

食品饮料行业

2018年9月17日

证券研究报告

信达卓越推

推荐公司精选

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

◆ 本周行业观点: 美团点评, 一个还不够好的好平台 (一)

1、充分享受消费模式变革红利的新互联网巨头。

18年2月,《纽约时报》专栏作家 Tim Wu 写了一篇名为《方便暴政 (the Tyranny of Convenience)》的文章,里面提到“便利性”可能是最被人低估而又最具决策驱动力的力量——不论是“让生活和工作更简单”的智能家居、机器人设备和互联网搜索引擎,亦或是“让享乐和做自己更简单”的流媒体、智能手机和电商,其带来的都是不可逆的消费模式变革;而人们也愿意为便利支付溢价,比我们自认为的要多得多。尽管现在众多电商平台仍然在通过补贴吸引新增客户,例如倡导“咖啡便利”的瑞幸、倡导“让出行更美好”的滴滴、倡导“三公里生活圈”的盒马鲜生,但其真正看重的是消费者对“便利”产生粘性后带来的商机。就像网上音乐流媒体 Spotify 的付费用户 1Q18 已达到 7500 万人,付费率达到 44%;腾讯的内容付费用户 1H18 也已达 1.52 亿人次,同比增长 30%。人们对便利日渐增长的强烈期望甚至影响到了其他不那么便利的事情:要么变方便,要么被淘汰。

美团点评 (SEHK:3690)就是顺应这一“便利性”成长起来的互联网平台,其主要业务涵盖餐饮服务、酒店预订、电影票、网约车及出行,其中餐饮外卖、到店及酒旅、新业务及其他占总收入的比重分别为 61.2%、27.5%、11.3% (2018 年前 4 月公司合计营业收入为 158.24 亿元, YoY94.90%)。餐饮外卖是公司业务的重中之重,也是最能体现“便利性”粘性之处——外卖大幅节约了用餐时间,从而迅速替代了原来在家做饭和外出用餐的消费需求。

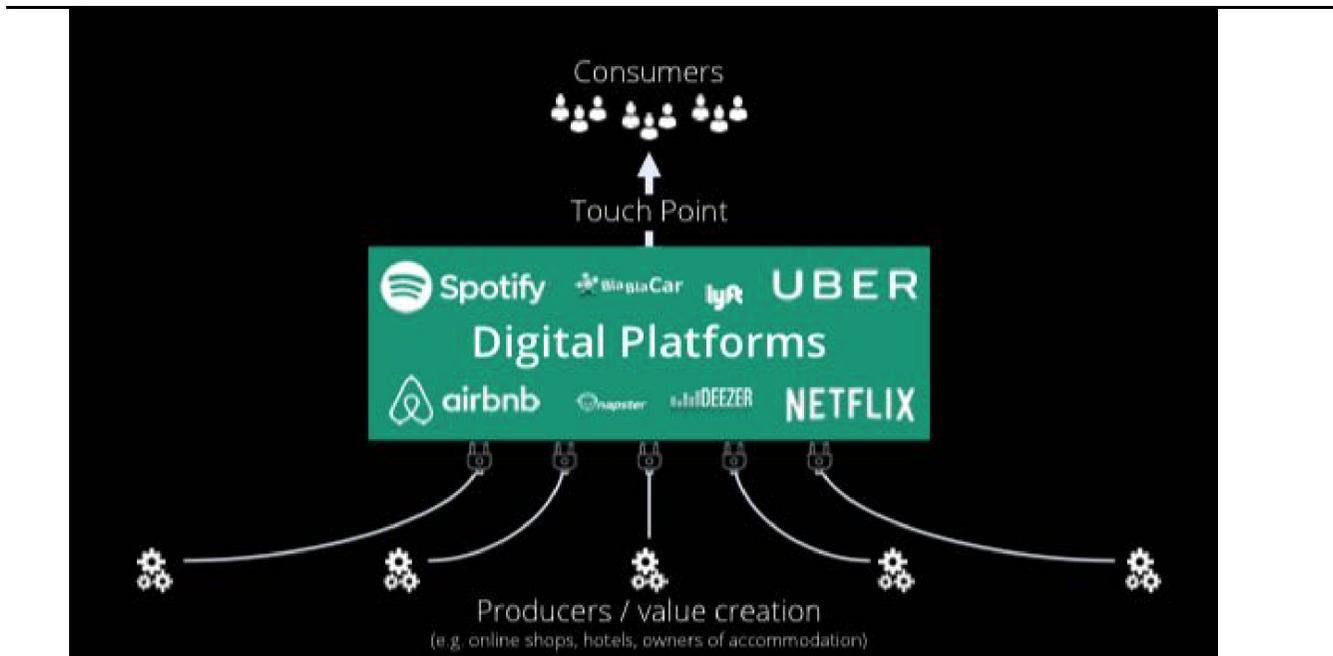
这一不可逆趋势在今年有了官方数据的支撑:18年8月,国家统计局首次披露限额以上单位 1-8 月累计通过公共网络实现的餐饮收入增速 (约等于主要餐饮企业外卖增速),该数值超过 40%,显著高于限额以上单位餐饮收入增速的 7.1%和限额以上单位实物商品网上零售额增速的 28.6%。

再对比全行业增速和美团点评披露的 18 年 1-4 月外卖业务交易流水增速 112.1% (流水额 751 亿人民币),后者领跑外卖行业的绝对实力可见一斑。

2、美团点评的初始商业定位——数据化“生活便利”。

互联网知名商业博客 Stratechery 的创始人 Ben Thmopson 在近期访谈中对新兴互联网平台的发展给出了自己的见解,认为这类平台的成功来源于 1) 围绕某一核心价值, 2) 将用户和内容提供商/生产商用新的、数据化的方式予以连接, 3) 形成崭新的生态系统——“Airbnb 数据化了‘安全性’, Netflix 则是数据化了‘闲暇时间’”。同理,国内的互联网平台中,尚没有比美团点评更精准切入“生活便利”的竞争者。

图 1 新兴互联网平台

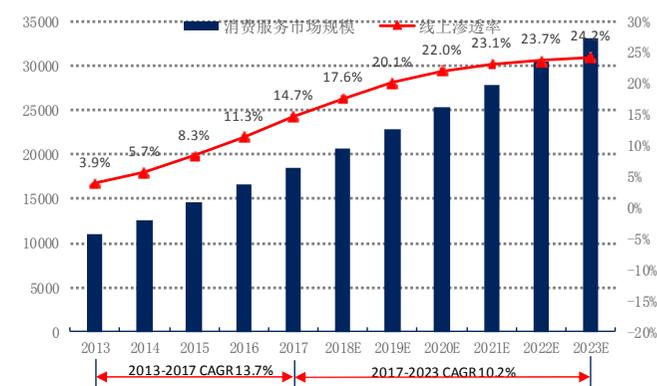


资料来源: Statista, 信达证券研发中心;

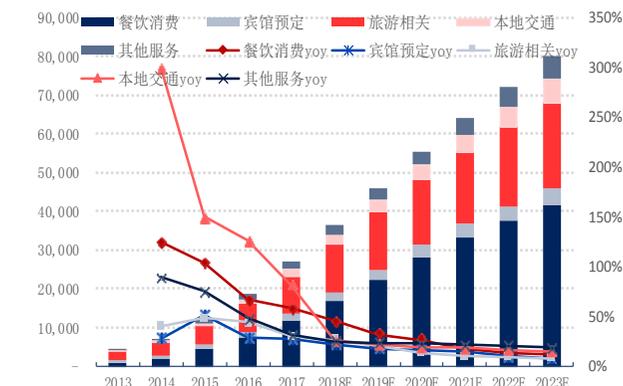
2.1 败也流量，成也流量：

美团点评的前身是 2010 年成立的团购平台。线上团购模式的本义是利用成本较低的互联网渠道转化潜在线下消费者，从而实现到店消费。但这一模式的问题在于，引流和到店消费流程都在线下，并不会在团购平台上形成闭环，且团购内容大同小异并无排他性。同期，BAT 三大巨头以自有线上流量便可以轻松完成团购券的出售；为了抢夺 C 端流量而进行的百团（地推）大战，最终也只是杯水车薪。帮助美团在竞争中杀出一条血路的“破坏性创新”在于其用外卖使线上餐饮团购实现了闭环。这也让美团有了另辟蹊径的可竞争商业模式：连结尚未触网的线下服务商，给 C 端消费者带来生活便利。相对于早已由阿里、京东等形成垄断的互联网零售体系，服务商上线的成本更高（前期几乎是依靠团购企业以非互联网的拓展方式引流至线上的），但许多服务商也自带流量（比如品牌餐饮的食客、酒店集团的会员等），如能在这一端发力，将有效打破 BAT 在传统 2C 流量方面的垄断。在这一时期，美团作为团购鼻祖与本地生活服务商建立的联系便呈现了积极作用，这也是其能与流量大佬百度外卖 PK 的关键所在。可以说，美团外卖战略性的卡位了 2C 流量大佬尚未充分涉足的蓝海。

根据艾瑞咨询，在经历 13 年至今的快速发展期后，中国的消费者服务市场还将从 17 年的 18.4 万亿增长至 23 年的 33.1 万亿，年均复合增速为 10.2%；其线上渗透率则将从 14.7% 上升至 24.2%；意味着同期线上服务的市场规模由 2.7 万亿跃升至 8.0 万亿，复合增速 19.8%。其中，餐饮、旅游和出行均将保持较快增速。

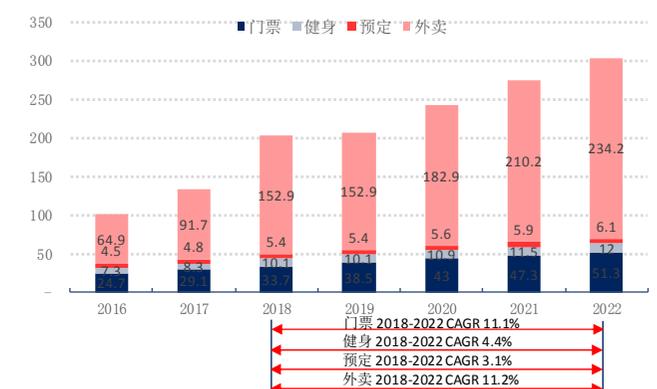
图 2 中国消费服务市场规模及线上渗透率 (亿元, %)


资料来源: 艾瑞咨询, 美团点评招股说明书, 信达证券研发中心

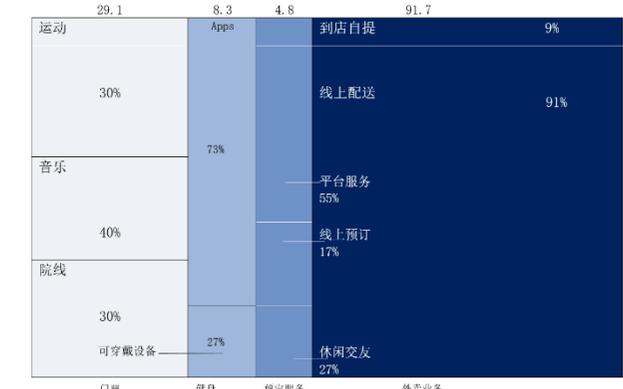
图 3 消费服务市场子版块规模及增速 (亿元, %)


资料来源: 艾瑞咨询, 美团点评招股说明书, 信达证券研发中心

从全球角度来看, Statista 的数据显示, 2017 年线上服务市场的年度收入达到 1339 亿美元 (约合 9172 亿元), 同比增长 32.2%; 其中外卖收入为 917 亿美元 (约合 6281 亿元), 同比增长 41.3%。预计 18-22 年, 外卖 CAGR 为 11.2%, 领跑线上服务子版块。

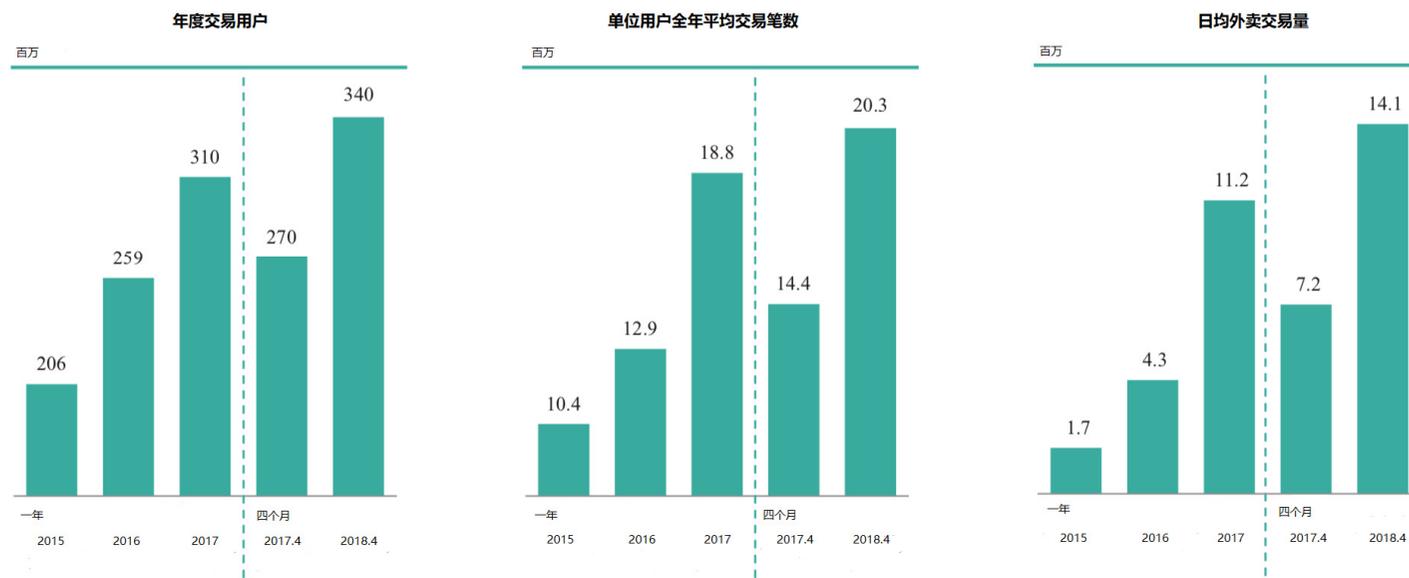
图 4 全球消费服务市场子版块规模及增速 (十亿美元, %)


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 5 全球消费服务子版块当前规模及占比 (十亿美元, %)


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

正是因为看重了美团点评在线上服务市场的精准定位, 15 年 11 月流量巨头腾讯以 10 亿美元参与了美团点评的 B 轮融资, 投后估值高达 300 亿美元, 从此使美团点评进入了流量爆发时代。

图 6 15 年至今美团点评的流量变化


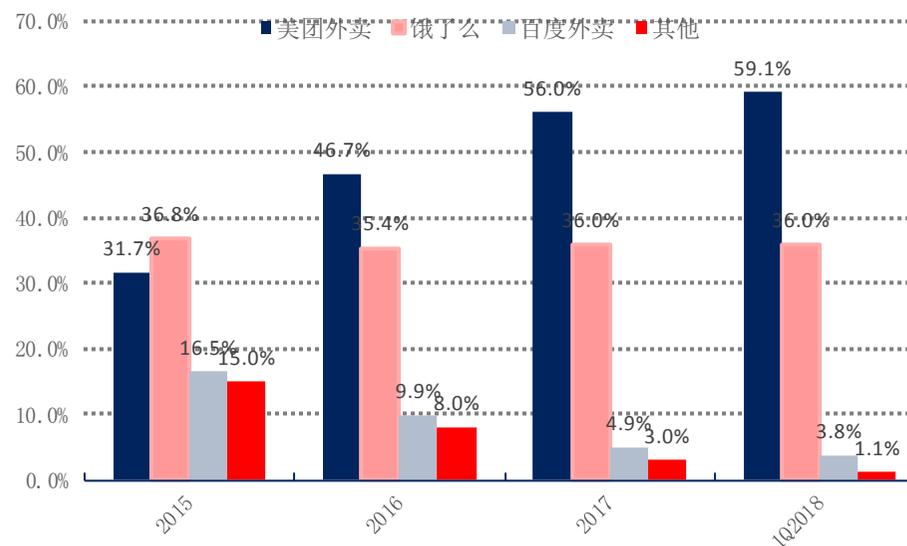
资料来源：美团点评招股说明书，信达证券研发中心

2.2 为 B 端服务的点金之笔。

美团的迅速发展一方面得益于其通过数据化“便利性”解决了 C 端消费者的需求痛点，更重要的一方面来自于服务商对其的依赖，这也恰恰是很多对美团的商业分析容易疏忽的一点。我们认为 15 年并购点评是美团服务 B 端服务商的点金之笔。

点评是互联网时代目标客群确定的广告渠道，从餐饮开始，慢慢延伸至其他本地生活领域，解决了 B 端企业精准定位，实现“窄播”和“点播”的需求，能有效的帮助如餐馆、酒店、旅游景点等前期固定资产成本较高的企业提升到店频次，拓展边际利润。另一实现这“点播”广告模式的企业是美国运通，其通过与商户的深度合为持卡人提供独特的到店服务，实现三赢。独立发展的点评缺失消费者线上消费的闭环，直到被美团收购后。比运通模式更近一步的是，美团点评所掌握的 C 端流量比运通更多，为了更好的获取这些客户资源，B 端服务商将不得不为适应美团点评而修正其业务模式，从而对美团更加依赖。

我们也可以想象，聚集了更多优质 B 端的美团点评意味着其“生活便利”的平台定位进一步加强，从而吸引更多 C 端用户上线，形成正向反馈。截止 1Q2018，美团外卖的市场份额持续增长，达到 59.1%，已成为大部分消费者和服务商的首选平台。

图 7 外卖平台的市场占有率变化 (%)


资料来源：美团点评招股说明书，艾瑞咨询，信达证券研发中心

3、风险提示：食品安全风险；宏观经济放缓导致消费者可支配收入中用于服务类的开支增速放缓的风险；并购导致公司盈利能力出现短期波动的风险；上市后决策机制可能出现变化的风险；生活服务线上市场出现破坏性创新者的风险。

- ◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）、中炬高新（600872）。

广州酒家（603043）

（2018-09-14 收盘价 24.61 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》，《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》。

中炬高新 (600872)

(2018-09-14 收盘价 27.80 元)

核心推荐理由:

- 2017 年主营业务稳健增长, 渠道布局提速。**公司 18 年 H1 实现营业收入 21.74 亿元。其中, 美味鲜公司营业收入 19.62 亿元, 同比增加 12.28%; 房地产方面, 中汇合创公司实现营业收入 3,988 万元, 同比增加 3,715 万元, 增幅 13.62 倍; 公司本部通过开展资产经营, 实现营业收入 1.27 亿元, 同比增加 1.13 亿元, 增幅 8.07 倍; 中炬精工公司实现营业收入 4,197 万元, 同比增加 527 万元, 增幅 14.35%。18Q1 美味鲜收入增长 13.74%, 受益于 17Q 公司产品提价; 18Q2 美味鲜依旧保持两位数增长, 达到 17.16%, 二季度不再受提价影响, 说明主营业务稳健增长。上半年美味鲜在三个渠道都保持了两位数的增长趋势, 其中商超和餐饮渠道的增速略高于公司的平均增长水平。在零售业态复杂多变、行业市场竞争激烈的大形势下, 美味鲜在居民零售和餐饮两个渠道上, 一方面强化多品项发展意志, 结合组合式推广动作, 另一方面持续打造餐饮推广路径, 上半年取得较好的销售成果。美味鲜渠道布局提速, 经销商数量持续增加, 全年有望新增 100 个经销商。
 - 公司成本控制得当, 全年盈利水平大幅提升。**美味鲜 18H1 整体毛利率达到 39.99%, 同比上升 0.47 个百分点; 主要原材料黄豆、盐、糖等价格保持稳定, 谷氨酸价格略有上升, 包材价格继续上涨。营业收入净利润率达到了 17%, 同比上升 1.8 个百分点, 企业毛利率、净利率再创历史最佳成绩。主要原因三项费用合计同比上升了 3%, 增速低于营业收入的增长; 费用率下降约 2 个百分点, 管理费用中研发费用同比增幅 28.26%, 主要是本期研发项目增加及投入增加所致。销售费用率大幅下降, 主要是 2017 年上半年产品提价, 促销活动相应增加, 导致当年销售费用投入较大。公司实现归属母公司的净利润 3.39 亿元, 同比增加 1.28 亿元, 增幅 60.99%, 每股收益 0.43 元, 同比增加 0.16 元, 增幅 60.99%; 加权平均净资产收益率 10.31%, 同比上升 3.06 个百分点。公司本期扣除非经常性损益的净利润 3.27 亿元, 同比增加 59.65%。
 - 公司产能将迎来密集投放期, 定位差异化竞争, 知名度不断提升。**1) 公司酱油产能已进入密集投放期, 随着阳西美味鲜项目投产, 其他调味品产能也将从 2020 年开始增长, 符合公司平台化发展的策略; 2) 公司定位精准差异化竞争, 深耕中高端酱油领域多年, 且公司酱油出厂吨价最高, 产品结构符合消费升级逻辑; 3) 公司是品牌化战略的先行者, 塑造了“品牌可信赖, 无食品安全隐患”的企业形象。随着公司近年来销售规模、市场份额和营销网络的不断扩大, 厨邦、美味鲜品牌知名度有望进一步提升。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计中炬高新 18-20 年 EPS 为 0.73、0.88 和 1.15 元。维持公司“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:**《20180823 中炬高新（600872）看好调味品业务盈利能力持续提升》；《20180426 中炬高新（600872）成本控制逻辑被验证，渠道拓展体现做强决心》；《20180517 中炬高新（600872）阳西基地先进产能带来利润空间想象力》；《20180111 中炬高新（600872）关注中炬高新小包装化进程》；《20171010 中炬高新（600872）小行业大机遇；传统企业历久弥新》；《20170926 调味品行业报告酱油篇；酱油行业四大发展趋势及行业内企业对比》。

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。