

疫情不改发展态势，食饮湘企彰显韧性

湖南资本市场发展专题报告（三）

2020年09月24日

评级 领先大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
食品饮料	-4.31	18.51	45.21
沪深300	-4.05	10.25	16.97

张昕奕

分析师

执业证书编号：S0530520080001 0731-84403358  
zhangxy@cfzq.com

相关报告

- 《食品饮料：食品饮料2020年8月行业跟踪：板块业绩维持稳健，旺季表现值得期待》 2020-09-09
- 《食品饮料：食品饮料2020年7月行业跟踪：白酒业绩分化，大众品确定性较强》 2020-08-06
- 《食品饮料：食品饮料2020年6月行业跟踪：进入中报业绩期，关注确定性验证》 2020-07-08

重点股票	2019A		2020E		2021E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
绝味食品	1.32	60.27	1.45	54.87	1.66	47.93	推荐
盐津铺子	0.99	139.27	2.01	68.60	3.27	42.17	谨慎推荐
克明面业	0.63	32.86	0.84	24.64	0.99	20.91	谨慎推荐

资料来源：财信证券

投资要点：

- **湖南消费市场疫后回暖，领先全国增速。**湖南省内的疫情防控工作颇显成效，省内消费动力也加速恢复。2020年1-8月，湖南省实现社会消费品零售总额9743.24亿元，同比下降5.5%，降幅较1-7月收窄0.5个百分点，相比全国降幅水平低3.1个百分点。从累计数据来看，湖南省内的消费动力较强，社零消费同比恢复情况好于全国平均水平。
- **中报情况：刚需零食表现突出，企业抗压能力凸显。**湘企中，克明面业、加加食品、盐津铺子受益于疫情期间刚需消费品、宅家消费品的需求增长，企业加紧复工复产以应对疫情带来的订单压力，上半年业绩同比大幅改善，全年净利润具备增长支撑。酒鬼酒、绝味食品作为可选消费品受到一定的负面影响，但酒鬼酒依靠高端产品放量业绩依然实现两位数稳增，同比增速高于白酒行业平均水平，内参酒全年放量态势明显，翻倍增长的目标不难完成；绝味食品短期内受损严重，但公司一方面扶持经销商与之共渡难关，一方面逆势拿下新店，足见公司对未来发展的信心，充分彰显了其作为卤制品龙头的抗压能力。华文食品作为新上市企业，上半年表现稳健，渠道扩张与营销改良计划的成效仍有待观察。
- **投资建议：关注优质食饮湘股，疫后改善成色不减。**食品饮料湘股今年上半年的业绩表现较好，下半年随着疫情影响减弱部分公司仍具备看点：（1）**绝味食品**：公司渠道精耕步伐不减，未来开店空间仍存，作为行业龙头年内业绩有望环比转好，新开高势能店铺也将为业绩释放更多弹性。（2）**盐津铺子**：第二曲线新品仍处于放量期，“店中岛”赋能持续改善终端经营效率，华东、西南等新市场扩张值得期待。（3）**克明面业**：公司作为挂面龙头充分受益于疫情带来的需求增长，全年业绩高增确定性强。长期来看，公司的看点仍在成本自给、市占率提升带来的增长空间。
- **风险提示**：食品安全风险；经济下行风险；同行竞争风险；产品升级不及预期风险。

## 内容目录

<b>1 湖南消费市场疫后回暖，领先全国增速</b> .....	<b>4</b>
<b>2 中报情况：刚需零食表现突出，企业抗压能力凸显</b> .....	<b>5</b>
2.1 白酒企业：产品结构稳步升级，高端放量业绩稳增.....	7
2.1.1 酒鬼酒：本土品牌省内精耕，发力高端打开空间.....	9
2.2 调味发酵品企业：刚需属性凸显，业绩快速增长.....	10
2.2.1 加加食品：湖南本土酱油品牌，积极寻求多元发展.....	11
2.3 食品综合类企业：受益企业动销快增，受损企业积极恢复.....	12
2.3.1 绝味食品：业绩降幅环比缩窄，门店快增好转可期.....	14
2.3.2 盐津铺子：商超渠道优势凸显，宅家消费动销快增.....	15
2.3.3 克明面业：疫情助力业绩增长，确定性持续走强.....	16
2.3.4 华文食品：劲仔小鱼品牌力强，品类延伸空间可期.....	17
<b>3 投资建议：关注优质食品饮料湘股，疫后改善成色不减</b> .....	<b>18</b>
3.1 绝味食品：渠道精耕再次赋能，逆势开店信心十足.....	18
3.2 盐津铺子：烘焙系列放量成长，店中岛模式快速扩张.....	19
3.3 克明面业：全年业绩确定性高，产业延伸强化竞争力.....	19
<b>4 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：2019-2020 年 8 月国家与湖南社消数据情况.....	4
图 2：2016H1-2020H1 食品饮料板块的业绩情况.....	5
图 3：2016H1-2020H1 食品饮料板块的盈利情况.....	5
图 4：2020H1 申万 28 个行业净利润同比增速情况.....	5
图 5：2020H1 食品饮料子板块营收增速排名.....	6
图 6：2020H1 食品饮料子板块净利润增速排名.....	6
图 7：白酒板块 2016H1-2020H1 业绩情况.....	8
图 8：白酒板块 2016H1-2020H1 盈利情况.....	8
图 9：酒鬼酒近几年各价格带产品营收占比情况.....	9
图 10：内参与酒鬼系列近年来营收增速（%）.....	9
图 11：2016H1-2020H1 调味发酵品业绩情况.....	10
图 12：2016H1-2020H1 调味发酵品盈利情况.....	10
图 13：2017-2020H1 的业务占比情况.....	11
图 14：2015-2020H1 酱油和植物油的毛利率情况.....	11
图 15：2016H1-2020H1 的食品综合板块业绩.....	12
图 16：2016H1-2020H1 的食品综合板块盈利情况.....	12
图 17：绝味食品近几年的门店数目增长.....	14
图 18：2015-2020H1 各品类营收占比.....	15
图 19：“店中岛”陈列模式.....	15
图 20：2016-2019 年各品牌超市综合权数市场占有率.....	16
图 21：2019 年公司各项成本占比.....	16
表 1：湖南省食品饮料行业上市企业情况.....	6
表 2：白酒上市企业的 2020H1 业绩情况.....	8

---

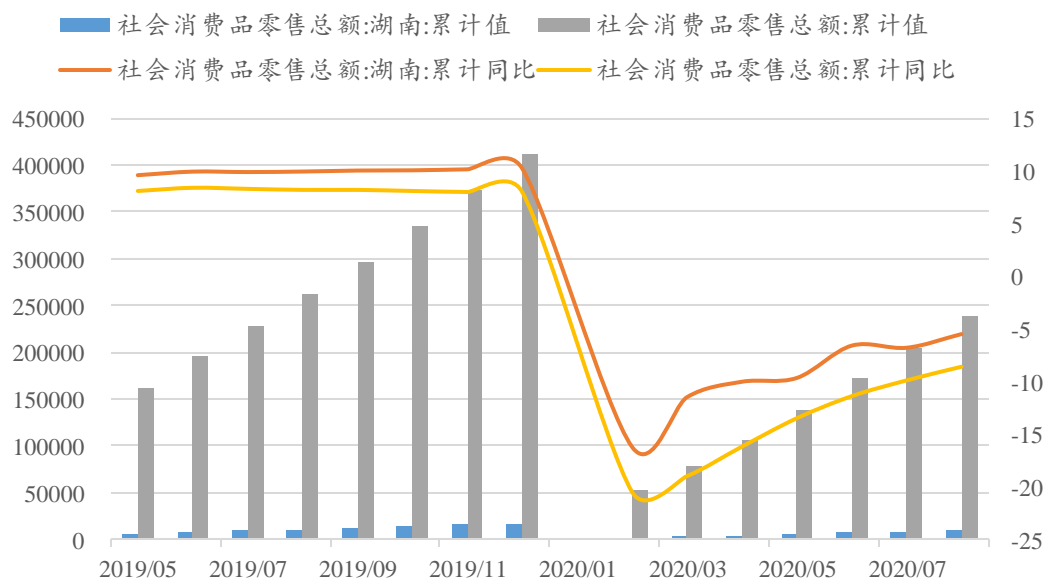
表 3: 调味发酵品上市企业 2020H1 业绩情况 .....	10
表 4: 食品综合板块上市企业的业绩情况 .....	13

## 1 湖南消费市场疫后回暖，领先全国增速

随着疫情负面影响的减退，全国居民生活逐渐恢复常态，企业积极进行复工复产，市场消费也持续回暖。2020年1-8月，全国社会消费品零售总额238029亿元，同比下降8.6%，降幅比1-7月份收窄1.3个百分点；单8月份来看，社会消费品零售总额33571亿元，同比增长0.5%，增速年内首次由负转正。

湖南省内的疫情防控工作颇显成效，省内消费动力也加速恢复。2020年1-8月，湖南省实现社会消费品零售总额9743.24亿元，同比下降5.5%，降幅较1-7月收窄0.5个百分点，相比全国降幅水平低3.1个百分点；其中，限额以上批发零售、住宿餐饮业法人单位实现零售额3496.6亿元，增长1.2%，较1-7月回升0.9个百分点。单8月份来看，湖南省内实现社会消费品零售总额1301.93亿元，下降2.6%。从累计数据来看，湖南省内的消费动力较强，社零消费同比恢复情况好于全国平均水平。

图1：2019-2020年8月国家与湖南社消数据情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

**餐饮：同比降幅持续缩窄，行业回暖趋势较强。**2020年1-8月份，全国餐饮收入21510亿元，同比下降26.6%；其中限额以上单位餐饮收入4628亿元，同比下降23.8%。其中8月餐饮收入3619亿元，同比下降7%，降幅较7月份缩小4个百分点；限额以上单位餐饮收入796亿元，同比下降3.5%，降幅较7月份缩小4.7个百分点。湖南省内，单8月全省限额以上住宿和餐饮业法人单位实现零售额20.67亿元，同比下降1.9%，降幅较7月份收窄2.1个百分点。其中，正餐下降1.8%，快餐增长2.6%。

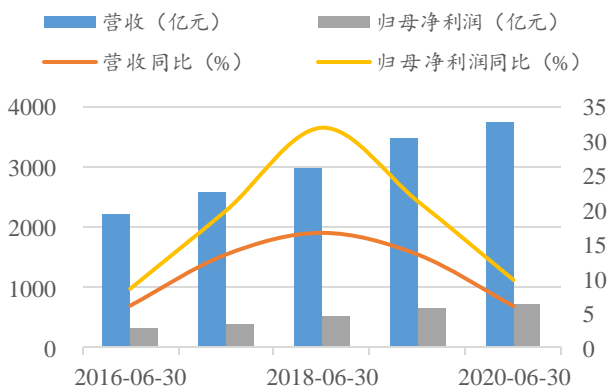
**粮油食品：近期同比增幅放缓，居民囤积需求下降。**2020年1-8月份，全国粮油食品类消费额9734亿元，同比增长11.0%，降幅较7月份缩小1个百分点；单8月份粮油食品类消费额1181亿元，同比增长4.2%，降幅较7月份缩小2.7个百分点。疫情过去，

市场对米面粮油等生活必需品的囤积热情有所降温。湖南省内，8月全省限额以上批发和零售业法人单位中，粮油食品类商品实现零售额 53.07 亿元，同比增长 9.4%。其中，粮油类增长 14.4%，肉禽蛋类增长 7.7%，蔬菜类增长 9.9%。

## 2 中报情况：刚需零食表现突出，企业抗压能力凸显

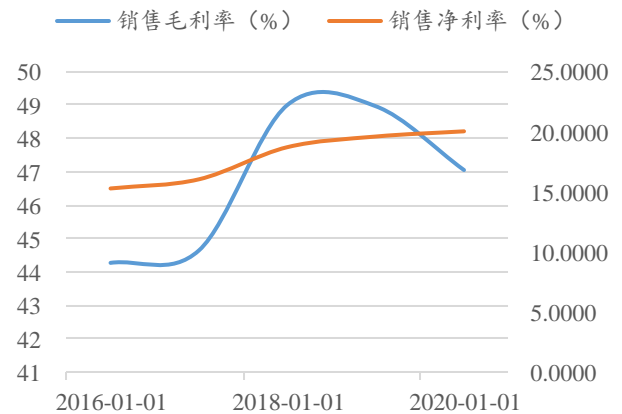
**行业情况：**2020 年上半年，食品饮料板块实现营业收入 3732.34 亿元，同比增长 8.41%；实现归母净利润 719.13 亿元，同比增长 10.99%；实现扣非后的归母净利润 665.41 亿元，同比增长 6.90%。上半年由于新冠疫情影响，板块营收与净利润同比增长大幅降速；但食品饮料行业产品的消费刚性较强，受到的负面影响相对其他消费品较小，行业的收入与业绩增速依然位居申万 28 个子行业前列。报告期内，板块销售毛利率同比下降 1.92 个百分点至 47.04%；销售费用率同比下降 1.26 个百分点至 12.91%；销售净利率同比提升 0.42 个百分点至 20.00%。部分企业中的高毛利产品可选属性较强，因此毛利率同比下降，但大多企业面对疫情压力积极应对，缩减开支经营提效，净利率仍有小幅改善。

图 2：2016H1-2020H1 食品饮料板块的业绩情况



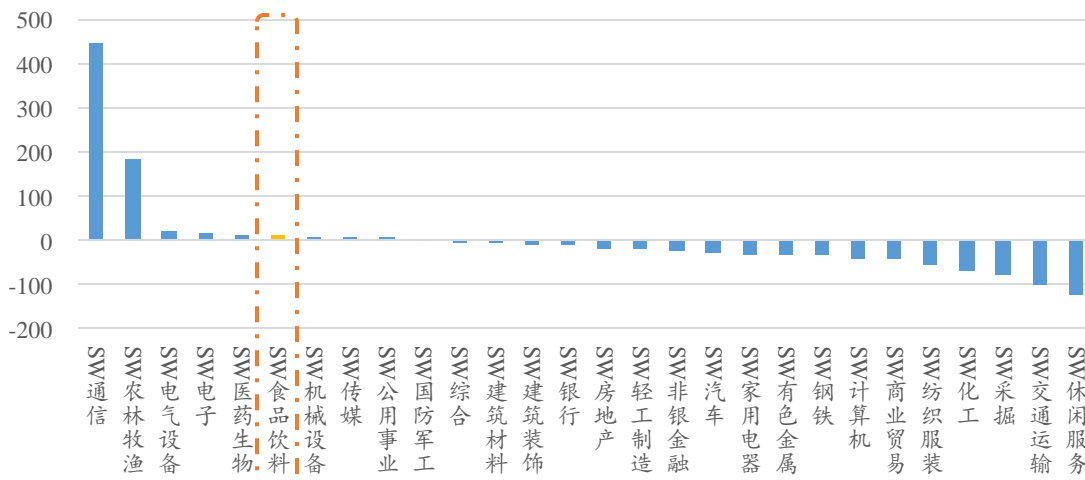
资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 3：2016H1-2020H1 食品饮料板块的盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 4：2020H1 申万 28 个行业净利润同比增速情况



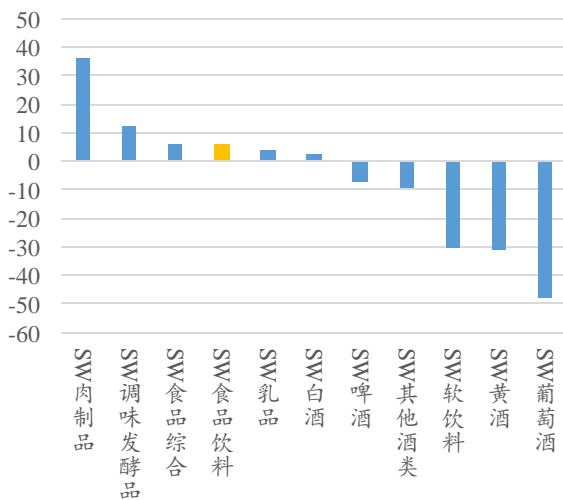
资料来源：WIND 数据库，财信证券

分子行业来看：刚需产品受益增长，白酒乳品积极恢复

(1) 营收方面，肉制品板块的营收增速排名靠前，这一方面是由于疫情导致肉制品这类易于囤积的食品需求增长，另一方面猪价攀升也使得肉制品龙头双汇的屠宰业务收入大幅改善；调味品、食品综合、乳品、白酒板块营收仍实现同比增长；啤酒、其他酒类、软饮料、黄酒和葡萄酒营收同比下滑。疫情影响下，调味品、食品综合板块下的挂面、速冻食品作为刚需属性强的消费品动销受益，营收增速排名靠前；乳品、白酒作为可选类型的消费受损严重，但头部企业积极应对，二季度恢复态势良好，营收增速逐渐回正；其余板块在疫情冲击过后的恢复能力较弱。

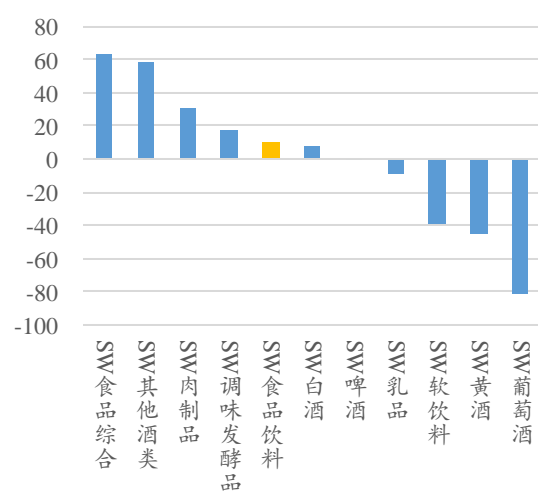
(2) 净利润方面，食品综合、其他酒类、肉制品、调味发酵品排名靠前，这主要是因为疫情期间消费者对产品的价格敏感度降低，因此部分受益的企业促销力度减轻、高价产品放量增厚毛利，同时大部分企业考虑到市场投放收益不佳，减轻了营销、广告、宣传方面的投入，费用端的压力也有所减轻，因此净利润增速高于营收增速。白酒、啤酒、乳品、软饮料、黄酒和葡萄酒板块净利润增速排名靠后，疫情受损的行业由于终端需求尚未恢复，具有一定的去库存压力。因此这类行业除了动销受阻以外，产品毛利仍受到一定的压制，故净利润表现仍有待恢复。

图 5：2020H1 食品饮料子板块营收增速排名



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 6：2020H1 食品饮料子板块净利润增速排名



资料来源：WIND 数据库，财信证券

湖南省内的食品饮料行业 A 股上市企业共有 6 家，属于白酒、调味发酵品和食品综合类的企业，其中华文食品为今年上市的新公司。公司的具体情况如下：

表 1：湖南省食品饮料行业上市企业情况

证券代码	公司名称	公司属性	所属申万行业名称	公司情况简介
603517.SH	绝味食品	民营企业	食品综合	公司专注于休闲卤制食品的开发、生产和销售，通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的门店运营管理，打造国内现代化休闲卤制食品连锁企业领先品牌。公司是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。

002661.SZ	克明面业	民营企业	食品综合	<p>公司一直致力于米面制品的研发、生产与销售，现生产销售挂面、湿面、方便面、面粉、米粉、大米等米面制品。公司主要采用经销和直销两种销售模式，一方面与经销商积极合作，另一方面建立全国 KA 部，在国际、国内连锁卖场销售产品。</p> <p>公司专注于休闲食品行业，旗下产品主要包括豆制品、蜜饯、坚果炒货、糕点、烘焙零食等。公司秉持“直营商超主导、经销跟随”的营销网络发展理念，已形成了销售区域覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市的营销网络，与多家国内外知名 KA 商拥有深度合作关系。</p>
002847.SZ	盐津铺子	民营企业	食品综合	<p>公司主营业务为酱油、食用植物油和其他调味品的研发、生产和销售。公司以“加加”系列酱油为主导，食醋、鸡精、味精和食用植物油等多品类协同发展。公司以二、三线城市和县、乡（镇）市场为重点目标市场，已形成以长沙、郑州、阆中三大生产基地为中心，辐射全国的销售网络。</p>
002650.SZ	ST 加加	民营企业	调味发酵品	<p>公司主营业务为风味小鱼、风味豆干等传统风味休闲食品的研发、生产与销售，公司拥有的主要品牌为“劲仔”，是传统风味休闲食品行业中的知名品牌。经销模式是公司产品，主要销售方式大部分地区在华东进行销售，目前也有进军电商的计划。</p>
003000.SZ	华文食品	民营企业	食品综合	<p>公司主营业务为生产、销售内参酒、酒鬼酒、湘泉酒等系列白酒产品。产品畅销全国 30 多个省、市、自治区，并远销美国、日本、俄罗斯、韩国、东南亚及港澳台等 20 多个国家和地区。</p>
000799.SZ	酒鬼酒	中央国有企业	白酒	

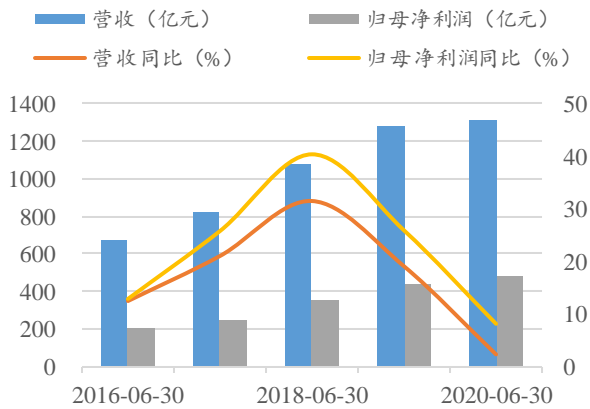
资料来源：WIND 数据库，财信证券

## 2.1 白酒企业：产品结构稳步升级，高端放量业绩稳增

从行业来看，2020 年上半年白酒板块实现营业收入 1312.55 亿元，同比增长 2.26%；实现归母净利润 478.77 亿元，同比增长 8.08%；实现扣非后的归母净利润 467.29 亿元，同比增长 6.60%。报告期内，销售毛利率同比提升 0.19 个百分点至 76.59%；销售费用率同比下降 1.72 个百分点至 9.62%；销售净利率同比提升 1.93 个百分点至 38.39%。白酒产品的刚需属性不强，属于疫情中受影响较大的板块；近几年行业收入高增的红利期结束后，白酒行业的业绩增速逐渐下行至相对稳健的水平，叠加疫情对动销的打击，2020 年上半年板块业绩增速降幅较大。

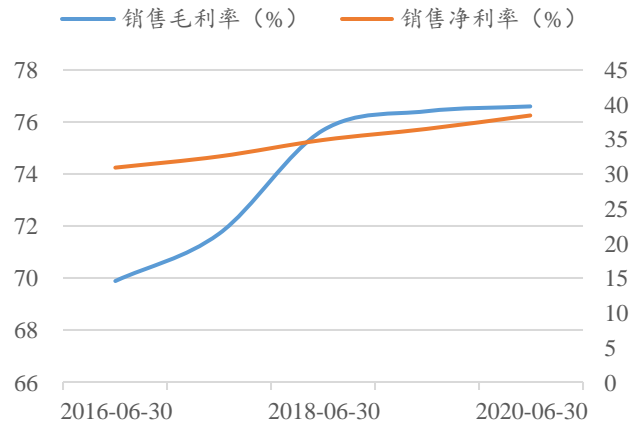
分价格段来看：**（1）高端白酒**：从二季度开始高端白酒动销率先恢复，终端批价经历短期低点后稳步上行，终端需求快速恢复。茅五上半年营收仍有两位数同比增长，泸州老窖库存压力相对较大，营收小幅下滑；而高端白酒消费受疫情影响相对较小，酒企产品结构升级进程不改，净利润仍实现双位数增长。**（2）次高端白酒**：次高端白酒消费对餐饮场合的依赖度较高，因此疫情期间受到的影响较大。但二季度以来随着餐饮等消费场景恢复，次高端白酒动销复苏，渠道开始消化库存。但上半年终端消费仍未恢复至往年水平，库存有待进一步出清，净利润仍同比小幅下滑。**（3）中低端白酒**：大众酒属于用于自饮的可选消费产品，顺鑫等龙头酒企近几年的增长多依靠结构优化拉动，高毛利产品疫情期间需求大幅减少，因此大众酒的净利润下滑幅度最大。

图 7：白酒板块 2016H1-2020H1 业绩情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 8：白酒板块 2016H1-2020H1 盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

表 2：白酒上市企业的 2020H1 业绩情况

证券代码	证券简称	2020H1 营业收入 (亿元)	2020H1 营业收入同比 (%)	2020H1 归母净利润 (亿元)	2020H1 归母净利润同比 (%)	2020H1 销售毛利率 (%)	2020H1 销售净利率 (%)
600519.SH	贵州茅台	456.34	10.84	226.02	13.29	91.46	54.44
000858.SZ	五粮液	307.68	13.32	108.55	16.28	74.54	36.96
000568.SZ	泸州老窖	76.34	-4.72	32.20	17.12	81.84	42.24
合计	高端白酒	840.36	10.09	366.77	14.49	82.61	44.54
002304.SZ	洋河股份	134.29	-16.06	54.01	-3.24	73.22	40.23
600809.SH	山西汾酒	69.00	7.80	16.05	33.05	71.70	23.42
600779.SH	水井坊	8.04	-52.41	1.03	-69.64	82.38	12.82
600702.SH	舍得酒业	10.26	-15.95	1.64	-11.45	75.00	16.84
000799.SZ	酒鬼酒	7.22	1.87	1.85	18.42	80.09	25.55
603369.SH	今世缘	29.14	-4.67	10.20	-4.92	69.45	35.00
603589.SH	口子窖	15.70	-35.12	4.86	-45.65	76.27	30.99
600559.SH	老白干酒	14.93	-23.79	1.17	-39.55	63.85	7.87
000596.SZ	古井贡酒	55.20	-7.82	10.25	-17.89	76.20	18.23
合计	次高端白酒	343.77	-12.79	101.06	-6.96	74.24	23.44
603198.SH	迎驾贡酒	13.68	-27.32	3.33	-25.14	66.89	24.42
600197.SH	伊力特	7.94	-15.60	1.46	-27.54	50.33	18.27
603919.SH	金徽酒	7.12	-12.67	1.20	-10.93	61.31	16.89
600199.SH	金种子酒	4.10	-19.09	-0.54	-71.05	29.14	-13.06
000860.SZ	顺鑫农业	95.20	13.12	5.48	-15.36	29.24	5.84
合计	中低端白酒	128.03	-99.30	10.94	-21.77	47.38	10.47

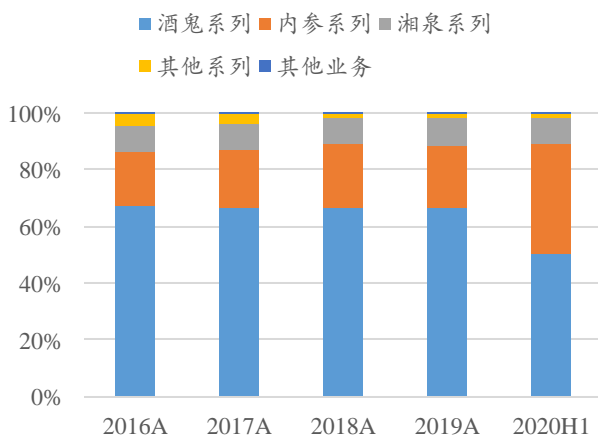
资料来源：WIND 数据库，财信证券



### 2.1.1 酒鬼酒：本土品牌省内精耕，发力高端打开空间

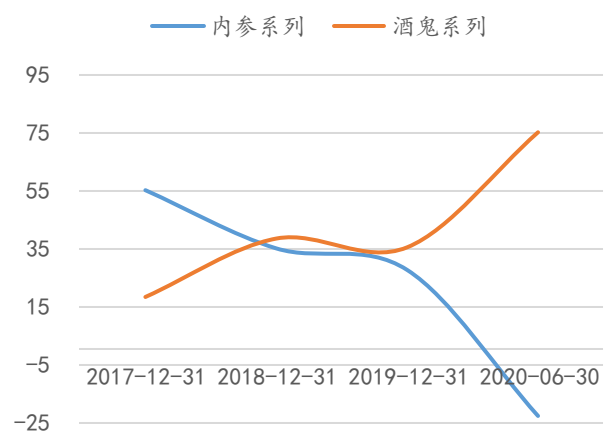
酒鬼酒是湖南本土的白酒品牌，旗下的产品包括内参系列、红坛系列以及湘泉系列，分别对标白酒高端、次高端、中低端价格带，主要营收来源以中高端价格带产品为主，二者占比接近 90%。目前营收占比最大的是酒鬼系列，其中红坛是该系列的核心产品。近两年次高端白酒的行业扩容红利逐渐接近尾声，营收增速同比放缓；2019 年开始公司单独成立营销公司发力高端价格带，高端酒内参在公司一系列营销组合拳推动下已进入放量期，营收占比大幅提升。

图 9：酒鬼酒近几年各价格带产品营收占比情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 10：内参与酒鬼系列近年来营收增速 (%)



资料来源：WIND 数据库，财信证券

**2020H1 业绩：高端白酒内参快速成长，业绩增速高于行业水平。**2020 年上半年，公司实现营业收入 7.22 亿元，同比增长 1.87%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 18.42%；实现扣非后的归母净利润 1.85 亿元，同比增长 19.79%。报告期内，销售毛利率同比提升 2.50 个百分点至 80.09%；销售费用率同比下降 1.28 个百分点至 24.42%；管理费用率同比下降 0.39 个百分点至 7.38%；财务费用率同比提升 0.58 个百分点至 -1.07%；销售净利率同比提升 3.57 个百分点至 25.55%。疫情压力下，公司高端系列产品延续放量态势，支撑毛利率稳步提升、净利润实现双位数增长，业绩增速高于白酒板块以及次高端价格带白酒平均增速。二季度末合同负债为 2.14 亿元，同比增长 187%，渠道备货意愿积极，预期下半年随着消费恢复业绩仍有提速空间。

**中高端产品占比提升，本土市场深度下沉。**分产品看，2020 年上半年公司旗下的酒鬼系列/内参系列/湘泉系列分别实现营收 3.62/2.79/0.67/0.11/0.03 亿元，分别同比变化 -22.82%/75.15%/-2.26%；其中酒鬼/内参系列的销售毛利率分别为 79.57%/92.52%，分别同比变化 -0.37pct./1.26pct。酒鬼系列作为次高端品类受到疫情影响严重，销售额同比下滑；内参酒在营销公司积极运作下实现高双位数增长，经营效率持续改善，营收占比提升至 38.67%。分地区看，2020H1 公司在华中/华东/华南/华北地区分别实现营收 5.38/0.32/0.49/0.79 亿元，分别同比变化 29.50%/2.89%/-6.77%/-55.65%。公司的产品销售仍以华中地区为主，在本土市场通过精耕下沉、渠道扁平化实现深度覆盖，高端内参进一步拉动了核心区域的营收增长。

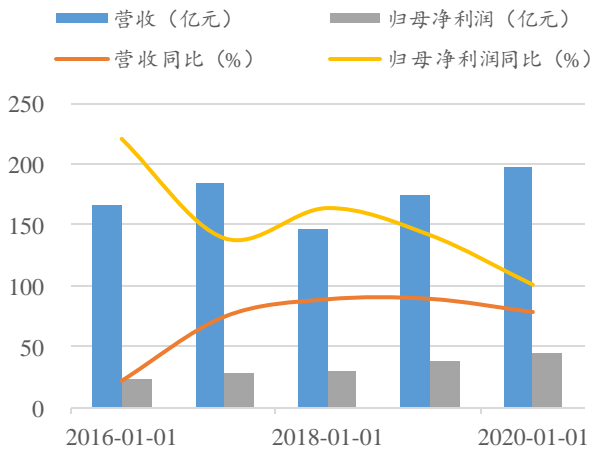
自中粮接管改革以来，公司管理层趋稳，旗下品牌与产品体系梳理清晰，定位精准。随着酒鬼酒历史遗留问题的逐渐解决，公司经营稳步向好；同时国企改革推进内部经营机制优化，新的考核、激励、用人体制实行，也为公司赋予新的动力。目前酒鬼旗下“内参+酒鬼”中高端系列占比放量提升增厚毛利，省内加速渠道下沉，省外招商步伐加快。

## 2.2 调味发酵品企业：刚需属性凸显，业绩快速增长

**行业情况：**调味品消费偏刚性，虽然部分调味品企业近年进攻餐饮渠道，餐饮端动销受阻，但头部调味品企业渠道布局较为完善，通过积极复工复产、调整渠道结构、缩减费用投放等方式减轻了疫情对经营的负面影响。2020年上半年，调味发酵品板块实现营业收入197.12亿元，同比增长13.09%；实现归母净利润44.83亿元，同比增长18.35%；实现扣非后的归母净利润43.26亿元，同比增长29.43%。一季度行业商超C端的动销受益，营收与利润均保持了同比平稳增长；到了二季度市场餐饮端需求恢复，同时龙头企业逆势扩张，扩大经销商规模积极开发新市场，调味品企业业绩继续提速增长。

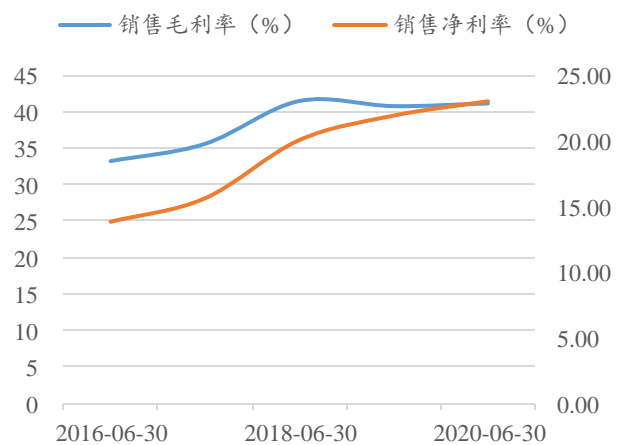
报告期内，销售毛利率同比提升0.37个百分点至41.11%，主要是原材料成本下行、生产效率提升，以及部分企业产品结构升级的缘故；销售费用率同比下降1.91个百分点至9.31%，疫情期间企业市场方面的投入有所减少，龙头海天会计科目调整也有一定的影响；最终板块的销售净利率同比提升1.10个百分点至23.00%，盈利能力小幅提升。

图 11：2016H1-2020H1 调味发酵品业绩情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 12：2016H1-2020H1 调味发酵品盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

表 3：调味发酵品上市企业 2020H1 业绩情况

公司简称	营收 (亿元)	同比 增速 (%)	归母 净利 润(亿 元)	同比 增速 (%)	销售 毛利 率 (%)	同比 变化 (pct.)	销售 费用 率(%)	同比 变化 (pct)	销售 净利 率(%)	同比 变化 (pct.)
603288.SH 海天味业	115.95	14.12	32.53	18.27	42.94	-1.92	7.46	-3.53	28.08	1.00
600872.SH 中炬高新	25.54	6.78	4.55	24.31	42.55	2.72	11.87	1.61	19.45	2.46
002650.SZ ST 加加	11.56	12.87	1.07	24.67	31.69	4.38	11.44	1.95	9.28	0.88
600305.SH 恒顺醋业	9.53	8.25	1.49	5.17	40.82	-3.04	14.31	-2.09	16.03	-0.32

603317.SH	天味食品	9.19	45.98	2.00	94.62	42.39	3.71	13.57	-1.31	21.73	5.43
600186.SH	莲花健康	7.83	-6.06	0.31	-76.01	20.12	9.05	7.95	-0.12	4.31	-9.67
603027.SH	千禾味业	7.99	34.53	1.57	79.85	49.73	3.12	21.21	-2.31	19.65	4.95
600866.SH	星湖科技	5.85	5.65	0.84	8.48	36.01	1.86	2.10	-0.36	14.29	0.37
603696.SH	安记食品	1.78	-14.52	0.24	-15.83	27.17	2.06	6.76	-0.82	13.35	-0.21
002495.SZ	佳隆股份	0.82	-46.72	-0.13	-167.8	32.50	-12.67	12.42	-1.03	-15.34	-27.39
603755.SH	日辰股份	1.07	-12.93	0.36	0.24	48.58	-1.76	6.73	0.24	33.51	4.40

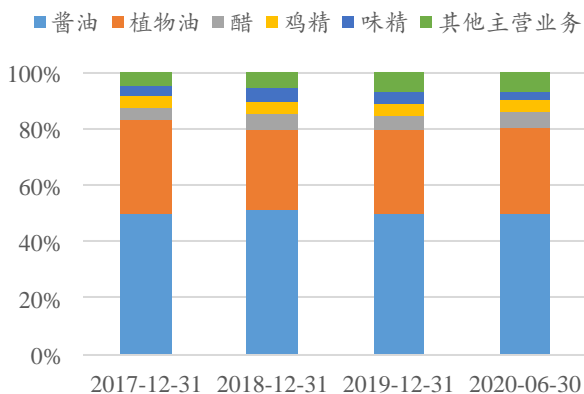
资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 2.2.1 加加食品：湖南本土酱油品牌，积极寻求多元发展

加加食品是湖南省的调味发酵品企业，公司旗下的产品涵盖酱油、植物油、食醋、味精、鸡精、蚝油等多个调味品领域，“加加”酱油和“盘中餐”食用植物油是公司的两大核心品牌。公司的产品销售主要采取经销商代理模式，以独家经销制为主，以二、三线城市和县、乡（镇）市场为重点目标市场，公司的产品主要在商超渠道进行销售。加加早期产品以酱油为主，但由于调味品的同质化程度较高，调味品企业的销售多依赖于渠道建设，而公司渠道覆盖程度不高且集中在低线市场，产品盈利性对比海天等龙头企业较差。之后企业计划进行多品类经营，先后切入植物油、醋、鸡精、味精等其他调味品领域，并组织多次募投项目，但新品类和募投项目的表现均未达市场预期。

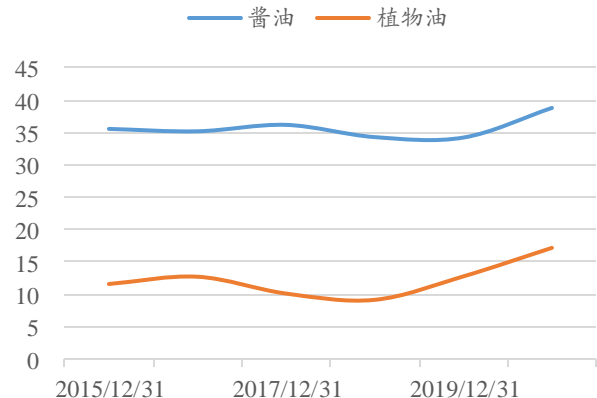
**2020H1 业绩：调味刚需属性凸显，增速好于行业水平。**2020 年上半年，公司实现营业收入 11.56 亿元，同比增长 12.87%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 24.67%；实现扣非后的归母净利润 1.05 亿元，同比增长 24.38%。2020 年以来，公司面对疫情压力积极复工复产，继续聚焦主营业务发展，持续推进原酿造、面条鲜两个战略大单品的市场运作。由于公司的产品销售以商超渠道为主，且消费者对产品价格敏感度降低，终端动销表现较好，公司业绩实现快速增长，并且增速快于行业平均水平。但是长期来看，加加虽然在本地市场拥有一定的知名度，但渠道力相对龙头较弱，且缺乏市场认知度足够高的大单品。面对品牌强势、已切入多渠道发展的同业竞争对手，加加仍需加紧市场渗透步伐，培育自身的核心竞争力。

图 13：2017-2020H1 的业务占比情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 14：2015-2020H1 酱油和植物油的毛利率情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

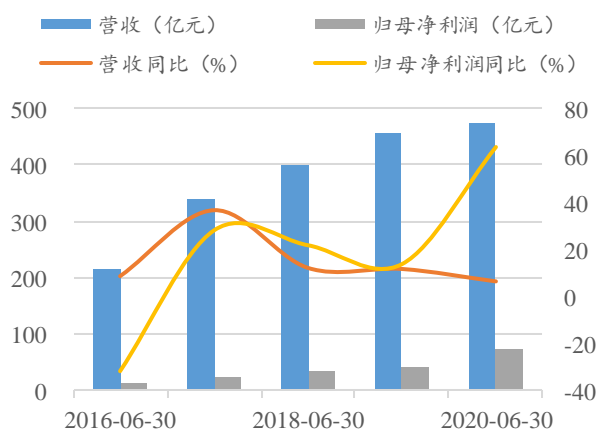
报告期内，销售毛利率同比提升 4.38 个百分点至 31.69%，主要是大单品战略运作得当、生产效率提升的缘故；销售费用率同比提升 1.95 个百分点至 11.44%，主要原因是公司推广战略产品加加减盐生抽和 6+1 营销模式，增加了宣传费的投入；管理费用率同比提升 1.11 个百分点至 7.23%，主要是薪酬调整的缘故；财务费用率同比下降 0.12 个百分点至 -0.01%；由于毛利率改善幅度较大，公司 2020 年上半年销售净利率仍同比提升 0.88 个百分点至 9.28%，盈利能力有所改善。

**分产品：食用油恢复增长，调味新品增速亮眼。**2020 年上半年公司旗下的酱油/植物油/醋/鸡精分别实现营收 5.78/3.49/0.64/0.57 亿元，分别同比变化 9.68%/21.78%/17.29%/16.95%；两大主业酱油和食用油的销售毛利率分别为 38.79%/17.18%，分别同比变化 4.83pct/4.81pct。公司各项业务均实现了较稳健的增长，其中植物油、醋和鸡精的增速亮眼；两大主业的毛利率均有较大幅度的改善，主要是公司改变营销策略、以及疫情催化需求的缘故。

### 2.3 食品综合类企业：受益企业动销快增，受损企业积极恢复

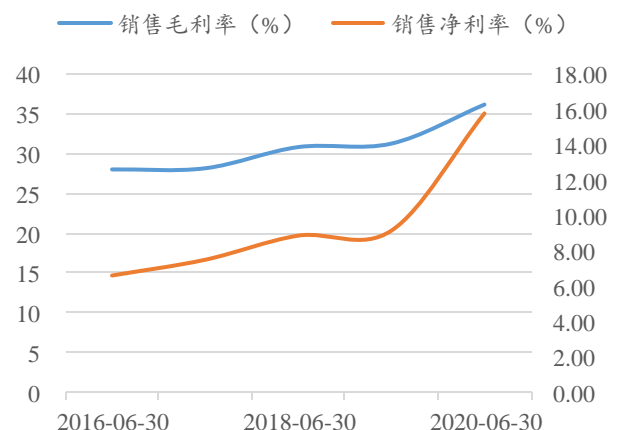
**行业情况：**食品综合板块内有部分细分子行业龙头企业，这类企业大多在品牌与渠道方面具备竞争优势。面对疫情压力，头部企业一方面能够积极地采取调整产品结构、缩减费用开支等方式缓解压力，一方面还能把握机会，凭借自身的龙头优势逆势扩张，收获市场集中度提升带来的红利。2020 年上半年，食品综合板块内生产速冻品、挂面、短保面包、休闲零食等具有主食、宅家属性产品的企业，受益于疫情产品终端动销高速增长，推动板块业绩提速增长。板块共实现营业收入 474.36 亿元，同比增长 4.00%；实现归母净利润 74.06 亿元，同比增长 83.38%；实现扣非后的归母净利润 45.49 亿元，同比增长 23.89%。

图 15：2016H1-2020H1 的食品综合板块业绩



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 16：2016H1-2020H1 的食品综合板块盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

报告期内，板块的销售毛利率同比提升 4.85 个百分点至 36.10%，大部分细分子行业龙头企业处于产品结构升级通道中，疫情受益标的借力旺盛需求实现了产品结构优化；

销售费用率同比提升 2.16 个百分点至 17.48%，部分企业不惧疫情压力，在行业低谷期逆势加快扩张部分，加大市场方面的投入，未来有望释放更多的利润弹性；最终销售净利率同比提升 6.53 个百分点至 15.67%，板块盈利能力大幅改善。

**表 4：食品综合板块上市企业的业绩情况**

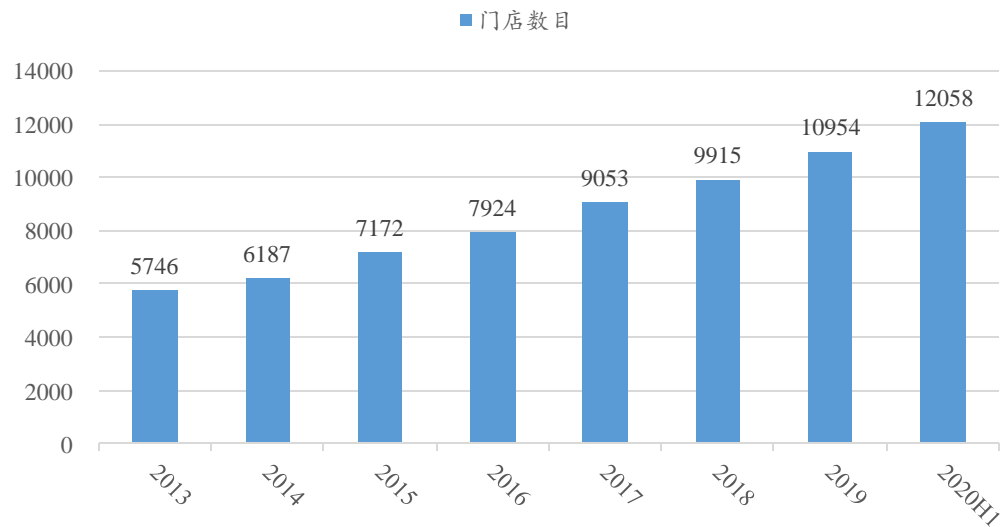
公司代称	公司简称	营收 (亿元)	同比增 速(%)	归母净 利润 (亿 元)	同比增 速(%)	销售毛 利率 (%)	同比变 化 (pct.)	销售费 用率 (%)	同比变 化 (pct.)	销售净 利率 (%)	同比变 化 (pct.)
300783.SZ	三只松鼠	52.52	16.42	1.88	-29.51	25.74	-5.12	19.03	-1.50	3.58	-2.33
002216.SZ	三全食品	37.30	22.60	4.52	409.61	38.18	4.97	22.08	-4.19	12.13	9.21
603719.SH	良品铺子	36.10	3.02	1.61	-17.56	30.53	-1.96	20.53	0.42	4.50	-1.10
300146.SZ	汤臣倍健	31.25	5.23	9.62	10.96	65.49	-2.53	17.05	-8.00	30.84	2.90
603345.SH	安井食品	28.53	22.14	2.60	57.36	28.51	3.03	11.33	-0.69	9.11	2.04
603866.SH	桃李面包	27.39	7.08	4.18	37.54	42.38	2.76	20.72	-1.40	15.25	3.38
000639.SZ	西王食品	26.47	-4.58	1.80	-19.75	32.09	-1.79	17.14	-2.81	7.27	-2.24
002582.SZ	好想你	24.87	-12.95	22.56	1680.0	25.09	-4.90	23.92	2.80	90.69	86.29
603517.SH	绝味食品	24.13	-3.08	2.74	-30.78	34.32	0.09	9.74	1.55	11.27	-4.50
002557.SZ	洽洽食品	22.94	15.46	2.95	33.97	32.23	0.41	11.79	-1.74	12.86	1.69
603777.SH	来伊份	21.36	4.85	0.12	-72.25	43.63	-1.06	31.93	1.56	0.58	-1.60
002661.SZ	克明面业	19.38	27.96	2.23	113.86	25.90	3.72	6.59	-2.17	11.48	4.61
000716.SZ	黑芝麻	14.70	-25.96	-0.27	-241.3	21.20	2.78	14.10	2.95	-1.99	-2.86
603020.SH	爱普股份	12.86	5.17	0.93	29.04	18.14	-2.08	4.57	-0.87	8.09	1.24
002507.SZ	涪陵榨菜	11.98	10.28	4.04	28.44	57.36	-1.19	15.70	-5.44	33.76	4.77
002481.SZ	双塔食品	9.72	-15.55	1.68	80.74	30.78	11.26	4.52	0.02	17.31	9.24
603043.SH	广州酒家	9.70	1.93	0.11	-82.28	42.98	-4.80	27.05	-0.54	1.13	-5.53
002847.SZ	盐津铺子	9.45	47.53	1.30	96.44	41.78	0.34	22.72	-2.39	13.79	3.48
300741.SZ	华宝股份	9.36	-4.14	5.46	-3.98	76.76	-0.17	8.05	-1.30	59.25	-0.16
300791.SZ	仙乐健康	9.16	16.65	1.24	40.44	34.13	0.83	6.97	-0.05	13.57	2.30
603886.SH	元祖股份	8.35	0.27	0.25	-28.49	61.98	-2.30	50.36	0.72	3.04	-1.22
002702.SZ	海欣食品	6.68	23.28	0.43	507.21	25.22	-4.40	10.82	-10.97	6.38	5.08
603697.SH	有友食品	5.45	13.94	1.29	37.74	34.57	-2.40	7.77	-2.26	23.76	4.10
002991.SZ	甘源食品	4.90	9.21	0.69	26.05	40.81	-0.48	18.05	-1.94	14.03	1.87
603536.SH	惠发食品	4.77	26.31	-0.06	-87.80	17.81	4.84	5.80	-3.59	-1.59	10.70
002956.SZ	西麦食品	4.36	-2.07	0.79	5.54	54.93	-4.90	31.68	-5.28	18.15	1.31
002719.SZ	*ST 麦趣	4.11	41.70	0.09	10.25	27.53	-7.36	16.87	-5.07	2.04	-0.50
688089.SH	嘉必优	1.51	2.61	0.71	12.50	56.45	3.89	5.17	-0.34	48.72	5.59
002820.SZ	桂发祥	1.49	-43.45	-0.05	-110.8	45.10	-2.51	36.25	13.57	-3.32	-20.70
300858.SZ	科拓生物	1.40	3.26	0.39	-4.33	50.01	0.88	4.90	-1.03	27.53	-2.18
003000.SZ	华文食品	0.00	-100.0	0.00	-100.	0.00	-31.28	0.00	-12.92	0.00	-13.82

资料来源：WIND 数据库，财信证券

### 2.3.1 绝味食品：业绩降幅环比缩窄，门店快增好转可期

**鸭脖龙头门店过万，深度下沉做细渠道。**是湖南省内的卤制品上市企业，自成立以来一直专注休闲卤制食品的开发、生产和销售，并通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的门店运营管理。公司下辖华中、华南、华东、西南、华北等多家子公司，并建立起超过数千家特许零售专卖店，是国内规模最大、拥有门店数量多的休闲卤制食品连锁企业之一。目前公司门店数目已过万，营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，将渠道做精做细，提升门店模式的经营效率。

图 17：绝味食品近几年的门店数目增长



资料来源：WIND 数据库，财信证券

**业绩情况：**公司 2020 年上半年实现营收 24.13 亿元，同比下降 3.08%；实现归母净利润 2.74 亿元，同比下降 30.78%；实现扣非后的归母净利润 2.71 亿元，同比下降 30.46%。单二季度来看，2020 年第二季度实现营收 13.47 亿元，同比增长 0.83%；实现归母净利润 2.11 亿元，同比下滑 1.35%；实现扣非后的归母净利润 2 亿元，同比下降 4.58%。受疫情影响公司上半年业绩同比下滑，但二季度以来营收、净利润降幅环比缩窄，疫情的负面影响有所减轻。截止 2020 年上半年公司已在全国共开设 12058 家门店，今年上半年净增加 1104 家，疫情压力下公司逆势拿下高势能门店，预期全年新开店数量有望好于预期（800-1200 家），门店结构持续优化。

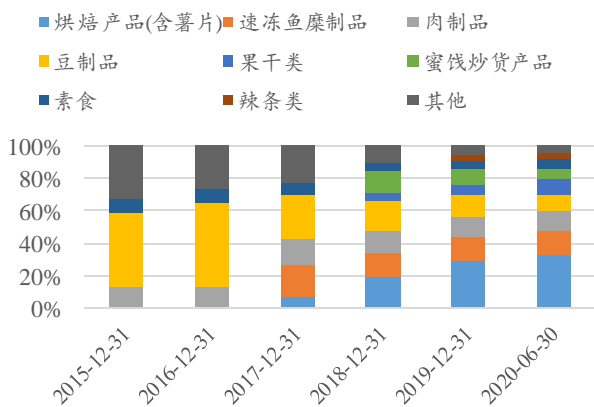
**盈利情况：**由于上半年加速开店加盟费增加，以及原材料价格下降，公司销售毛利率同比提升 0.09 个百分点至 34.32%，主要源于原材料价格的下降；销售/管理费用率同比提升 1.54/0.75 个百分点至 9.74%/5.83%，疫情期间公司加大了对加盟商的扶持力度，此外管理员工资、咨询服务费也有所增加，因此费用率有所上行；除费用外，因受疫情影响，今年上半年由于联营企业经营状况不佳，投资收益同比去年上半年大幅下滑 249.26%，最终销售净利率同比下滑 4.5 个百分点至 11.27%。由于疫情压力，短期内业务盈利性受到一定的压制。

**产品与地区情况：**公司的业务仍以生产销售卤制品为主。分产品看，2020年上半年公司禽类、畜类、蔬菜、其他产品分别实现营收 17.86(-6.46%)亿元、2.42亿元(-4.56%)、0.19亿元(+152.74%)、2.21亿元(+8.68%)；加盟商管理费用 0.37亿元(+20.1%)。分地区看，2020年上半年在西南、西北、华中、华南、华东、华北地区分别实现营收 3.62亿元(+0.91%)、0.45亿元(+4.81%)、6.63亿元(+1.89%)、4.14亿元(-6.56%)、5.45亿元(-12.03%)、2.93亿元(+1.58%)。新加坡、港澳地区实现营收 3788.14万元(+18.82%)。华东、华南两大区经营恢复进程较慢，但新加坡等海外市场增速亮眼。

### 2.3.2 盐津铺子：商超渠道优势凸显，宅家消费动销快增

**品类丰富覆盖面广，主攻商超散装领域。**盐津铺子是湖南省内的休闲零食企业，公司早期产品以豆制品和蜜饯果干为主，后逐渐延伸至烘焙糕点、坚果炒货、肉制品熟食、卤制速食等多个领域。公司坚持“直营商超主导、经销跟随”的营销网络发展理念，以点带面形成了多层次、广覆盖、高效率的立体营销网络，主要销售地区以华中为主。公司的产品多以散装的形式在商超渠道进行销售，近几年公司引入商超“店中岛”陈列模式，有效提升品牌宣传效果与消费者体验以外，商超渠道坪效也有了一定程度的改善。

图 18：2015-2020H1 各品类营收占比



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 19：“店中岛”陈列模式



资料来源：公司官网，财信证券

**2020H1 业绩：新品放量费用管控，业绩延续高增态势。**公司 2020 年上半年实现营收 9.5 亿元，同比增长 47.53%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 96.44%；实现扣非后的归母净利润 1.0 亿元，同比增长 141.37%。单二季度公司实现营收/归母净利润/扣非后的归母净利润 4.81/0.73/0.6 亿元，同比增长 61.47%/94.09%/148.30%。疫情期间，公司加快渠道补库存速度以应对需求上涨，同时公司的主要渠道——商超是率先开放的消费场所，公司产品动销今年上半年快速增长；此外，公司的新品类烘焙产品快速成长，最终净利润实现翻倍增长。公司也公布了 2020 年第三季度业绩预告，预计前三季度实现归母净利润 1.75-1.85 亿元，同比增 94.95%-106.09%，全年业绩高增的态势明显。

公司新品进入放量成长期，叠加疫情期间休闲零食需求增加，规模效应凸显，销售毛利率同比提升 0.33 个百分点至 41.78%。今年以来毛利较低的烘焙产品放量，对毛利率提升略有拖累，但整体仍实现微增；但公司缩减费用开支，优化经营模式提升效率，叠

加疫情期间促销减少，销售/管理/费用率分别同比下行 2.39/0.96/0.25 个百分点至 22.72%/5.81%/0.52%，最终销售净利率同比提升 3.48 个百分点至 13.79%，扣除股权激励费用后，同比提升幅度达到近 6 个百分点，盈利能力同比大幅改善。

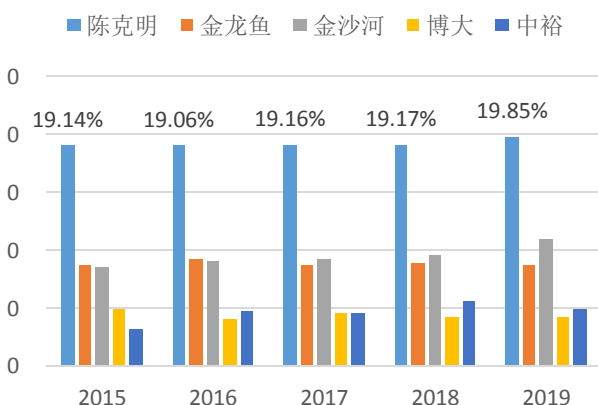
**分产品：新品系列快速放量，产品矩阵不断丰富。**公司烘焙点心/豆制品鱼糜/肉产品/豆制品豆干/果干/蜜饯炒货/素食/辣条/其他（礼盒类）分别实现营收 3.04/1.30/1.18/0.98/0.89/0.64/0.56/0.28/0.48 亿元，分别同比变化 82.18%/72.38%/39.93%/-14.16%/89.06%/-10.27%/59.69%/29.77%/145.28%。公司近年来培育的休闲烘焙点心第二增长曲线增幅明显，已成为营收占比最大的业务，而鱼糜、果干、素食等新业务也快速放量，增长态势良好。公司的单品培育战略扎实高效，多品类快速成长，产品矩阵不断丰富，为业绩提供稳健的支撑。

**分渠道：强势区域稳步增长，新市场强势扩张。**公司在华中/华南/华东/西南/华北/西北/国外加拿大地区分别实现营收 4.12/1.87/1.86/0.96/0.43/0.20/0.01 亿元，同比去年分别增长 43.17%/3.53%/116.08%/235.09%/-10.25%/129.20%/100.00%。公司主力市场华中/华南区域稳扎稳打，实现深度下沉；华东、西南、西北营收翻倍增长，扩张势头强劲。

### 2.3.3 克明面业：疫情助力业绩增长，确定性持续走强

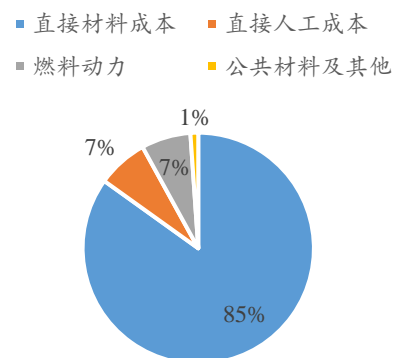
**商超挂面龙头品牌，加码上游原料自给。**克明面业是湖南省内的挂面上市企业，公司始终专注于中高端挂面的研发、生产及销售。近两年来，陆续增加了面粉、半干面、湿面、米粉、非油炸方便面等品类的生产、销售业务。公司的产品主要在商超渠道进行销售，建立了全国 KA 部与国际、国内连锁卖场直接合作，直控终端售点，目前是商超渠道的挂面龙头品牌。为应对原材料价格波动风险，公司近年开始在上游布局，加大对面粉加工、小麦收储的投入，投建河南的面粉工厂项目（河南属于小麦主产区），以保障小麦质量和供粉价格的稳定，从而降低公司全系列产品的生产成本。

图 20：2016-2019 年各品牌超市综合权数市场占有率



资料来源：公司年报，财信证券

图 21：2019 年公司各项成本占比



资料来源：WIND 数据库，财信证券

**2020H1 业绩：疫情导致挂面需求旺盛，业绩增长维持高增。**2020H1 实现营收 19.38 亿元，同比增长 27.96%；归母净利润 2.23 亿元，同比增长 113.86%；扣非后归母净利润 2.12 亿元，同比增长 148.09%。其中一季度营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为



8.86/1.04/0.99 亿元，同比增长 12.83%/69.72%/93.24%；二季度营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 10.52/1.19/1.12 亿元，同比增长 44.26%/176.78%/231.07%。

由于疫情期间消费者对挂面产品的价格敏感度降低，公司中高端类型的产品销售情况较好，2020H1 销售毛利率为 25.9%，同比去年提升 3.72 个百分点。疫情期间市场投入减少，销售/管理费用率同比下降 2.17/0.52 个百分点至 6.59%/2.63%。最终销售净利率同比提升 4.61 个百分点至 11.48%，盈利能力大幅改善。报告期内公司产品需求旺盛，且公司及时调整了产品结构，加大品牌推广力度，促进了营收利润高增；二季度公司复工后补库存速度加快，因此业绩环比提速增长。同时公司预计 2020 年单三季度将实现归母净利润 0.36~0.49 亿元，同比增长 26.21%-72.86%，疫情影响逐渐减退，利润增速环比减速属于正常回落。

### 2.3.4 华文食品：劲仔小鱼品牌力强，品类延伸空间可期

公司是我国具有较高知名度的传统风味休闲食品企业之一，主营业务为风味小鱼、风味豆干等传统风味休闲食品的研发、生产与销售，主要通过经销模式在线下销售，产品畅销中国、美国、加拿大、澳大利亚等全球近 30 个国家。公司拥有的主要品牌为“劲仔”，主要产品包括风味小鱼、风味豆干等，其中风味小鱼的销售规模在国内鱼类零食产品中线上线下渠道排名均为第一，而风味豆干的品牌力也位居行业前列。公司是 2020 年新上市的企业，招股说明书中说明公司计划将募集资金用于风味小鱼生产线技术改造及品牌推广及营销中心建设两个项目。

**2020H1 业绩：疫情压力下仍实现稳增，费用减少增厚利润。**公司 2020 年上半年实现营收 4.51 亿元，同比增长 2.55%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比增长 5.05%；实现扣非后的归母净利润 0.44 亿元，同比增长 5.78%，其中非经常性损益中收到的政府补助 0.28 亿元对该项目影响较大。新冠疫情对公司的经营造成了一定的影响，但总体来说影响不大，上半年营收依然实现了个位数同比增长；由于销售人员差旅费等费用的减少和社保减免等原因，公司净利润增速高于营收增速。公司预计 2020 年 1-9 月营业收入 66650.28 万元至 73315.31 万元，较上年同期增长 0-10%；预计 2020 年 1-9 月归属于母公司股东的净利润 7873.23 万元至 8,660.55 万元，比上年同期变动比例为 0 至 10%。

**上市目的：提升效率优化生产，拓宽渠道改善营销。**公司从采购、生产到销售每个环节均有严格标准把控，确保产品的质量卫生安全；公司也拥有全国市场的高效、全面的营销网络体系，在线下各个领域均有布局；公司旗下的产品系列先后邀请汪涵、邓伦等明星代言，在市场上具备一定的品牌知名度。公司本次上市意在解决生产效率低、销售渠道单一等问题，一方面通过对生产线进行自动化升级改造提升生产效率，另一方面公司将升级建设全国营销中心及电商运营中心，引进相关人才与设备布局线上、优化公司的营销体系。

休闲零食行业规模近年来快速扩张，但近三年开始公司营收、净利润都是同比上升的趋势，但增速逐年降低，上涨缺乏动力与公司产品以及渠道较为单一的原因有关；同时公司费用中的明星代言费较大，给经营造成一定的压力。大部分休闲零食“爆品”生

产门槛低、同质化程度高，在消费者教育完成后，企业想要维持单品的快速增长，需要通过渠道优势来抢占市场份额，保证品牌对市场的影响力。华文食品拓宽渠道的计划有望为两大核心业务注入新动力，但线上休闲零食品牌竞争激烈，并且大部分品牌产品覆盖面较广。华文食品想要通过进军线上开辟新的增长点，出了渠道建设的投入以外，仍需在产品研发和营销策略上重点发力。

### 3 投资建议：关注优质餐饮湘股，疫后改善成色不减

#### 3.1 绝味食品：渠道精耕再次赋能，逆势开店信心十足

**卤制产品市场广阔，精耕细作再拓空间。**2019年中国卤制品行业市场零售规模达1100亿元，同比增长20%，行业规模快速扩张，但经营模式多以小作坊、夫妻店等形式为主，头部企业的市占率不高。而公司历经多年耕耘，以加盟模式为主进行市场扩张，已形成了覆盖全国31个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络，市场覆盖率和门店数量位居行业前列，在全国具备一定的知名度与影响力。目前公司的门店数量已突破万家且仍在稳步扩张中，公司也将粗放式的“跑马圈地，饱和开店”开拓策略转变为“深度覆盖，渠道精耕”，划分交通体、商圈体、社区体、沿街体等7大渠道，根据渠道特性建立单个经营模型精准施测，因地制宜地进行渠道的深度下沉，实现市占率的稳步提升。

**抵抗压力逆势拿店，经营管理更多赋能。**今年疫情发生以来，卤制品门店经营受到较大的冲击，公司一方面给予加盟商扶持优惠政策，意在与加盟商共渡难关；另一方面逆势加快开店步伐。由于加速开店和疫情的负面影响，公司2020年上半年的单店收入有一定程度的下滑，但长期来看，公司布局的高势能门店不仅相对普通门店经营效率更高，还能起到较好的品牌宣传效果，门店结构的改善在疫情过去后有望释放更多的业绩动能；同时逆势拿店的运作也充分彰显公司对自身品牌与加盟体系的信心。在生产端，公司计划优化工厂布局，降低固定投入，控制成本管理细化，进一步释放生产规模效应；同时今年绝味云建设投入使用，信息化系统的引入将有效改善公司业务的管理效率。

**投资建议：**公司作为行业品牌力与渠道力领先的龙头，除了拥有合作稳定的加盟商体系、密集快捷的供应配送网络之外，还配有以销定产模式下的SAP-ERP系统，以保证每个配送周期加盟商订货计划的合理性，并实现对门店终端实际经营状况的了解与调控，整体供应链完备高效。未来卤制品市场空间广阔，门店盈利性以及公司良好的加盟商管理模式，也能保证渠道对于新开店的积极性，长期来看公司每年新增800-1200家门店、保证业绩稳定增长的确信性较强。我们预计公司2020-2022年营收分别为59.47/68.40/75.56亿元，净利润为8.82/10.08/11.49亿元，EPS为1.45/1.66/1.89元。公司长期成长确定性较强，给予公司2021年48-50倍PE，股价合理区间为79.68-83元，给予公司“推荐”评级。

### 3.2 盐津铺子：烘焙系列放量成长，店中岛模式快速扩张

公司以售卖凉果蜜饯类休闲食品起家，自 2017 年上市以来，积极调整产品、渠道、区域拓展经营战略，以提升公司自身的核心竞争力：

(1) 产品方面，拟定“休闲咸味零食-休闲烘焙点心-坚果果干”三大成长曲线，其中烘焙类、坚果类均是近年来景气度较高的休闲零食细分品类，成长空间广阔。依靠公司积淀多年的商超渠道运营优势，成长确定性较强。烘焙产品持续放量，随着规模扩大毛利率仍有提升空间。

(2) 渠道方面，公司采用“直营商超树标杆、经销渠道全面拓展、新零售跟进覆盖”的发展模式，线下营销网络“以点带面、分区连片、阶梯拓展”，打造“线下+线上”良性互补的立体营销网络。目前渠道占比仍以线下为主（营收占比 85%左右），公司近年引入的“店中岛”散装售卖模式坪效较高，提升了商超渠道的产品销售效率，并且可复制性强，店中岛数量的快速扩张有望提供稳定的量增支撑。今年春节以来以新增 4000 余家店中岛，目前总量在 12000 家左右。今年计划新增投放 5000 个店中岛，从目前进度来看计划不难完成。

我们预计公司 2020-2022 年的实现营业收入分别为 20.76/28.03/1362.50 亿元，净利润分别为 37.63/44.82/36.44 亿元，对应 EPS 分别为 2.01/3.27/4.76 元，对应当前股价 PE 分别为 64/40/27 倍。参考公司基本面情况以及未来业绩的增长空间，给予公司 2021 年 35-40 倍估值，合理区间为 114.45-130.80 元，目前股价已进入合理区间，首次推荐给予“谨慎推荐”评级。

### 3.3 克明面业：全年业绩确定性强，产业延伸强化竞争力

**高性价比切入低端市场，新渠道试水开辟空间。**随着挂面行业竞争越发激烈，公司正加大对中低端产线的投入，开发多种产品来提高市占率。一方面，公司推动“小一体化模式”优化供应链的同时开发高性价比产品来提高市占率。产业链向上游延伸，投建面粉厂以提升原料自给能力，有效降低生产成本。另一方面，公司正在开拓多样化的营销途径。加速下沉市场产品动销的同时也加大了线上销售的投入，试水直播卖货，报告期内市场服务费 0.39 亿元，广告宣传费 0.22 亿元，分别同比增长 51.6%和 45.7%。

**推荐上游产业延伸，强化原料自给能力。**同时，公司也在加大对产线建设的投入。截至 6 月 30 日，延津年产 10 万吨营养挂面生产线项目、遂平年产 7.5 万吨挂面生产线项目已实施完毕。遂平年产 42.45 万吨面条类产品加工厂项目一期工程正在产能逐步释放中，日处理小麦 3000 吨面粉生产线项目正在建设中。公司产能扩张项目持续跟进，未来将为业绩提供支撑。差异化产品凸显优势，上游延伸降低成本。

**投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 37.92/42.85/47.14 亿元，归母净利润分别为 3.64/3.97/4.56 亿元，EPS 分别为 1.11/1.21/1.39 元，对应当前股价 PE 为

22/20/17 倍。我们根据公司业绩增长情况以及行业估值水平，给予公司 2020 年 20-25 倍 PE，股价的合理区间为 22.2-27.75 元，目前股价已进入合理区间，维持对公司“谨慎推荐”的评级。

#### 4 风险提示

食品安全风险；经济下行风险；同行竞争风险；产品升级不及预期风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438