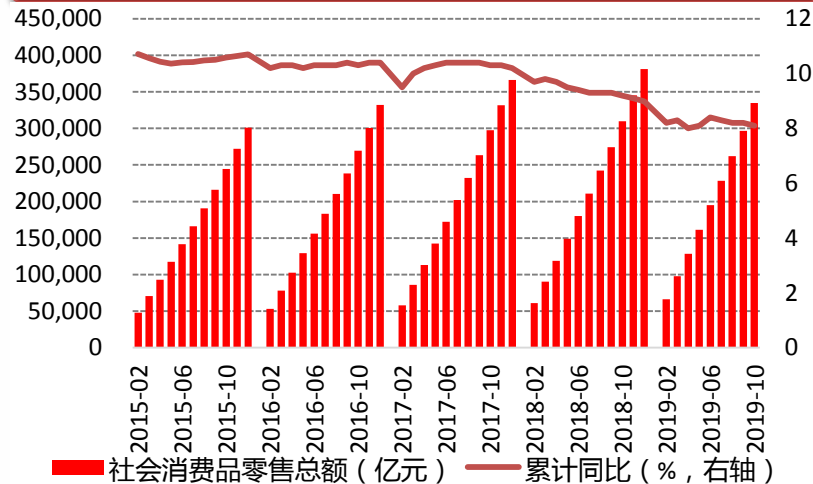
- 白酒分化越发明显，优选名酒和龙头：经济增速放缓，消费税风险增加，行业处于挤压式增长，行业内企业竞争成为常态，消费升级大趋势下，名优白酒需求更加乐观。
- ◆ 厂家角度：名优白酒占位品牌优势，引导消费者认知；同时，2015年以来名酒快速发展，品牌回归价值明显，利用资金优势运作市场，产品、品牌、文化和渠道相互协同，迈入快节奏、稳步发展阶段。
 - 茅台：直营渠道改革逐步推进、产品结构升级带动吨价提升，2020年有提价预期。
 - 五粮液：扩招小商，渠道下沉做专卖店，产品结构升级换代，信息化系统导入，带动对渠道加强管控，费用前置，消费者培育更加积极。
 - 国窖：西南、华中、华北等强势区域渠道下沉，重启华东、华南市场。
 - 汾酒：省内走向省外，环山西、非环山西市场逐步开拓，大幅招商，青花和玻汾两条腿走路，“两头带中间”效果明显，品牌复兴值得期待。
- ◆ 渠道角度：
 - 经销商是否具有名酒代理权成为核心竞争力，拥有茅台代理权占据制高点。
 - 名酒厂家投入力度大，渠道费用支持，单品利润空间偏厚，利于开拓市场和动销。
- ◆ 消费者角度：
 - 网络和信息化的快速发展，消费者认知提升，名酒和非名酒分辨明显，对品牌的忠诚度上升，更加青睐于名酒品牌。
 - “少饮酒、饮好酒”成为常态，在消费升级趋势下，对于名优白酒需求持续增加。

白酒：经济增速放缓，消费不景气

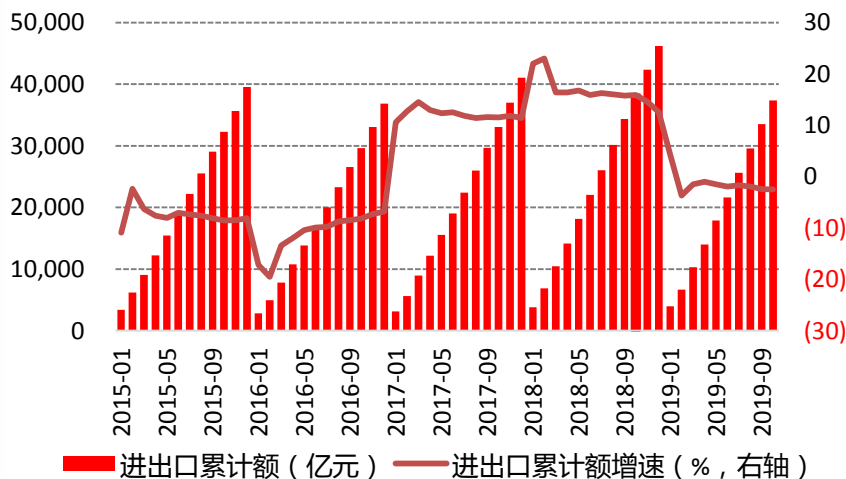
2019年前三季度GDP同比+6.0%



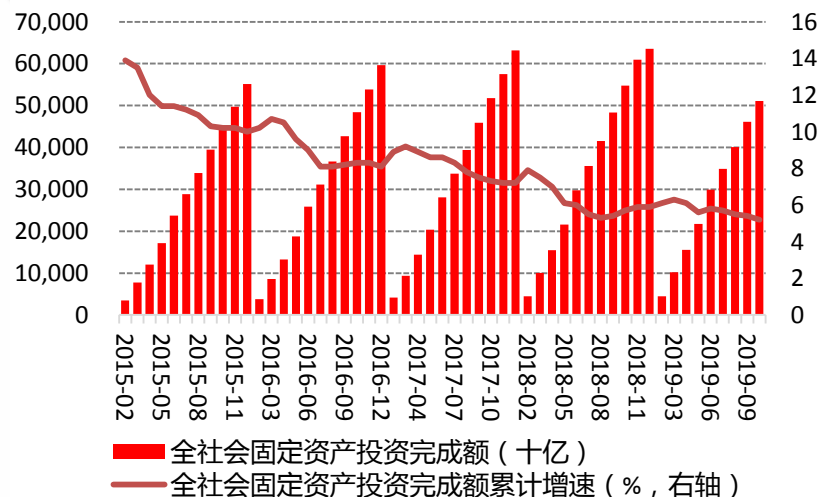
2019年1-10月社会消费品零售总额同比+8.1%



2019年1-10月进出口同比-2.5%

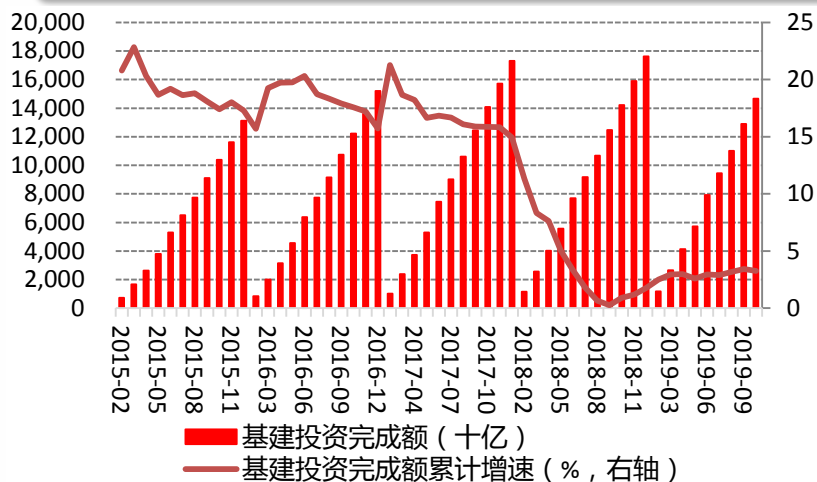


2019年1-10月固定地产投资同比+5.1%

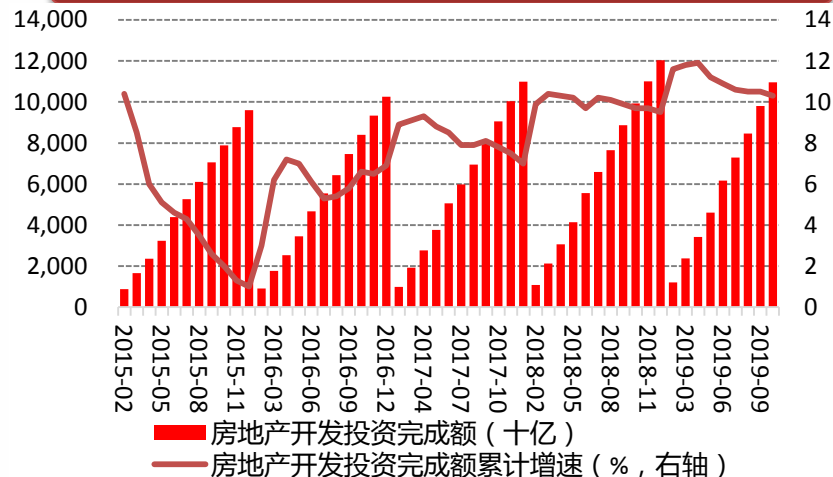


白酒：经济增速放缓，消费不景气

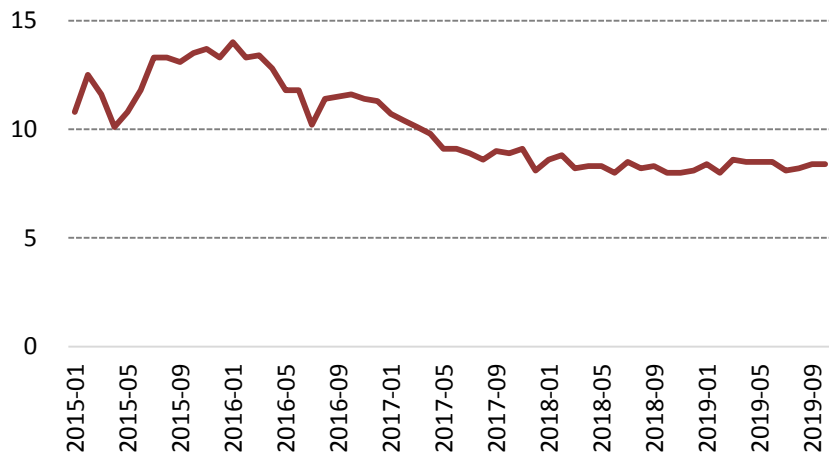
2019年1-10月基建投资同比+3.3%



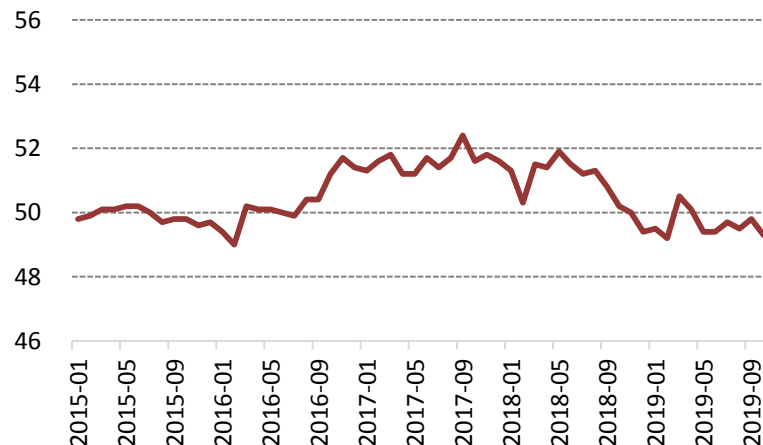
2019年1-10月房地产投资同比+10.3%



2019年1-10月M2同比+8.4%



2019年10月PMI49.3



白酒：消费税可能从严征收

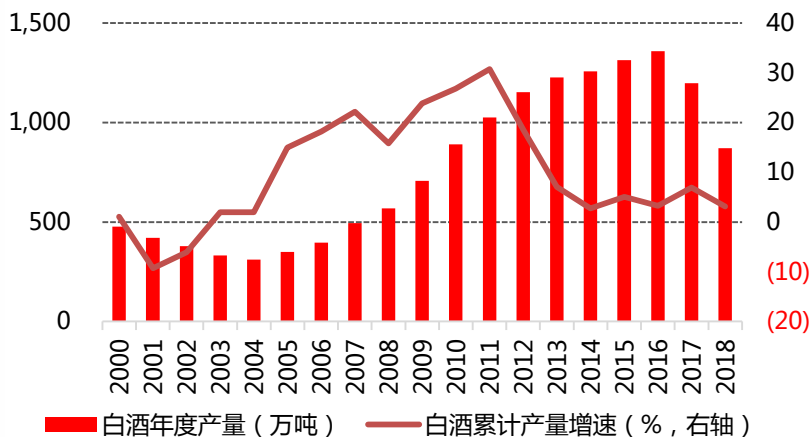
白酒历史产业政策

时间	政策	行业发展态势及影响
1978-1988年	放开名烟酒价格管制	行业供不应求，1988年放开价格管制之后，五粮液为首的名酒开始提价，1989年至2003年五粮液进行了4次提价，相继超过老窖、汾酒、茅台，茅五剑成为第一阵营。
1989-1991年	1989年，名酒不上席；限制政府白酒消费，严禁用公款宴请，购买名酒。	需求端大幅缩水，茅台、五粮液等名酒价格基本腰斩。
1992-1995年	1994年开始征收消费税，粮食白酒25%，薯类白酒15%	经济快速发展期，行业高速增长，量价齐升。
1996-2004年	负面信息较多：1、1996年23个部委等国家机关决定公务宴请不得喝白酒。2、1998年：公务接待限制名烟名酒、广告费用不得税前列支、山西朔州假酒案。3、2001年：征收从量税，1元/公斤。	行业调整期较长，负面信息多，政策打压，限制名烟酒消费；针对以广告为主的品牌和低端酒出台对应政策，低端白酒相继淡出历史舞台，同时也塑造了1573、水井坊等高端品牌的起因，中低端白酒面临转型。
2005-2011年	1、2006年消费税全部调整至20%，实际上整体是下降的；2、2009年加强消费税的征收和管理；3、2011年酒驾从严处理；4、2011年，发改委约谈白酒企业，限制涨价。	"黄金10年期"，白酒行业量价齐升，茅台成为行业老大。
2012年-2015年	1、2012年限制用公款购买高档烟酒；限制三公消费、反腐等；2、2013年各地区开始落实中央政策，出台相应限制白酒消费的政策；	白酒行业进入长达3-4年的调整，高端酒终端零售价腰斩，白酒价格带逐步下压。
2016-2018年初	1、从严征收消费税	白酒逐步弱幅度，行业整体产量并没有特别大的增速，高、中、低端差别较大，消费者对于品牌认知度明显提升，龙头、名酒市占率大幅提升。茅台终端价格最高将近2000元。
2019年三季度	消费税可能从严征收	后移消费税征收环节并稳步下划地方。在征管可控的前提下，将部分在生产(进口)环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，先对高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等条件成熟的品目实施改革，再结合消费税立法对其他具备条件的品目实施改革试点。

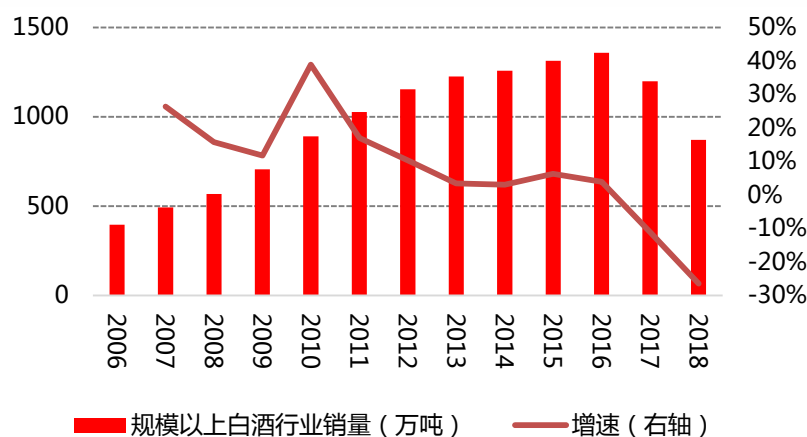
数据来源：Wind，西南证券整理

白酒：行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局

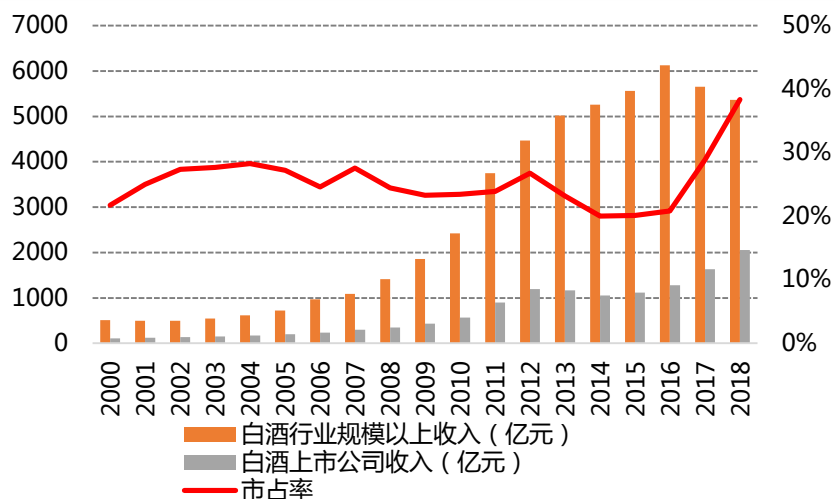
白酒产量增速处于低位



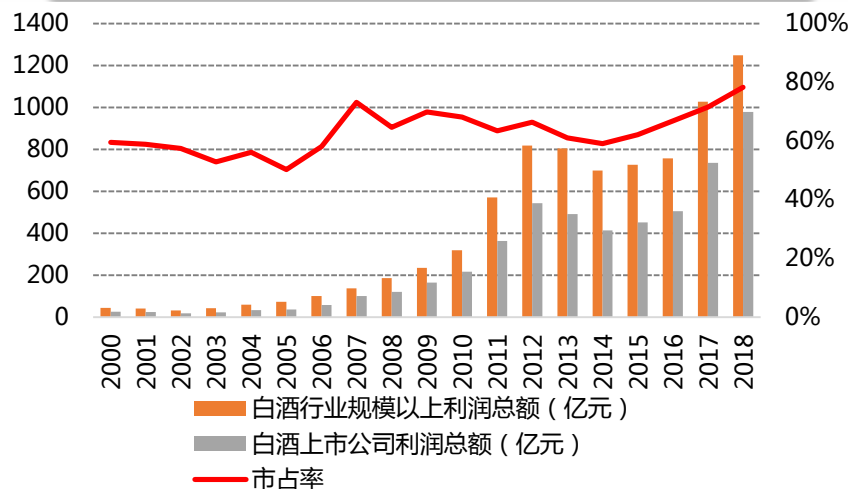
白酒销量增速大幅下滑



上市公司市占率快速提升至38%左右



上市公司利润总额市占率提升至80%左右



白酒：名优白酒占位品牌优势，引导消费者认知

- 2015年以来名酒快速发展，品牌回归价值明显，利用资金优势运作市场，产品、品牌、文化和渠道相互协同，迈入快节奏、稳步发展阶段。
- ◆ 茅台：直营渠道改革逐步推进、产品结构升级带动吨价提升，2020年提价预期。
- ◆ 五粮液：扩招小商，渠道下沉做专卖店，产品结构升级换代，信息化系统导入，带动对渠道加强管控，费用前置，消费者培育更加积极。
- ◆ 国窖：西南、华中、华北等强势区域渠道下沉，重启华东、华南市场。
- ◆ 汾酒：省内走向省外，环山西、非环山西市场逐步开拓，大幅招商，青花和玻汾两条腿走路，“两头带中间”效果明显，品牌复兴值得期待。



白酒历史评比获奖名酒

时间	地点	主持部门	获奖名酒
1952	北京	商务部	四种：茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963	北京	轻工部	八种：五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979	大连	轻工部	八种：茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984	太原	食品协会	十三种：茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒、全兴大曲酒
1989	合肥	——	十七种：茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：Wind，西南证券整理

白酒：渠道——是否代理名酒、费用投入及利润空间

- 渠道角度：
 - ◆ 经销商是否具有名酒代理权成为核心竞争力，拥有茅台代理权占据制高点。
 - ◆ 名酒厂家投入力度大，渠道费用支持，单品利润空间偏厚，利于开拓市场和动销。

不同层级白酒渠道运营模式

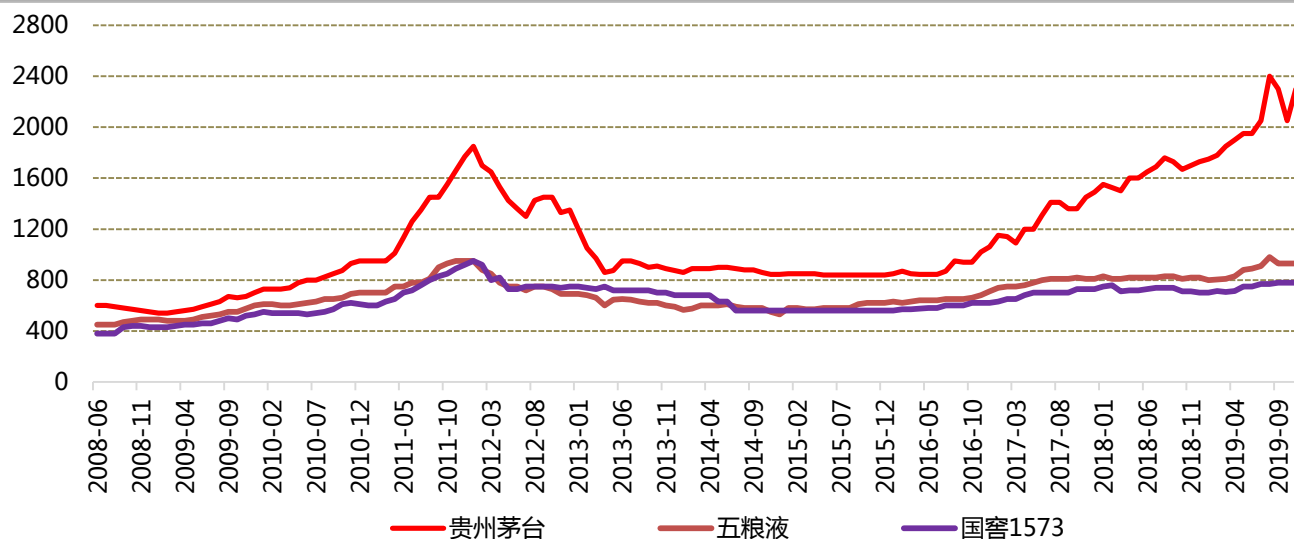
层级	特征	渠道模式
高端	品牌为主，渠道为辅	直营+经销商，团购占比较大，经销商基本也以专卖店为主，厂家和经销商同时供货大型KA，厂家有直接合作电商。侧重于宣传文化和品鉴为主，茅台直营比例会逐步增加。
次高端	品牌和渠道双驱动	经销商为主，主要以烟酒店销售为主。次高端既要有好的品牌，又需要强渠道运营能力，品牌较多，竞争较高端较为激烈。渠道的通路和重复购买率至关重要。
中低端	渠道驱动为主，弱品牌化趋势明显	经销商为主，主要以烟酒店和KA零售为主。消费者转换成本低，对品牌没有忠诚度。但中低端产品，弱品牌化趋势越发明显。

数据来源：Wind，西南证券整理

白酒：高端酒批价——行业稳定决定因素

- 高端酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映行业景气度和供需状况。本轮白酒调整，高端酒批价在2016年下半年出现逐步上行态势，每次旺季之后略有回落属于正常现象。2018年二季度经济下行，茅台批价略有下降，但之后持续上行；五粮液和国窖批价压力较大，二季度到春节期间批价下行，于是五粮液在2018年6月下旬、国窖在7月初开启控量挺价。四季度基建投资上行，白酒在春节迎来拐点；2020年由于茅台渠道改革，导致供应量不足，带动高端酒量价齐升。
- 2020年，茅台供应量依然偏紧，从近期渠道调研反馈，茅台和五粮液均需在2019年四季度提前执行2020年计划量，供需偏紧，2020年预计高端酒批价以稳价或小幅上行为主。

高端酒一批价变化趋势（单位：元）



数据来源：Wind，西南证券整理

白酒：库存——良性、平滑周期

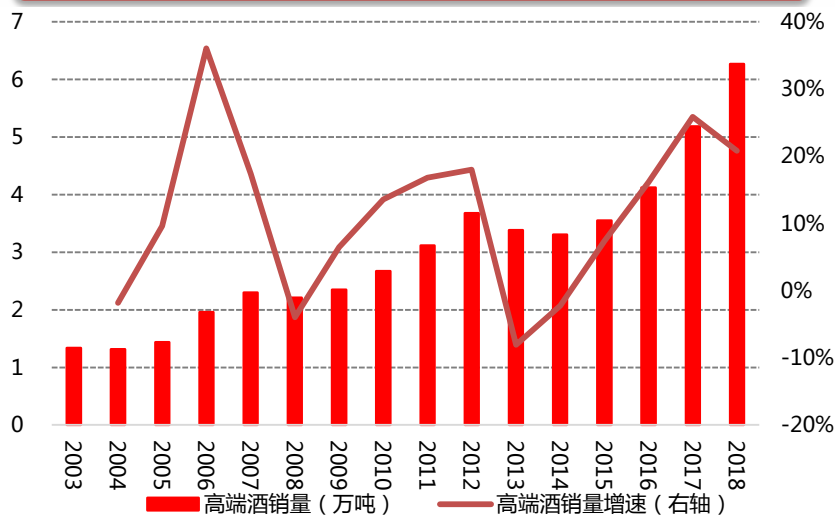
- 此轮白酒调整之后，库存并未持续累加，库存基本处于良性状态，随着厂家调控和信息化系统渗透，名优白酒库存周期有望平滑。短期来看，对于名优白酒，渠道库存需要关注，但并不是核心重点，未来以厂家主导的平滑行业周期值得期待。
- ◆ 名酒厂家关注可持续增长，不会主动压很多库存，一旦发现库存高企，主动控量保价。&2018年6、7月份五粮液和国窖控量。
- ◆ 名优厂家均采用更加精细化的管理模式，对于库存的把控能力较强。
 - 基本采用扁平化运作+深度分销模式，厂家销售人员大幅增加，对于市场管控更加到位。
 - 信息化系统的导入和使用（五粮液扫码系统），增强厂家对于渠道和终端的管理能力。
- ◆ 名优白酒价格，除茅台外，渠道利润并不丰厚，并未触发渠道大规模囤货行为。类比于2012年之前白酒的黄金十年期，此轮白酒复苏周期较短，除茅台外，鲜有渠道暴利的情况。因此，经销商基本没有主动大规模囤货行为。

白酒：消费持续升级，名优白酒更受青睐

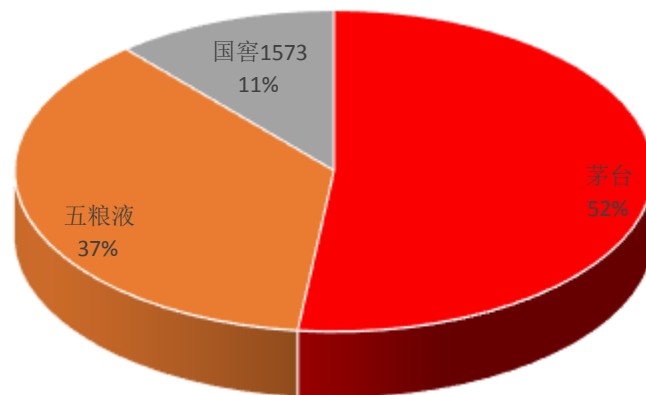
□ 消费者角度：

- ◆ 网络和信息化的快速发展，消费者认知提升，名酒和非名酒分辨明显，对品牌的忠诚度上升，更加青睐于名酒品牌。
- ◆ “少饮酒、饮好酒”成为常态，在消费升级趋势下，对于名优白酒需求持续增加。
- 高端酒最为稳健：2018年高端酒销量6.3万吨；过去十五年，高端酒销量除2008年全球经济危机下滑4%、2013年和2014年反腐和禁止三公消费分别下滑8%、2%外，一直在持续增长，稳健性最好，预计未来3-5年高端酒销量依然保持10%左右增速。

高端酒销量持续稳定增长



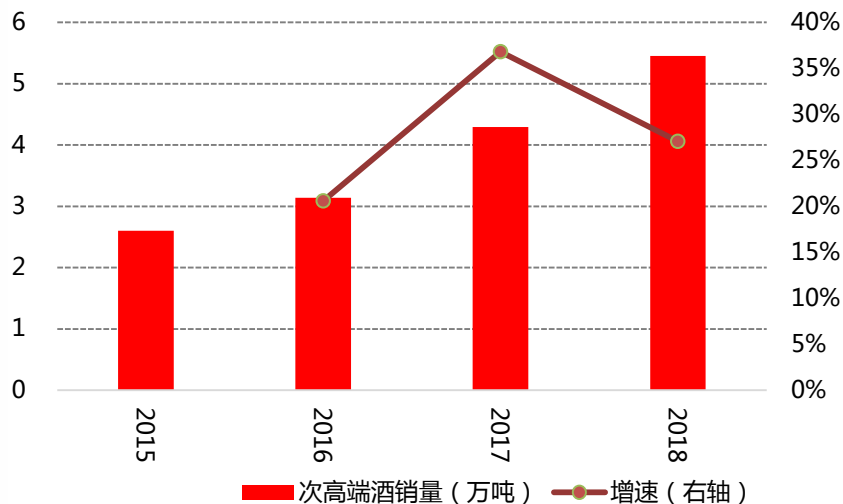
2018年高端酒销量市场份额



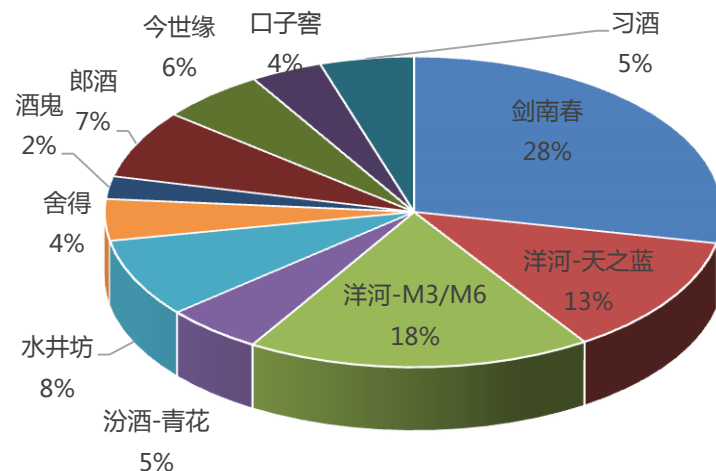
白酒：消费持续升级，名优白酒更受青睐

- 次高端增速最快：2018年次高端销量5.5万吨左右；过去3-4年次高端增速20%以上，名酒龙头企业增速普遍超过30%，次高端一方面受益于消费升级，市场容量持续扩充；另一方面，受经济和行业波动影响较大，在高端酒批价和库存稳定的情况下，次高端将呈现持续扩容的态势。未来三年次高端维持15%以上销量增速值得期待。

次高端销量快速增长



2018年次高端市场份额



数据来源：Wind，西南证券整理

白酒：白酒分化越发明显，优选名酒和龙头

- 寻求确定性：优选名酒和龙头
- ◆ 宏观经济下行，行业挤压式增长，受益于消费升级次高端以上白酒增速更加确定，考虑到业绩稳健性和估值切换，重点推荐贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、山西汾酒（600809）、水井坊（600779）。

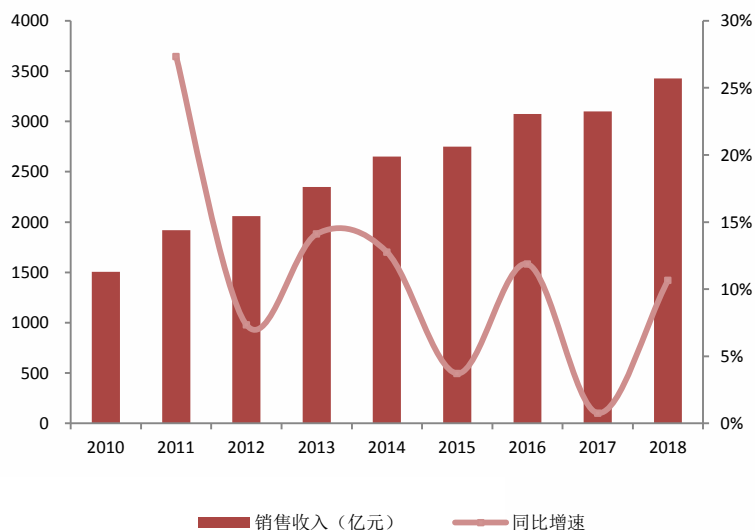
目 录

- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头
- ◆ 调味品：增长稳健，抗周期抗通胀首选
- ◆ 乳制品：消费升级持续，行业集中度加速提升
- ◆ 食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利
- ◆ 速冻食品：龙头逐步清晰，持续增长可期
- ◆ 2020年投资标的推荐

调味品：行业空间广，未来持续增长稳定

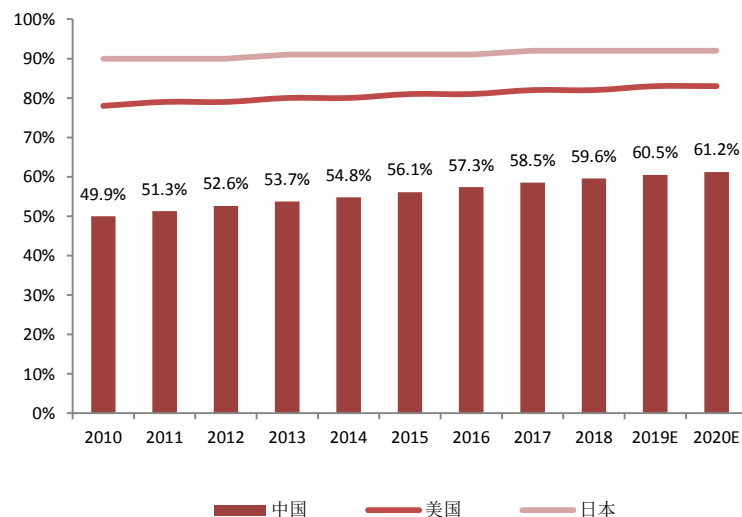
- 在食品饮料所有子板块中，调味品行业景气度最高，过去数十年来一直保持着稳定快速增长，行业空间达3000多亿，分析其背后原因是中国经济高速发展以及城镇化进程带来居民生活习惯改变和消费能力的提升（主要体现在外出就餐频率增加以及家庭调味品消费往量价齐升方向发展）。目前中国城镇化率为59.6%，对比日本、美国等发达国家80%仍有较大提升空间。可预见在未来较长一段时间内，城镇化将作为调味品行业成长的推手保障其持续稳定增长。

调味品行业持续稳定增长



数据来源：调味品协会，西南证券整理

中国城镇化率仍有较大提升空间

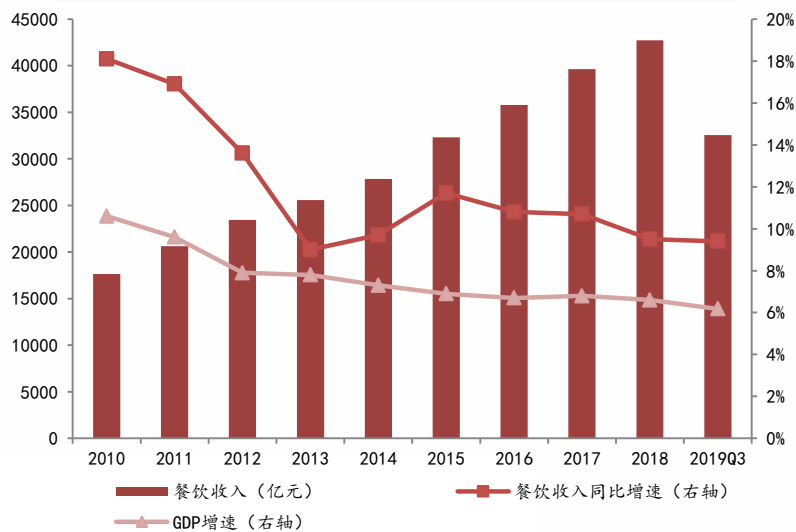


数据来源：统计局，西南证券整理

调味品：增长稳定，抗周期抗通胀首选

- 调味品企业以其业绩稳定性和强提价能力，成为抗周期和抗通胀首选。
- ◆ **抗周期性**：1) 调味品作为必须消费品，刚性消费，受经济周期波动影响较小；
2) 城镇化进程带动的外出就餐及外卖的发展保障餐饮行业持续稳定增长，而餐饮是调味品消费大头（占比60%）且最稳定。
- ◆ **抗通胀性**：调味品行业每隔2-3年提价，由于在终端消费占比低，价格敏感度小，调味品企业能较轻易将通胀压力向下游转嫁，具有较强提价能力。

餐饮增速稳健



数据来源：统计局，西南证券整理

调味品企业强提价能力

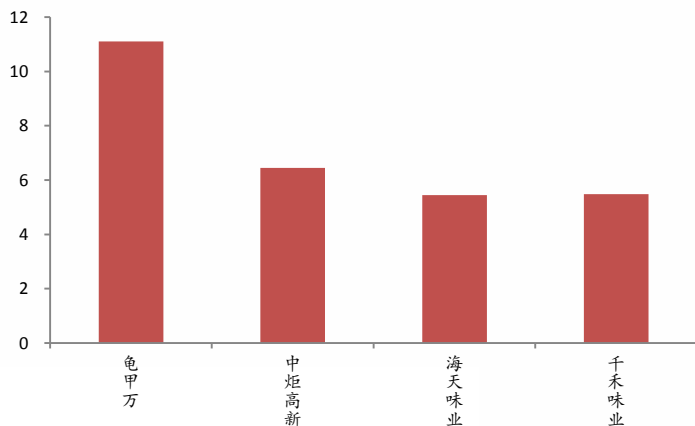
企业	提价时间	提价幅度
海天味业	2016年12月	5%
中炬高新	2017年3月	5%-6%
千禾味业	2017年3月	8%
涪陵榨菜	2018年11月	流通渠道提价10%
	2017年2月	15%-17%
	2016年7月	8%-12%
恒顺醋业	2019年1月	最高15%

数据来源：公司公告，西南证券整理

调味品：产品结构升级+集中度提升将是龙头企业增长势能

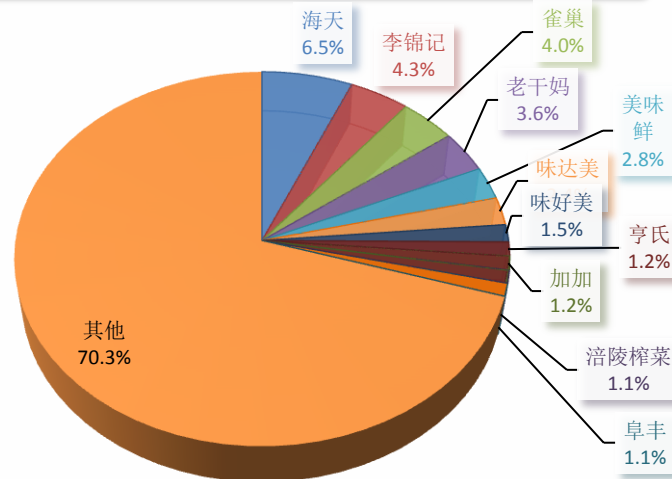
- 相比较国外成熟市场，中国调味品行业仍面临两大问题：产品结构偏低+行业集中度低，而这也恰恰是龙头企业有望实现超行业平均增速的机会。
- ◆ **产品结构升级**：中国调味品无论在价格档次还是产品丰富度上都远落后发达国家（以酱油吨价为例，中国企业远低于日本），随着收入水平提升，产品价位升级+品类丰富将是大趋势，而龙头企业凭借品牌优势，将更有利地走在升级前列。
- ◆ **集中度提升**：中国调味品行业集中度低（CR5 < 20%），随着行业逐步成熟增速放缓，未来调味品将进入挤压式增长阶段，具有渠道、产品、品牌优势的龙头企业将享受行业整合红利，实现市占率的快速提升。

中日酱油吨价对比（千元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

调味品行业集中度有待提升

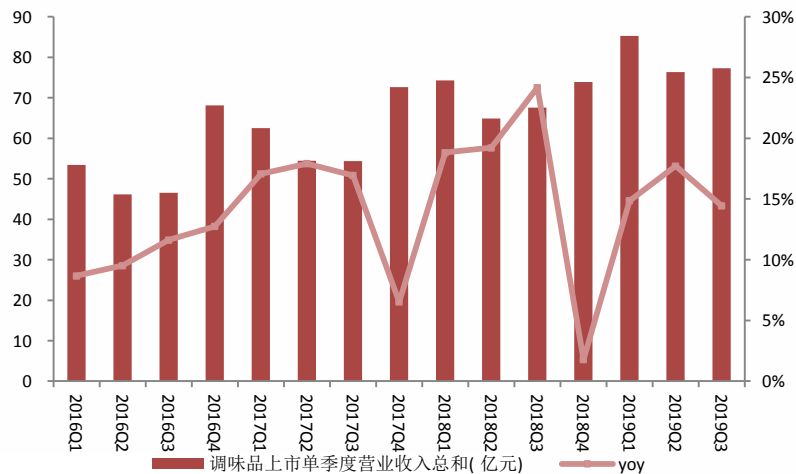


数据来源：调味品协会，西南证券整理

调味品：业绩稳健，优选龙头+关注基本面改善个股

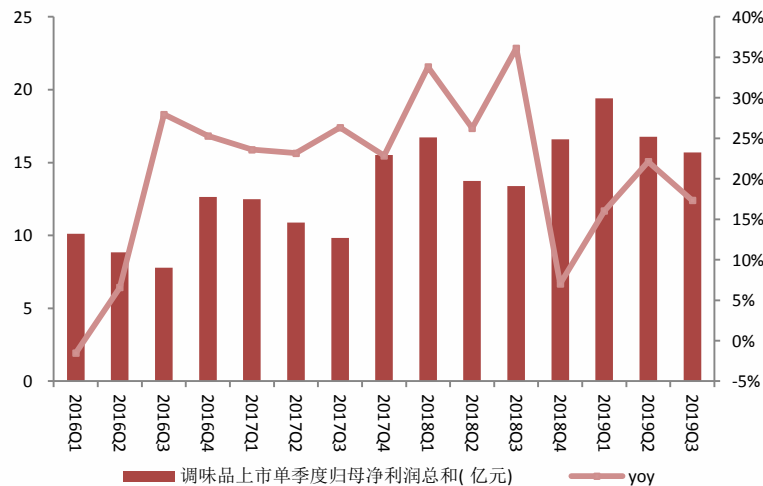
- 具体到调味品上市公司业绩来看，过去几年呈现稳中向好的增长态势，弱市之下优先选择业绩稳健的企业，调味品公司具有较强的配置价值。投资遵循两个思路：
 - ◆ **优选龙头**：优选基本面扎实、业绩确定性强的细分子行业龙头企业，推荐海天味业；
 - ◆ **关注基本面改善个股**：基本面存在改善预期，业绩有望加速，推荐海天味业（603288）、中炬高新（600872）、恒顺醋业（600305）。

调味品上市公司收入增速稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

调味品上市公司净利润弹性更大



数据来源：调味品协会，西南证券整理

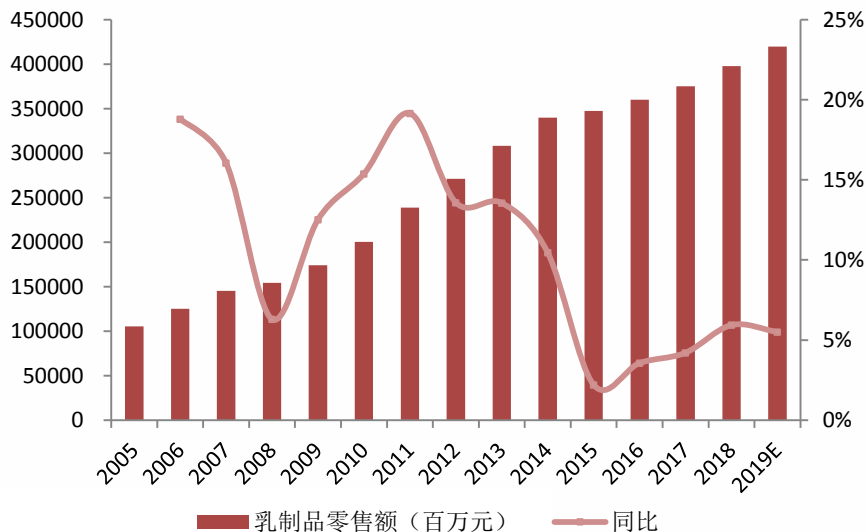
目 录

- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头
- ◆ 调味品：增长稳健，抗周期抗通胀首选
- ◆ 乳制品：消费升级持续，行业集中度加速提升
- ◆ 食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利
- ◆ 速冻食品：龙头逐步清晰，持续增长可期
- ◆ 2020年投资标的推荐

乳制品：行业平稳增长，成本上行，竞争加剧

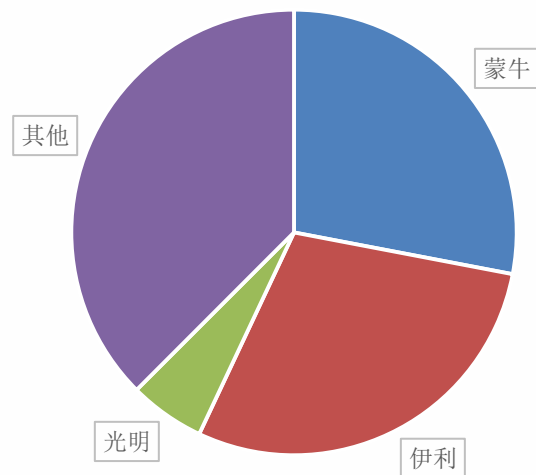
- **行业增长稳健，增速放缓至低个位数水平。**据Euromonitor数据显示，中国乳制品零售额自2015年后开始逐步放缓至个位数水平，预计将保持5%以下的低个位数稳健增长。
- **竞争向头部企业集中。**以液体奶为例，头部三家企业伊利、蒙牛、光明市占率合计超过60%，虽然龙头企业凭借品牌、渠道优势进一步实现对中小地方品牌市场份额的抢占，但未来品牌集中度提升空间相对有限，头部企业竞争必然加剧。

我国乳制品行业增速



数据来源：中国奶业年鉴，西南证券整理

液态奶三强市占率

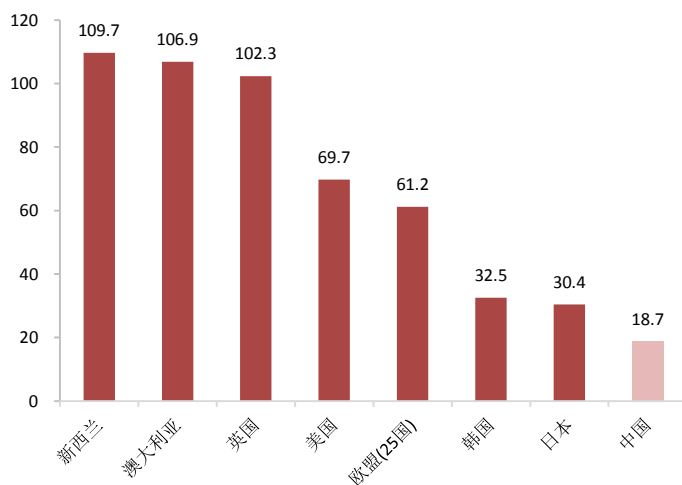


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

乳制品：行业平稳增长，成本上行，竞争加剧

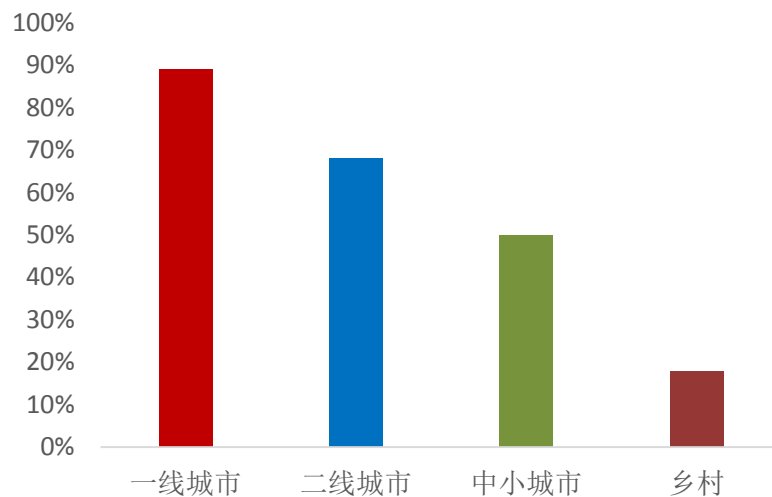
- **低线城市贡献增量。**随着我国经济快速发展以及三四线城市消费水平逐步提升，消费升级持续。目前我国人均乳制品消费量为19Kg/年，与国外相比仍有较大差距。分区域来看，我国一二线城市人均乳制品消费量为40kg/年左右，而三四线及以下地区约为15kg/年左右，且渗透率远低于高线城市。目前三四线城市保持双位数增长，未来仍有较大提升空间。

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

各类城市和乡村液态奶渗透率

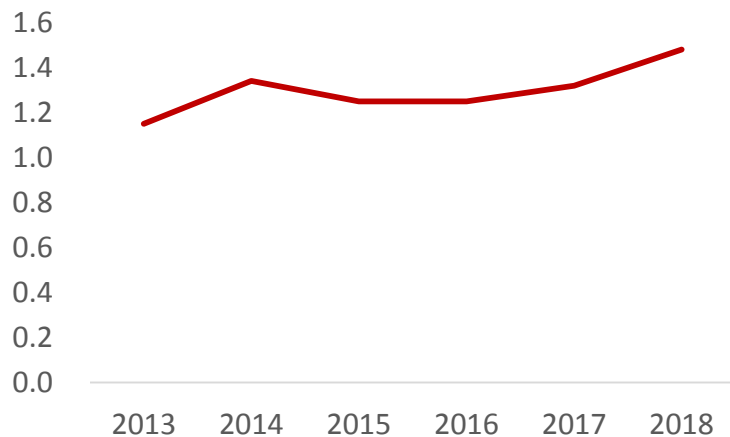


数据来源：中国奶业年鉴，西南证券整理

乳制品：行业平稳增长，成本上行，竞争加剧

- **产品结构优化推动行业量价齐升。** 乳制品产品结构升级显著，酸奶、高端白奶等维持高景气。各大乳企纷纷加大高端产品的促销和推广，效果显著。如伊利前三季度金典、安慕希、金领冠等重点产品同比增长超15%，其中金典增长22%，远高于行业平均增速。

乳制品均价稳步提升（元/升）



数据来源：中国奶业年鉴，西南证券整理

以特仑苏为代表的高端白奶增速较快

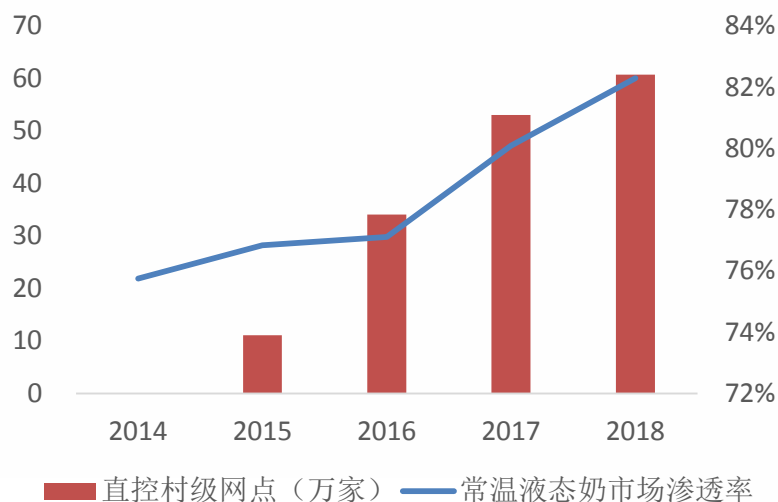


数据来源：公司公告，西南证券整理

乳制品：行业平稳增长，成本上行，竞争加剧

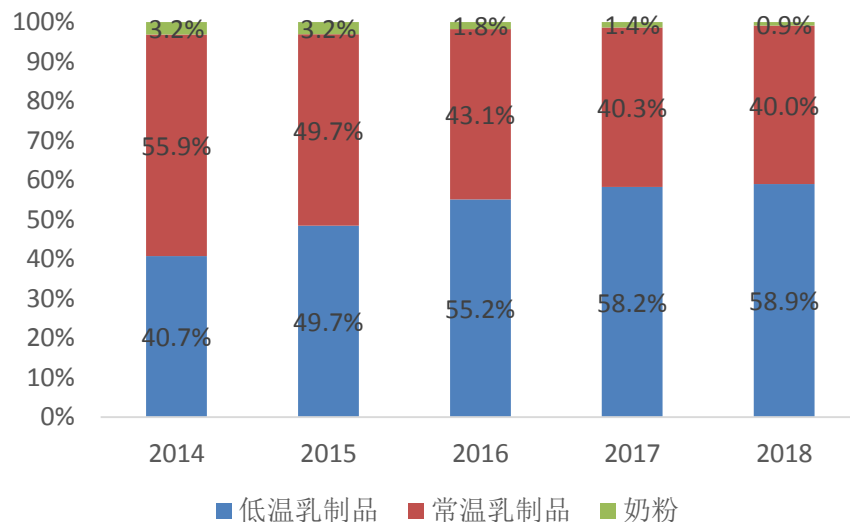
- **全国性乳业加大渠道渗透率。**蒙牛、伊利等全国性乳企通过常温奶进行渠道渗透与下沉，提升市场份额，对区域型乳企形成挤压。
- **区域型乳企发力低温产品，差异化竞争。**消费升级趋势下，低温奶市场增长迅速，区域乳企抓住奶源与冷链优势，发力低温奶，与全国性乳企形成差异化竞争。如四川新希望乳业低温产品占比达到60%以上，持续强化“鲜战略”，以“新鲜”为根基，推进“鲜战略”落地实施，打造从源头牧场至终端客户的新鲜生态圈。

伊利网点数量和市场渗透率逐步提升



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

新乳业产业结构以低温产品为主

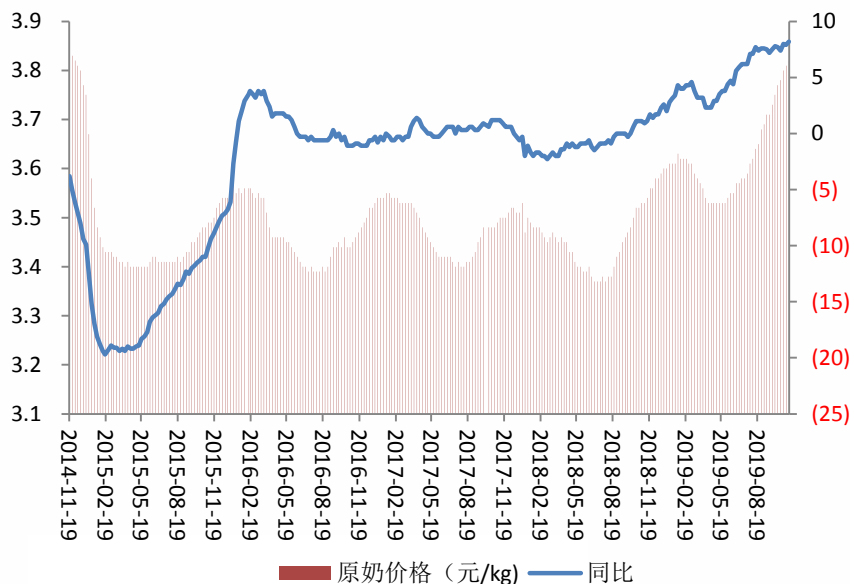


数据来源：公司公告，西南证券整理

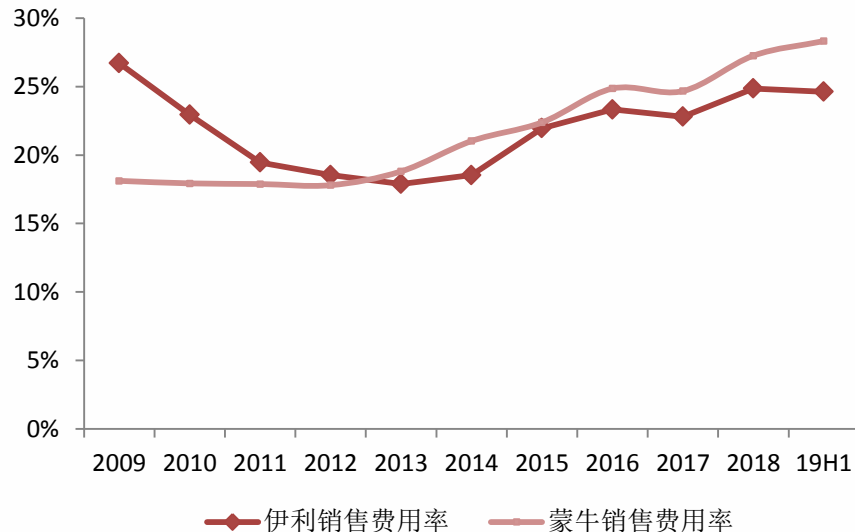
乳制品：行业平稳增长，成本上行，竞争加剧

- **成本上涨叠加终端消费疲软，竞争导致费用加大。** 1、原奶需求偏紧导致自18年下半年开始上涨，2019前三季度累计涨幅达7%。龙头乳企通过产品结构优化以及加强对上游奶源的布局，较好的消化成本压力。2、受宏观经济影响，乳制品消费终端略显疲软，乳企纷纷加大促销力度抢占市场份额，销售费用率保持高位水平。

生鲜乳价格走势（单位：元/kg）



龙头企业销售费用率持续提升（单位：%）



数据来源：wind，西南证券整理

目 录

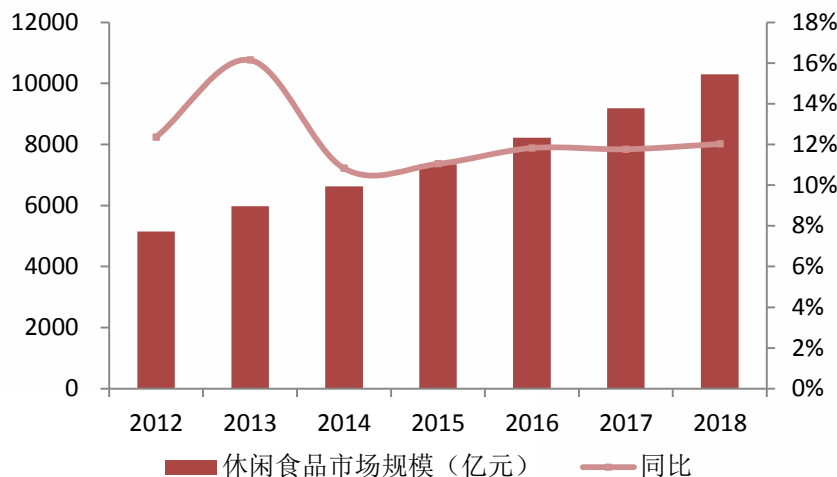
- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头
- ◆ 调味品：增长稳健，抗周期抗通胀首选
- ◆ 乳制品：消费升级持续，行业集中度加速提升
- ◆ 食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利
- ◆ 速冻食品：龙头逐步清晰，持续增长可期
- ◆ 2020年投资标的推荐

食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利

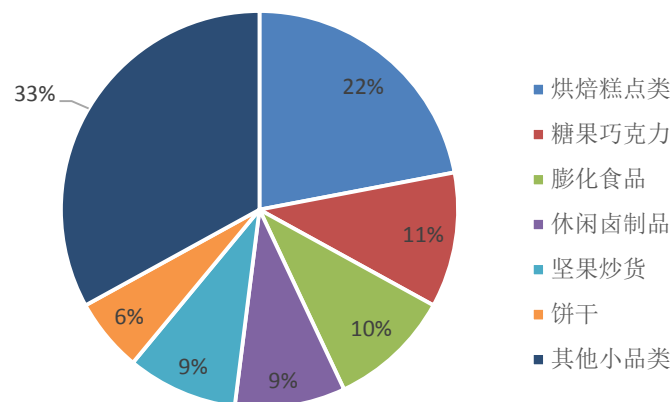
□ 休闲零食万亿市场高景气度

- ✓ **大市场，高景气度**：据Frost & Sullivan 统计，中国休闲零食市场规模2018年破万亿，并保持着双位数的增长，在品类创新、高端化、健康化升级推动下，预计未来5-10年休闲零食行业仍将保持较高的景气度。
- ✓ **品类丰富，格局分散**：休闲零食品类丰富，既有西方的糖果、膨化饼干、烘焙食品，又有中国传统的卤制品、坚果炒货、果脯蜜饯。品类众多导致行业集中度分散，各个品类均有相应的龙头存在。随着三只松鼠、百草味、良品铺子等平台型企业逐步壮大，休闲零食品牌集中有望进一步提升。

休闲零食行业市场容量超万亿



休闲食品品类丰富



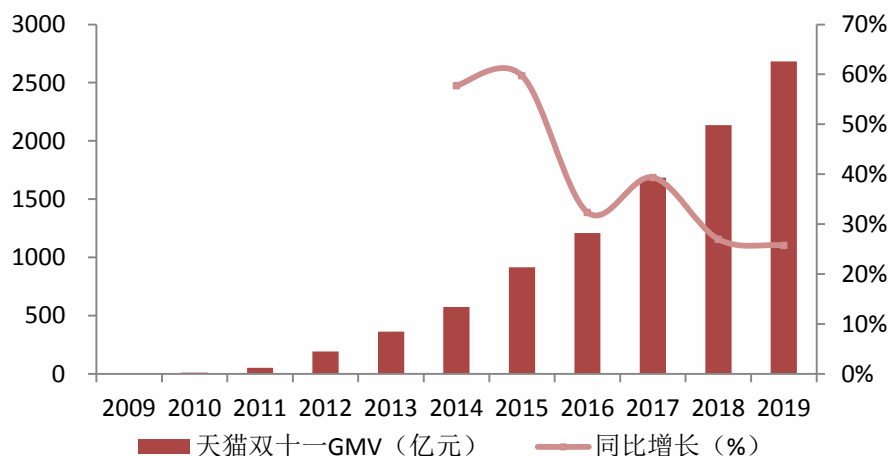
数据来源：Frost & Sullivan、Euromonitor，西南证券整理

食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利

□ 休闲零食电商：线上流量红利依旧强劲，拼多多打开低线城市消费者增量空间。

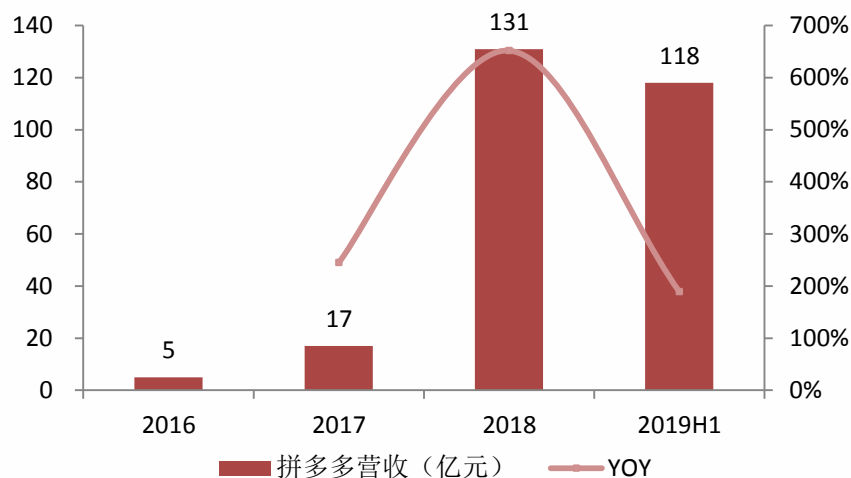
- ✓ 电商方便、便捷、便宜的特点极大迎合当下年轻人“宅文化”。尽管线上流量红利逐步放缓，但双十一销售额屡创新高显示红利依旧强劲，且流量更多向头部品牌集中。目前休闲零食电商渗透率仅为9.8%，仍有较大提升空间。
- ✓ 近些年拼多多凭借价格优势横扫三四线城市，挖掘出低线城市消费潜力，带来增量消费者红利，新渠道的打开也为休闲零食企业进行下沉创造通路，目前三只松鼠已经通过拼多多进入更广袤的三四线农村市场。

线上红利依旧强劲



数据来源：wind，西南证券整理

拼多多营收快速增长



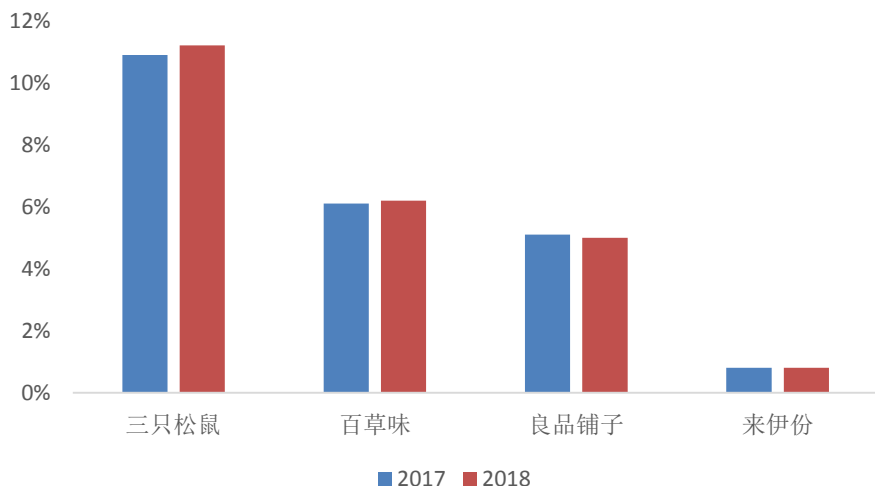
数据来源：公司公告，西南证券整理

食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利

□ 休闲零食电商：三足鼎立格局，品类拓展创造增量。

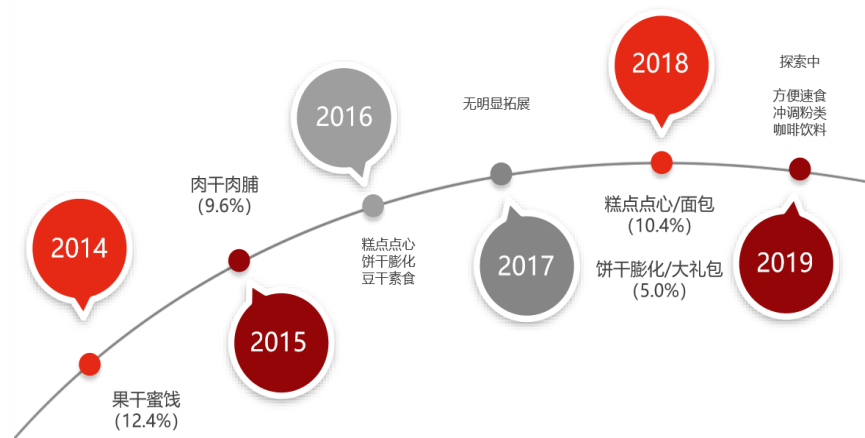
- ✓ **竞争格局**：目前线上以形成三只松鼠、百草味、良品铺子三强的竞争格局，CR3接近25%。
- ✓ **品类拓展**：导流型的坚果产品增速逐步放缓且毛利甚微，电商企业纷纷通过品类拓展来实现第二增长曲线，以三只松鼠为例，公司自14年开始每年拓展新品类创造增量，目前零食12个二级品类已经基本布局完毕，坚果炒货占比将至50%。。

零食电商三国杀，三只松鼠遥遥领先



数据来源：天猫数据，西南证券整理

品类拓展创造增量（以三只松鼠为例）



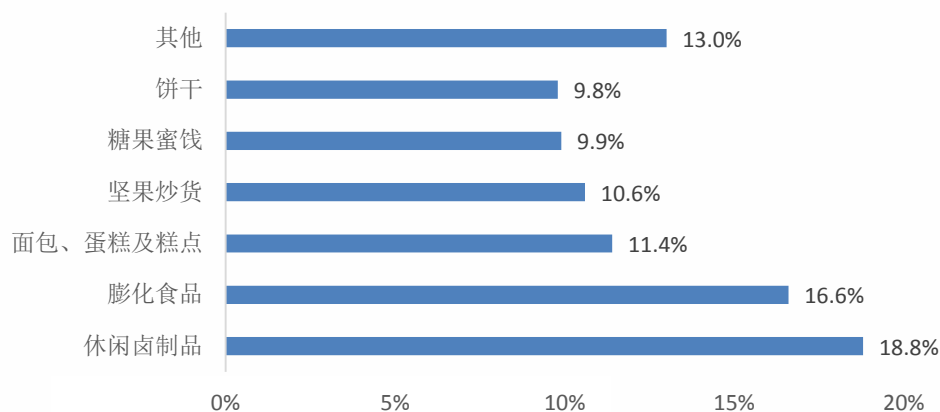
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利

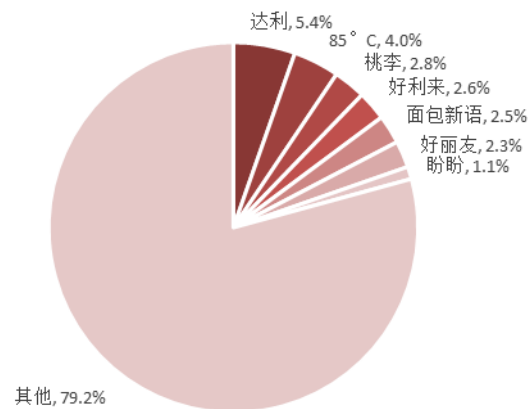
□ 线下休闲零食：品类增长红利+健康化趋势，各有机会。

- ✓ 线下休闲零食企业享受品类增长红利。从休闲食品各子品类看，烘焙食品、休闲卤制品、新型坚果这三个细分品类蕴藏较大机会。
- ✓ **烘焙**：千亿市场，健康理念驱动消费从长保产品向中短保产品升级。短保面包龙头企业桃李面包抢占先机，完成全国产能布局，保持20%稳定增长；美焙辰（达利）强势入局，新业务带动营收增长；盐津铺子通过在商超渠道发力“憨豆先生”中保口袋面包产品同样取得不俗表现。受益中短保烘焙产品品类增长红利，各企业业绩实现快速增长。

各子品类增速预测（2015-2020复合增速）



烘焙行业集中度有待提升



数据来源：Frost & Sullivan、中国产业信息网，西南证券整理

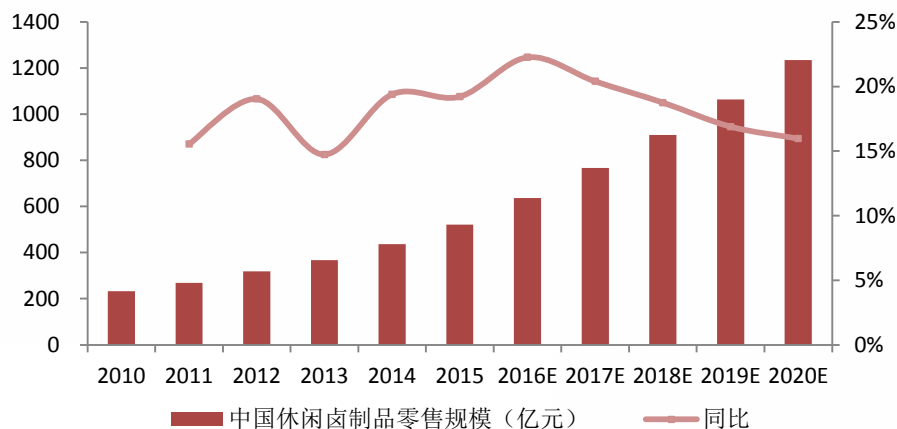
食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利

□ 线下休闲零食：品类增长红利+健康化趋势，各有机会。

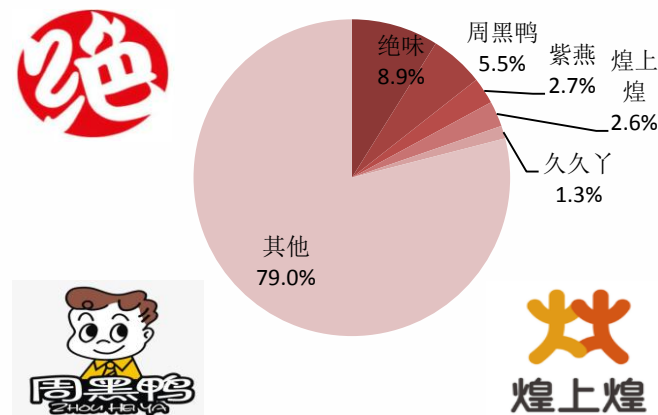
✓ **休闲卤制品**：根据Frost&Sullivan数据显示，2015年整个休闲卤制品行业零售额达521亿元，到2020年有望超1200亿元，年复合增速达18.2%，行业高景气度。消费升级趋势下，消费者愈加重视食品安全问题，在产品选择上将向大品牌、知名连锁企业倾斜，小摊小贩将加速退出。绝味、煌上煌、紫燕等连锁品牌凭借良好的口碑、强大的供应链以及稳定的盈利模式吸引更多加盟商加盟，加速全国扩张。

卤制品三巨头各有千秋：1、绝味强在供应链和管理输出，业务延伸拓展性强；2、周黑鸭放开特许经营，商业模式变革，寻求业绩突破口；3、煌上煌内部调整到位，重启快速开店模式，业绩有望加速。

休闲卤制品行业零售规模



品牌卤制品市占率提升



数据来源：Frost & Sullivan、天猫，西南证券整理

食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利

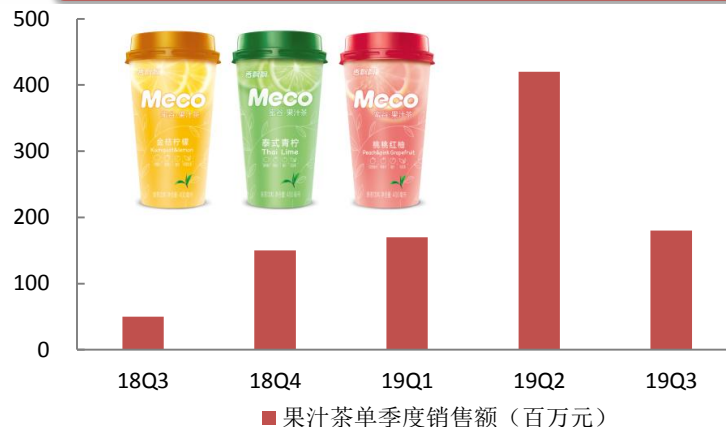
□ 线下休闲零食：品类增长红利+健康化趋势，各有机会。

- ✓ **坚果**：传统坚果竞争激烈，行业相对红海，但新型坚果如每日坚果却享受着品类爆发的大机会。目前已有十几家企业推出每日坚果产品，品类呈现扩容性增长，目前线下洽洽凭借小黄袋“保鲜”的精准定位抢占市场先机。
- ✓ **新型饮品**：茶饮料行业市场规模超400亿，消费升级趋势下主打健康化、高端化、年轻化的新式茶饮站上风口，比如当下非常火的元气森林、定位“新一代茶饮”的香飘飘meco果汁茶（一年十亿大单品），重视新式茶饮的发展趋势及巨大空间。

休闲卤制品行业零售规模



果汁茶成为十亿爆款



数据来源：Frost & Sullivan、天猫，西南证券整理

目 录

◆ 2019年行业回顾

◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头

◆ 调味品：增长稳健，抗周期抗通胀首选

◆ 乳制品：消费升级持续，行业集中度加速提升

◆ 食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利

◆ 速冻食品：龙头逐步清晰，持续增长可期

◆ 2020年投资标的推荐

速冻食品：餐饮供应链风起，掘金千亿市场

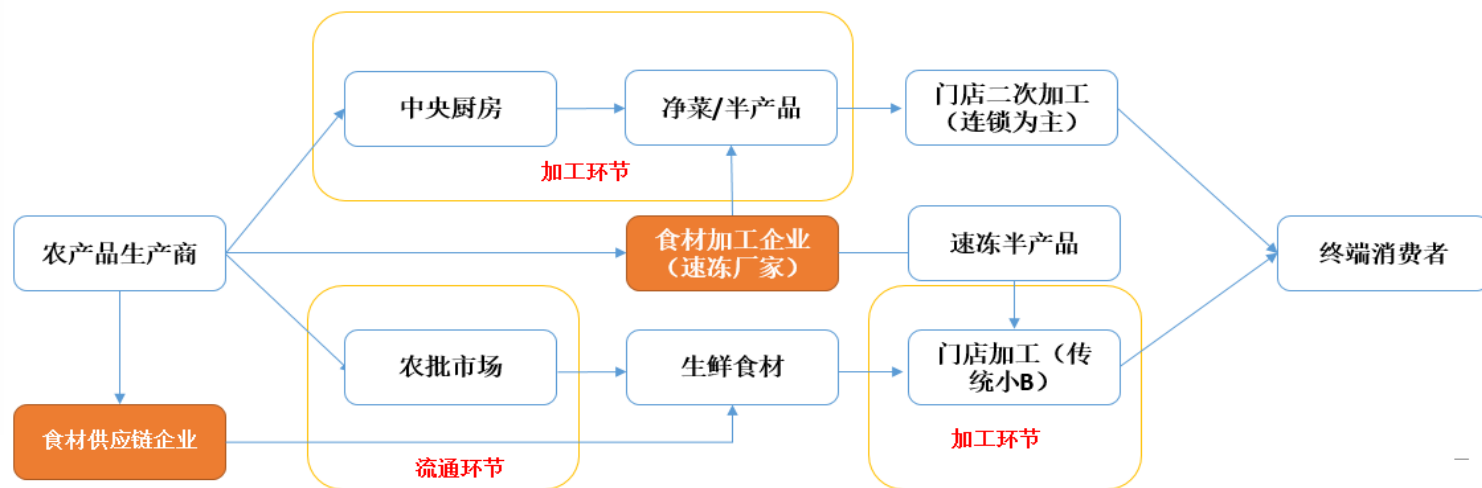
- 据国家统计局数据，2018年中国餐饮行业收入42689亿元（+9.46%），过去五年复合增速超10%，保持较高的景气度。餐饮供应链（特指食材供应链）作为餐饮行业中重要的一环，将迎来巨大的发展机遇。目前餐饮供应链规模约1.5万亿。
- ◆ **需求端**：城镇化进程下，居民收入水平提升，外出就餐机会和频率增长，餐饮行业维持10%的高景气增长；
- ◆ **供给端**：竞争加剧，人力与店租成本上升，倒逼商家降本增效，优化供应链。



速冻食品：餐饮供应链风起，掘金千亿市场

- **速冻食品行业**作为餐饮供应链中最要的组成部分，尤其是针对B端餐饮客户的速冻火锅料、速冻面米制品、速冻菜肴等标准化半成品将极大提升后厨效率，迎来巨大的需求爆发。
- ◆ **原因1**：餐饮连锁企业占比出现提升，为保持口感的安全性和一致性，向速冻企业采购标准化的成品或者半成品成为最优选择；
- ◆ **原因2**：相比较国外如美国、日本，超60%以上的速冻食品消化在餐饮渠道内，而中国更多是在零售渠道，餐饮占比低（5%），效率提升倒逼烹饪模式发生变化，冻品2B业务迎来黄金发展期。

餐饮供应链图



数据来源：西南证券整理

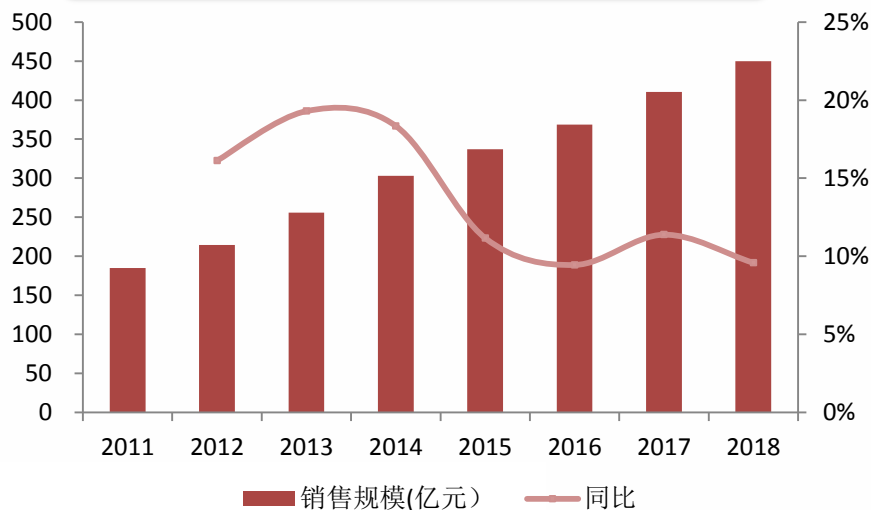
速冻食品：餐饮供应链风起，掘金千亿市场

□ 速冻火锅料

1、行业规模：速冻火锅料的市场规模大概在450亿左右，保持接近10%左右增速。受益于B端连锁餐饮火锅行业的快速发展，有效拉动需求，预计未来五年仍保持5%-8%的中高速增长。

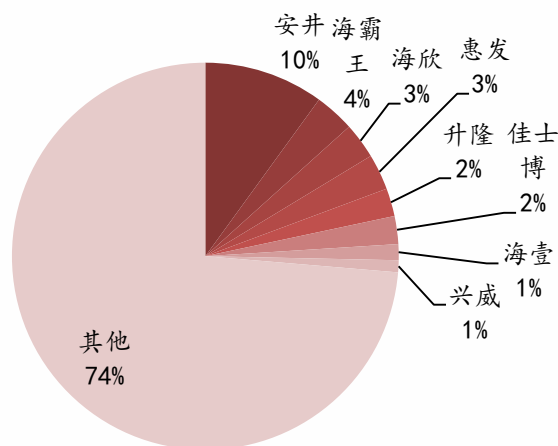
2、竞争格局：1) 行业格局较为分散，CR5不足25%，安井作为绝对龙头，市占率为10%；2) 猪肉、鸡肉等原材料成本上行加速行业洗牌，行业处于提价周期，成本能力控制弱、品牌力弱缺乏提价能力的小企业在加速退出，行业集中度提升。

速冻火锅料保持10%+增速



数据来源：欧睿，西南证券整理

速冻火锅料行业竞争格局



数据来源：wind，西南证券整理

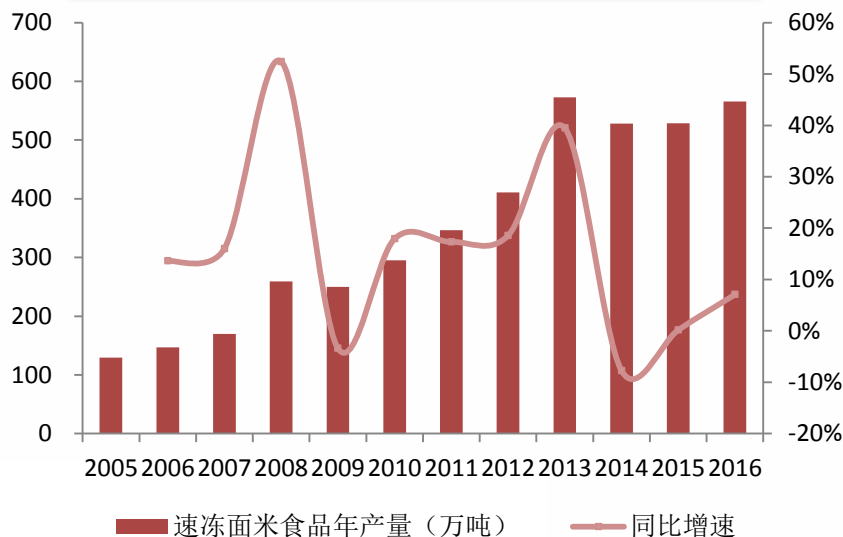
速冻食品：餐饮供应链风起，掘金千亿市场

□ 速冻面米制品

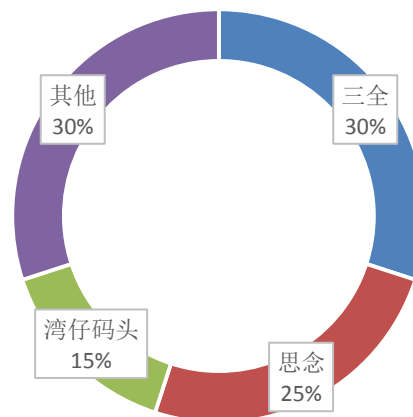
1、行业规模：速冻米面行业规模大概在500亿，零售C端占大头，行业增速基本在5%以内的低速增长阶段；B端餐饮渠道正处于快速发展阶段，预计行业增速超20%以上；

2、竞争格局：1) C端零售市场集中度较高，传统的汤圆水饺领域主要主要集中在三全、湾仔码头、思念三家手中，市占率接近70%；2) B端餐饮快速发展，手抓饼、油条、蒸饺等一系列符合餐饮渠道消费的新品推出，思念干味央厨、三全绿标、正大、安井等企业为头部玩家。

速冻面米制品行业产量情况



传统速冻面米制品行业竞争格局



数据来源：中国食品网，西南证券整理

目 录

- ◆ 2019年行业回顾
- ◆ 白酒：分化越发明显，优选名酒和龙头
- ◆ 调味品：增长稳健，抗周期抗通胀首选
- ◆ 乳制品：行业平稳增长，成本上行，竞争加剧
- ◆ 食品综合：休闲食品高景气，品类龙头尽享红利
- ◆ 速冻食品：餐饮供应链风起，掘金千亿市场
- ◆ 2020年投资标的推荐

贵州茅台（600519）：龙头+名酒，市占率提升将是长期趋势

□ 投资逻辑

1、经济和消费下行，同时行业竞争越发明显，在行业增速放缓的态势下，龙头更具有竞争优势，名优白酒值得超配。

2、长期来看，名酒属于稀缺品，市占率持续提升是长期逻辑。从白酒的发展历程来看，国内消费者对于白酒的需求属于可选中相对刚性产品，名酒市占率逐步提升是长期趋势。

3、批价相对稳定，市场需求强劲,提价预期明显。目前，茅台批价2300元左右，维持在相对较高位置。根据渠道调研，市场需求依然强劲；同时部分区域反馈有增加保证金的情况，明年提价预期明显。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为34.4元、41.1元、48.4元，“买入”评级。

□ 风险提示

市场开拓或不达预期；高端酒价格滞涨或下降风险。

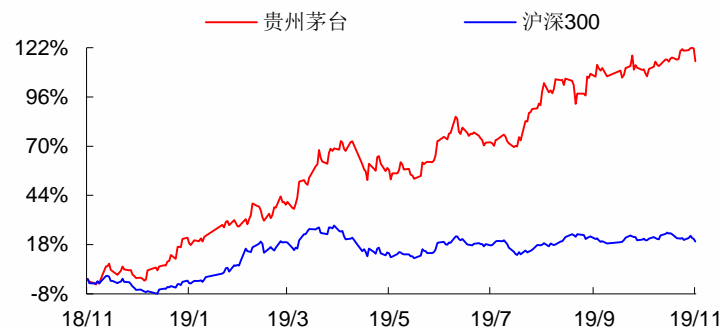
业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（亿元）	772	899	1053
营业收入增长率	26%	16%	17%
归母净利润（百万元）	352	432	517
归母净利润增长率	30%	23%	20%
EPS（元）	28.0	34.4	41.1
P/E	42	34	29

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

五粮液（000858）：量价齐升值得期待

□ 投资逻辑

1、长期来看，名酒依然属于稀缺资源，高端酒销量持续扩张，市占率提升是长远逻辑。

2、控盘分离和扫码系统导入，管理能力得到实质提升，看好公司长期发展。公司针对第八代五粮液提出控盘分离和扫码系统，7月份运营以来，渠道和终端管理得到切实提升：1）、批价大幅上行，渠道利润增厚，经销商积极性提高；同时新一代五粮液出厂价亦提升至889元。2）、渠道和终端等得到实质改善，改革前五粮液大商占据市场主导地位，坐商态势明显，对于终端渠道维护能力较差，公司导入控盘分离和扫码系统后，对于渠道和终端管控能力明显加强，窜货减少，动销得到有效跟踪，对于市场管理、终端维护和消费者服务得到实质改善。3）、批价从二季度的980元左右下滑至930元左右，稳定态势明显。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为4.54元、5.55元、6.63元，“买入”评级。

□ 风险提示

市场开拓或不达预期；高端酒价格滞涨或下降风险。

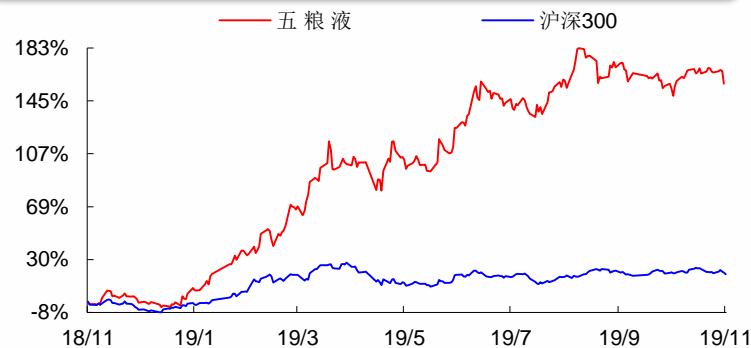
业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（亿元）	400	502	606
营业收入增长率	33%	25%	21%
归母净利润（百万元）	134	176	215
归母净利润增长率	38%	32%	22%
EPS（元）	3.47	4.54	5.55
P/E	38	29	24

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

泸州老窖 (000568) : 产品结构升级明显, 泛全国化值得期待

□ 投资逻辑

1、公司聚焦核心单品, 持续深耕市场, 国窖受益于茅台缩量, 量价齐升, 估计2019全年增速25%左右; 中端特曲60逐步导入市场, 预计2019年销售超过10亿元, 窖龄系列持续调整, 理顺在即; 老字号特曲渠道下沉, 抢占200元左右市场份额明显, 近两年核心市场华北和华中区域老字号特曲增速均超过20%, 2020年有望持续提价; 低端头曲和二曲继续聚焦优质大众酒, 待新产能投产之后, 酒质进一步提升值得期待。

2、渠道下沉和市场开拓同步进行, 向泛全国化逐步迈进。公司品牌足够支撑全国性发展, 核心区域西南、华中和华北发展较为乐观, 持续深耕市场, 渠道下沉抢占终端。同时, 华东市场进入快速布局阶段, 2018年以来华东地区呈现高增速, 未来有望在中高端酒需求最为乐观的华东市场稳步发展; 华南市场亦开启投入模式, 泛全国化值得期待。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为3.23元、4.05元、4.90元, “买入”评级。

□ 风险提示

市场开拓或不达预期; 高端酒价格滞涨或下降风险。

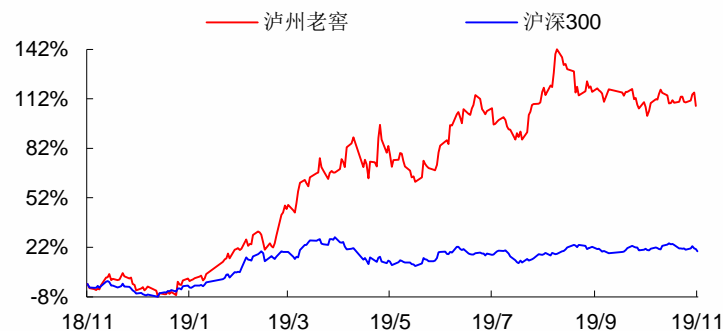
业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	131	162	196
营业收入增长率	26%	24%	21%
归母净利润 (百万元)	34.9	47.3	59.4
归母净利润增长率	36%	36%	26%
EPS (元)	2.38	3.23	4.05
P/E	36	26	21

数据来源: Wind, 西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

山西汾酒（600809）：省外开拓带动业绩高增长

□ 投资逻辑

1、省外市场发力，超额完成三步分两步走目标。受益于渠道开拓和下沉，尤其是华东和华南区域呈现爆发式增长，江浙沪一带增速翻倍，环山西市场也维持较高增长，新市场开拓和重点市场深耕，带动业绩高速增长；省外市场的大力开拓，超额完成三步分两步走目标。

2、汾酒依然处于市场开拓的高速增长阶段。公司自17年在体质改革的大环境带下，一路高歌，持续开拓市场，17年省内高速增长，18年重点开拓环山西市场，19年稳步提升环山西市场，继续打基础，同时重点对环山西市场之外省市招商，公司有望重回全国性酒企。同时，玻汾的全国推广取得初步成效，培育消费者角度进展顺利，在承接消费升级下，有望成为大众酒代表。

3、公司持续高速开拓市场，大幅招商填补空缺渠道，带来业绩高速增长。未来1-2年依然处于重点开拓市场，铺设渠道阶段，真正考验汾酒的是市场管理能力，期待与华润合作之后，管理能力大幅提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为2.27元、2.79元、3.40元，“买入”评级。

□ 风险提示

市场开拓或不达预期；高端酒价格滞涨或下降风险。

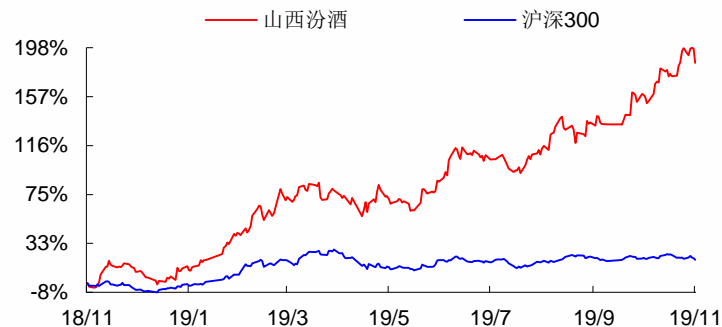
业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（亿元）	93.8	122.2	149.0
营业收入增长率	55%	30%	22%
归母净利润（百万元）	14.7	19.8	24.3
归母净利润增长率	55%	35%	23%
EPS（元）	1.69	2.27	2.79
P/E	55	41	34

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

水井坊（600779）：高速增长和盈利能力提升值得期待

□ 投资逻辑

1、核心品类井台和八号继续发力，高端产品经营策略有待调整。得益于市场持续开拓和新品推广，次高端品类依然呈现高速增长；但2019年高端菁翠和典藏出现下滑，在600元以上价格带，水井坊品牌优势略弱，高端产品经营策略有待调整。整体来看，核心市场依然呈现高速增长，北区增速42%，主因是京津冀市场开拓较为顺利，东区增速19%，主要是二季度部分东区省份去库存较为理想，三季度加大拿货节奏。同时，邛崃项目进展顺利。

2、次高端整体竞争激烈，水井坊韧劲十足。据渠道调研，17年四季度以来，次端竞争逐步凸显，整体竞争较为激烈，部分区域进入白热化阶段，但公司增速持续高于行业，韧劲十足，主因在于持续品牌内涵的投放和塑造（太庙活动、广州塔发布会、国家宝藏等）、具有竞争力的渠道开拓和管理（快周转、持续开拓市场等）等，公司依然处于快速发展的阶段，未来三年持续高增长值得期待，且规模效应下，盈利能力有望持续提升。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为1.64元、2.17元、2.79元，“买入”评级。

□ 风险提示

市场开拓或不达预期；高端酒价格滞涨或下降风险。

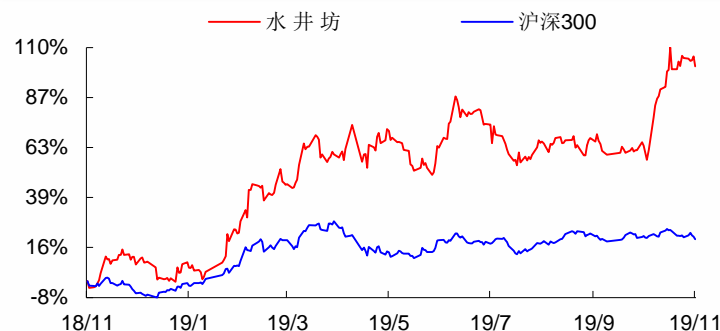
业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（亿元）	28.2	35.3	43.6
营业收入增长率	38%	25%	24%
归母净利润（百万元）	5.8	8.0	10.6
归母净利润增长率	73%	38%	32%
EPS（元）	1.19	1.64	2.17
P/E	48	35	26

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

海天味业（603288）：产品+品牌+渠道构筑强壁垒，龙头风范尽显

□ 投资逻辑

1、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；

2、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+渠道扩充、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。

3、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。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为1.95元、2.33元、2.74元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格或大幅波动，食品安全风险。

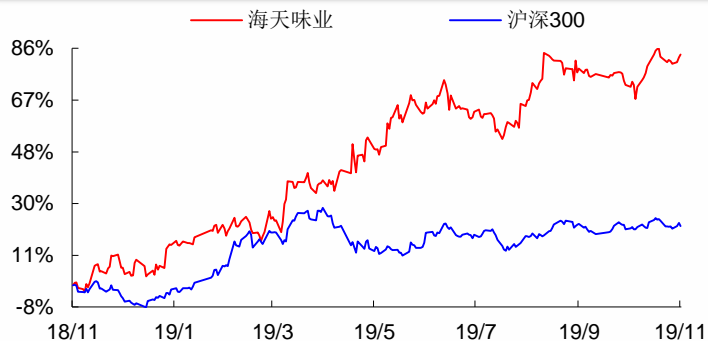
业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	17034	19786	22946
营业收入增长率	16.8%	16.2%	16.0%
归母净利润（百万元）	4365	5263	6303
归母净利润增长率	23.6%	20.6%	19.8%
EPS（元）	1.62	1.95	2.33
P/E	68	57	48

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

中炬高新（600872）：调味品业务稳健增长，激励加大有望释放业绩

□ 投资逻辑

1、产能建设+区域扩张+餐饮渠道发力+品类协同发展，未来三年业绩成长确定性强。 1、公司目前拥有产能将近50万吨，随着阳西基地三期以及阳西美味鲜工厂合计近100万吨产能的建设，保障未来扩张产能供应；2、公司目前强势区域在东南沿海及华南区域，向华中、华北、西南等市场进军逐步完成全国化布局；3、餐饮渠道是公司短板（占比20%多），相比海天（占比60%左右）提升空间大，带来增量明显；4、非酱油类调味品的协同发展也将是业绩增长保障。

2、激励加大有望释放业绩。 宝能入主后，新管理层对公司战略发展规划清晰，进一步改革绩效考核与薪酬激励制度，加大激励力度。我们预期改革红利释放将带动管理效率明显提升，业绩有望加速。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为0.91元、1.14元、1.37元，“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险，食品安全风险。

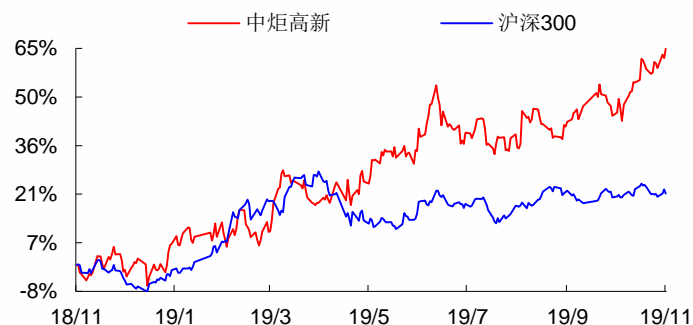
业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4166	4649	5454
营业收入增长率	15.4%	11.6%	17.3%
归母净利润（百万元）	607	727	907
归母净利润增长率	34.0%	19.7%	24.7%
EPS（元）	0.76	0.91	1.14
P/E	61	51	41

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

伊利股份（600887）：竞争优势强化，行业领导者着眼大格局

投资逻辑

1、液态奶行业虽然整体进入低速增长阶段，但人均消费量尤其是低线城市仍有较大提升空间，消费升级下，产品结构持续优化，带动行业量价齐升。

2、公司产品端加快创新和结构升级，渠道端加强密集织网，各品类市占率稳步提升。同时公司通过收购海外乳企、牧场，布局上游奶源，拓展全球市场。在原奶价格持续上涨背景下，公司有望凭借原奶优势、成本控制能力进一步强化竞争力。

3、公司积极试水新品类，寻找全新增长点。公司近几年尝试布局豆奶、功能性饮料及奶酪，持续推进平台化战略。同时公司通过股权激励锁定长期底线增速，助力打造千亿健康食品集团。

业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为1.16/1.26/1.47元，“买入”评级。

风险提示

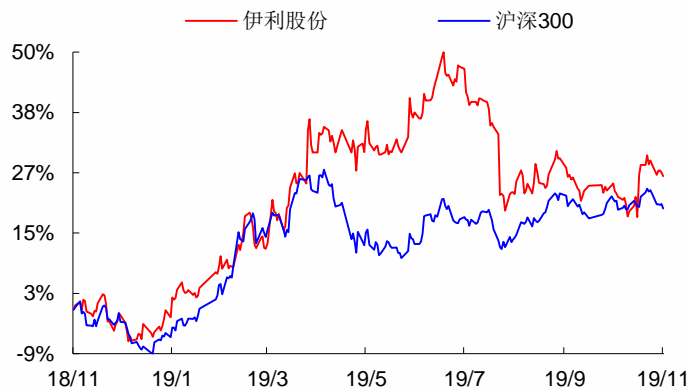
食品安全、原奶价格超预期上涨、新产品上市不及预期的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	79553	89772	100015
营业收入增长率	16.9%	12.8%	11.4%
归母净利润（百万元）	6440	7076	7663
归母净利润增长率	7.3%	9.9%	8.3%
EPS（元）	1.06	1.16	1.26
P/E	28	25	23

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

盐津铺子（002847）：厚积薄发，开启高质量发展三年新征程

□ 投资逻辑

1、散装休闲零食商超渠道内的龙头企业，受益于新品类爆发以及渠道扩张，收入高增长。生产与销售端规模效应逐步体现，净利率重回上升通道，释放利润高弹性。未来三年收入复合增速38%、归母净利润复合增速50%以上，公司有望开启兼顾规模与效益的三年高质量发展新征程。

2、**看点1：产品组合完善，新品类极具爆发性。**传统干杂类通过渠道下沉和陈列升级维持10%+增速；烘焙作为第二大品类快速放量；辣条、果干等新品储备，产品线丰富有竞争力；

看点2：终端模式清晰可复制，渠道拓张空间大。公司终端“盐津铺子零食屋”+“憨豆先生面包屋”的双中岛模式有效提升单店产出，并在全国推广，空间大；

看点3：规模效应逐步体现，新品毛利率提升；利润端拐点已现，净利率大幅改善。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为0.89元、1.3元、1.95元，“买入”评级。

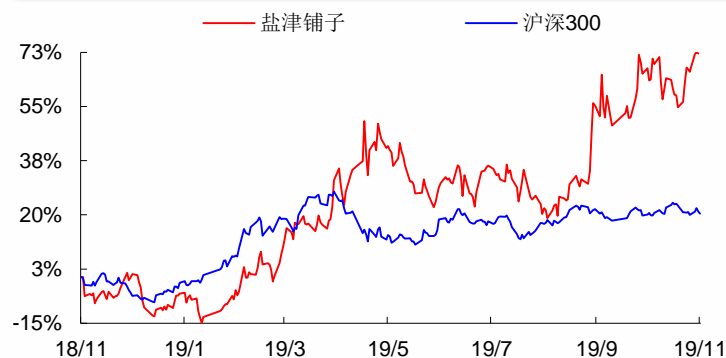
□ 风险提示

新市场开拓低于预期、行业竞争加剧的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1107.6	1432.8	1930.9
营业收入增长率	46.8%	29.4%	34.8%
归母净利润（百万元）	70.5	114.2	166.3
归母净利润增长率	7.3%	61.9%	45.7%
EPS（元）	0.57	0.89	1.3
P/E	68	43	30

股价表现



数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

桃李面包（603866）：产能逐步释放，全国化推进

□ 投资逻辑

1、好赛道：面包行业发展空间大。受益于消费升级、城镇化率持续提升以及面包产品和业态的多样化，我国面包人均消费量有望持续提升，预计未来五年面包行业仍保持10%+的双位数增长。行业集中度低利于龙头提升市占率。

2、竞争优势明显：高性价比产品+强大的终端掌控力。桃李目前是我国最大的短保面包企业，核心壁垒主要体现在：1) 规模优势明显，产品性价比突出；2) 物流体系完善，配送服务质量高，销售终端掌控力较强。

3、成长路径清晰：产能逐步释放，渠道建设稳步推进，全国化指日可待。1、桃李通过模式复制的方式实现区域扩张，目前公司已经建成17个工厂，基本完成全国省会城市和直辖市布局。目前公司在建的武汉、沈阳、山东、江苏工厂将陆续贡献新增产能，同时公司可转债获批，后续产能布局将进一步完善，积蓄长期增长动力。2、目前公司已经拥有23万个终端网络，但仍有较大市场属于空白（如华中等），随着新区域的拓展以及成熟区域的精耕，公司渠道网络将进一步优化，承载更大销量。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为1.07元、1.32元、1.61元，“增持”评级。

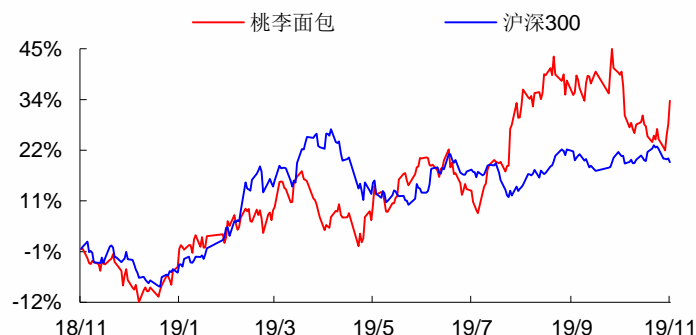
□ 风险提示

原材料价格上行、新市场开拓低于预期、行业竞争加剧的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,833	5,708	6,866
营业收入增长率	18.5%	18.1%	20.3%
归母净利润（百万元）	642.2	706.6	869.7
归母净利润增长率	25.1%	10.0%	23.1%
EPS（元）	0.97	1.07	1.32
P/E	49	43	35

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

安琪酵母（600298）：成本平稳，酵母龙头稳步改善

□ 投资逻辑

1、酵母行业龙头企业，全球产能布局：受益下游烘焙行业快速增长，国内酵母业务有望维持稳健增长；俄罗斯埃及建厂，打开海外增量市场；YE、保健品等衍生品业务空间巨大。

2、盈利逐步改善：1) 下游糖蜜价格有望维持较低价格波动，成本可控；2) 随着伊犁工厂产能逐步满产，毛利率有望提升。海内外新建产能项目陆续落地将有效协助公司突破产能瓶颈；3) 汇兑损失等不利因素有望消除。

3、新老董事长顺利完全交接：新董事长熊总上任后坚持百亿目标，并着手加强内部组织架构的精简优化、外部经销商的账期管理、严控费用开支，提升整体经营效率。预期公司有望推出新一轮的股权激励，激发上下积极性，为百亿目标保驾护航。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为1.13元、1.34元、1.59元，“买入”评级。

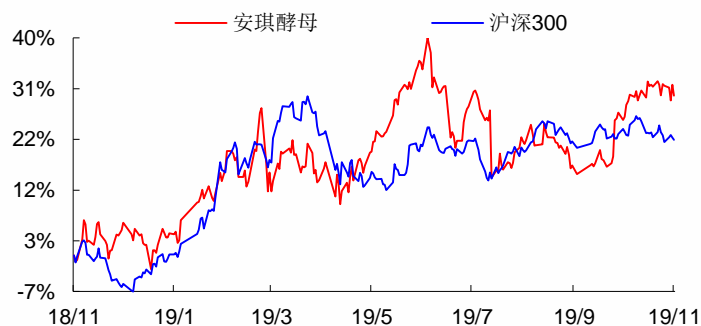
□ 风险提示

原材料价格或大幅波动、食品安全风险、新产能投产及达产或不及预期的风险、海外经营风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6686	7626	8714
营业收入增长率	15.8%	14.1%	14.3%
归母净利润（百万元）	856.7	932.8	1106.2
归母净利润增长率	1.1%	8.9%	18.6%
EPS（元）	1.04	1.13	1.34
P/E	29	27	23

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

香飘飘 (603711) : 即饮业务发力, 打造第二增长曲线

□ 投资逻辑

1、**冲泡主业保持稳定增长, 现金流业务提供高安全边际。**公司冲泡产品在行业内属于绝对寡头垄断, 在产品创新、渠道下沉精耕以及定位升级 (新代言人) 之下, 维持8%-10%的稳定增长。现金流稳健, 安全边际高。

2、**果汁茶快速放量, 即饮板块打造第二增长曲线。**果汁茶财年销量破10亿, 市场反馈良好, 虽然Q3由于库存、冰冻化等问题出现节奏性放缓, 但公司积极调整, 看好明年继续发力成长。即饮系列已成为公司中重要增长点。

3、**冲泡即饮业务协调效应逐步体现。**冲泡与即饮业务在淡旺季实现销售互补, 提高销售人员使用效率, 摊低单位成本, 有望提升整体净利率。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为0.92元、1.12元、1.45元, “买入”评级。

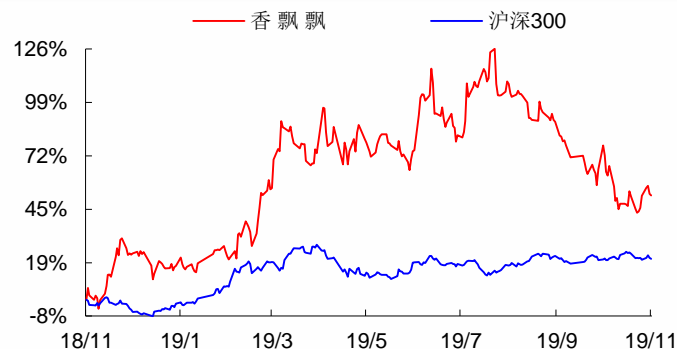
□ 风险提示

新产品销售低于预期、行业竞争加剧的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3251	4128	4931
营业收入增长率	23.1%	27.0%	19.4%
归母净利润 (百万元)	315	358	468
归母净利润增长率	17.5%	13.6%	30.8%
EPS (元)	0.79	0.92	1.12
P/E	31	27	22

股价表现



数据来源: Wind, 西南证券

数据来源: Wind, 西南证券整理

安井食品（603345）：优质小白马，冻品大空间

□ 投资逻辑

1、优质赛道空间大增速快。速冻食品行业景气度高，行业增长来源于C端便捷性生活消费需求+B端餐饮提升效率需求，行业未来5-10年提供较快的增长环境。

2、公司质地优秀,成长路径清晰：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) 成本倒逼餐饮企业降本提效，针对B端速冻半成品食材迎来需求爆发，安井较早切入餐饮食材供应链，B端客户挖掘空间巨大；3) 出色的管理团队和掌控能力，战略清晰+执行力强，强提价能力打消市场对安井定价权弱的担忧，公司通过提价和成本控制有效缓解原材料上涨压力，体现了龙头企业的盈利稳定性。成本上行期加速行业洗牌，安井市占率进一步提升。

3、股权激励绑定管理层核心利益，稳定团队，激发动力，锁定长期发展底线业绩。

□ 业绩预测与投资建议

预计2019/2020/2021年EPS分别为1.45、1.87、2.31元，“买入”评级。

□ 风险提示

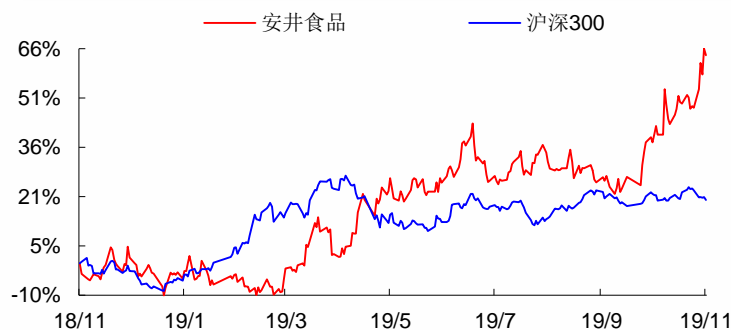
原材料价格波动风险，食品安全风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,259	5,149	6,242
营业收入增长率	22.2%	20.9%	21.2%
归母净利润（百万元）	270.3	332.5	429.6
归母净利润增长率	33.5%	23.0%	29.2%
EPS（元）	1.25	1.45	1.87
P/E	49	42	33

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

简称	代码	市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
贵州茅台	600519.SH	14,886	28.02	34.45	41.13	42	34	29	买入
五粮液	000858.SZ	5,074	3.47	4.54	5.55	38	29	24	买入
泸州老窖	000568.SZ	1,249	2.38	3.23	4.05	36	26	21	买入
洋河股份	002304.SZ	1,513	5.39	5.64	6.28	19	18	16	买入
山西汾酒	600809.SH	819	1.69	2.27	2.79	55	41	34	买入
水井坊	600779.SH	277	1.19	1.64	2.17	48	35	26	买入
伊利股份	600887.SH	1,790	1.06	1.16	1.26	28	25	23	买入
安琪酵母	600209.SH	249	1.04	1.13	1.34	29	27	23	买入
桃李面包	603866.SH	303	1.36	1.07	1.32	34	43	35	增持
海天味业	603288.SH	2,992	1.62	1.95	2.33	68	57	48	买入
中炬高新	600872.SH	368	0.76	0.91	1.14	61	51	41	买入
绝味食品	603517.SH	279	1.56	1.30	1.56	29	35	29	买入
洽洽食品	002557.SZ	165	0.85	1.07	1.25	38	31	26	买入
盐津铺子	002847.SH	49	0.57	0.89	1.30	68	43	30	买入
香飘飘	603711.SH	103	0.79	0.92	1.12	31	27	22	买入
安井食品	603345.SH	142	1.25	1.45	1.87	49	42	33	买入

数据来源：Wind，西南证券（市值统计时间为2019年11月26日）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：周金菲

执业证号：S1250519080002

电话：021-58351839

邮箱：zjfei@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

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。

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

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	15558686883	15558686883	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
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn