

月饼行业深度报告

月是中秋圆，饼是广酒香 增持（维持）

2018年09月05日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

投资要点

- **大众消费+工会福利补位“三公”重创，月饼增速良性复苏。**受规范“三公消费”影响，13-14年月饼产量下滑21%/6%。月饼市场泡沫挤尽，大众消费驱动市场回暖，17年月饼销售额达146亿元(+8%)，远超整治前水平，叠加18年新工会福利标准利好，有望持续良性增长。
- **市场分散化，强品牌头部效应驱动行业整合。**经测算，广酒/元祖市占率约6.16%/4.11%，头部品牌市占率不足10%，集中度提升空间大。食品安全与规模效应突出，尾部品牌生存艰难；强品牌在历史口碑等方面具有显著差异化，头部效应赋能行业整合，有望持续提升市占率。
- **月饼消费进入80/90后时代，老字号主动迎合多元化标准。**17年关注和购买月饼的人群中，80/90后占比达54%/22%，客群整体趋向年轻化。头部老字号通过1)创新口味+升级文化附加值；2)线上消费+整合营销，逐步提升年轻客群粘性，刺激销售增长。广州酒家“广府陈礼”、愤怒的小鸟联名、线下DIY等产品创意和活动均收到了良好的反响。
- **低价格敏感性+高品牌溢价，提价空间显现。**月饼消费频次低且属节日食品，消费者价格敏感性低，隔年提价对销量影响较小。龙头企业具有高品牌溢价，广酒/元祖17年月饼毛利率62%/68%，高于行业55%左右。广酒18年双黄白莲蓉月饼提价约3%，仍具提价空间。
- **线上线下齐发力，异地扩张加快，集中度提升有望。**月饼品牌具有强地域性，广酒深耕广东市场，17年省内食品营收13.5亿元，占比84.76%；元祖分布较分散，以四川、江苏为重心，门店效益差异化大。
 - **广酒直营深耕省内，经销辐射全国，线上渠道持续提升。**月饼以经销、直销为主（占比56%/22%）。直销打造品牌，拥有覆盖珠三角地区的超过190家饼屋门店（截至18年6月），坪效达5万/平米，计划在18-20年内扩张直营门店230家；经销实现全国辐射，16年底，拥有分布全国的470家经销商；线上渠道高增速，16年电商收入达1.22亿，占比6.97%，计划投资0.95亿完善电商平台建设。
 - **元祖直营为主，快速扩张淘汰门店，看重工会团购市场。**17年直营收入15.24亿(+11%)，占比高达88%，拟17-20年新增306家自营店，门店效益参差导致整体数量下降。预付卡销售额占比达27%，企业合作较多。
- **自主生产助力盈利+品控，OEM加速产能扩张。**广酒采用的自主生产战略在盈利能力和平滑成本上具备优势，也能实现强品控，保证品牌力，但在扩张速度上较以OEM为主的元祖显著受限。广酒16年各产品产能利用率均超100%，18年依托三号工厂技改+两家外协厂缓解短期产能不足，梅州和湘潭两个基地预计在19-21年分别建成，释放产能分别约1.6和2万吨，完全达产后产能提升约200%。
- **相关标的：广州酒家。**公司已形成食品制造和餐饮双主线经营，至18年6月餐饮直营店达19家，计划18年新开4家，战略布局深圳市场；加码食品制造：1)品牌美誉度+产品创新力驱动月饼量价双升，2)速冻以粤式点心实现差异化竞争，3)饼酥、腊味等培育期产品同步多元发展，平滑收入季节性波动、持续挖掘新增长点。
- **风险提示：**月饼行业竞争加剧、食品安全问题等风险。

行业走势



相关研究

- 1、《春节旅游总体表现稳定，地域分布有亮点》2018-02-25
- 2、《周观点：春节旅游增速稳定，免税消费、冰雪游受追捧》2018-02-21
- 3、《本周聚焦：风格切换何去何从？》2018-01-29

内容目录

1. 大众消费驱动，月饼消费增速持续复苏	6
1.1. 节日食品虚假繁荣破灭，增速良性复苏	6
1.2. 大众消费驱动，工会福利助力，理性驱动行业增长	6
2. 品牌引导购买，市场集中度仍低	8
2.1. 头部效应显著，品牌认知引导月饼消费	8
2.2. 多维打造品牌，头部品牌高认知	8
2.3. 月饼市场仍较为分散，强品牌有望提升市占率	10
3. 客群年轻化，老字号顺势而为	12
3.1. 广式的半壁江山与新时代的宠儿	13
3.1.1. 广式月饼地位稳固，产品创新层出不穷	13
3.1.2. 经典品牌创新频频，老字号散发新魅力	14
3.2. 线上消费与整合营销，一改月饼传统销售	16
4. 龙头成长路径清晰，整合市场、提升盈利能力	17
4.1. 提价之力：品牌溢价逐步体现	17
4.2. 渠道之争：强品牌异地扩张，助力集中度提升	19
4.2.1. 深耕本土市场，夯实扩张基础	19
4.2.2. 线上下渠道扩张，助力市场开拓	21
4.3. 生产角力：自主生产与规模效应提升盈利能力	28
4.3.1. 规模化采购平滑成本，毛利有望持续增长	28
4.3.2. 自产自销利于盈利与现金，OEM 助力快速扩张	30
4.4. 多元化道路：立足历史，立足优势	32
5. 相关标的：广州酒家	34
5.1. 食品业务：巩固月饼龙头地位，培育多元稳健成长	35
5.2. 餐饮业务：立足广州，异地扩张	37
5.3. 盈利预测	39
6. 风险提示	39

图表目录

图 1: 月饼销售量及增速	6
图 2: 月饼销售额及增速	6
图 3: 2015 年、2017 年价格区间销量占比	7
图 4: 各类消费品牌忠诚度	8
图 5: 2016 年月饼成交量分布	8
图 6: 2017 月饼品牌认可度 (分)	9
图 7: 2017 年市占率测算	11
图 8: 我国月饼行业食品安全监管发展历程	11
图 9: 月饼质量安全事件	12
图 10: 2017 年月饼消费者年龄分布	12
图 11: 月饼种类繁多	13
图 12: 新式月饼市场份额分布	13
图 13: 手工月饼、新式月饼增长迅速	13
图 14: 跨界中秋月饼的五大品牌	14
图 15: 老字号月饼附加值升级	15
图 16: 广州酒家月饼创新案例	15
图 17: 2017 年互联网公司月饼包装	16
图 18: 月饼销售额各月份占比	17
图 19: 2015-2017 年元祖月饼礼盒销量	18
图 20: 2014-2016 年广州酒家月饼系列产品销量	18
图 21: 广州酒家、元祖毛利率高于普通品牌	18
图 22: 2013-2017 年元祖费用变化情况	19
图 23: 2013-2017 年元祖雪月饼零售价格变化	19
图 24: 2014-2017 年广州酒家月饼系列产品价格变化	19
图 25: 2014-2017 年广州酒家收入地域分布及增速	20
图 26: 2014-2017 年广州酒家收入地域分布占比	20
图 27: 2016 年元祖门店分布	20
图 28: 2017 年元祖分区域营收	20
图 29: 月饼企业线下渠道销售模式与收入模式	21
图 30: 广州酒家食品制造以经销模式为主	22
图 31: 广州酒家月饼销售以经销模式为主	22
图 32: 元祖销售渠道以直营为主	22
图 33: 元祖直营和特许经营收入及增速	22
图 34: 元祖门店	22
图 35: 利口福门店	22
图 36: 元祖门店持续减少	23
图 37: 广州酒家直营饼屋开店速度	24
图 38: 广州酒家直营店扩张以社区店和综合店为主	24
图 39: 广州酒家与元祖坪效对比	24
图 40: 2015 年元祖各子公司坪效 (万元/平米)	24
图 41: 广州酒家饼屋直营店开店、关店情况	25
图 42: 元祖直营店和加盟店开店、关店情况	25

图 43: 广酒加盟饼屋新开和退出情况	25
图 44: 广州酒家天猫商城	25
图 45: 元祖天猫商城	25
图 46: 广州酒家电商渠道收入(百万元)及增速	26
图 47: 广州酒家电商渠道占总销售收入比例	26
图 48: 2013-2015 年元祖电商订单数	27
图 49: 广州酒家食品业务经销商数量稳步增长	27
图 50: 2013-2017 年元祖预付卡券销售情况	28
图 51: 2014-2016 年广州酒家预付卡券销售情况	28
图 52: 月饼行业产业链	29
图 53: 月饼成本构成情况	29
图 54: 广州酒家原材料价格对比(元/kg)	30
图 55: 元祖原材料价格变动图(元/kg)	30
图 56: 广州酒家、元祖股份经营活动主要现金流入(百万元)	31
图 57: 广州酒家、元祖股份经营活动主要现金流出(百万元)	31
图 58: 2013-2015 年元祖不同生产模式月饼毛利率	31
图 59: 16Q3-18Q1 广州酒家营收、归属净利变动	32
图 60: 16Q3-18Q1 元祖营收、归属净利变动	32
图 61: 元祖业务构成	33
图 62: 2013-2017 年元祖分部收入占比	33
图 63: 广州酒家业务构成	34
图 64: 广州酒家业务营收占比	34
图 65: 广州酒家发展历史	35
图 66: 广州酒家股权结构	35
图 67: 广州酒家月饼销售收入及毛利率	36
图 68: 2011-2017 年广州酒家速冻食品营收	36
图 69: 2014-2016 年广州酒家速冻食品产量、产能、销量	36
图 70: 广州酒家腊味、西点、饼酥等培育型业务产品	37
图 71: 广州酒家其他食品制造业务收入及增速	37
图 72: 广州酒家餐饮业务营收及毛利率	38
图 73: 广州酒家净开业餐饮直营店数量	38
图 74: 广州酒家门店分布	38
图 75: 广州酒家 T2 航站楼新店	39
图 76: 广州酒家 17 年新开酒店分布示意图	39
表 1: 广州酒家礼盒销售比例	7
表 2: 各省市 2018 年工会节日慰问标准	7
表 3: 2017 中国月饼行业十大品牌企业表彰名单(排名不分先后)	9
表 4: 月饼知名品牌对比	10
表 5: 不同年龄阶段消费特点	12
表 6: 品牌口味创新尝试	14
表 7: 老品牌新营销	16
表 8: 不同品牌主要销售地区	19

表 9: 元祖对加盟店折扣政策	23
表 10: 2016 年广州酒家前五大电商渠道收入及占比	26
表 11: 广州酒家与元祖渠道发展计划对比	28
表 12: 广州酒家、元祖 OEM 情况对比	30
表 13: 广州酒家、元祖生产扩张计划	32
表 14: 可比公司估值 (单位: 亿元)	39

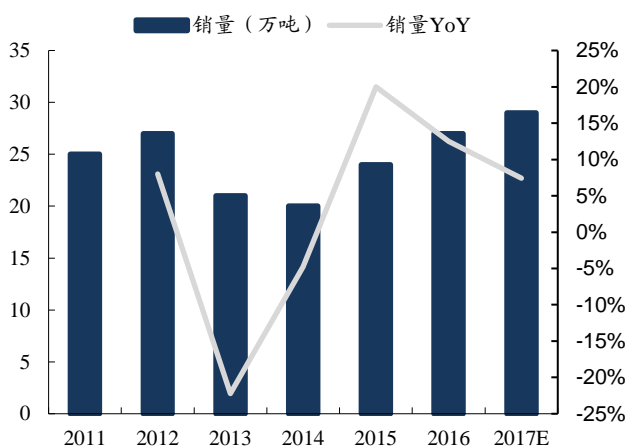
1. 大众消费驱动，月饼消费增速持续复苏

1.1. 节日食品虚假繁荣破灭，增速良性复苏

月饼具有礼品与节日食品双重属性。月饼作为中秋节节日食俗，传说源于唐朝并延续至今，具有悠久的历史和文化底蕴，本质上具备需求刚性，购买月饼赠送亲友和家庭食用已成为中秋节最重要仪式之一。

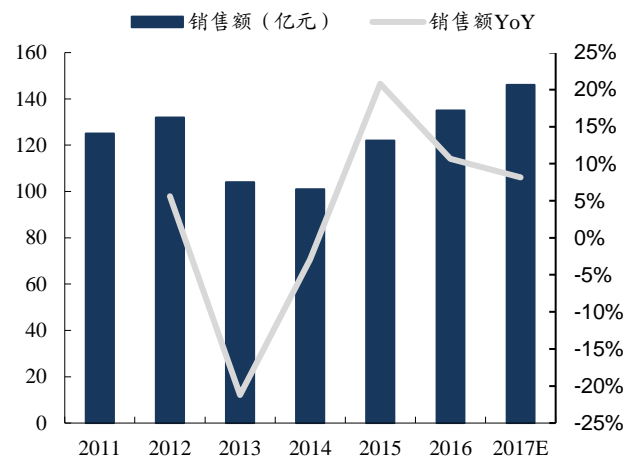
经历虚假繁荣与行业洗牌，恢复良性增长。2012年月饼销量为27万吨，销售额达132亿元，同比增长5.6%。2013年中央出台“八项规定”，禁止政府机关及人员赠送和接受高价月饼，月饼市场遭受重创，13-14年我国月饼销售量分别下滑了22%和5%；销售额分别下降21%和3%。15年开始，虚假繁荣带来的泡沫挤尽，月饼市场开始复苏，月饼销售增速超越整治前，16年市场规模超过12年水平，理性消费驱动行业良性增长。2017年月饼销售额达146亿元，且增速保持在8%左右。

图 1: 月饼销售量及增速



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图 2: 月饼销售额及增速

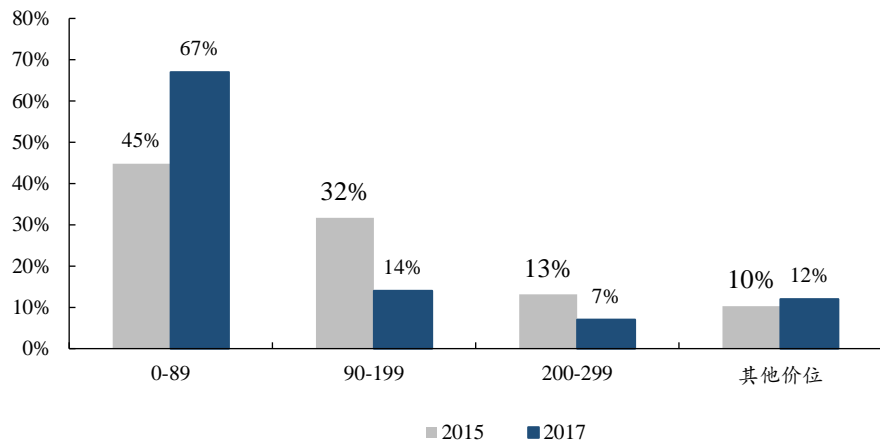


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

1.2. 大众消费驱动，工会福利助力，理性驱动行业增长

大众消费、家庭消费主导，月饼价格区间下移。受规范“三公消费”政策影响，月饼销售由高端礼盒和团购向个人和家庭消费转变，实惠、高性价比的产品需求驱动月饼价格区整体下移。《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》显示，0-89元价格区间的月饼销量占比由15年的45%上升到17年的67%，200元以下的月饼占比已提升至81%。从电商平台数据看，苏宁易购2017年中秋月饼价格在200-300元之间的月饼的销量下降，价格在100-200元之间的月饼销量提高了40%左右；淘宝、天猫月饼成交金额逐年攀升，但2017年中秋节人均消费额降至150元左右，降幅达到25%。大众消费为主要驱动的月饼市场回归理性增长。

图 3: 2015 年、2017 年价格区间销量占比



数据来源: 2015/2017 中国月饼口碑研究报告, 东吴证券研究所

月饼消费回归本质, 普通包装销售提速。豪华礼盒不再受热捧。根据中商产业研究院统计, 散装月饼销售同比上升幅度较大, 在 10%-30% 之间。京东的统计数据也显示, 17 年月饼礼盒装销量同比下降了 30% 而普通纸质包装上升了 20%。根据广州酒家的销售数据, 其礼盒销售量占比逐年下降至 16 年 16%。

表 1: 广州酒家礼盒销售比例

年度	礼盒销量 (KG)	月饼系列产品销量 (KG)	销量占比
2014 年	1,528,149	7,446,780	21%
2015 年	1,425,632	8,196,202	17%
2016 年	1,516,597	9,301,173	16%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

工会福利理性提升, 有望助力市场理性繁荣。2018 年各省市总工会出台新节日慰问标准普遍显著提升, 福建/四川/江苏/山东工会节日慰问限额三年 CAGR 达 9.14%/11.87%/21.64%/16.96%, 将抬升国企、事业单位、民企等机构员工福利水平, 有望刺激月饼礼盒和礼券的销售, 驱动月饼团购市场回暖。

表 2: 各省市 2018 年工会节日慰问标准

地区	节日慰问要求 (2018 年)	2018 年金额限制	2015 年金额限制
广东	国家规定的法定节日可发放节日慰问品 (包括节庆食品和日常生活用品), 不可发放现金、购物卡、代金券等	年度总额不超过人均 2500 元	全年发放总金额控制在基层工会当年工会经费收入的 30% 以内
福建	国家规定的法定节日可发放节日慰问品不可发放现金、购物卡、代金券等	年度总额不超过人均 1300 元	每位会员年均总额不得超过 1000 元
上海	节日慰问品为节日用品和必须生活用品, 可以为实物或提货凭证, 不可发放现金、购物卡等	年度发放总金额不得超过基层工会当年度留成经费的 50%	年度发放总金额控制在基层工会当年度留成的拨缴经费收入的 20% 以内, 最

			高人均不超过 400 元
四川	国家规定的法定假日可发放节日慰问品，原则上为节庆食品和生活用品，采取便捷灵活方式发放	年度总额不超过人均 2100 元	每位会员年均总额不得超过 1500 元
江苏	节日慰问品为节日用品和必须生活用品，可以为实物或提货凭证（需本人签收），不可发放现金、购物卡等	年度总额不超过人均 1800 元	每位会员全年所有节日慰问合计总额不得超过 1000 元
浙江	节日慰问品为节日用品和必须生活用品，可以为实物或提货凭证，需附个人签收清单，不可发放现金、购物卡等	年度总额不超过人均 1500 元，同时全年用于维文指出总额不得突破当年拨缴经费收入的 60%	全年节日慰问不超过三次，支出总额不得超出年度工会经费预算支出的 30%
山东	逢年过节可以发放节日慰问品，可采取便捷灵活方式发放，不可发放现金、购物卡等代金券	年度总额不超过人均 1600 元	每位会员年度总额不超过 1000 元

数据来源：各省市总工会网站，东吴证券研究所整理

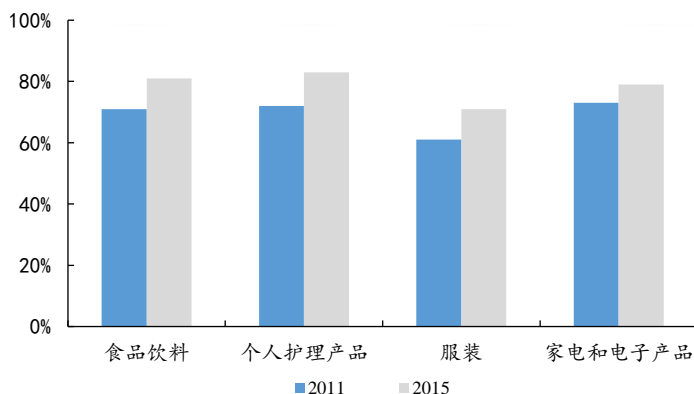
2. 品牌引导购买，市场集中度仍低

2.1. 头部效应显著，品牌认知引导月饼消费

中国消费者品牌忠诚度提升，食品饮料提升显著。根据麦肯锡《2016 麦肯锡中国消费者调研报告》，食品饮料品牌忠诚度从 2011 年的 71% 提升至 2015 年的 81%。

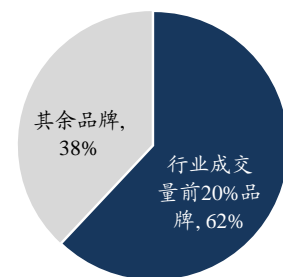
月饼社交属性驱动，品牌效应、头部效应明显。月饼具备社交礼品属性，是走亲访友时重要的礼品，品牌知名度和认可度引导消费，因而高认知度品牌的头部效应较为明显。据大麦电商网统计，2016 年成交量前 20% 的品牌占据月饼市场 62% 的交易量。

图 4: 各类消费品牌忠诚度



数据来源：麦肯锡，东吴证券研究所

图 5: 2016 年月饼成交量分布

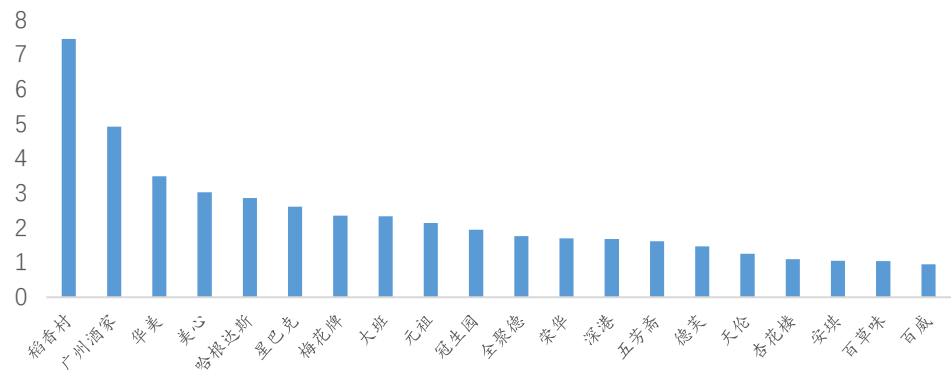


数据来源：大麦电商，东吴证券研究所

2.2. 多维打造品牌，头部品牌高认知

品牌认知度头部梯队显著。根据《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》的统计，稻香村和广州酒家凭借老字号的历史沉淀，品牌认知度领先；华美、美心等广式知名品牌以及哈根达斯、星巴克等跨界名牌紧随其后；元祖凭借雪月饼的成功也位列前十。中国焙烤协会食品糖制品工业协会评出的 2017 年月饼品牌十强与消费者品牌认知度重叠度较高，稻香村、广州酒家、华美、荣华等品牌位列其中。

图 6: 2017 月饼品牌认可度指数



数据来源: 《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》, 东吴证券研究所

表 3: 2017 中国月饼行业十大品牌企业表彰名单 (排名不分先后)

1	广州酒家集团利口福食品有限公司
2	东莞市华美食品有限公司
3	杏花楼食品餐饮股份有限公司
4	北京好利来工贸有限公司
5	北京稻香村食品有限责任公司
6	东莞市荣华饼家有限公司
7	稻香村食品集团有限公司
8	西安、哈尔滨米奇食品有限公司
9	新疆麦趣尔食品有限公司
10	浙江五味和食品有限公司

数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

品牌形象区别差异性, 体现在历史沿革、主打产品、价格定位、发展区域等多个方面:

1) **老字号金字招牌。**头部品牌普遍具有较长的历史沿革, 稻香村、广州酒家和莲香楼分别创立于 1895 年、1935 年和 1889 年, 具有更悠久的历史沉淀。同时老字号品牌通常拥有酥饼、餐饮等其他业务, 实现品牌强化与影响力放大。

2) **主打明星产品, 打造经典形象。**头部品牌通常拥有较为经典的主打产品, 与其

品牌形象紧密关联，例如广州酒家传统月饼制作工艺精湛，知名度高；香港美心以独创的高端流心奶黄月饼打造“中秋味道·美心”的经典形象，在香港连续 20 年销量冠军；元祖 2004 年推出雪月饼后大获成功，成为元祖月饼的代表作。

3) **定位差异化，满足细分需求。**头部品牌在价格和定位上形成了较大的差异，以最常见的双黄白莲蓉口味为例，定位较高的香港美心和元朗荣华单位价格分别为 41 元/100g 和 40 元/100g，广州酒家针对中高端大众需求，定价约为 23 元/100g；而定位中低端的华美仅 19 元/100g。元祖主打的雪月饼礼盒价格也较高，18 年定价提升至 278 元(33 元/100g)。

4) **区域龙头地位稳固。**目前各大品牌具有较为显著的区域性，依托创始地巩固区域龙头地位，逐步向全国扩张。广州酒家发源广州，2017 年广东省内营收 19.11 亿元(+12.03%)，省内市场优势保持，逐步开拓华东、华中地区；元祖优势区域在江苏、浙江和四川，三地门店数量占比 50%以上；北方则受北京稻香村辐射较广；美心和元朗荣华依托香港市场，逐步向内地推广。在广式月饼诞生的华南地区，头部品牌较多，广州酒家在广式月饼中市占率达 21%，具有较强的品牌竞争力。

表 4: 月饼知名品牌对比

	品牌	创始地	创立时间	特色/口碑	定价 (双黄白莲蓉, 元/100 克)
中高端	北京稻香村	北京	1895	稻香村月饼多为清淡咸口，葱汁月饼被国家权威部门评为中国名饼，同时经营各式糕点	12.73
	广州酒家	广州	1935	中国名牌、十大月饼品牌、中国金牌月饼；传统月饼制作精湛，研发榴莲芝士流沙月饼等新品并广受好评	23.33
	美心	香港	1956	1998 年起连续 18 年成为全港月饼销量领先品牌；传统双黄莲蓉月饼、新品低糖月饼、冰皮月饼、卡通月饼	41.38
	元朗荣华	香港	1950	六十年代首创白莲蓉月饼，细腻柔滑，入口甘甜即溶；代表有荣华巨型七星伴月月饼、双黄莲蓉月饼、纯正五仁月饼等	40.27
	元祖	台湾	1980	1993 年进驻上海，曾获评中国月饼十强企业、被推荐为上海名牌；2004 年推出雪月饼后大获成功	以雪月饼为主 (33.10)
中低端	安琪	深圳	1994	广东名牌、十大月饼品牌；以“精、细、纯、正”著称，月饼产品包括莲蓉月饼、水果月饼、水晶月饼、冰皮月饼等系列	23.66
	华美	东莞	1991	中国名牌、十大月饼品牌、国饼十佳；分中式月饼、港式月饼、桃山月饼、欧式月饼等四个系列	19.09
	陶陶居	广州	1880	具有 130 多年历史的中华老字号，是广州传统饮食的代表；产品包括特色手信、休闲食品、季节性食品等，包括凤梨酥、蛋黄酥、月饼等	24.31

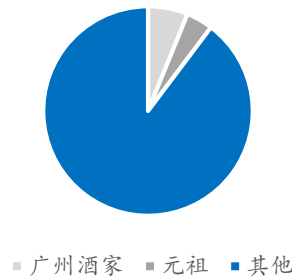
数据来源：十大品牌网，京东，天猫，东吴证券研究所整理

注：稻香村数据为 2017 年月饼价格

2.3. 月饼市场仍较为分散，强品牌有望提升市占率

市场分散化，集中度提升空间大。根据 2017 年的数据测算，月饼市场的集中度尚低，根据 17 年广州酒家和元祖的月饼销售额 8.98 亿元和 6.18 亿元计算，其市占率分别约为 6.16% 和 4.11%；根据新闻中的销售数据推算，华美和北京稻香村的市场份额约为 8% 和 5%，头部品牌的市占率均不到 10%，仍有较大的提升空间；而克莉丝汀的月饼销售额仅 0.68 亿，市占率不足 0.5%，市场整体较为分散。

图 7：2017 年市占率测算



数据来源：广州酒家、元祖公告，中商产业研究院，东吴证券研究所测算

食品安全与规模效应倒逼，尾部品牌生存艰难，行业持续整合。

- 1) 月饼行业食品安全事件频出，从 2001 年央视披露南京冠生园用“旧馅”等事件开始，监管持续加强。近年来大批法律法规生效，严格实行食品安全市场准入制，行业的经营门槛随之大幅提高，未能达到 QS/SC 认证标准的小型企业，产品流通受限。
- 2) 月饼行业要求企业适应周期性采购生产、通过技改提升效率、培养研发团队保障产品创新，月饼行业的技术化、规模化生产趋势也给小企业增加了技术和效益上的双重壁垒。

图 8：我国月饼行业食品安全监管发展历程



数据来源：广州酒家公告，东吴证券研究所整理

图 9：月饼质量安全事件

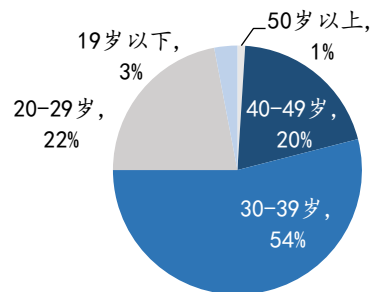


数据来源：新浪新闻，东吴证券研究所

3. 客群年轻化，老字号顺势而为

月饼消费者逐步年轻化，90后有望成为新主力。目前月饼消费已进入80/90后时代，根据《2017中国月饼口碑大数据研究报告》，2017年30-39岁的消费者为关注和购买月饼的主要人群，占比达到54%，20-29岁的消费者也占22%，整体趋向年轻化。

图 10：2017年月饼消费者年龄分布



数据来源：《2017中国月饼口碑大数据研究报告》，东吴证券研究所

受消费人群变化驱动，月饼选购多元化。千禧一代（80后90后）成长于信息高度多元化的时代，对网络依存度达到新水平，追求高品质的生活。新一代的消费观投射到月饼消费领域，表现为对于优质品牌的粘性，但同时易被新生创意吸引。

头部品牌以老字号为主，在新的消费环境中应加速转变，迎合客群需求，从而赢得80后的市场规模和90后的品牌忠诚。

表 5：不同年龄阶段消费特点

	70后	80后	90后
成长环境	集体主义，同质化高	自我意识，信息国际化	网络变革迅速，思想文化更加开放
消费特点	传统心理与超前消费矛盾；	高端商品、健康生活方式；	个性不从众，品牌与质量并重；

消费规模中坚力量，增速不敌千禧； 价格敏感，向子女倾斜	家庭负担重，日常消费占比高； 线上消费习惯逐渐形成（32.78%）	追求娱乐，信用消费意愿强烈； 依赖线上（51%），看重门店（31%）
品牌观 追求实惠，品牌不敏感	优质品牌粘性高	机遇窗口期短，一旦建立忠诚度高

数据来源：埃森哲，全球 95 后消费者调研中国洞察，《2017 年消费升级大数据报告》，东吴证券研究所整理

3.1. 广式的半壁江山与新时代的宠儿

3.1.1. 广式月饼地位稳固，产品创新层出不穷

广式月饼仍为主流。传统月饼分为广式、苏式、滇式等多个品种，广式月饼因机械化进程早、自动化程度高、保质期长易于运输等特点长期在月饼市场中占有较高的市场份额，根据《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》的调查，17 年市占率达 30%，对应市场规模约 44 亿。

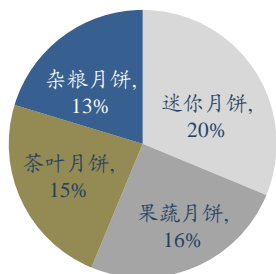
图 11：月饼种类繁多



数据来源：《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》，东吴证券研究所

产品创新频频，新式月饼异军突起。近年来，新式月饼在口味和形状上进行创新，引发 90 后消费群体关注。据大麦电商网统计，小众月饼销量增幅超 300%，其中迷你、果蔬和茶叶月饼最受欢迎，分别占新式月饼市场的 20%、16%、15%。阿里数据显示，17 年购买手工月饼的消费者占 10%，其中星球月饼搜索量在两周内增长 6 倍，多家店铺宣告售罄。

图 12：新式月饼市场份额分布



数据来源：《2017 中国月饼口碑大数据研究报告》，东吴证券研究所

图 13：手工月饼、新式月饼增长迅速



数据来源：原力大数据，东吴证券研究所

潮品牌纷纷“下海”抢占月饼市场。2017 年中秋节，奥利奥推出月饼产品，抢占

青少年市场。此外，星巴克、哈根达斯、迪士尼、歌帝梵也成为潮品牌月饼的主流选择。

图 14: 跨界中秋月饼的五大品牌



数据来源：各公司官网，天猫商城，东吴证券研究所整理

3.1.2. 经典品牌创新频频，老字号散发新魅力

立足经典品牌，创新口味引领新风尚。传统月饼企业顺势而为，推出创新口味和新产品，吸引新一代消费者。

表 6: 品牌口味创新尝试

品牌	时间	礼盒产品	创新口味
广州酒家	2018 年	幸福的礼月饼礼盒	蛋黄果仁红豆沙月饼
		大师手制礼盒	福碗沙月饼
		冰纷心语冰皮月饼礼盒	金腿五仁月饼
			雪梨流心冰皮月饼
广州酒家	2017 年	大师手制礼盒	巧克力脆流心冰皮月饼
		就是这么匠月饼礼盒	草莓果蓉流心冰皮月饼
		就是这么逗月饼礼盒	绿豆果蓉蓝莓流心冰皮月饼
		冰雪甜品冰皮月饼礼盒	三黄白莲蓉月饼
元祖	2018 年	榴莲芝士流沙月饼礼盒	红酒蔓越莓巧克力月饼
		广府陈记	蛋黄黑芝麻红豆沙月饼
北京稻香村	2017 年	梦之月榴莲礼盒	猫山王榴莲流心冰皮月饼
		雪月饼礼盒	榴莲芒果流心冰皮月饼
			榴莲果蓉冰皮月饼
			芒果流心冰皮月饼

美心	2017年	-	晶钻月饼
	2016年	-	低糖松子仁月饼 流心朱古力月饼

数据来源：天猫商城，广州日报，东吴证券研究所整理

脱离月饼范畴，文化、设计附加值升级。月饼升级不止步于馅料、包装等月饼传统范畴，更是对月饼的文化附加值和设计附加值进行升级，推动品牌进行创新。

- 1) 北京稻香村 X 故宫：老字号与故宫强强联合，推出“掬水月在手”中秋限量月饼，烘托中秋氛围，将月饼历史内涵推向极致，仅5天后宣布售罄。
- 2) 广州酒家 X 国画大师陈永锵：月饼外包装融入当代国画大师陈永锵亲自创作的《南粤雄风》，并在礼盒内配赠限量复制收藏版作品《丹龙》红棉图，岭南精神的文化艺术与中秋传统习俗融入互为辉映。

图 15：老字号月饼附加值升级



北京稻香村X故宫——掬水月在手



广州酒家X陈永锵——大师手制

数据来源：天猫商城，东吴证券研究所

老品牌焕发新活力。月饼销售时间集中、品牌众多，口味和产品上的研发创新助力老品牌保持既有优势、持续吸引消费者。广州酒家以积累的工艺优势为基础，持续研发创新，兼容并蓄，焕发别样吸引力。

图 16：广州酒家月饼创新案例



数据来源：广州酒家官网，天猫商城，东吴证券研究所整理

3.2. 线上消费与整合营销，一改月饼传统销售

作为互联网一代，80、90后有明显的网购倾向，线上渠道淡化品牌地域限制。据央广网报道，稻香村2017年出货量增加三成，增量主要来自于电商渠道；除了天猫、京东等电商平台以外，微店等也成为月饼厂商重视的渠道之一。线上渠道打破月饼的区域限制，根据2017年京东大数据，原诞生于江浙沪一带的鲜肉月饼，在青海、宁夏、山西、黑龙江等北方地区同比增长超500%以上，线上渠道的构建助力月饼品牌形成跨区域影响力。

整合营销提升热度，线上下融合+跨界互动，打造品牌新形象。

- **线下互动新花样，生产爆发式内容。**月饼品牌互动频繁，提升消费者关注度，例如17年华美推出微电影《心的距离》，当年中秋期间累计阅读量近一千万，衍生多个互动话题；线下在6个城市核心商圈开展“超级月亮”体验活动，引发微博等社交平台用户自发传播。
- **跨界IP合作激发销量增长点。**品牌和IP的联动形式，将最大化挖掘90后乃至00后粉丝群效益，加速品牌的年轻化进程。16年广州酒家与IP的跨界合作并提升电商专供产品，销售同比增长50%。
- **融合品牌元素，示范定制新思路。**近年来中秋期间各大互联网公司与知名月饼品牌合作的定制月饼都会引发媒体讨论的热潮，1)提升公司和月饼品牌的形象，2)刷新了消费者对于定制月饼的认识。

图 17: 2017 年互联网公司月饼包装



数据来源：各公司官网，天猫商城，东吴证券研究所整理

新型营销创新频频，广州酒家等老字号散发新魅力。在营销创新上，广酒、华美、稻香村等传统月饼头部品牌均表现积极，广酒充分融合线上线下资源，从千人参与的领月饼活动到与“愤怒的小鸟”合作推出的月饼礼盒，针对不同客群准确营销。与针对个人消费者不同，元祖则瞄准团体市场，常年提供企业试吃服务，提升企业线下体验。

表 7: 老品牌新营销

创新方式	时间	品牌	具体表现
	2016年	广州酒家	联合友谊商店推出“中秋就要这Young”千人领月饼活动，并现场DIY月饼
	2017年	华美	在6个城市核心商圈布置“超级月亮”，并展示线下消费者互动宣言
	2017年	稻香村	与中国广播电台《月吃越美》栏目共同举办“天涯共此时 品味稻香村”烘焙活

月饼+线下体验			动，现场邀请了美食达人以及二十多名顾客。
	2017年	元祖	常年提供企业试吃服务，企业只需线上提交申请，就近门店将提供线下免费送货上门
	2016年	广州酒家	与电影《愤怒的小鸟》推出月饼礼盒，专供电商销售，以及配合大电影在院线销售
月饼+IP	2017年	稻香村	与故宫合作推出“掬水月在手”月饼礼盒，造型为月亮、玉兔和祥云，开售当日即售罄
	2017年	五芳斋	与同道大叔和 A 站合作，推出面向初高中生的星座礼盒和运用 AR 技术的“AC 五芳”月饼
月饼+社交	2017年	华美	线下消费者通过 H5 输入祝福弹幕现场展示

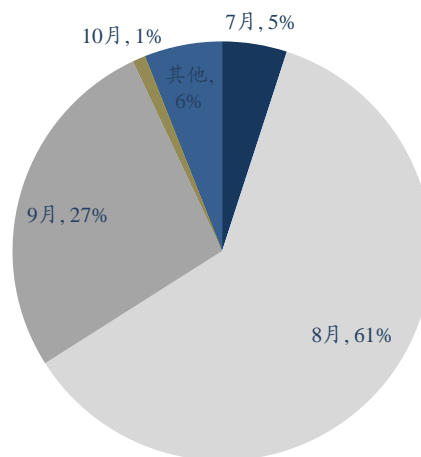
数据来源：各品牌官网，天猫商城，广州日报，东吴证券研究所整理

4. 龙头成长路径清晰，整合市场、提升盈利能力

4.1. 提价之力：品牌溢价逐步体现

节日食品+季节性销售，降低消费者价格敏感性。 受益于节日食品的属性，月饼毛利率本身高于烘焙类食品；并且据大麦电商数据显示，月饼销售通常在7月进行预热，8-9月份销售额占全年销售额的88%以上，节后半月内销量迅速下滑，呈显著的季节性。较低的消费频次和节令食品属性使得消费者对月饼价格敏感性较低，隔年提价对销量影响较小。

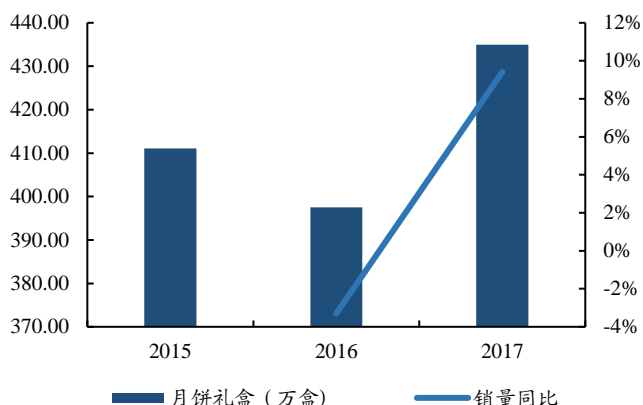
图 18: 月饼销售额各月份占比



数据来源：大麦电商，东吴证券研究所

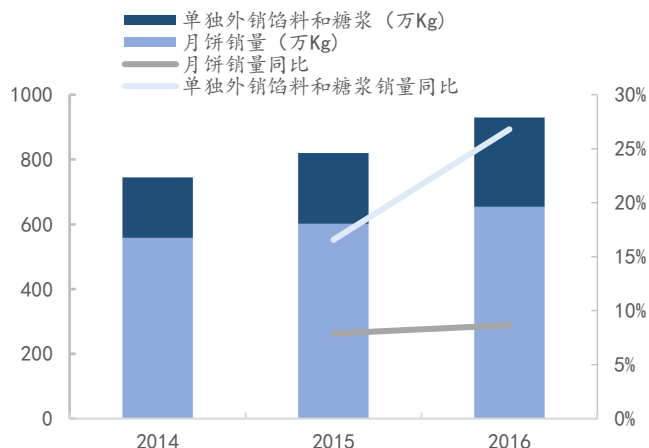
月饼销售体量扩大，增速提升，龙头地位稳固。 广州酒家 17 年月饼销售收入 8.98 亿元，增速 12.04%，月饼系列产品销售 1.05 万吨（+12.56%）；元祖 17 年月饼礼盒销售额达 6.18 亿元，增速 16.52%，月饼礼盒销售量 434.92 万盒（+9.4%）。

图 19: 2015-2017 年元祖月饼礼盒销量



数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

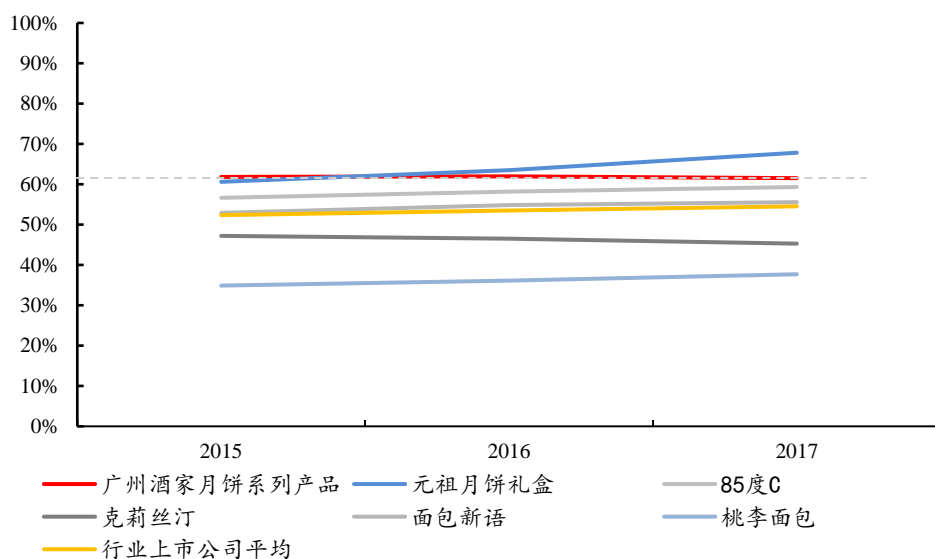
图 20: 2014-2016 年广州酒家月饼系列产品销量



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

品牌认可度与市场份额决定定价能力, 强品牌高溢价。17 年广州酒家和元祖月饼业务毛利率分为 61.52% (-0.45pct) 和 67.83%(+4.33pct), 均高于烘焙行业上市公司均值 54.54% 和普通品牌。目前各月饼企业定价相对稳定, 在成本驱动、消费升级和市场整合的背景下, 月饼的品牌力也将更加显著地体现在定价上。

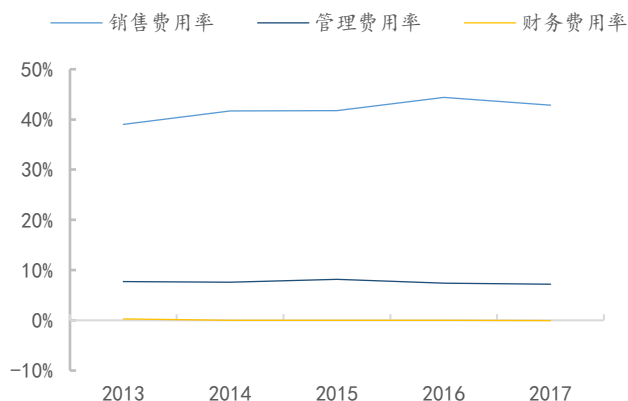
图 21: 广州酒家、元祖毛利率高于普通品牌



数据来源: 元祖/广酒等公告, 东吴证券研究所

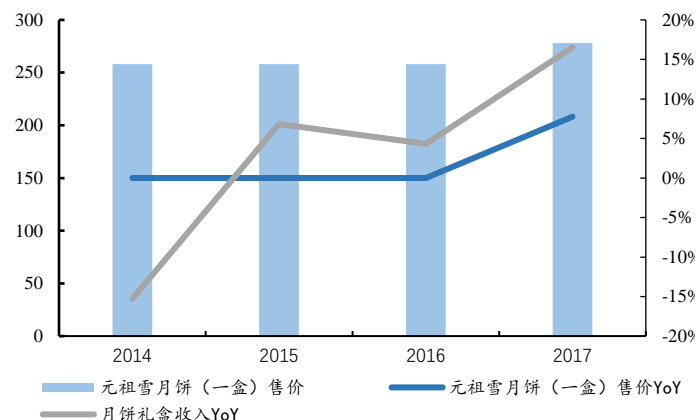
- 1) **元祖提价实现费用转嫁, 提升盈利能力。**元祖雪月饼作为元祖主要月饼品种, 13-16 年价格不变, 17 年雪月饼零售价格提升 7.75%, 主要由于多年未涨价的成本压力和门店渠道扩张带来的销售费用的增长压力 (16 年销售费用率较 13 年提升 5.4pct)。由于提价影响, 17 年月饼礼盒营收 6.18 亿元 (+16.52%), 毛利率 67.83% (+4.33pct), 适当提价有效提升盈利水平。

图 22: 2013-2017 年元祖费用变化情况



数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

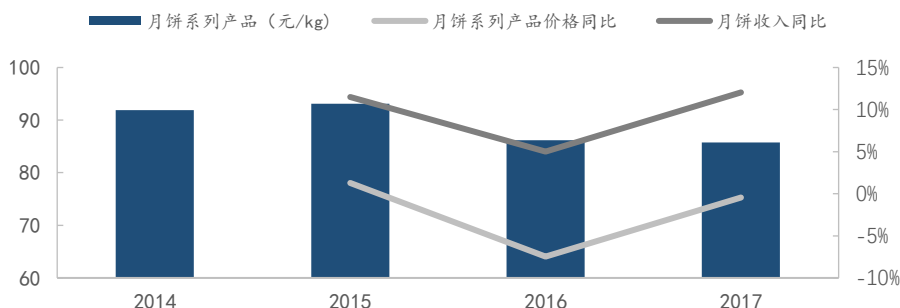
图 23: 2013-2017 年元祖雪月饼零售价格变化 (元)



数据来源: 元祖公告, 元祖官网, 东吴证券研究所

2) 广州酒家前期结构性影响导致平均价格微降, 提价空间仍大。受价格较低的馅料和糖浆占比提升影响, 16 年月饼平均单价同比下降 7.47%, 17 年继续微降 0.46%。排除结构性影响, 广州酒家 18 年双黄白莲蓉礼盒提价仅 3% 左右, 主要通过增加高价产品的销售来提升平均价格, 未来仍具有提价空间。

图 24: 2014-2017 年广州酒家月饼系列产品价格变化



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

4.2. 渠道之争: 强品牌异地扩张, 助力集中度提升

4.2.1. 深耕本土市场, 夯实扩张基础

品牌具有较强区域性。行业龙头品牌创立较早, 品牌的知名度与月饼消费习惯的形成一同发展, 在一定区域范围内具有强号召力, 广州酒家、华美、莲香楼均主要覆盖广东省内市场; 与稻香村、元祖等品牌形成区域化竞争。

表 8: 不同品牌主要销售地区

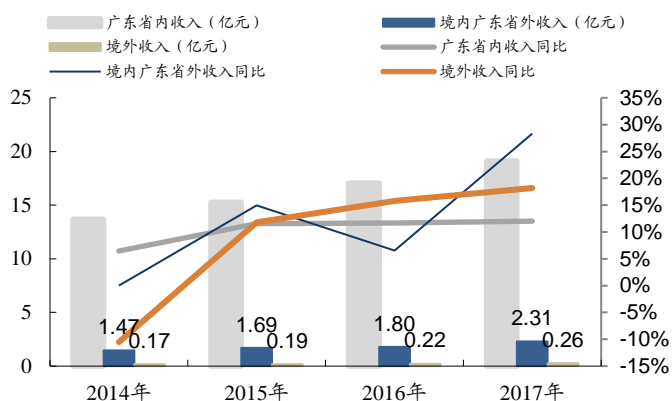
品牌	重点销售区域	辐射区域
广州酒家	广东省内	境内广东省外
元祖	江苏、四川、浙江	湖北、湖南、山东、辽宁等
稻香村	北京、天津、河北、内蒙古、辽宁、山东	黑龙江、河南、甘肃等
华美	广东省内	境内广东省外

莲香楼	广东省内	少量
-----	------	----

数据来源：广州酒家公告，广州酒家官网，东吴证券研究所整理

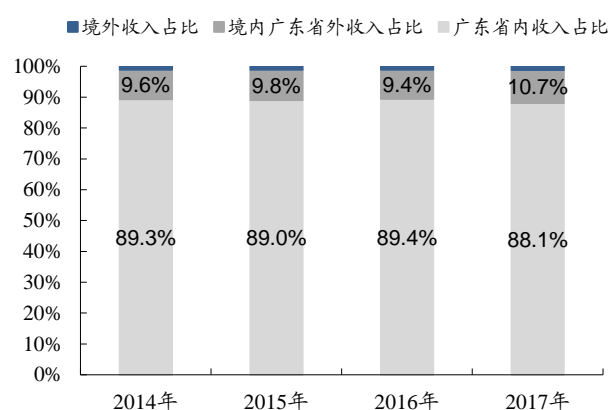
广州酒家持续深耕广东市场，省外市场加速覆盖。广州酒家 2017 年广东省内营收 19.11 亿元 (+12.03%)，占比高达 88.1%，考虑到餐饮门店均位于广州，省内食品销售收入 13.52 亿元，占食品销售总收入的 84.76%，增长稳健、优势保持。加速覆盖华东、华中区域零售渠道，新市场打开业绩增长空间，17 年境内广东省外营收 2.31 亿元 (+28.28%)，占食品制造收入的 14.5% (+1.91pct)，未来有望进一步提升。

图 25: 2014-2017 年广州酒家收入地域分布及增速



数据来源：广州酒家公告，东吴证券研究所

图 26: 2014-2017 年广州酒家收入地域分布占比



数据来源：广州酒家公告，东吴证券研究所

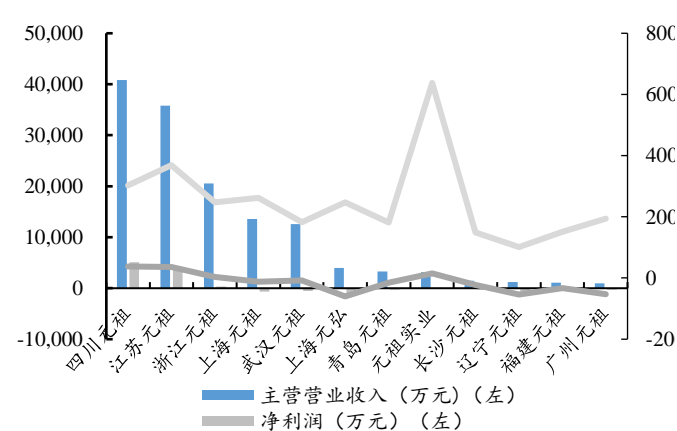
元祖布局广泛，在四川、江苏具备优势。元祖同时在全省发力，目前在四川和江苏分别拥有 87 家和 133 家门店，17 年营收分别为 5.67 亿 (+17.32%) 和 5.54 亿 (+10.06%)，共占总收入的 63%，单门店的营业收入也领先于其他地区（除元祖实业的台湾门店），具备显著优势；而浙江、湖北、上海作为培育市场营收均超过 1 亿，市场分布较广州酒家分散。

图 27: 2016 年元祖门店分布



数据来源：元祖公告，东吴证券研究所

图 28: 2017 年元祖分区域营收



数据来源：元祖公告，东吴证券研究所

注：现“青岛元祖”已更名为“山东元祖”；“长沙元祖”已

更名为“湖南元祖”；“武汉元祖”已更名为“湖北元祖”

注：元祖实业为台湾子公司

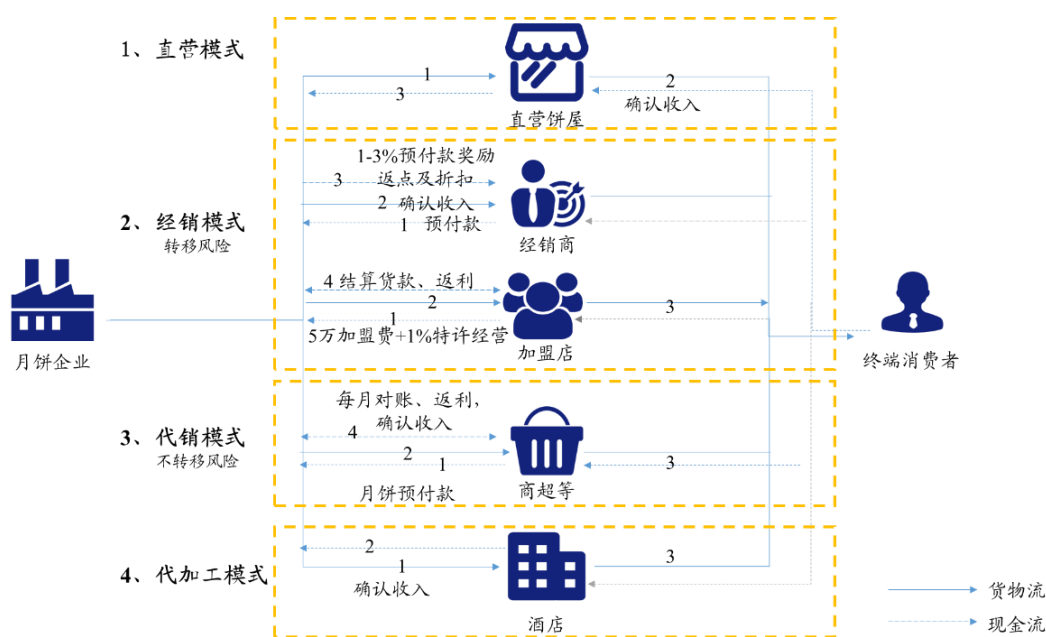
相比之下广州酒家在华南市场的耕耘更为深度，影响力也更大；元祖在各地的分布较分散，较早形成全国辐射的战略格局，但除核心市场外的其他区域效益仍有望提升。

4.2.2. 线上下渠道扩张，助力市场开拓

目前中国月饼行业主要通过直营、经销、代销、代加工等模式进行分销。1) 直销模式下，月饼企业设立直营门店销售产品提供服务；2) 在经销商模式下，月饼企业将产品批发给各地经销商，在货物交付时完成收入确认；3) 在加盟模式下，品牌方一般收取一次性加盟费，并按每月进货额的一定比例收取特许经营费或按一定的折扣确认收入；4) 代销模式下，月饼企业与沃尔玛等大型商超合作面向普通消费者销售月饼；5) 代加工模式下，企业会为大型酒店及集团公司生产定制月饼等产品。

在线销售的产品也存在天猫自营店等网上商城直销和经销商销售等模式，形成线上线下的渠道互补，线上渠道有助于提升品牌影响力、加快异地扩张。

图 29：月饼企业线下渠道销售模式与收入模式

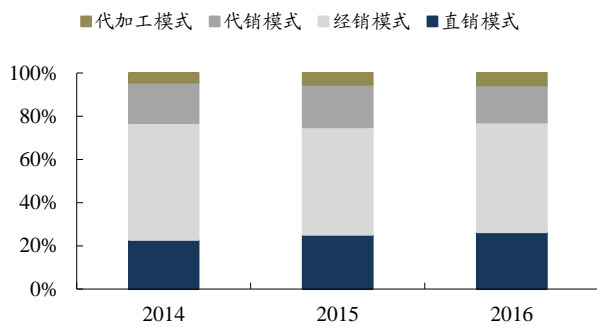


数据来源：广州酒家招股书，东吴证券研究所整理

广州酒家直营深耕省内，经销辐射全国区域。广酒月饼销售渠道以经销模式为主，直销为辅，16年月饼直销、经销、代销、代加工的营收占比分别为22.43%、55.87%、11.93%、9.77%。

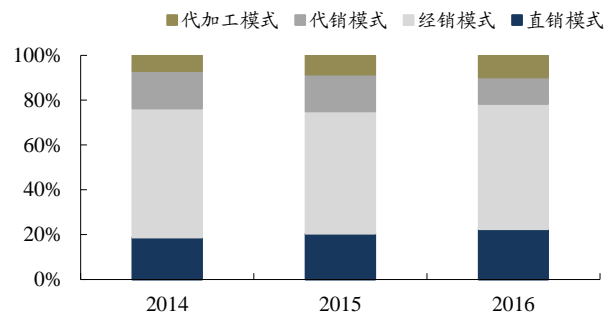
元祖以直营为主，加盟为辅，强化对销售终端的控制能力。17年直营收入15.24亿，占比仍高达87.86%，特许经营收入2.11亿；17年特许经营业务的增速（16%）首次超过直营增速（11%）。

图 30: 广州酒家食品制造以经销模式为主



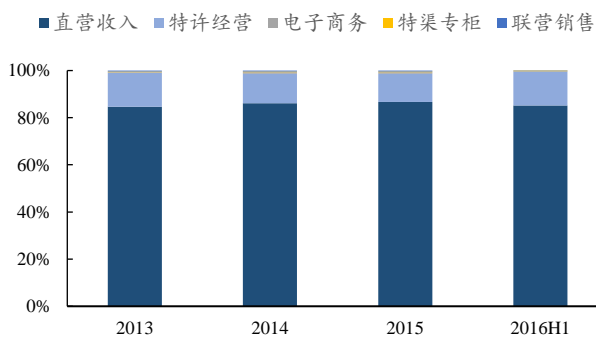
数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

图 31: 广州酒家月饼销售以经销模式为主



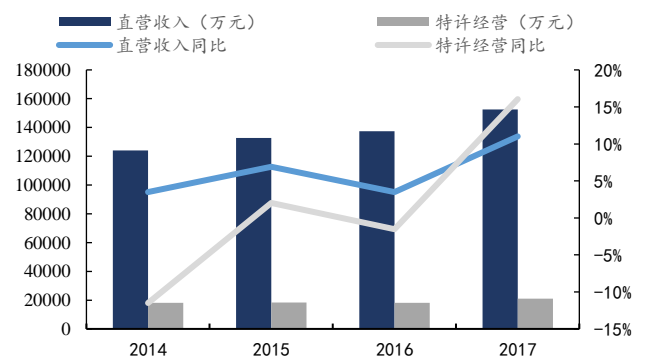
数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

图 32: 元祖销售渠道以直营为主



数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

图 33: 元祖直营和特许经营收入及增速



数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

元祖门店数量多、保持高速扩张; 广州酒家计划加速门店布局。元祖加盟店采用折扣确认收入的方式; 广州酒家则收取一次性加盟费 5 万元, 并按每月进货额 1% 收取特许经营费。

图 34: 元祖门店



数据来源: 元祖官网, 东吴证券研究所

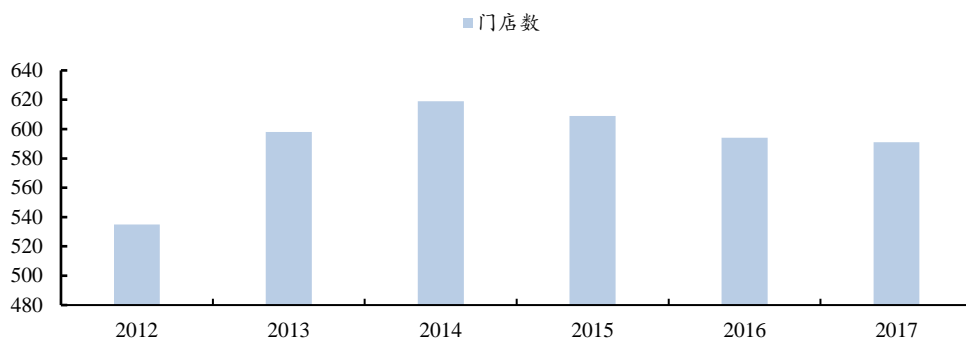
图 35: 利口福门店



数据来源: 赢商大数据, 东吴证券研究所

1) 截至 2017 年 12 月 31 日, 元祖拥有 591 家门店, 遍布全国 100 多个线城市, 且以优惠的加盟政策吸引加盟商, 每年开设新店 60-70 家, 但受关店影响, 门店数持续减少; 元祖计划在 2017-2020 年在华南华北区域新增自营店 306 家 (旗舰店 25 家, 标准店 281 家), 打造高效益的品牌旗舰店 (旗舰店较其他门店业绩同比高 25%)。

图 36: 元祖门店数量 (家)



数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

表 9: 元祖对加盟店折扣政策

大类	小类	结算基数	结算比率
成品	蛋胚	末端价	25%
	慕思蛋糕、冰淇淋蛋糕	末端价	50%
	西点、礼盒、35 度 C、年糕	末端价	50%
	花艺、鲜花	末端价	62%
	水果	末端价	62%
	粽子	末端价	62%
	月饼	末端价	73%
	试吃品	成本价	110%
纯半成品	纯半成品	成本价	110%
原物料	原料、包材	成本价	110%
低值易耗	总务、工务	成本价	110%

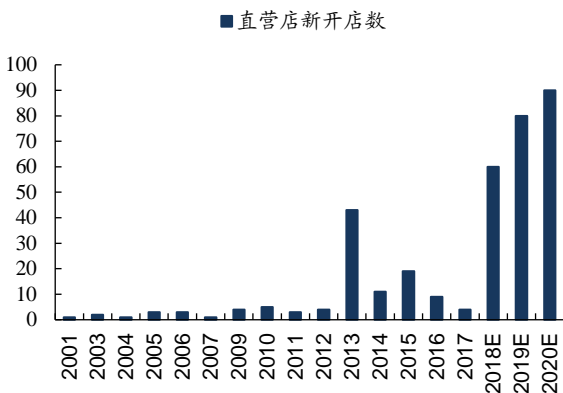
注: 加盟店购买提货卡券按末端售价的 73% 结算

数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

2) 广州酒家拥有覆盖珠三角地区的超过 190 家饼屋门店 (至 18 年 6 月), 计划在 2018-2020 年在 广州、深圳、中山、东莞、珠海 等地扩张直营门店 230 家 (18/19/20 年分别新增 60/80/90 家), 其中以消费人群广泛的社区店 (128 家) 和综合店

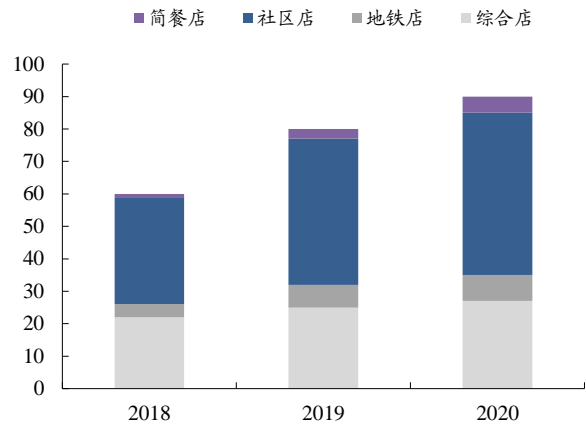
(74家)为主, 扩张速度提升。

图 37: 广州酒家直营饼屋数量(家)



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

图 38: 广州酒家直营店扩张以社区店和综合店为主(家)

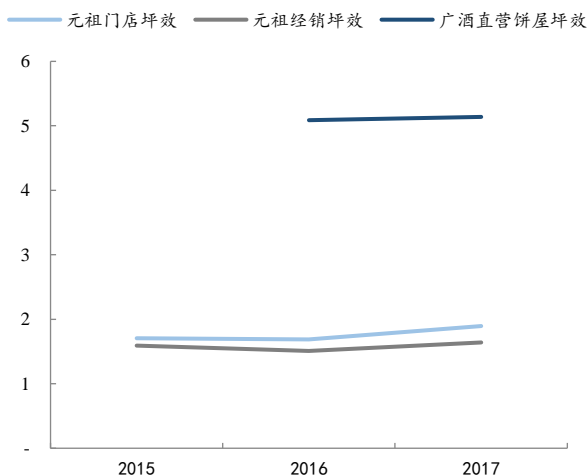


数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

广州酒家门店效益较高, 元祖效益有提升空间, 关店率较高。广州酒家直营饼屋单店坪效达 5 万/平米以上, 直营店量少而优; 但元祖的直营、经销坪效都不足 2 万/平米, 各子公司坪效极不均衡, 除上海、江苏和四川外, 其他地区门店平均坪效不足 3 万/平米, 经营效率较低。

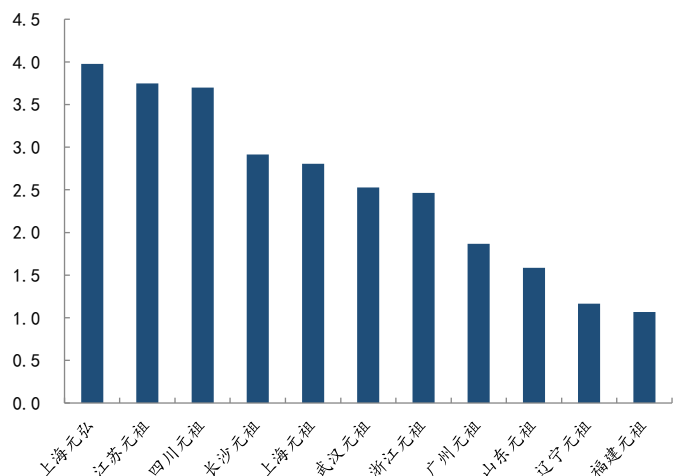
广酒门店退出较少, 较高的效益匹配较低的关店率, 17 年造成非流动资产处置损失 2.1 万元。元祖 15 年期初加盟店 100 家, 当期退出 13 家 (占比 13%); 期初直营店 514 家, 当期退出 35 家 (占比 6.81%), 且关店率处于上升趋势, 较高的关店率导致 17 年元祖非流动资产处置损失 578.13 万元。

图 39: 广州酒家与元祖坪效对比(万元/平米)



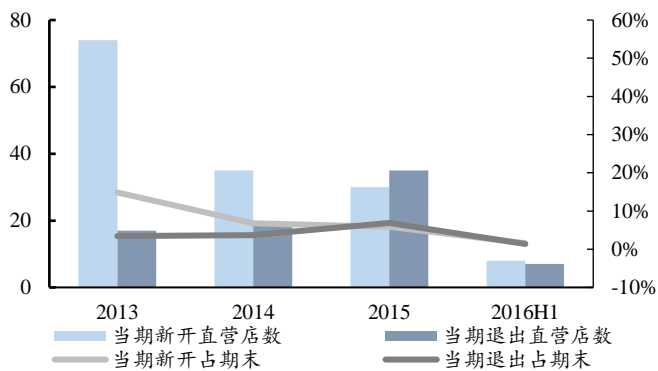
数据来源: 元祖/广酒公告, 东吴证券研究所

图 40: 2015 年元祖各子公司坪效(万元/平米)



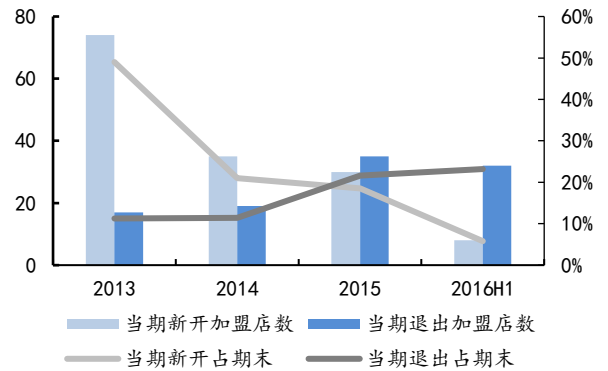
数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

图 41: 广州酒家饼屋直营店开店、关店情况 (家)



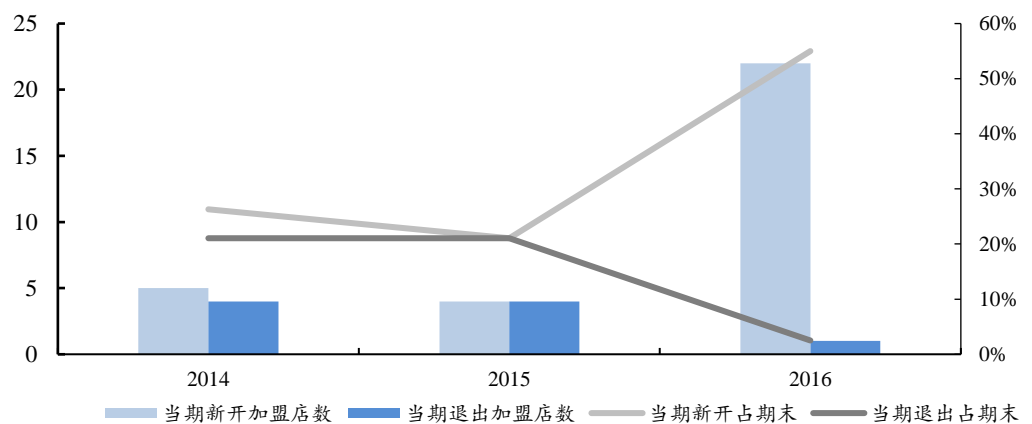
数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

图 42: 元祖直营店和加盟店开店、关店情况 (家)



数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

图 43: 广酒加盟饼屋新开和退出情况 (家)



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

电商平台争扩张, 广州酒家电商建设初见成效。广酒和元祖纷纷在扩展电商渠道发力, 分别计划投资 0.95 亿、0.62 亿进行信息系统构建、电商平台完善, 实现外延式和内生式增长。

图 44: 广州酒家天猫商城



数据来源: 天猫商城, 东吴证券研究所

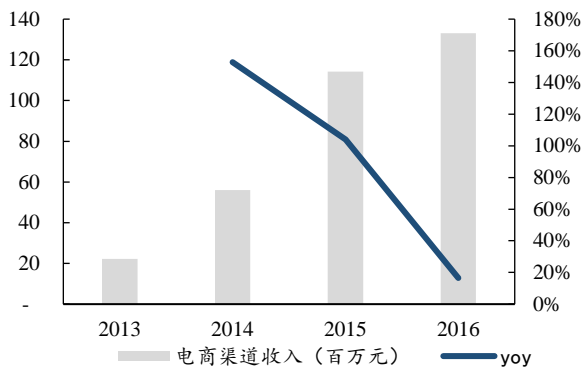
图 45: 元祖天猫商城



数据来源: 天猫商城, 东吴证券研究所

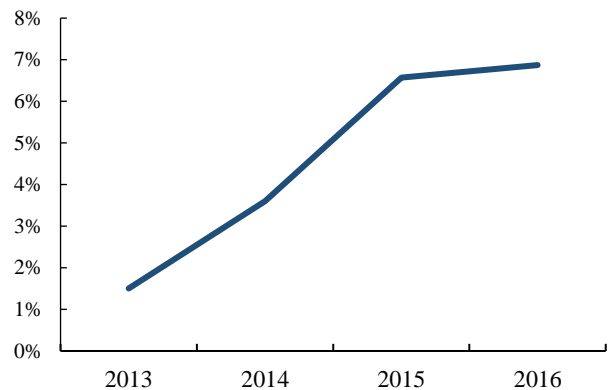
- 1) 广州酒家电商渠道于12年初创,设立电子商务分公司,委托第三方在官网及天猫、京东、1号店等互联网渠道销售利口福产品,12年销售收入仅302.71万元,占比仅0.23%;2014年起广酒将所有电商业务改为自营并于2015年设立电商子公司;2016年电商收入达1.33亿元,占比达6.97%,增速亮眼,第一大直销平台天猫旗舰店16年销售额超过4500万,占电商渠道收入的超过34%,线上自营初显规模。

图 46: 广州酒家电商渠道收入(百万元)及增速



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

图 47: 广州酒家电商渠道占总销售收入比例



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

表 10: 2016 年广州酒家前五大电商渠道收入及占比

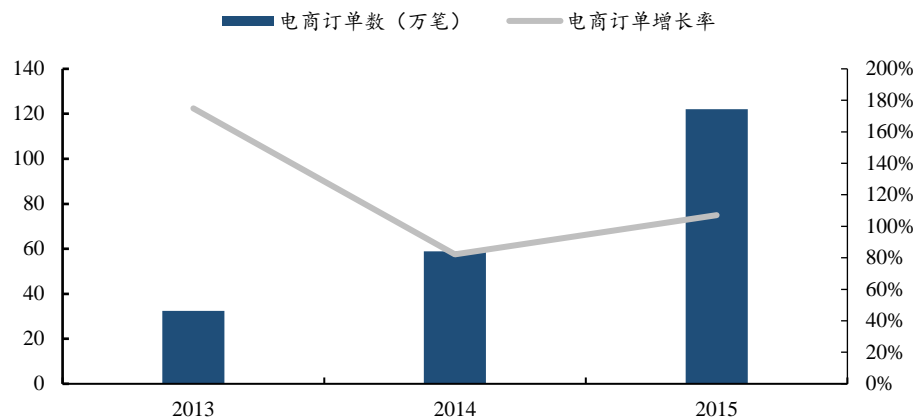
	电商平台名称	销售额(万元)	占电商渠道比	销售模式
1	浙江天猫网络有限公司	4,578.78	34.42%	电商直营零售
2	北京优味一品商贸有限公司	1,639.63	12.32%	电商经销商
3	深圳市顺丰电子商务有限公司	1,540.13	11.58%	平台代销
	北京顺丰电子商务有限公司	72.15	0.54%	电商直营零售
	小计	1,612.28	12.12%	
4	冠捷信息技术(苏州)有限公司	704.38	5.29%	平台代销
5	北京京东世纪贸易有限公司	682.19	5.13%	电商直营零售
	合计	9,217.26	69.28%	

数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

- 2) 元祖通过自营或代销方式在 25 个不同渠道开设电子销售平台, 15 年电商模式下订单增长率达 107.1%, 其蛋糕品类在电商渠道销售表现较好; 但整体电商收入占

比仍不高，14 年仅 0.66%，具有较大提高空间。

图 48: 2013-2015 年元祖电商订单数

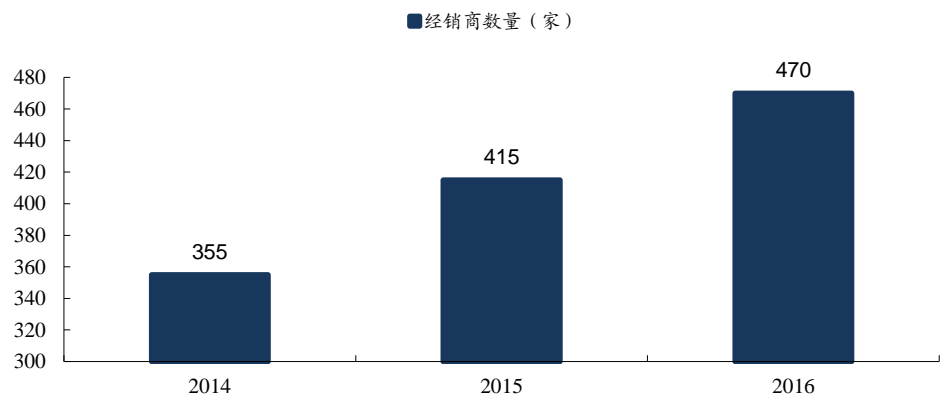


数据来源：元祖公告，东吴证券研究所

除门店和电商外，各品牌在其他渠道上也各有侧重，广州酒家以经销模式辐射省外市场，而元祖则发力团体消费，通过预付卡方式提前锁定收入。

广州酒家发力经销商渠道，实现轻资产异地扩张。至 16 年底，广酒拥有分布在北京、上海、重庆等地区的 470 家经销商(前 5 大经销商占经销商销售额的 27.08%)，经销网络稳步扩张。2016 年经销商渠道收入占比达 47.5%，单经销商平均实现收入 146 万元。广酒有望通过覆盖全国的经销网络以相对轻资产模式，较快实现异地扩张。

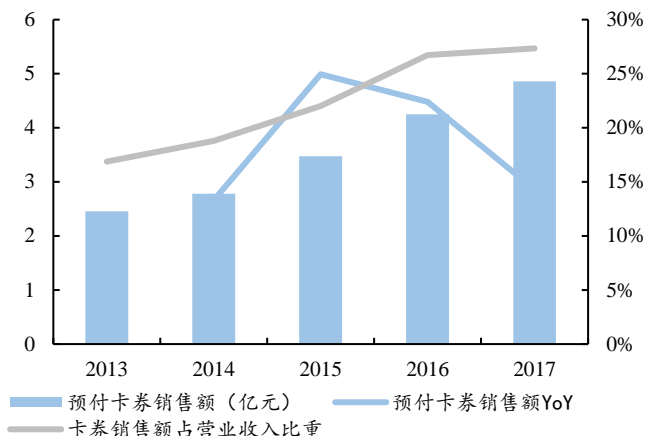
图 49: 广州酒家食品业务经销商数量稳步增长



数据来源：广州酒家公告，东吴证券研究所

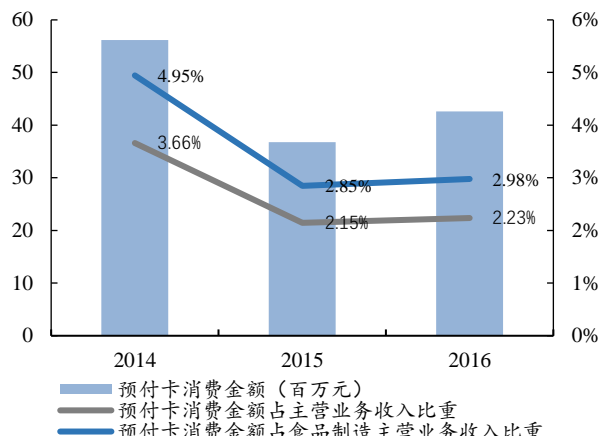
元祖预付卡提前锁定团体消费。17 年元祖预付卡券销售额占比达 27.34%，一方面元祖重视企业团购和工会福利市场，积极推广巩固销售；另一方面对加盟商购买卡券提供 73% 的折扣比例，预留较大的优惠空间。但预付卡对工会等团体福利依赖性较强，受经济波动和政策变化影响较大。而广州酒家仅对预付卡提供一定的餐饮赠券，预付卡销售额占比仅 2.23%（2016 年），即使假设预付卡均用于食品购买，占比也仅有 2.98%。

图 50: 2013-2017 年元祖预付卡券销售情况



数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

图 51: 2014-2016 年广州酒家预付卡券销售情况



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

综合各渠道销售情况看, 元祖较早开始扩张市场, 且在企业团购和预付销售上具备优势, 在门店开设上, 数量虽然较多, 但效益不及广州酒家。广州酒家扩张步伐更扎实稳重, 追求保持较高效益的同时实现区域扩张, 在电商渠道的建设上也初显成效, 未来有望在产能先行的基础上, 通过门店扩张、经销商网络和电商渠道的建设实现更大范围的区域扩张。

表 11: 广州酒家与元祖渠道发展计划对比

渠道	广州酒家	元祖
直营店	<ul style="list-style-type: none"> 计划在 18-20 年内在珠三角扩张直营门店 230 家; 18/19/20 年分别新增 60/80/90 家 	<ul style="list-style-type: none"> 计划 17-20 年内在华南华北地区新增自营店 306 家 其中, 旗舰店 25 家, 标准店 281 家, 旗舰店较其他门店业绩同比高 25%
加盟店	<ul style="list-style-type: none"> 广州市五区前三年加盟期一次性支付 5 万, 续期不收费; 除以上地区的新加盟店铺, 一律免收加盟费 	-
电商平台	<ul style="list-style-type: none"> 投资 0.95 亿用于电商平台扩建; 建立覆盖全国主要片区的电商物流仓储基地, 提升服务质量 	<ul style="list-style-type: none"> 投资 0.46 亿完善物流、资金流、信息流一体化管理系统
其他渠道	<ul style="list-style-type: none"> 保持经销商数量增速, 以轻资产模式实现迅速异地扩张 	<ul style="list-style-type: none"> 巩固企业团购和工会福利市场地位, 提升团购体验

数据来源: 广州酒家、元祖公告, 东吴证券研究所整理

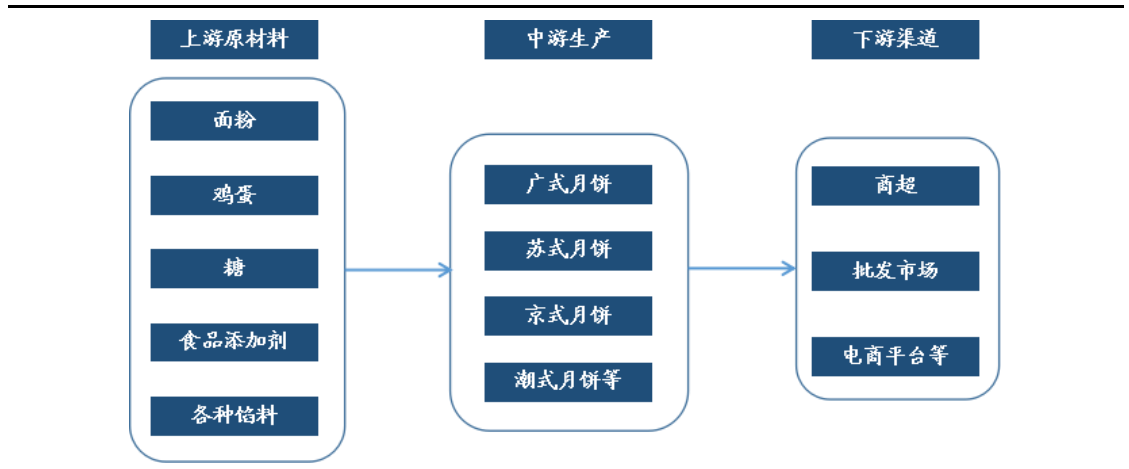
4.3. 生产角力: 自主生产与规模效应提升盈利能力

4.3.1. 规模化采购平滑成本, 毛利有望持续增长

月饼主要原料为农产品, 关联的上游行业主要包括小麦种植、粮油加工和种植、养殖行业和农副产品加工等, 总体较为分散, 生产成本较低。从月饼的成本构成看, 月饼的直接材料费用率约 30% (17 年广酒 31.47%/元祖 29.01%), 其中原材料费用率约为

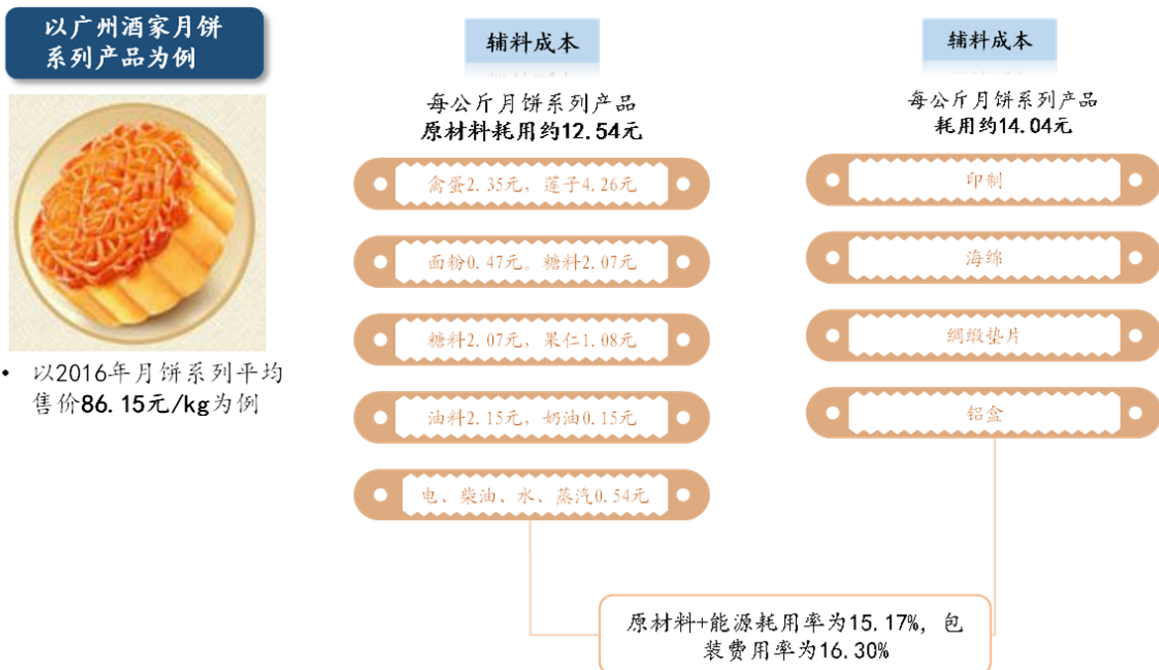
15%，月饼头部企业能够通过规模化生产实现较好的成本平滑和毛利控制。

图 52：月饼行业产业链



数据来源：中商产业研究所，东吴证券研究所

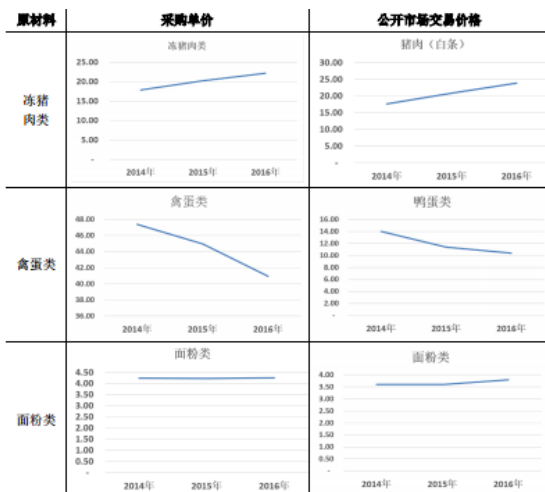
图 53：月饼成本构成情况



数据来源：广州酒家、元祖公告，东吴证券研究所测算

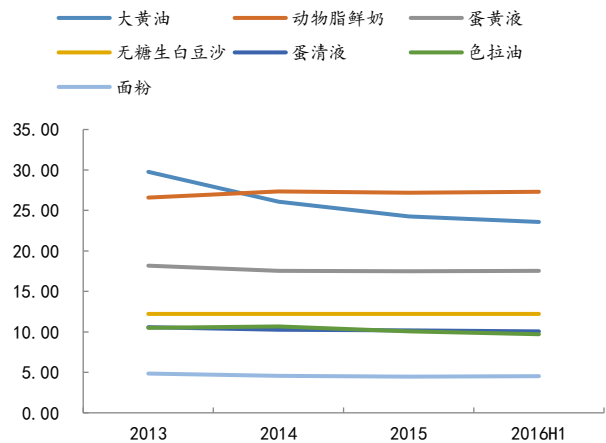
广州酒家采用统一采购和参股上游供应商等方式平滑原材料成本，并根据生产经营需求适时调整采购计划，加强成本控制，由于其采购标准较高，面粉等原料的平均价格仍高于行业；元祖使用原材料有所区别，但单价主要呈下降趋势。就同样的面粉原料单价来看，目前元祖（16年上半年4.54元/kg）>广酒（16年4.24元/kg）>行业，规模效应下，头部品牌有望在保持较高质量的同时实现成本的有效控制。

图 54: 广州酒家原材料价格对比 (元/kg)



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

图 55: 元祖原材料价格变动图 (元/kg)



数据来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

4.3.2. 自产自销利于盈利与现金, OEM 助力快速扩张

元祖较广州酒家有更高的 OEM 比例, 13-15 年 OEM 金额在营业成本中的比例超过 30%, 而广州酒家不足 5%, OEM 与自产模式各有利弊:

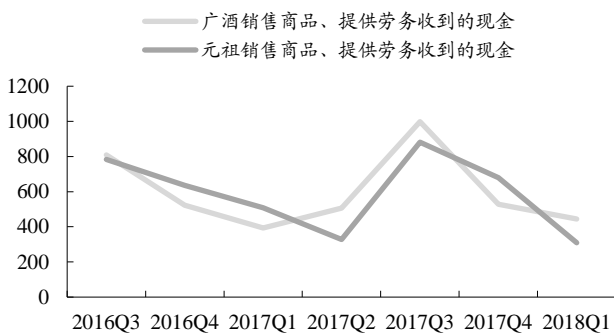
- 1) 从盈利能力上看, OEM 的毛利率较自产略低。15 年元祖 OEM 产品毛利率 57.22%, 显著低于自产产品毛利率 68.40%; 导致其月饼综合毛利率低于广州酒家的 61.97% (不排除原材料类别的影响)。
- 2) 从现金流情况看, 自产平滑现金流量, 降低现金压力, 广州酒家现金流流出较元祖平滑。
- 3) 从战略的角度看, OEM 为轻资产模式且具有快速扩张能力, 能够通过外包订单迅速提升销量, 跨区域扩张; 但自产能够保证更好的产品质量控制, 降低产品质量风险, 维持品牌形象。

表 12: 广州酒家、元祖 OEM 情况对比

元祖股份			
	OEM 金额 (万元)	主营业务成本 (万元)	占比
2016 年 1-6 月	6,381.70	23,419.54	27.25%
2015 年	18,236.95	58,618.59	31.11%
2014 年	19,234.88	56,580.23	34.00%
2013 年	21,725.26	56,627.12	38.37%
广州酒家			
	OEM 金额 (万元)	主营业务成本 (万元)	占比
2016 年	3,111.09	72,137.29	4.31%
2015 年	2,625.27	65,240.89	4.02%
2014 年	1,843.14	56,907.22	3.24%

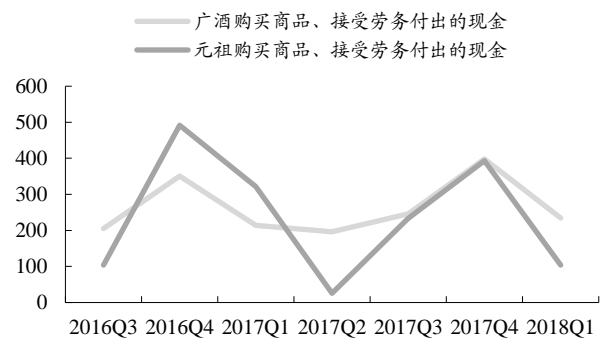
数据来源: 广州酒家、元祖公告, 东吴证券研究所

图 56: 广州酒家、元祖股份经营活动主要现金流入 (百万元)



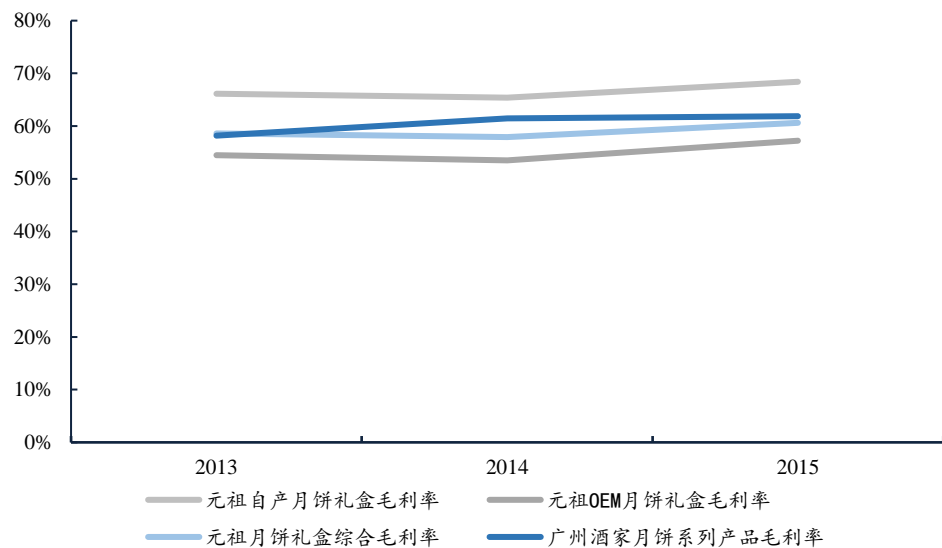
数据来源: 广州酒家、元祖公告, 东吴证券研究所

图 57: 广州酒家、元祖股份经营活动主要现金流出 (百万元)



数据来源: 广州酒家、元祖公告, 东吴证券研究所

图 58: 2013-2015 年元祖不同生产模式月饼毛利率



资料来源: 元祖公告, 东吴证券研究所

食品业务迅速增长, 广酒、元祖均面临产能瓶颈, 16 年广酒月饼产品/速冻食品/腊味的产能利用率达 101%/107%/110%, 15 年元祖上海中央烘焙工厂的产能利用率已超过 175%。为满足增长的市场需求, 广酒、元祖开始进行生产扩张, 广酒自产自销模式下, 扩产规模显著较元祖更大, 为市场开拓和成本控制奠定基础。

1) 广酒通过战略投资、生产基地技改和扩建等方式积极扩充产能, 其中德利丰、粮丰园(茂名)、梅州、湘潭生产基地已经设立, 广州利口福三号车间预计 18 年释放产能约 0.6 万吨, 测算 18 年整体产能增速超过 20%, 维持月饼产能稳定增长的同时, 推动培育产品产能加速扩张。

2) 元祖计划投资 6250 万对上海中央烘焙工厂进行技术改造, 16-18 年建设完工后预计增加产能 34%, 以满足直营店营销网络拓展的需求。

表 13: 广州酒家、元祖生产扩张计划

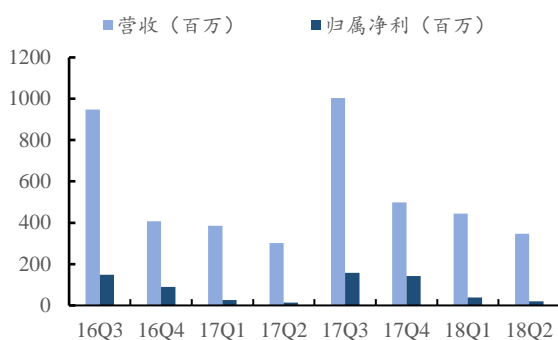
	广州酒家	元祖
战略投资	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 18 年中旬成立德利丰 (利口福持股 40%), 合作加工饼酥馅料等烘焙食品及糕点, 扩充产能 ✓ 18 年 6 月成立粮丰园 (茂名) (利口福持股 66.96%), 用以及时弥补产能缺口, 扩展周边市场 	-
生产基地技改	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 上市募投项目广州利口福三号车间技术改造工程达产后年产能可新增 2.55 万吨 (17 年月饼/速冻产能合计约 3 万吨), 达产后年销售收入 7.6 亿元。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 上市募投项目上海中央烘焙工厂技改后可增加 1337 吨中西式糕点/年产能, 投资预算总额 6250 万元。
生产基地扩建	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 18 年 3 月投资设立利口福 (梅州) 公司, 计划投资 4.5 亿元, 占地 200 亩, 预计 19 年底至 20 年初投产, 达产后产能有望超 1.6 万吨/年。 ✓ 18 年 3 月设立湖南基地, 并计划于 2020 年底前在湘潭设立华中区域管理总部。总投资约 4.5 亿元, 占地 285.5 亩, 预计在 2020-2021 年分两期完工, 达产后产能计划超 2 万吨/年。 ✓ 将积极在华南和华中选址扩产 	-

数据来源: 广州酒家、元祖公告, 东吴证券研究所整理

4.4. 多元化道路: 立足历史, 立足优势

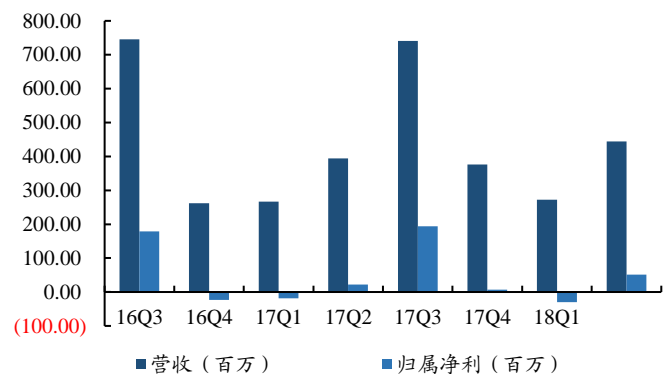
月饼是节令食品, 生产和销售均具有明显的季节性, 导致月饼企业资源利用和业绩表现呈现波动性。广州酒家和元祖均在 Q3 产生业绩的峰值, 广酒业绩波动相对更平缓, 广酒和元祖 17Q3 净利润分别占全年的 46% 和 95%。月饼为主要业绩来源的公司均通过业务和产品的多元化实现资源最大化利用和补充业绩增长。

图 59: 16Q3-18Q1 广州酒家营收、归属净利变动



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 60: 16Q3-18Q1 元祖营收、归属净利变动



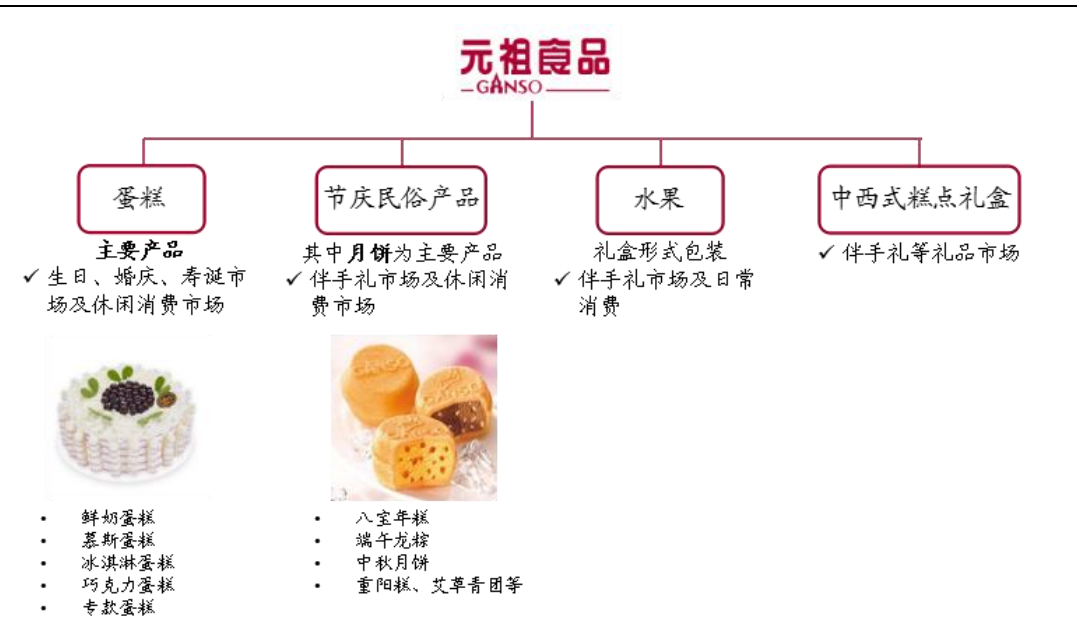
数据来源: wind, 东吴证券研究所

元祖: 跨越海峡, 创新品类, 糕点业务强协同。

跨越海峡扎根大陆, 创新+连锁另辟蹊径。“元祖”1981 年诞生于台北, 1993 年进

入大陆市场成立上海元祖食品有限公司，主要从事烘焙食品的研发、生产与销售，主要产品为蛋糕、月饼、水果及其他中西式糕点四大系列。

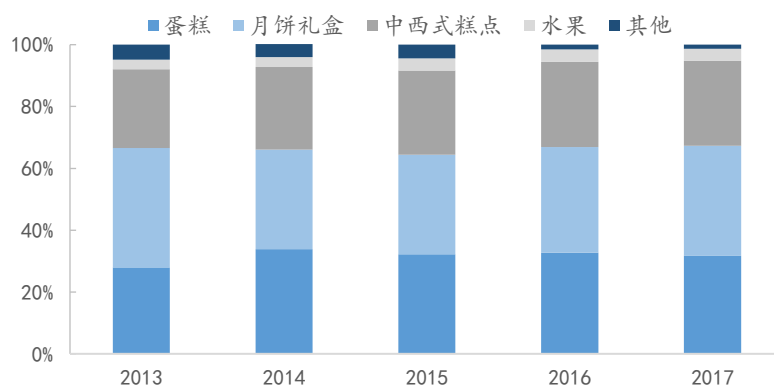
图 61: 元祖业务构成



资料来源：元祖官网，元祖公告，东吴证券研究所

蛋糕+月饼礼盒+中西式糕点，共同推进营收增长。17 年元祖营收 17.77 亿元 (+11.6%)，其中月饼礼盒营收 6.18 亿元 (+16.52%)，占比 35%；蛋糕营收 5.49 亿元 (+8.04%)，占比 31%；中西式糕点营收 4.76 亿元 (+11.12%)，占比 27%。三部分重要产品持续保持优势，月饼继续领跑全体。

图 62: 2013-2017 年元祖分部收入占比



资料来源：元祖公告，东吴证券研究所

广州酒家：立足老字号，利用强品牌，培育食品制造新品类。

餐饮+食品双向发展，主营业务稳步扩张。17 年广酒的食品制造和餐饮业务分别营

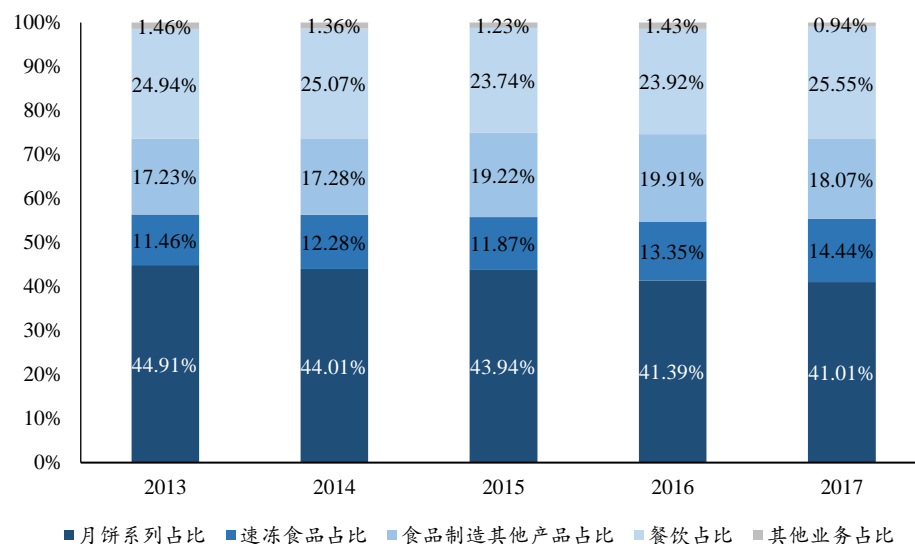
收 15.95 亿元 (+11.42%) 和 5.59 亿元 (+20.8%)，餐饮新开门店进入成熟期，稳定贡献业绩。食品制造中月饼系列 17 年营收 8.98 亿元 (+12.04%)，继续保持传统优势；速冻食品高增长，培育型产品具有潜力，收入占比提升至 14.44%，全年业绩实现平滑和扩充。

图 63: 广州酒家业务构成



资料来源：广州酒家官网，京东，东吴证券研究所

图 64: 广州酒家业务营收占比

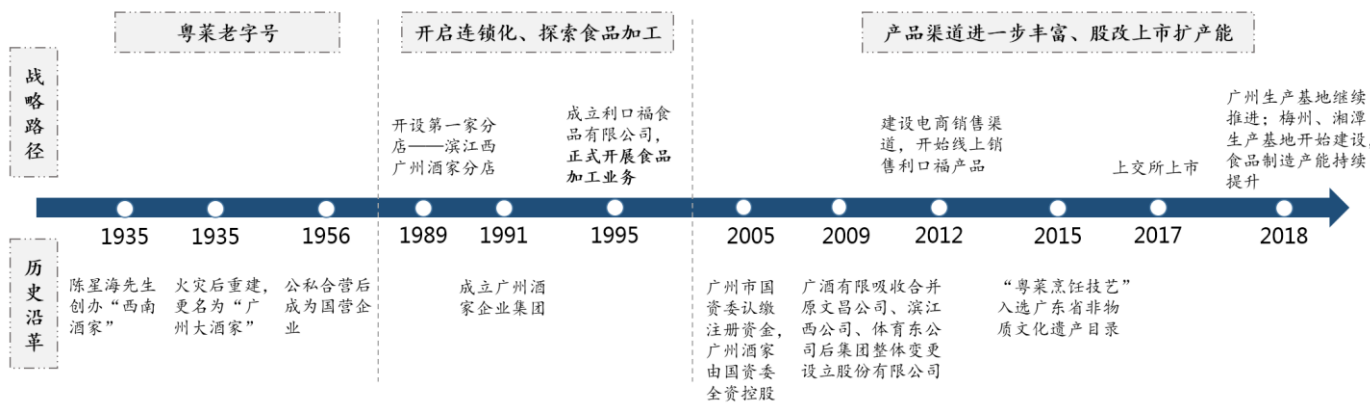


数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 相关标的：广州酒家

粤菜酒家老字号，食品制造常青树。广州酒家起源于陈星海先生 1935 年创办的“西南酒家”，1939 年重建后取意“食在广州”而改名为“广州大酒家”（后称“广州酒家”），迄今已有 80 多年的历史。二十多年来广州酒家已发展出食品制造和餐饮双主线经营的模式。

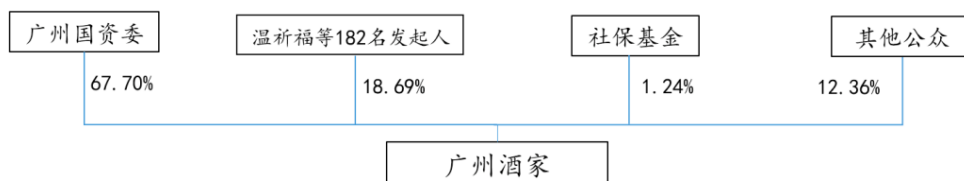
图 65: 广州酒家发展历史



数据来源：广州酒家公告，广州酒家官网，东吴证券研究所

广东省国资委绝对控股，职工持股助力企业发展。2005 年广州市国资委全额认缴广州酒家注册资金，成为广酒有限绝对股东。广酒有限后与广酒工会下三家职工持股会分别设立文昌公司、滨江西公司、体育东公司三家控股子公司，并于 2009 年完成吸收合并，原由工会所持股份转换为个人所持广酒股份，182 名职工持股 21.33%。公开上市后，国资委持股比例降至 67.7%（2020 年 6 月解禁），原 182 名发起人持股降至 18.69%（已于 18 年 6 月解禁）。

图 66: 广州酒家股权结构

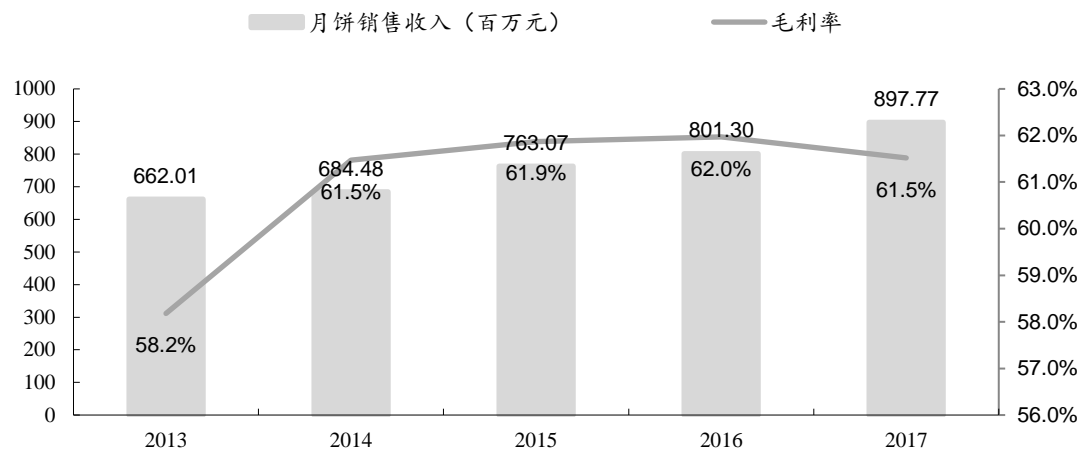


数据来源：广州酒家公告，东吴证券研究所

5.1. 食品业务：巩固月饼龙头地位，培育多元稳健成长

月饼重要地位不动摇。凭借行业领导地位和老字号、高品质的品牌形象，广州酒家多年产销量位居全国三甲，以 17 年销售额 8.98 亿计算，在广式月饼中市占率约 21% 左右，在月饼市场市占率约 6% 左右，加之月饼毛利率较高，17 年达 61.5%，是公司盈利提升的主要驱动力。

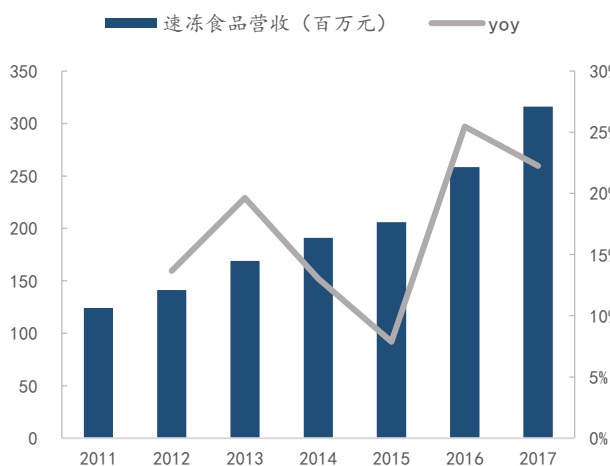
图 67: 广州酒家月饼销售收入及毛利率



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

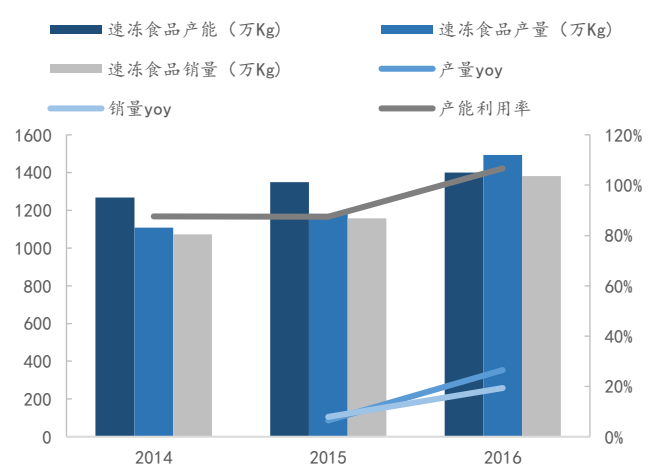
新品类速冻高速增长。广州酒家背靠优质粤餐品牌, 定位广式速冻食品, 利用差异化定位打开市场。17年速冻产品营收3.16亿元, 同比增长22.26%, 增速强劲; 17年速冻食品产能利用率已超过100%, 作为公司培育类产品, 将通过技术改造、增加新生产线等措施增加速冻食品产能, 满足市场增长需要, 进一步削弱季节性波动风险。

图 68: 2011-2017 年广州酒家速冻食品营收



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

图 69: 2014-2016 年广州酒家速冻食品产量、产能、销量



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

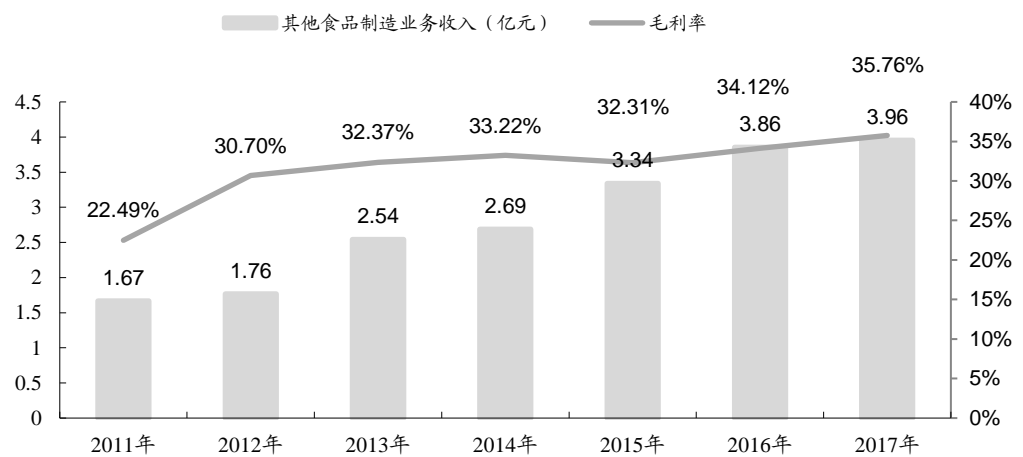
腊味、饼酥多元化发展, 挖掘新增长点。公司积极培育腊味、饼酥、面包等新产品, 通过丰富产品品种, 满足多样化、个性化的市场需求, 17年实现营收3.96亿元(+2.59%), 五年CAGR 17.5%, 增速亮眼, 实现闲置产能最大化利用的同时挖掘长期性的新增长点。

图 70: 广州酒家腊味、西点、饼酥等培育型业务产品



资料来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所整理

图 71: 广州酒家其他食品制造业务收入及毛利率

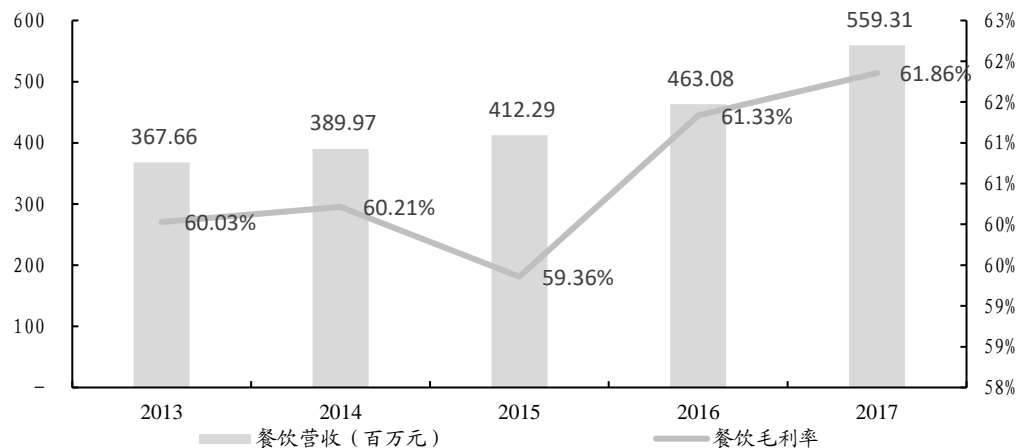


数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

5.2. 餐饮业务: 立足广州, 异地扩张

餐饮稳健增长, 毛利逐步攀升。2017年广酒餐饮营收 5.59 亿元 (+20.78%), 新店推动高增长。受益于集中采购及能源成本下降, 毛利率稳步提高。

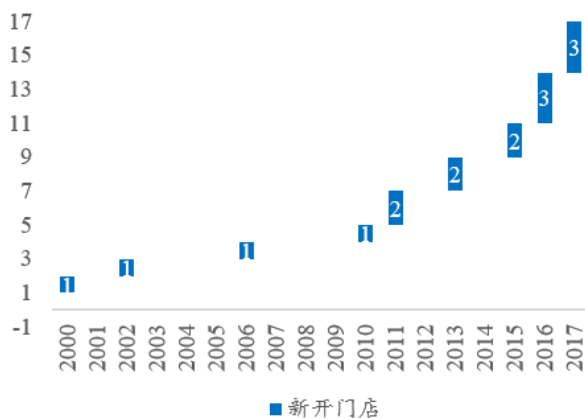
图 72: 广州酒家餐饮业务营收及毛利率



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

正宗粤菜 IP, 连锁经营经验助力较大规模扩张, 规模稳步扩张。公司作为粤菜老字号, 拥有创始于 1935 年的文昌老店, 具有品牌优势; 其餐饮直营店的建设于 2011 年开始加速, 除 2012 和 2014 年外, 每年净开门店数在 2-3 家。受益于 15 年开始的连锁化扩张, 16 年底开业的 15 家直营门店餐饮收入合计达 4.63 亿 (+12.32%), 高于正餐行业营业额增速 9.23%。公司已拥有餐饮门店共 19 家, 其中直营门店 18 家, 参股门店 1 家, 具备较大的连锁规模, 在广州形成了较为密集的覆盖, 直营扩张的经营经验成熟。新店逐步成熟推动餐饮营收 17 年增长至 5.59 亿元 (+20.78%)。

图 73: 广州酒家净开业餐饮直营店数量 (家)



数据来源: 广州酒家公告, 东吴证券研究所

图 74: 广州酒家门店分布



数据来源: 百度地图, 广州酒家官网, 东吴证券研究所
注: 不含区位较远的花都店 (17 年开业) 和南昆山店 (15 年开业)

扎根广州, 放眼岭南, 稳步扩张餐饮连锁化规模。公司计划 18 年新开四家餐饮门店, 将布局延伸至深圳, 19-20 年将继续扩大连锁规模, 计划每年新开 1-2 家餐饮店。扩张方式以直营为主保证品质, 参股、加盟为辅, 广东省内主要采用租赁物业为主、购买物业为辅的方式开设直营店; 广东省外, 以直营店为主, 考虑以参股或加盟方式进行经营扩张。

图 75: 广州酒家 T2 航站楼新店



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

图 76: 广州酒家 17 年新开酒店分布示意图



数据来源: 百度地图, 东吴证券研究所整理

5.3. 盈利预测

广州酒家 18 年中秋月饼已于 6 月启动预售, 18 年 6 月底预收账款同增 35%, 存货同增 26% (其中原材料同增 47%), Q3 月饼销售潜力值得期待。预计 2018-2020 年公司归属净利润为 4.25、5.43、6.75 亿元, 同比增速分别为 25%、28%、24%, EPS 为 1.05、1.34、1.67 元, 当前市值 101 亿元, 对应 PE 为 24、19、15 倍, 估值高于元祖, 但均低于酥饼、速冻和餐饮行业, 仍具有提升空间, 维持“增持”评级。

表 14: 可比公司估值 (单位: 亿元)

可比公司	17 年营收	yoy	17 年扣非 归属净利	yoy	17 年归属 净利	yoy	18 年归属 净利 (E)	yoy	18PE
广州酒家	21.89	13.08%	3.31	27.62%	3.40	25.42%	4.25	24.85%	24
全聚德	18.61	0.72%	1.19	-2.57%	1.36	-5.68%	1.52	11.51%	27
呷哺呷哺	36.84	33.15%	5.00	11.59%	4.20	10.03%	5.59	32.96%	31
餐饮平均									29
三全食品	52.56	9.93%	0.43	82.45%	0.72	156.83%	0.99	36.77%	53
安井食品	34.84	16.27%	1.79	14.11%	2.02	10.70%	2.69	32.73%	30
速冻平均									42
元祖股份	17.77	11.66%	1.83	62.88%	2.04	60.85%	2.46	20.64%	18
桃李面包	40.80	23.42%	5.06	17.85%	5.13	20.22%	6.59	28.30%	41
酥点月饼平均									29

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 除广州酒家外, 其余公司采用 wind 一致预期

6. 风险提示

可能存在月饼行业竞争加剧的风险，月饼行业品牌较多，龙头公司在异地扩张的过程中可能遇到本土品牌竞争，可能存在销量不达预期等风险。

可能存在食品安全等风险，月饼行业曾经历较多食品安全问题、引发较大的舆论风波，影响整个行业的增长，龙头月饼企业存在受波及的风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

