

王见鹿 行业分析师

 执业编号: S1500517100001
 联系电话: +86 21 61678591
 邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

 联系电话: +86 2161678587
 邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编: 100031

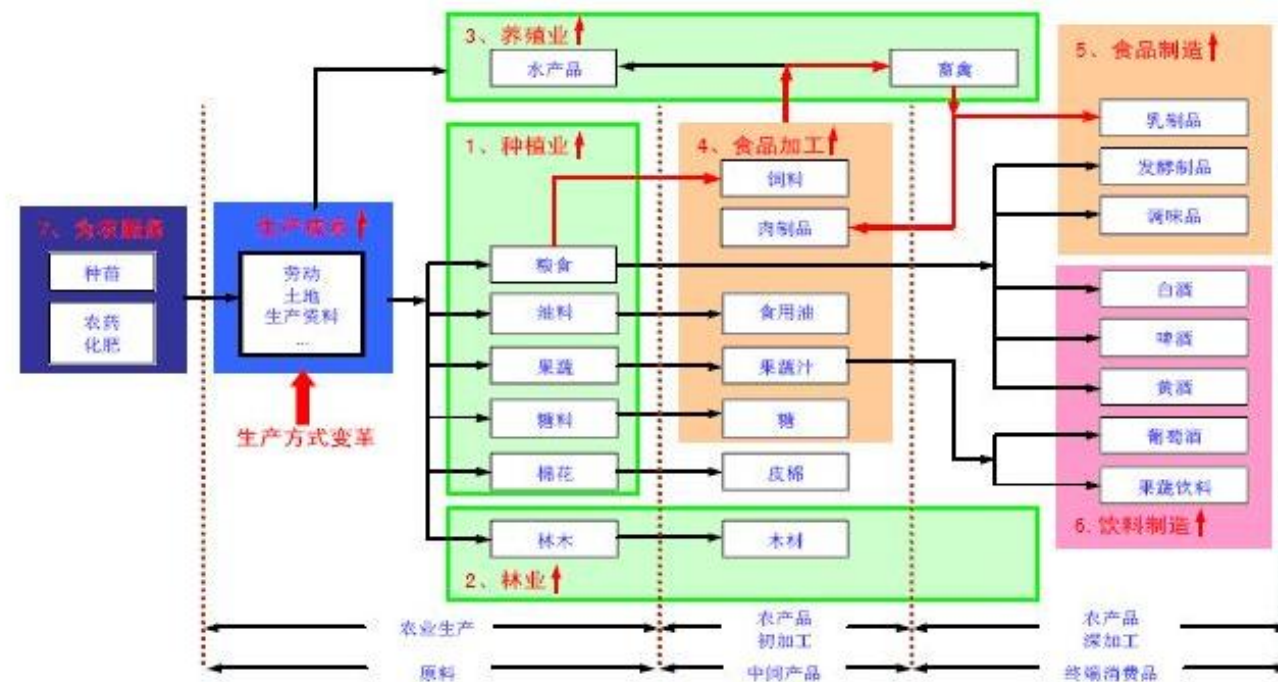
食品饮料行业

2018 年 7 月 16 日

◆ 本周行业观点: 食品饮料新兴产业投资热点分析: 消费升级影响下的食品饮料行业重构。

1、食品饮料产业链概况。

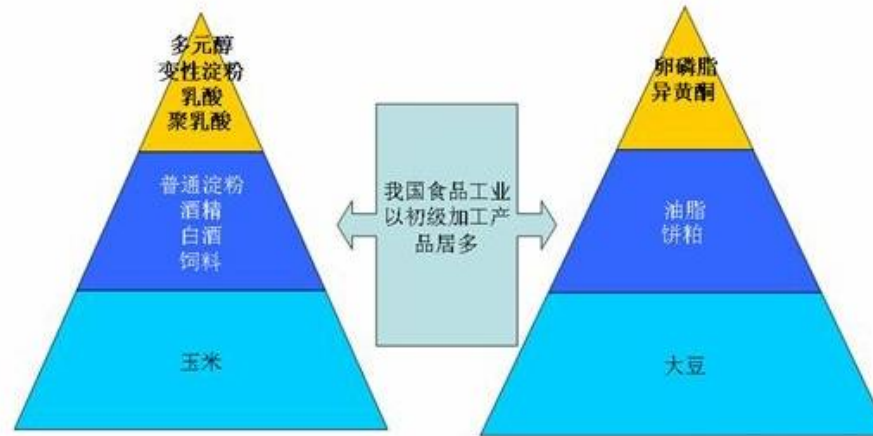
图 1 食品饮料产业链



资料来源: 中国产业链信息网, 信达证券研发中心

“民以食为天”，食品饮料是最贴近终端消费者的行业之一，且其产业链贯穿上游的农业、农业物流流通产业和下游的营销与零售产业，产业链较长。改革开放以来，我国的食品饮料行业规模增速始终比 GDP 增速高出 10 个百分点左右，但由于计划经济时代对食品饮料行业的烙印，其发展路径粗放、结构不均，导致包括方便面、软饮料、啤酒等低端产品产能过剩，而高端的有机食品、健康食品、乳制品、调味品及食品添加剂工业等受制于科技创新不足、上游资源管制以及资金使用效率较低的负面因素抑制，发展较为缓慢。

图 2 我国食品工业加工品



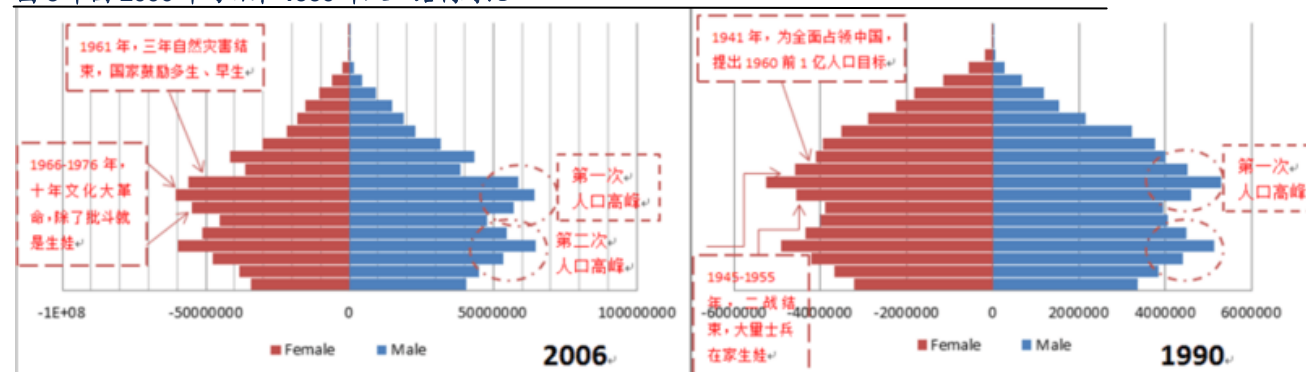
资料来源：中国产业链信息网，信达证券研发中心

2、消费升级重构食品饮料行业。

随着①我国粮食产量的连年增长；②14年后我国个人财富增长，恩格斯系数下降到30%以下；③同时80-90后成为消费主流，食品饮料行业从原来的同质化竞争变得越来越贴近消费者需求。

根据 Euromonitor 统计数据，中国 2006 年与日本 1990 年的人口结构对比：

图 3 中国 2006 年与日本 1990 年人口结构对比



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

目前我国的人口年龄结构处于从稳定状态向中年型转变的阶段。我国 20~29 岁间人口的高峰期为 2010~2015 年，而 30~44 岁间人口的高峰期也在 2005~2015 年间。这部分中、青年人口的集中增长将对促进我国消费结构升级构成强有力的背景：少年儿童人口比重下降，中青年人口（劳动年龄人口）上升，生命周期储蓄人口比下降，有利于总消费支出的增长。20~29 岁间的人口为我国第一批独生子女的消费主要集中于：电子产品、旅游、健身、电商、服装、食品、婚嫁、房产、耐用品；30~44 岁消费主要集中于：住房投资、社交支出、汽车、教育消费和投资。

当前国内 A 股上市的食品饮料企业除了产业链纵向一体化整合的国有企业之外，几乎均为细分市场的龙头企业：如肉制品行业的双汇发展、温氏股份；速冻食品行业的三全食品、安井食品和海欣食品；调味品行业的海天味业、中炬高新和千禾味业；乳制品行业的伊利股份、光明乳业；黄酒行业的古越龙山和会稽山；白酒行业的“茅五”；红酒行业的张裕 A；坚果行业的洽洽食品；休闲食品行业的桃李面包和来伊份等。而海外企业中，也无外乎是由 ABCD(ADM、邦基、嘉吉、路易达孚)、新加坡嘉里为主的产业链一体化企业和细分市场龙头企业如星巴克、皇家菲仕兰坎皮纳、全食超市等组成的。

图 4 波士顿矩阵



资料来源：信达证券研发中心

未来 5-10 年，消费升级仍然将影响食品饮料行业的重构，路径主要为：①忽视消费需求-->满足消费需求-->创造消费需求；②细分市场龙头-->横向收购兼并；③国企资源整合-->市场化运营的产业链一体化企业；④企业文化/品牌力/口碑的维护和创造；⑤基础配套设施如物流园、食品安全检测中心、期现结合交易市场、电商平台和小农金融的建设与发展。

3、热点投资领域：

①消费需求的满足和创造：有机食品行业，如伊利股份曾拟以 90 亿元并购有机奶上市公司中国圣牧 37%的股权，蒙牛和爱氏晨曦合作推出高端有机奶粉；食品 O2O 配送行业，如“本来生活”、盒马生鲜等食品电商满足了消费者足不出户的需求；保健品行业：中国营养品市场已经成为世界第三大市场，但从人均消费支出看，中国仅为美国的 1/20、日本的 1/15，同仁堂和江中药业等药企均在此领域有跨界。

②市场龙头的横向收购：食品饮料和人群固有的饮食习惯和口味偏好极为相关，收购帮助有地域性限制的企业跨区域发展，在已成型的细分市场内获得尽可能多的市场份额。如巴菲特旗下的亨氏并购卡夫；通用磨坊收购 Yoplait；帝亚吉欧、嘉士伯、百威英博等酒企并购国内名酒企业；达能收购植物蛋白饮料企业 Whitewave 等。

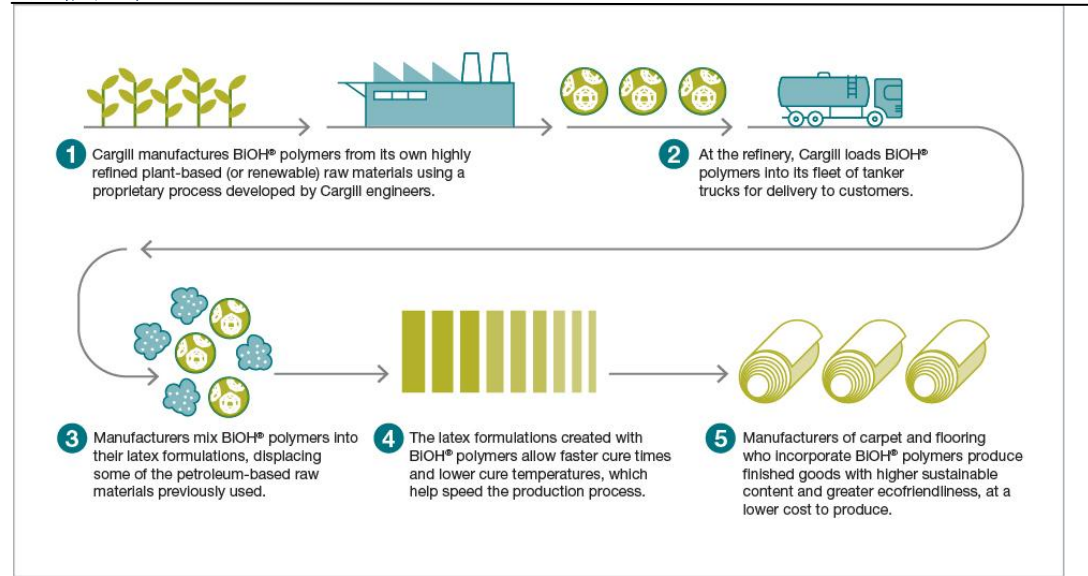
图 5 卡夫亨氏旗下品牌



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

③国企资源整合：计划经济时代国企获得较多上游资源，纵向并购可以使得其规模扩张，获得规模效应，同时进军国际市场，获得市场溢价。如中粮集团、北大荒集团、顺鑫农业、三元股份、光明乳业等。

图6 嘉吉的产业链一体化整合



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

④企业文化/品牌力：酒类是最有品牌力溢价的，而其他细分行业对品牌的培育还有待时日，特别是有消费者美誉的企业非常少。随着消费者对食品安全、产地认证等细节越来越关注，建议关注检验检测机构、大型食品饮料营销商（如代销、代管理企业）和有产地认证、老字号等商标资源的传统食品制造企业老树新枝，如广州酒家等。

⑤基础设施配套行业：自动化生产设备，物流园，交易中心，远洋捕捞船，冷链物流车队等均均为重资产行业，同时需要具备能够“弯道超车”国际领先企业的能力。

⑥有特色的员工激励机制或卓越的管理能力：食品饮料行业的费用和库存很多时候决定了企业的盈亏和发展，降低费用提升生产及销售效率对企业异常重要。如合作社形式：如荷兰最大的乳品企业皇家菲仕兰坎皮纳乳业集团就是由 Adire 等 19000 名农场主组织的菲仕兰坎皮纳合作社所有，每个农场主根据供奶量的多少公平持有皇家菲仕兰坎皮纳乳业集团的股份并享有利润分红。在组织形式上为合作社，在经营体制上则以公司的名义出现，它以双轨机制并行运作。

4、为什么现在投资食品饮料产业链：

1) 防御性：食品饮料产业的稳定增长受益于刚性需求。1998 年-2007 年这十年中，尽管发生了亚洲金融危机、网络泡沫破裂等重大宏观事件，扣除通胀影响，我国城镇居民在食物上的花费保持了 8% 以上的增速。

- 2) 机遇性: 我国粮食价格长期以来被人为低估, 随着“工业反哺农业”时代的到来, 粮食价格将会逐步提升到正常价格水平, 这必然带动相关产业产值的相应扩大。
- 3) 发展性: 细分子行业的市场空间广阔。
- ◆ **5、风险提示:** 中美贸易战可能带来的生产成本剧烈波动风险; 行业洗牌抑制龙头企业盈利能力的风险; 行业季节性导致部分分子板块收入/盈利增速被误判的风险; 食品安全问题; 企业高管变动及内部管理风险。

◆ 本期【卓越推】：广州酒家（603043）、安井食品（603345）。

广州酒家（603043）（2018-07-13 收盘价 27.23 元）

➤ 核心推荐理由：

- 1、**公司持续发力食品制造板块，五年内产能有望实现双倍增长。**据我们测算，公司当前食品制造产能约 3.0 万吨，而到 2023 年的未来 5 年内，其产能将至少达 8.9 万吨，平均复合增速 20.0%——其中，上市募投项目总投资 2.78 亿元，对应新增产能合计 2.55 万吨；此次两起对外投资项目则合计贡献至少 3.6 万吨。速冻是公司扩产最快的子品类，待完全达产后产能对应 5 万吨，主营广式速冻蒸点，实质上是广州酒家餐饮场景的延伸，和其他传统速冻品牌形成差异化竞争，当前产品供不应求。我们认为，随着公司产能提升，其有望成为速冻蒸点新龙头的有力竞争者。根据欧睿，2017 年我国速冻蒸点销量增速约为 1%，较 2016 年的-2.9%有所反弹，整体销售规模约 55 万吨，公司 5 万吨产能如充分利用，将在行业中拥有一定话语权和定价权。
 - 2、**有别于其他盲目扩张企业，公司扩产有备而来。**从产业链的角度来看，公司是我国湘潭寸三莲的主要采购企业，在湘潭已有莲子采购基地。14-16 年，其莲子采购量均超过 1000 吨，增速由 9.6% 上升至 12.2%，主要用于公司的月饼、速冻等产品。因此，公司本轮选择在湘潭设厂扩产，投向之一是 6000 吨/年的馅料产品，一方面是基于其对产地的熟悉，另一方面是出于整合产业链、就近采购、平滑成本的考虑，有望进一步提升其下游产品毛利率。异地扩张也是公司逐步实施产地地销的路径之一。从公司运营的角度来看，在 17-18 年这一轮密集投产之前，公司账面现金流充裕，甚至维持了较为保守的发展策略。13-17 年 9 月末公司剔除募资后的货币资金由 5.27 亿增长至 11.43 亿元，而考察公司持续投资能力的净营运资本（剔除超额现金）持续为负，仅在 2017 年 6 月才转正。我们因此判断公司此轮扩张是经过谨慎思考的，且将有充足的现金作为保障。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计广州酒家 2018-2020 年 EPS 为 1.11 元、1.37 元和 1.45 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 产能受限；2) 跨省经营有待考验；3) 人力成本密集，自动化率有待提高；4) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；5) 员工激励机制有待加强；6) 食品安全风险；7) 募投项目达产不及预期；8) 解禁风险。
- **相关研究：**《20180313 广州酒家（603043）餐饮全产业链布局，新版图蓄势待发》，《20180320 广州酒家（603043）利口福公司两地扩产，产能有望实现双倍增长》，《20180417 广州酒家（603043）17 年盈利超预期，产能释放有望带动收入、利润同步增长》。

安井食品 (603345) (2018-07-13 收盘价 39.29 元)

➤ 核心推荐理由:

- 1、**火锅料行业龙头，销售渠道是公司最核心竞争力。**1) 安井食品是国内最大的冷冻食品加工企业之一，17年销量超过30万吨。其三大主营业务——冷冻鱼糜制品、冷冻肉制品和速冻米面的市占率分别居第1、3和7位。2) 公司采取“经销商主导”的业务拓展模式。得益于更高的渠道自主权，公司能够比同行拥有更高的渗透率。3) 火锅料行业的“赊销”模式最早便由公司引入国内，其信用额度动态监控、经销商淘汰制、返点和销售额绑定等管理细节，既确保公司与经销商利益一致，又使其在行业瓶颈期时更能抵御流动性风险。4) 公司已有长达10年的跨区域/双主业管理经验，利用安井成熟的品牌进行产业链整合，是全国化及平台化发展的坚实基础。
- 2、**冷冻食品行业进入升级期，利于龙头企业扩张。**我国冷冻食品产品低端化程度严重，急需转型，冷冻食品高端化带来平均单价提升将是未来行业增长的主要驱动力。未来，早餐行业将迎合新一代消费群体，向提升品牌溢价、服务效率改善与产品创新等多方面发展，迎来新一轮变革。
- 3、**公司的发展策略不是简单的追踪热点产业，而是平台化发展。**我国食品饮料行业已进入低速发展的新常态，能够以消费者为中心、产品持续创新的企业方能获得持久增长。“平台化”发展便是我国许多食品饮料企业如海天味业、达利食品等成功响应细分消费需求的路径。通过平台化，已较有市场号召力的企业可以通过并购、参股、贴牌或销售渠道共享等模式向主业相关产业延伸，从而更快速响应消费者分层化、小众化、个性化的需求。安井食品现有业务已包括火锅料（冷冻鱼糜制品及冷冻肉制品）、冷冻水产品加工（小龙虾）和速冻米面，其中速冻米面便是公司收购并培育做大的板块，其已具备平台化发展基因。

➤ **盈利预测和投资评级：**我们预计安井食品18-20年EPS为1.29元、1.56元和1.86元，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**1) 消费者健康饮食意识不断增强；2) 产品同质化导致价格战；3) 产能过剩风险；4) 上游原材料枯竭，挤压加工企业利润率水平；5) 食品安全风险；6) 项目达产进度不及预期；7) 经销商团队扩张过快导致风险敞口加大。

➤ **相关研究：**《20180420 安井食品 (603345.SH)：第一站隐形冠军，下一站看平台化发展》。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。