

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 23 日

◆ 本周行业观点: 冷冻食品加工行业发展路径明晰, 板块进入规模化、专业化竞争。

### 1、冷冻食品作为工业化半成品, 向餐饮食材供应链发展是大势所趋。

据统计局数据显示, 2018 年 1-6 月我国餐饮行业收入达 1.95 万亿, 同比增速 9.9%; 6 月该数据为 3401 亿, 同比增速 10.1%, 同期消费者为“吃”花在电商平台的消费额增速高达 52.3%; 我们预计 18 年全年我国餐饮收入突破 4 万亿是大概率事件。

在外用餐、外卖业增速加快等趋势意味着餐饮业将迎来繁荣期。但这并不意味着冷冻食品在日常消费中的比重会下降, 反之, 由于市场竞争与成本上升的压力, 餐饮企业将会从规模扩张转向盈利能力(客单价 x 单位客流 x 消费频次-成本)的提升和对食品安全的重视。冷冻调理食品作为工业化半成品, 有望受益餐饮业食材供应链的发展。

### 2、传统市场跑道窄, 但新细分市场空间尚很大。

冷冻食品公司也在积极转型向家庭消费延伸, 精准切入消费者痛点——即对即时性、食品安全以及营养健康的诉求。雀巢、Conagra、Nomad 和 Pinnacle 等行业巨头便增加了有机、素食、无麸质等品类; 日本的日水等则推出海鲜加工产品, 强调对鱼油中 EPA (二十碳五烯酸) 对日常膳食的补充; 国内三全、正大、安井食品等涉足早餐糕点市场。

因此, 我们认为, 我国传统方便米面制品行业的跑道较窄, 而冷冻食品的新市场空间仍很大, 以邻国日本为例, 其 75-98 年的 22 年间, 食物费用增长 35.6%, “外食”增长 53.8%, 而快餐调理食品增长 240%。

### 3、另一重要拐点在于, 进入 2018 年, 海内外冷冻食品的并购趋势加速。

7 月, 美国包装食品巨头康尼格拉品牌公司 (ConAgra Brands) 同意以总价 109 亿美元 (约 81 亿美元的现金及股票和债务) 收购品尼高食品公司 (Pinnacle Foods), 以扩大其冷冻食品业务。品尼高食品公司的股东们每股将收获约 43.11 美元现金, 同时每拥有一股 Pinnacle Foods 股票可以得到 0.6494 股的康尼格拉普通股票, 两家公司合并后, Pinnacle Foods 公司的股东们估计会占有新公司约 16% 的股份, 两个不断增长标志性品牌组合的新公司也会成为继雀巢之后美国第二大冷冻食品公司。金融时报分析, 这项交易或会给新的冷冻食品制造商带来新的市场份额, 它们会用新鲜食物和更健康的替代品换回冷冻食品失去的市场份额。此次并购, 是 15 年 B&G 食品公司 (B&G Foods Inc.) 7.65 亿美元收购通用磨坊 (General Mills Inc.) 旗下的冷冻蔬菜品牌绿巨人 (Green Giant) 之后, 最大的一笔行业并购。

在国内, 上市公司科迪乳业和香梨股份也于 5 月分别启动了并购计划, 科迪乳业拟以 15 亿元总交易对价收购集团下属科迪速冻, 收购 PE 14.36x; 香梨股份则拟收购冷冻肉制品板块企业众品食品, 交易金额待披露。后者已从一家单纯的肉类加工企业转型为 O2O 生鲜供应链服务商, 通过河南众品食品、河南鲜易供应链、河南鲜易供应链网络科技等的重组, 变身更为集供应链、食品安全管理、物流配送 (拥有全国第三的冷脸车队)、电商平台为一体的产业互联网公司鲜易控股。

#### 4、为什么现在投资食品饮料产业链：行业竞争格局进入产能出清的稳定回升期。

从行业竞争格局来看，传统冷冻食品的生产、政策及销售门槛均较低，因此速冻米面（含蒸点）、火锅料等领域从业者众多，产能过剩，屡次陷入价格战，导致产品价格有路径依赖；17年开始，上游包材及原材料成本大幅上升，行业大规模亏损，导致小产能逐渐出清，经销商团队也完成了洗牌，我们判断行业处在兼并整合后期。新兴板块方面，冷冻调理食品、餐饮半成品（如速冻小龙虾）等板块行业参与者逐渐增加，部分子版块仍处发展早期，我们看好有品牌优势、成本把控能力出众的企业。

- ◆ **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子版块收入/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）（2018-07-20 收盘价 27.10 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地产地销的路径之一。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) (2018-07-20 收盘价 41.25 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扎实基础。
  - 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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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了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。