

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

毕翹楚 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9月3日

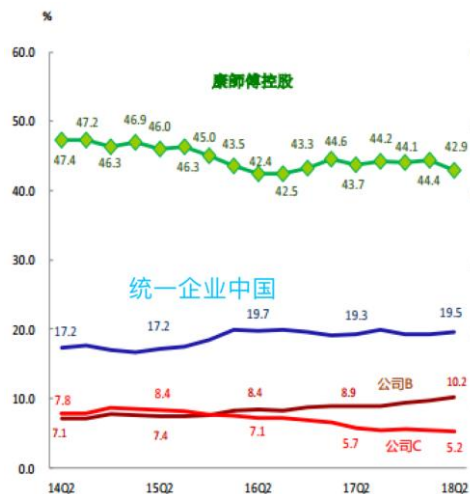
◆ 本周行业观点: 再一次提示便利性溢价对部分食品饮料子板块的积极影响。

我们在年初的《食品饮料行业2018年年度策略》中曾提示,便利性溢价将为食品饮料板块带来发展新机遇:便利店、生鲜店等新兴线下渠道的崛起,意味着食品饮料企业可以通过便利店渠道释放销售潜力,特别是适合即时消费的“高频”类产品;另一方面,为追求便利性,越来越多人选择在外用餐,这将对餐饮产业链上企业带来深远影响。18年中报季收尾,进一步验证了我们对便利性溢价的判断。

1、以方便面板块为例,港股上市的康师傅、统一企业(中国)和日清,均依靠方便面的品质升级实现了收入提升及现金流改善。

其中,1H18,康师傅实现营收309.96亿人民币,同比增长8.50%;净利润同比增长86.59%至13.06亿人民币;其方便面事业营收为111.34亿人民币,同比增长8.40%;实现净利润6.67亿人民币,同比上升25.30%,对应利润率5.99%。统一企业(中国)实现营收112.24亿人民币,较去年同期上升6.0%;净利润同比增长25.4%至7.14亿人民币。方便面业务营收41.52亿人民币,较去年同期增长8.0%;营业利润同比增长18.6%至2.23亿人民币,对应利润率5.37%。日清食品中国区剔除内部对销后的销售收入为8.94亿港元(约合7.56亿人民币),同比增长17.5%;营业利润同比增长13.23%至6,984万港币(约合5936万人民币),对应利润率为7.85%。A股上市公司克明面业,17年7月开始并表非油炸方便面企业“五谷道场”,从连续两个半年度的业绩表现来看,1H18,五谷道场月均收入为824.79万元/月,较2H18同比增长12.77%,环比少亏344万元。在克明面业收购前,五谷道场月均销售收入仅约为750万元/月。

尼尔森数据显示,2018年上半年中国方便面市场持续回暖趋势。市场整体销量同比增长5.9%,销额同比增长10.1%。

图 1 方便面市场占有率——按销售量 (%)


资料来源：尼尔森，康师傅半年报，信达证券研发中心

图 2 方便面市场占有率——按销售额 (%)


资料来源：尼尔森，康师傅半年报，信达证券研发中心

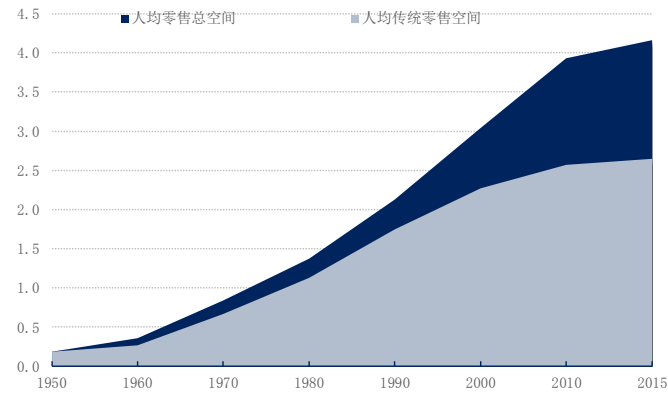
2、速冻食品板块上市公司也经历了较明显的业绩增长。详情可参考我们近期的两篇中报点评。

3、我们认为，在人均食品、饮料及烟酒消费额支出变化不大的情况下，人口结构的变迁造就了有“便利性”属性的产品更容易获得市场青睐。

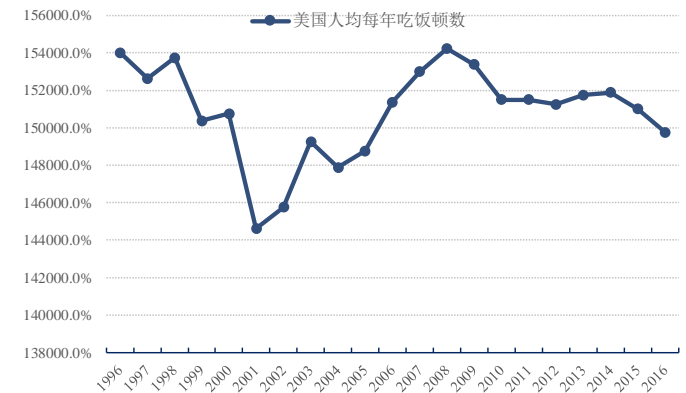
2016年，80后和90后人口突破4亿人，占全国总人口的近1/3，构成了我国主流消费人群。年轻消费群体的崛起，对用餐模式起到重大变化。80、90后消费者在购物时追求方便，这也就意味着他们在食品饮料上会给与便利性溢价。食品饮料品类在家消费的增速逐步放缓，但很多食品和饮料的花费用于了在外消费，很多年轻消费者不在家做饭，更多的是选择叫外卖或外出用餐，也包括了从便利店和生鲜超市购买边走边吃这一部分消费。美团&点评《餐饮白皮书》显示，美团、大众点评APP的消费人数比例中，20-35岁的年轻人占比均为74%。而这类人群对于餐饮消费额的贡献占比也超过七成。

从2013到2017年，我国用于家庭烹饪的食物消费量每年增长约3%，而相同时间内，外卖市场和外出用餐市场的年增速分别约为44%和10%。

横向对比来看，美国也正经历便利性溢价带来的消费结构转变。根据CoStar的数据，2016年美国人均食物零售的面积达到了4.15平方英尺，创造了新纪录。与1950年相比，美国卖食物的零售面积增长了近30倍。卖杂货食品的零售商已经延伸到了1美元商店、药店甚至是加油站。根据美国便利店协会的统计，2016年年便利商店（包括药店、1美元商店、加油站）食物类产品的销售额达到了730亿美元，比2010年上升了72%。仓储超市Smart & Final负责人对《华尔街日报》表示，现在每个人都想在杂货食品业务上分一杯羹。

图 3 美国人均传统零售空间 VS.人均零售总空间 (平方英尺)


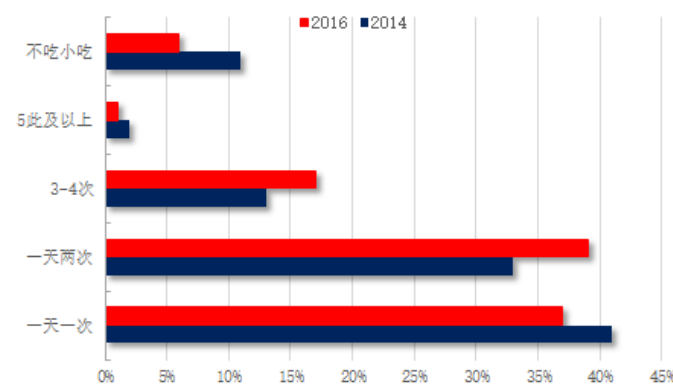
资料来源: CoStarGroup, 信达证券研发中心

图 4 过去 20 年间美国人均每年用餐量 (顿)


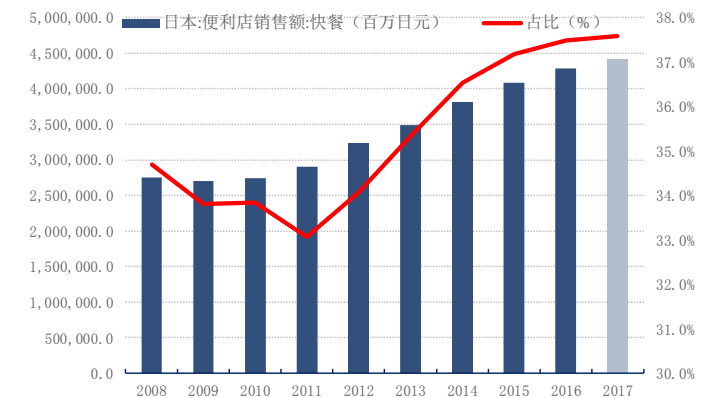
资料来源: 华尔街日报, 信达证券研发中心

《华尔街日报》的统计也显示, 2016 年美国每个人一年平均吃 1492 顿饭, 低于 1996 年的水平。18-34 岁的群体吃正餐的次数减少最明显。他们更爱吃路边的咖啡馆和小型超市、便利店就能买到的小点心, 因为在一天的工作之后, 显然没有什么心思再自己搞一顿大餐了。

根据日本经济产业省, 日本便利店内快餐销售额的占比也自 2011 年起稳步提升, 并有望于 2017 年达到 37.6%, 创近 10 年历史新高。在便利店行业整体销售额 5 年复合平均增速高达 4.4% 的情况下, 快餐销售占比的不断提升也意味着餐饮便利化的趋势越来越明显。

图 5 美国人每天吃零食的频率变化 (次/天, %)


资料来源: 华尔街日报, 信达证券研发中心

图 6 日本便利店内快餐销售占总销售额的比例 (百万元, %)


资料来源: 日本经济产业省, 信达证券研发中心

4、我们判断，便利性溢价造成的“便利性产品”占总消费性支出比例增加是大势所趋，且参考美国和日本的历程，尚有很大发展空间。这将对食品饮料企业带来深远影响。一些深谋远虑、提前采取行动的品牌已经从这种趋势中获益，如可口可乐和雀巢等包装食品企业便相继通过并购 Costa 和收购星巴克的包装食品业务进入咖啡连锁市场；而联合利华和恒天然的食品服务部门经营的业务则通过向饭店餐馆销售预包装食品，获得了两位数的增长。综上所述，我们继续推荐便利店及新零售渠道渗透率较高的即时消费类子品类，如高端乳制品、烘焙产品及方便食品，以及餐饮产业链上子品类，如调味品、烘焙、速冻食品等。

5、风险提示：产品客单价过高触及人均开支天花板；消费者对某品类需求转弱；宏观经济下行；成本上涨速度高于提价速度影响行业毛利率水平；政策抑制调价机制；食品安全问题爆发等。

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

广州酒家（603043）（2018-08-31 收盘价 25.85 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》，《20180830 广州酒家（603043）食品板块突破产能瓶颈，增速提效；还待股权激励落地进一步激发潜能》。

安井食品 (603345) (2018-08-31 收盘价 36.00 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1.28元、1.55元和1.85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》,《20180822 安井食品(603345.SH): 渠道拓展策略见效，盈利能力持续提升》。

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曾与，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。