

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 21 61678587  
 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 30 日

**◆ 本周行业观点: 黄酒行业, 有望复制区域白酒强劲走势**
**1、黄酒是我国江浙沪一带的名酒种, 但相对于区域白酒的势头正劲, 其发展增速尤为缓慢。**

黄酒发源并发展于我国, 为我国民族特有酒类, 其酿造和饮用历史悠久。据《吕氏春秋·顺民篇》记载, 越王勾践出师伐吴时, 百姓向其献酒, 勾践将酒倒在河的上流, 与将士们一起迎流共饮, 于是士气大振, 史称“箪醪劳师”。此处的“醪”即是今天黄酒的前身。黄酒在中国影响力巨大, 历史上一度成为“酒”的默认。

与其他酒类相比, 黄酒具有高营养、低酒精度、地域性的特点:

(1) 高营养: 酿造黄酒的原料大米、小麦中的蛋白质经微生物酶降解, 绝大部分以肽和氨基酸的形式存在, 极易为人体吸收利用, 因此黄酒富含氨基酸、蛋白质、功能型低聚糖、维生素等多种营养物质。

(2) 低酒精度: 黄酒一般酒精含量为 8%-17%vol, 在酒类行业中属于低度酿造酒。

**表 1 主要酒种酒精度情况**

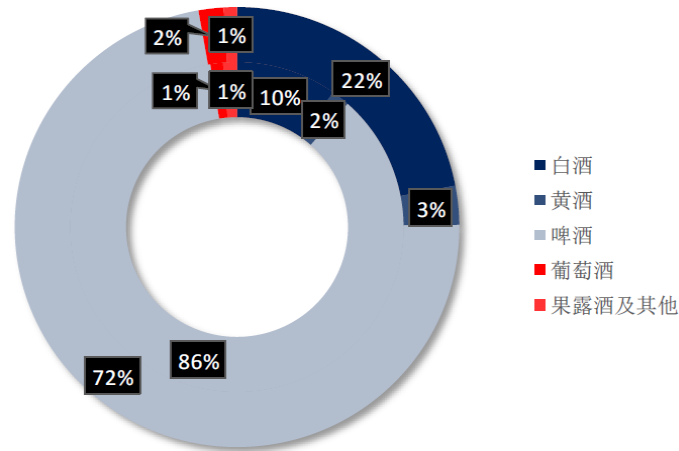
酒类	白酒	露酒	葡萄酒	黄酒	啤酒
酒精度[% vol]	25-68	28-45	7-18	8-17	2.5-7.5

资料来源: 信达证券研发中心整理

(3) 地域性强: 黄酒的主要消费区域仍以江浙沪为主, 其江浙沪三地的市场份额约在 12%-14%之间, 明显高于全国平均水平。

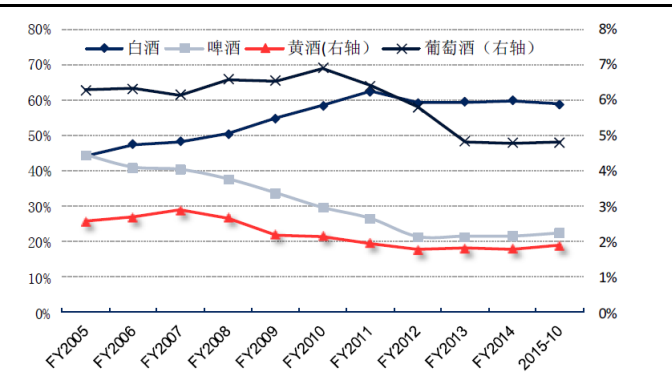
新中国成立以来, 白酒成为最流行的酒种, 对黄酒的文化认同感较弱。在我国的四大酒种中, 黄酒的产量占比 2.8%, 位居第三, 略高于葡萄酒; 但由于平均单价比葡萄酒低, 因此板块营收和利润规模在四大酒种中位居最末, 占酒板块整体比例为 1.9%和 1.7%。

**图 1 2005 年 vs. 2015 年 (外轴) 四大酒种的产量占比变化 (%)**



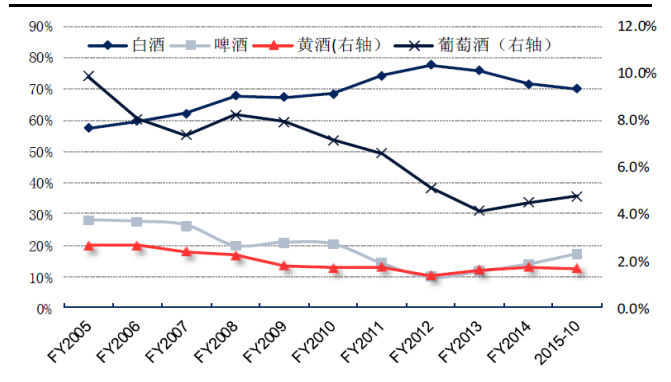
资料来源：统计局，万得，信达证券研发中心

图 2 我国四大酒种的营业收入占比变化 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3 我国四大酒种的销售利润占比变化 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

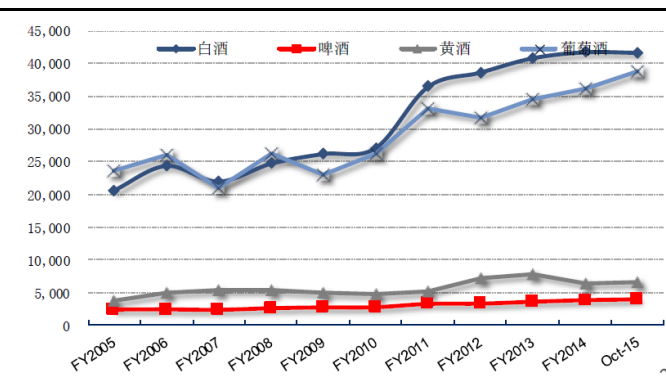
## 2、价格矛盾尚待理顺。

相较于同等价位的大众饮品，黄酒并未在本轮行业调整中取得定价优势。

同为大众饮品的啤酒比较，黄酒对啤酒的价格领先幅度从 2008 年最大的 0.74 元/升缩小到 2015 年的 0.21 元/升；而同样作为中国特色饮品的白酒，对黄酒的价格差已经从 1.58 元/升扩大到现在的 3.57 元/升。与同为中、低端定价的白酒企业出厂价比较，大部分低端白酒企业已完成逆势提价，而黄酒价格极其低迷。黄酒的顺势降价一方面情有可原，行业调整时存在一部分劣币驱逐良币的问题；但作为本来定位就趋于中低端的酒种，一味降价反而破坏了其价格评价体系，削弱其在

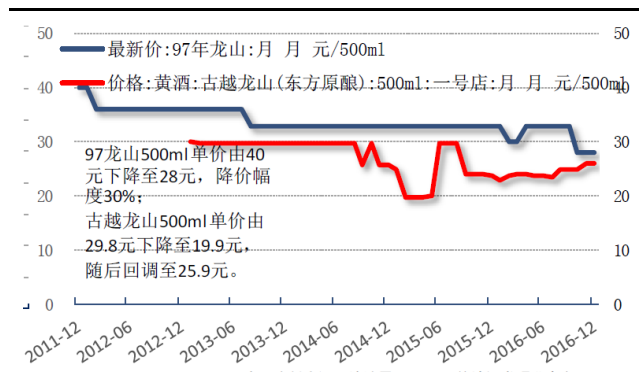
消费者心目中“好酒”的印象。

图 4 黄酒吨单价与其他酒种相比提价乏力 (元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

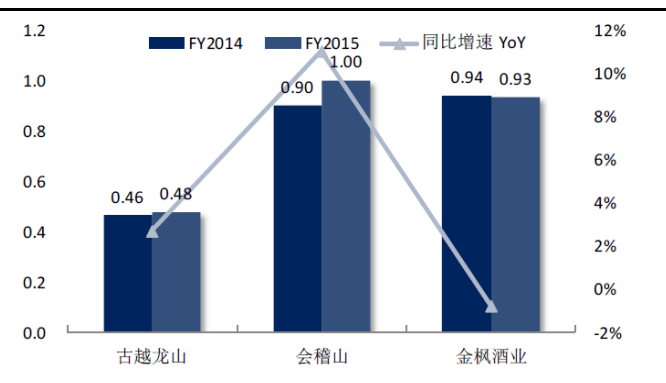
图 5 古越龙山价格自 2013 年起下滑明显 (元/500ml)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

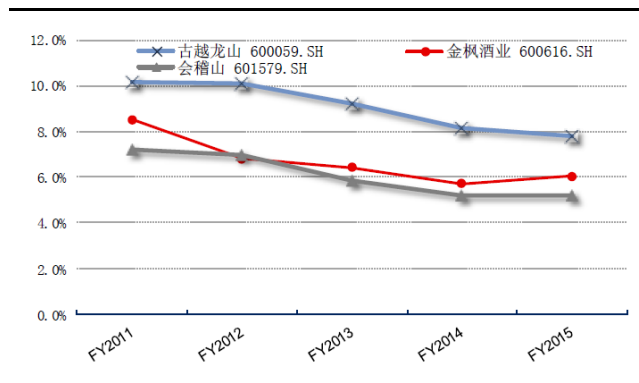
大部分中、低端区域性白酒企业逆势提价, 结合“消费升级”的诉求, 进一步稳固其市场份额: 老白干酒、金徽酒业都通过产品提价于 2015 年获得了更高的市场份额。顺鑫农业亦宣布于 2016 年 5 月起牛栏山陈酿每瓶加价 1 元, 上调幅度达 10%。这也意味着区域性黄酒也有同样的提价空间。

图 6 14 和 15 年三大黄酒企业的出厂价对比情况 (元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7 近 5 年三大黄酒企业市占率变化 (%)



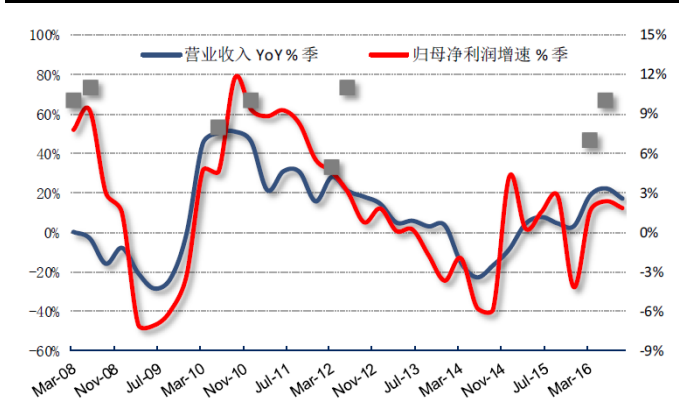
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 3、迎来新一轮密集提价潮。

黄酒行业长期处于低价竞争状态, 行业龙头企业提价有利于促进行业良性发展。2017 年 10 月和 2018 年 2 月, 古越龙山宣布两轮产品提价, 提价产品共计 36 款, 提价幅度 8%-15% 不等。首批将对十年陈酿绍兴花雕酒四款产品提价 15.4%。2018 年 3 月, 金枫酒业亦宣布二季度开始产品提价, 其中石库门高档系列产品平均提价幅度为 6.5%; 金色年华系列产品平均提

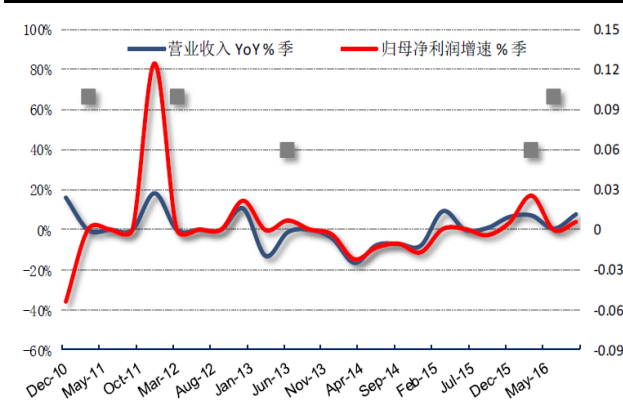
价幅度为 5%；和酒中档系列产品平均提价幅度为 3%；依好部分系列产品平均提价幅度为 9%。上一轮频繁提价发生在 2016 年，古越龙山连续 4 次、会稽山连续 2 次提高产品价格。根据两家上市公司的历史经营数据，提价往往伴随着下一期营业收入和净利润的同比增长。

图 8 古越龙山营收、净利润变化及历次调价情况（右轴）（%）



资料来源：公司公告，万得，信达证券研发中心

图 9 会稽山营收、净利润变化及历次调价情况（右轴）

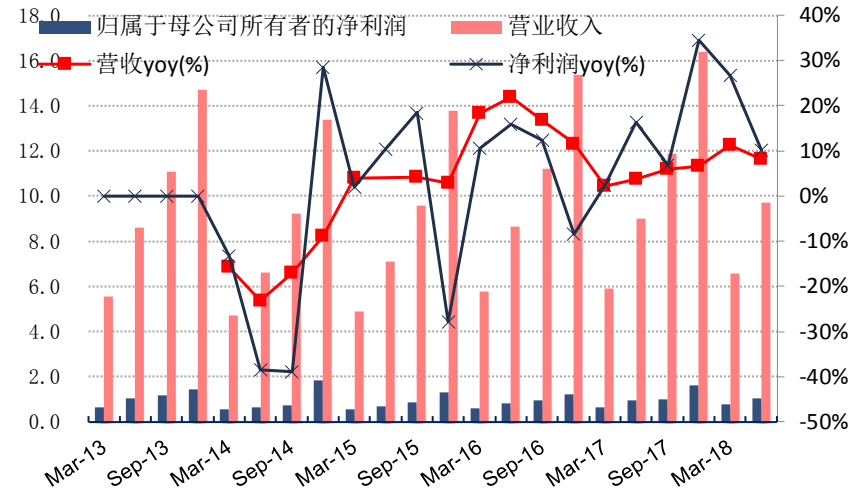


资料来源：公司公告，万得，信达证券研发中心

#### 4、黄酒行业盈利能力低基数，更具投资弹性。

短期来看，黄酒向全国消费者输出其“好酒”概念、引导消费者由高度白酒转向低度黄酒消费尚需时日。但产品提价帮助行业内企业于 17 年末进入新一轮业绩上升周期是不争的事实。从古越龙山披露的 18 年半年报来看，其实现营收 9.72 亿元，与上年同期相比增长 8.19%；归属于上市公司股东的净利润为 1.04 亿元，同比增长 10.14%；产品提价帮助公司在 18 年 1-2Q 录得较快营收及净利润增速。

图 10 2013 年至今古越龙山营业收入及净利润变化（亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们判断，产品提价将确保其当期营业收入有较大增长；且一旦涨势确立，江浙沪地区资金流动性释放会带来黄酒投资性需求的进一步增长，形成正反馈。

我们预计 2018 年黄酒板块整体需求量保持 16-17 年的增长势头，达到约 7%，同时龙头企业依靠提价获得的 2-3 个点超额毛利率得到保障，则其净利润增速可达 18%-27%。食品子板块中，目前黄酒 ROE 仅为 12.7%，远低于行业平均值 19.1%，尚有很大的提价空间。低基数会放大提价对企业盈利的弹性作用。

**5、风险提示：**食品安全问题；江浙沪地区宏观经济下行导致企业现金流承压的风险；消费者对产品价格敏感导致提价无法充分转化为营业收入增速的风险。

- ◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）、安井食品（603345）。

## 广州酒家（603043）

（2018-07-27 收盘价 27.70 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)

(2018-07-27 收盘价 40.62 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。