

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

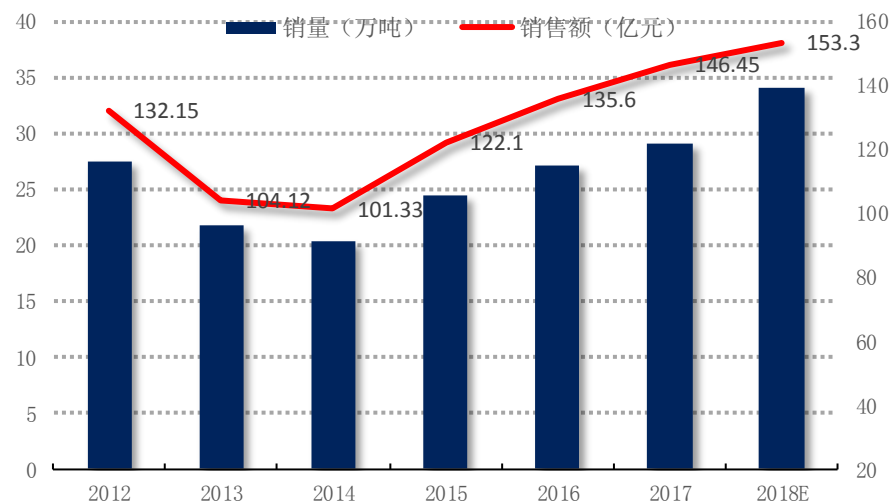
2018年9月25日

◆ **本周行业观点: 从已披露线上数据看 18 年中秋消费情况, 龙头企业受益节庆消费市场高速增长。**

1、中秋消费呈线上化趋势, 将改变行业发展格局。

随着我国移动人口的增加和电子商务行业的发展, 越来越多消费者选择通过线上平台寄送节庆食品, 以传递心意, 中秋节也不例外。两大电商平台天猫和京东的统计分别历时 17 天和 19 天售出一亿块月饼, 以平均一块月饼净重 100g, 每百克均价约为 10 元计算, 对应货值均超 10 亿元, 若以 18 年月饼市场整体规模约 153 亿元匡算, 电商平台已成为月饼销售的主流渠道之一。其他高频数据也体现出月饼单品在电商平台的几何式增速: 天猫超级品类日月饼专场活动 9 月 13 日首日的销量就赶超去年月饼品类日活动 2 天的成绩, 在 24 小时内售出 1107.6 万块月饼刷新天猫平台月饼品类最新成交总额; 京东大数据则显示, 中秋节前期, 月饼礼盒的销量增幅达到上年同期的 3.1 倍, 月饼(非礼盒装)的销量达到上年同期的 2.1 倍, 月饼礼券的销量则达到上年同期的 1.6 倍。而根据中国烘焙食品糖制品工业协会的估计, 月饼行业 18 年整体增速仅在 5%-10% 区间, 可见行业增量大部分都来自线上销售, 我们判断这一趋势将改变行业的发展格局。

图 1 月饼销量及销售额变化(万吨, 亿元)



资料来源: 中焙糖协, 信达证券研发中心;

2、“杠铃式”产业结构给予龙头企业更多市场空间。

首先，线上电商渠道兼具流量聚集效应和长尾需求发现机制——一方面行业龙头受益电商流量红利，马太效应凸显；另一方面，小众品牌上线成本低，通过精准营销获得特定客群的青睐。这一两头重、中间轻的“杠铃式”产业结构意味着月饼生产行业的中游企业生存空间不大，只有在变革初期获得强势品牌地位和市场份额的企业才有望保持业绩的持续增长。从 17、18 两年的品牌线上销售数据来看，消费者已经对龙头企业形成了一定认知，香港美心、广州酒家、北京稻香村和嘉兴五芳斋已连续两年跻身月饼品牌销量前五。但上述品牌尚未形成高集中度，我们因此判断行业线上化将逐步强化龙头企业的市场竞争力，其市场空间有待进一步提升。

表 1 天猫中秋节网购排名

	2018 年	2017 年
1	香港美心	北京稻香村
2	香港华美	香港美心
3	北京稻香村	嘉兴五芳斋
4	广州酒家	广州酒家
5	嘉兴五芳斋	元朗荣华

资料来源：阿里数据，信达证券研发中心

3、个性化消费和 IP 营销意味着小众市场也将欣欣向荣，“自有品牌”生产企业将受益。

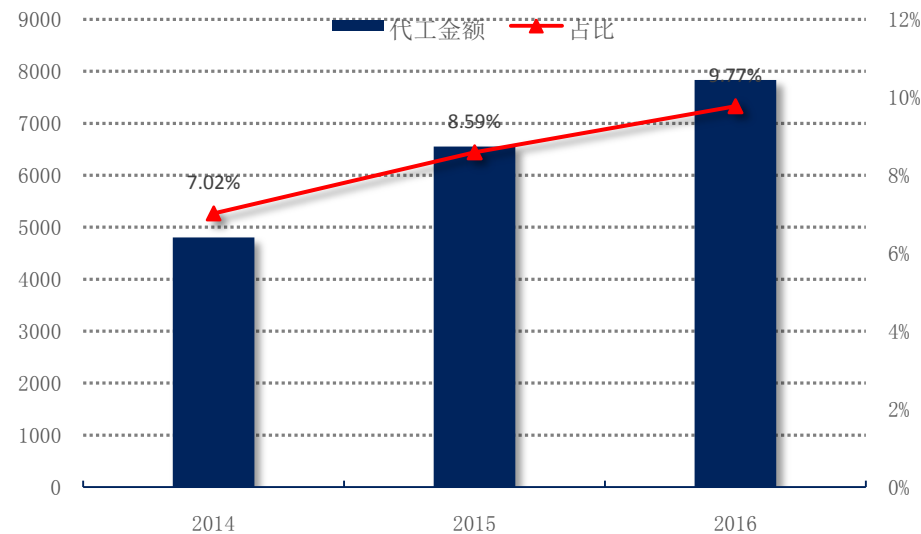
正如上一节所描述的，电商的长尾需求发现机制意味着迎合当代年轻一代消费者的个性化产品将持续切分主流产品的市场。17 年天猫月饼节的数据便显示，近年来，新式月饼在口味和形状上进行创新，引发 90 后消费群体关注，小众月饼销量增幅超 300%；且购买手工月饼的消费者占比达到 10%。18 年京东大数据则显示，其品台上多种新鲜口味的月饼层出不穷。“榴莲味月饼”在中秋节前期销售额达到上年同期的 3.2 倍，最受欢迎的商品是元朗荣华猫山王榴莲月饼礼盒、广州酒家利口福俩小无猜猫山王榴莲流心冰皮月饼等。“麻辣鸭肉月饼”受到消费者关注，浙江、山东、福建、江苏、河南的消费者购买较多。还有“小龙虾月饼”、“鲍鱼月饼”、“雪月饼”等也颇受消费者欢迎。

另一方面，借助月饼等节庆食品进行品牌 IP 营销也成为越来越多企业的选择。如果说哈根达斯、星巴克等企业是节庆品牌营销的首轮获益者，那么 17、18 年持续两年的电商平台中秋营销活动则使跨界卖月饼迎来井喷期。针对年轻消费者对西式口味、新潮口感和高颜值的追捧，天猫联合品牌推出了必胜客 x 故宫食品的“芝心踏月礼盒”、奥利奥、黑鸭味、茅台香等各类最新潮月饼；京东大数据则发现 IP 月饼成新宠，“迪士尼月饼”在中秋节前期销售额达到上年同期的 3.1 倍；同时，“小猪佩奇月饼”、“小黄人月饼”和“故宫月饼”也有广泛客群。

尽管直观上来看，个性化需求使得主流月饼的市场份额被小众品类分流，但实际情况却是，龙头月饼生产企业凭借其规模效应、生产质量和技术专利，往往是跨界品牌最希望合作的实际生产方。类似海外零售领域盛行的“自有品牌”(Private Label)

商业模式——两方的合作帮助品牌方降低了生产成本，也使得生产方进一步扩大了其行业影响力，从直接竞争变为合作共赢。广州酒家近年来较好的抓住了小众月饼委托生产的机遇，14-16 年其月饼代加工销售额及占比均稳步提升；18 年，公司合作方包括喜茶、天猫、腾讯、唯品会等核心品牌，甚至还为部分流量明星后援会定制了月饼。公司预计未来几年，代加工销量比例将保持在总加工额的约 10%。

图 2 广州酒家 14-16 年代加工销售金额及占比（万元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心；

4、行业门槛逐步提高，优选顺应行业发展变化的企业。

节庆食品尽管毛利率很高（17 年，广州酒家、元祖股份和克里斯汀的月饼系列产品毛利率分别为 70%、67.8%和 81.2%），但有极强的季节性，基本每年的销售旺季只有 5-9 月这 5 个月时间，在产能利用率和员工薪酬方面相较普通食品饮料企业有很大劣势；为了淡化季节性属性，行业内企业往往会配有稳定的现金流业务，但这便极大降低了整体利润率水平。另外，近年来大批法律法规生效，严格实行食品质量安全市场准入制，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。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，也给中、小企业增加了技术和效益上的壁垒。

我们认为，包括月饼在内的节庆食品行业正迎来因销售线上化而带来的新变革，在行业整体向好的大背景下，建议继续关注顺应行业发展变化的企业，如广州酒家、美心食品等。

5、风险提示：食品安全问题；节庆食品上市导致期间费用超出预期的风险；新产品定价过高的风险；小股东解禁风险；原材料、包装材料和员工工资波动风险；宏观经济调控风险。

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

广州酒家（603043）

（2018-09-21 收盘价 25.20 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)

(2018-09-21 收盘价 31.72 元)

➤ 核心推荐理由:

- 1、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。
 - 2、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%。
 - 3、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。