

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

食品饮料行业

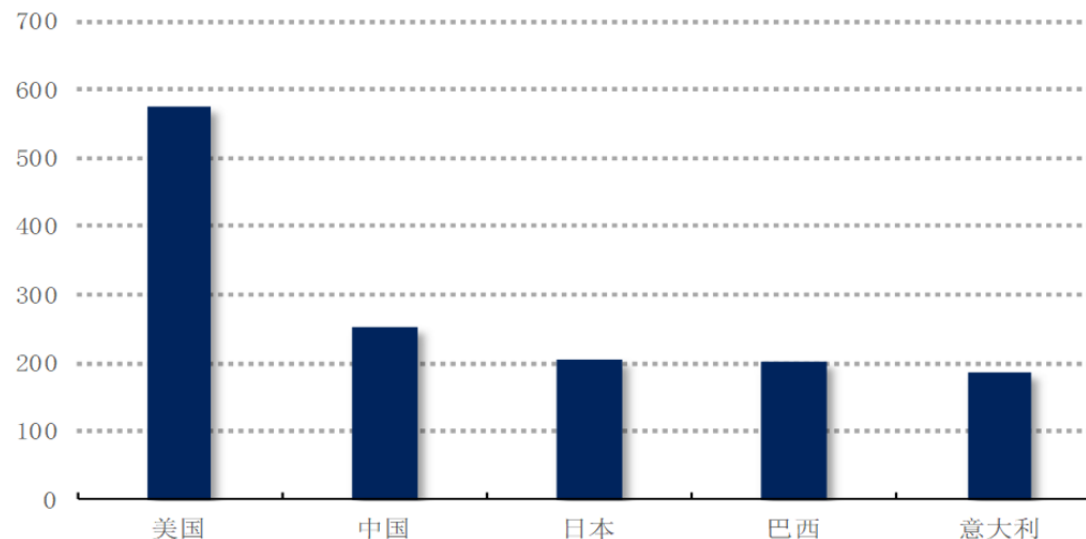
2019 年 6 月 24 日

◆ 本周行业观点：短保类烘焙产品的核心竞争力所在

1、烘焙产品的市场空间很大

在我国，烘焙产品品类丰富，包括传统的中式甜品糕点、西式蛋糕、面包、饼干等。我国烘焙行业规模快速成长，根据 Euromonitor 统计，2016 年全球烘焙行业规模，我国以 251.82 亿美元位居全球第二，仅次于美国。根据 Euromonitor 统计，2011 年至 2016 年，中国烘焙食品消费额的年复合增长率达 11.93%，巴西增速为 11.24%，美国增速为 2.17%，日本增速为 0.11%，相比之下，中国烘焙食品消费额增速明显高于其他主要烘焙国家。

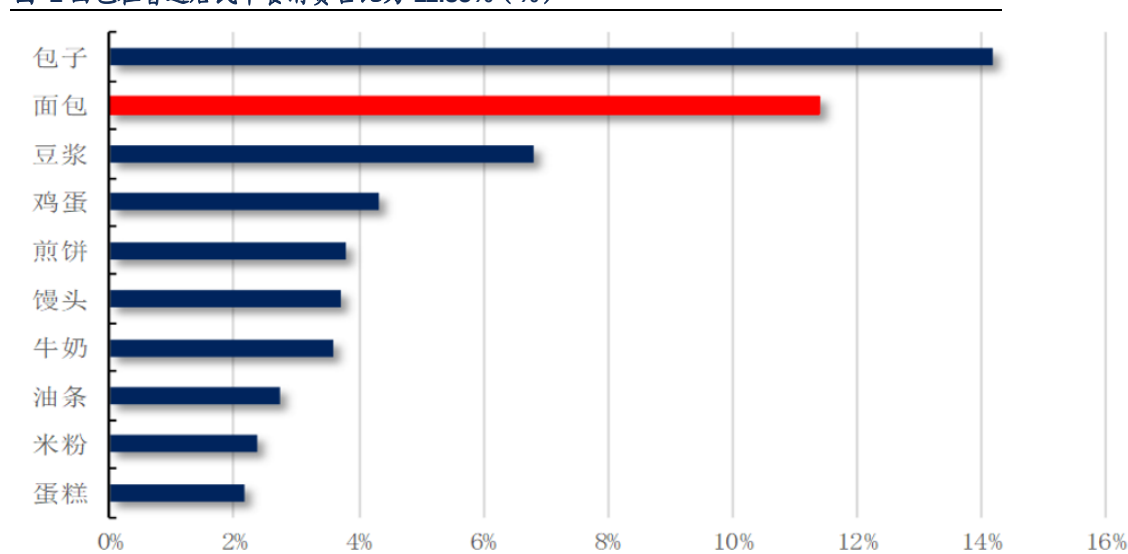
图 1 我国烘焙产品市场规模（亿美元）



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

随着我国经济的增长，居民消费升级，西方食品、原料和技术的进入，烘焙食品逐渐被中国消费者接受。根据英敏特数据，面包在中国普通居民的早餐消费中的比例已经上升到第二位，占比达到 11.35%，仅次于传统的中式早餐包子。

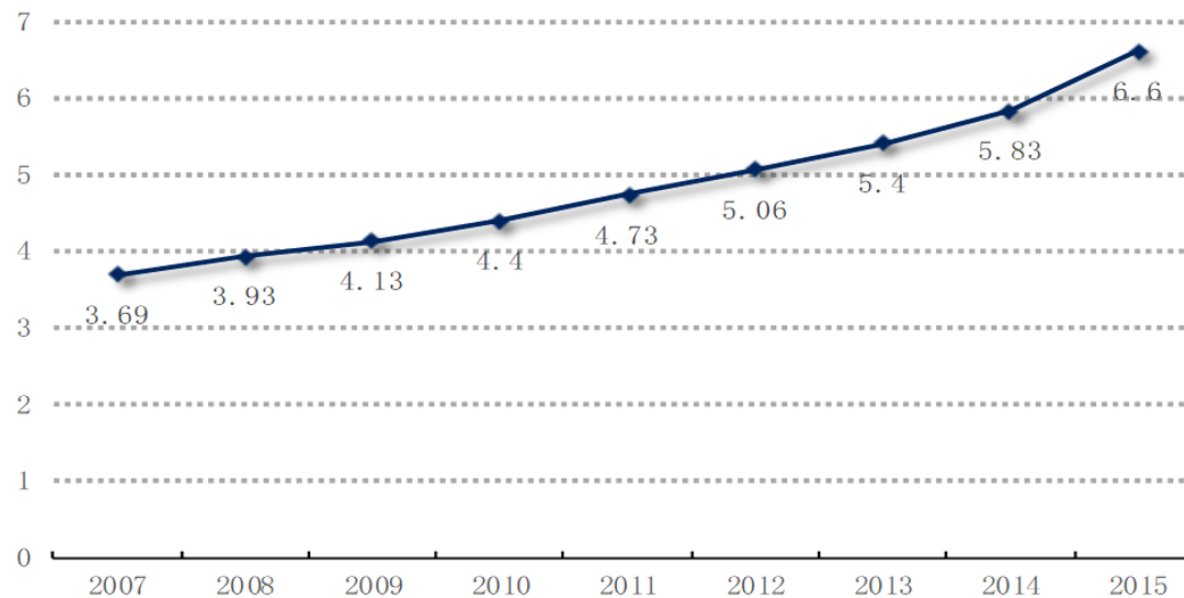
图 2 面包在普通居民早餐消费占比为 11.35% (%)



资料来源：英敏特，信达证券研发中心

中国人均烘焙食品消费量近些年呈现逐年升高的趋势，2015 年，中国人均烘焙食品消费量达到 6.6KG/人。对比其他发达国家和地区，英国人均消费量为 46.3KG/ 人，美国为 39.8KG/人，日本为 23.4KG/人，香港地区为 15.9KG/人。日本以及香港地区与我国内地饮食习惯相近，人均面包消费量大约是我国的 2.4-3.5 倍。因此，中国烘焙食品人均消费量与其他主要烘焙国家还有较大差距，未来提升空间较大。

图 3 中国烘焙食品人均消费量逐年增长 (kg/人)

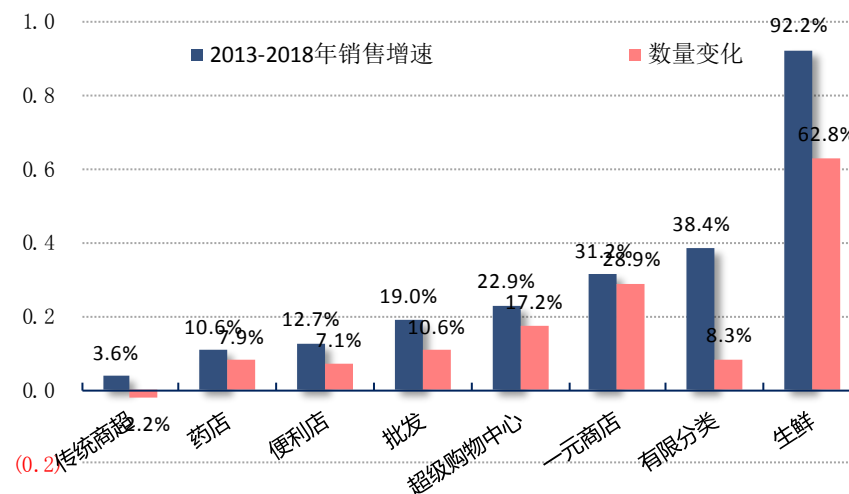


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

2、短保烘焙的引流作用凸显

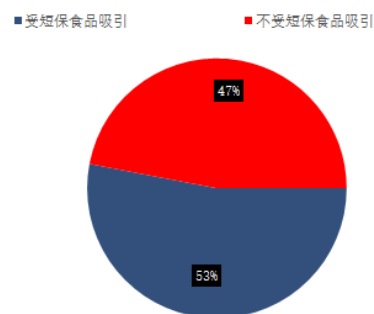
根据地产公司仲量联行，2013-2018 年，以短保易腐产品销售为主的生鲜渠道以 92.2% 的销售增速问鼎各类渠道中增速最快的子板块。美国食品研究中心 (FMI) 最新一期的消费者行为趋势报告也显示，消费者对于健康生活方式和便利性的愈发重视，使得短保产品对消费者的吸引力越来越大。

图 4 2013-2018 年预计生鲜渠道销售收入和门店数量增速 (%)



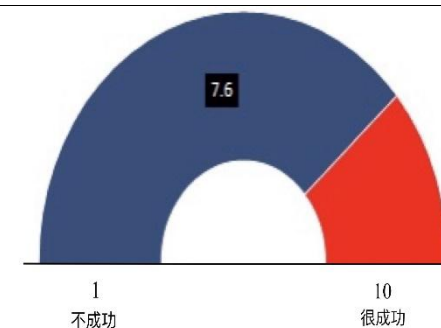
资料来源：仲量联行，信达证券研发中心

图 5 53%的消费者认为短保食品吸引他们去渠道购物 (%)



资料来源：FMI，信达证券研发中心

图 6 下游渠道认为推出短保餐食是一个很优秀的引流策略 (%)



资料来源：FMI，信达证券研发中心

短保类烘焙食品虽然没有便当、饭团、关东煮这些典型的“便利店食品”来得有特色，但是是吸引消费的一个重要品类。更重要的是，它又不完全和其他鲜食商品构成竞争关系——有的商品是互为替代的，比如你买了面条就不会再买盒饭，但很多人买了盒饭、饭团以后，还是会再买包装烘焙食品搭配。

除此之外，在这几类短保产品中，烘焙食品也有另一个特别的优势：它几乎在任何时段、任何商圈都可以销售（相比之下，盒饭只有在饭点才适合销售）。

从便利店的经验来看，早、中、晚都会有购买烘焙食品的人，将其作为“茶点”或者“主食”的需求同样存在。这是因为现代人的生活安排更加多变，不像以前三点一线、按时吃饭，顾客的需求也变得更加多样化（一个例子是工作日上午 10 点大街上还能看到好多人）。所以便利店在改良中，7-Eleven 开发了适合更多场景的产品。比如类似甜点的面包，味道适合搭配咖啡、红茶食用，多个装适合在办公室作为下午茶分享。罗森越来越多的甜点类产品也是同样的道理。7-Eleven 这次还增加了可以加热食用的主食面包，以迎合中国消费者热食的习惯。

3、配送模式升级，短保类产品“中央工厂+配送”模式的成本有望下降

此前我国烘焙行业普遍实施的是“中央工厂+批发”模式，生产企业和下游小型零售终端不直接对接，而是通过批发商来维系粘性，这也导致企业对下游终端的掌控力度不强。相对来说“中央工厂+配送”的模式可以使企业直接实现对终端销售、管理、营销等的干预和控制，加强对终端的管理，来达到销售最大化的目的。但是，后一种模式需要企业更大的投入和付出，特别是人力、财力和物力上的投入，因此国内企业使用的很少。

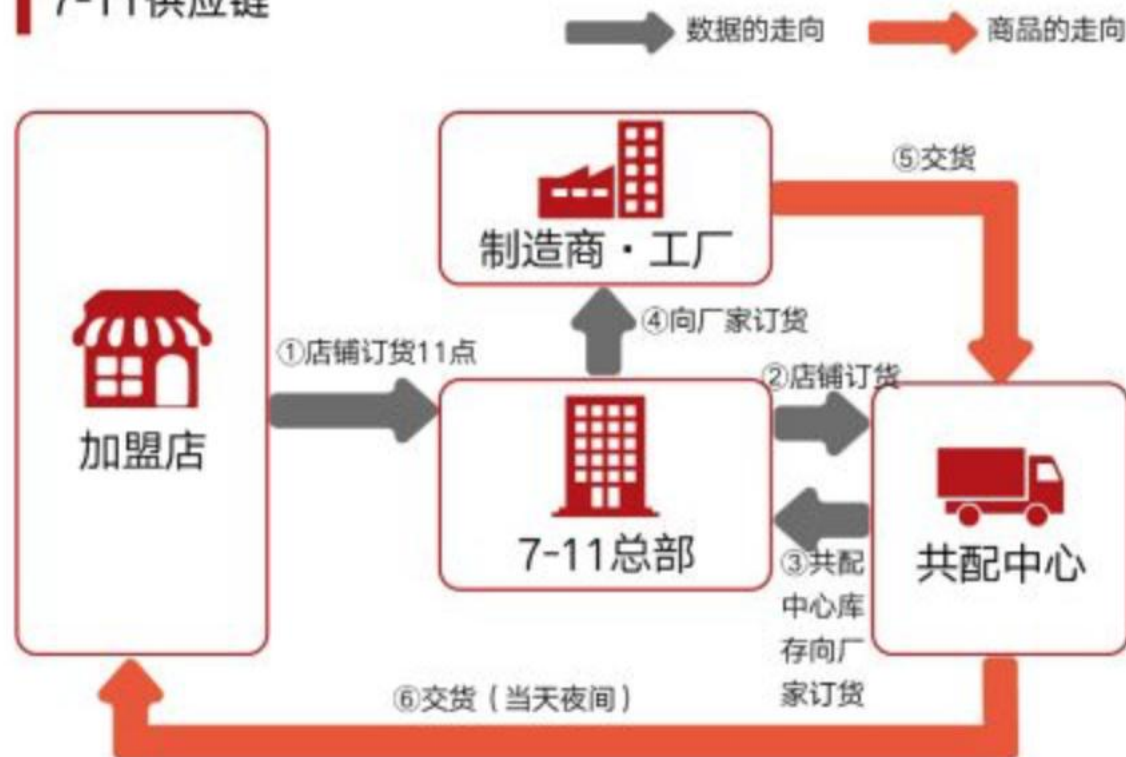
有别于长保类产品，短保类产品有易腐坏的特质；另外，其核心终端主要是便利店和杂货店，储存空间很小，因此需要依赖频繁进货。上述特质意味着短保类企业其不得不在早期便深耕配送链条，天然的形成企业对终端渠道的直控。“中央工厂+配送”的模式虽然前期投入较重，但有很明显的规模优势，无形中为新进入行业者设置了门槛。

随着我国物流技术的逐步发展，标准化包装食品的一日两配门槛已有所降低；同时，看准中间环节价差的空间，社会化物流企业也大批量涌现。“中央工厂+配送”模式的综合成本有望大幅下降，利好已具备一定规模效应的企业。

从海外发达国家的经验来看，“配送”环节的核心目的是加强上游生产企业和下游终端的联系，一旦企业与终端的即时管理和反馈渠道打通，形成了高效的信息化网络，实质的配送是可以透过更专业的社会化物流资源来实现的。以 7-11 便利店供应短保食品的生产企业为例，其实施的是汇总配送。生产企业和批发商共同投资建立区域配送中心，共同使用和参与经营，将过去分散的物流线路整合至区域配送中心，由该中心负责对所在区域内所有终端门店进行配送。从而增加了对每一商店的配送数量，减少了商店的接货次数，提高了运输效率。由于配送地区缩小，也能缩短配送距离和配送时间。

图 7-11 供应链

7-11供应链



资料来源：中国物流与采购网，信达证券研发中心

而面包巨头宾堡发源自发展中国家墨西哥，下游终端以夫妻老婆店为主，且门店在经济不发达地区分布较为分散，这与中国目前低线城市的零售终端格局十分相似。因此，公司为小型货车司机量身定制了“分销路线经营权”的加盟模式，货车主可以买断公司某条分销路线的经营权，获取配送货值的 10%-20% 作为收益。当有新用户加入或已有终端的订货量提升时，销售额就会增加，大多数线路都有大量尚未开发的潜力，也激励货车主进一步帮助企业深耕区域市场。由于所有的终端收入都需和总公司确认后才可获得对应分成，公司对终端的把控力很难被削弱。截止 2018 年，宾堡在全球拥有超过 3.55 万条分销路线，触及 270 余万个终端，其营业收入同比增长 6% 至 141.34 亿美元（折合约 1000 亿人民币）。公司是快消品前 20 强中，唯一的垂直品类企业，从侧面也可见短保烘焙是一个想象空间很大，且颇具规模优势的行业。

4、风险提示：食品安全风险，行业扩张不及预期。

❖ 本期【卓越推】：中宠股份（002891）。

中宠股份（002891）

（2019-06-21 收盘价 19.02 元）

➤ 核心推荐理由：

- 1、**宠物食品板块正迎来黄金窗口期。**沙利文咨询统计的我国宠物猫、狗的保有数量，截止 2018 年合计规模为 1.41 亿只，已接近美国约 1.85 亿只的规模。但我国宠物食品的消费规模仅为 689.7 亿元，尚不到美国的 1/3。因此，我国宠物食品板块将迎来快速增长期，驱动因素为养宠渗透率和消费水平的双双提升。
- 2、**平台化发展再下一城，销售规模放量可期。**公司目前正由“外贸依赖”向“深挖内需”转型，境内销售占比从 2017 年的 14.57% 提升至 2018 年 17.77%，我们预计 2019 境内占比可达到 20%。2018 年全年，公司境内实现营业收入 2.51 亿元，同比增长 69.59%；海外收入亦高速增长，实现收入 11.60 亿元，同比增长 35.02%。为了精准定位消费者需求，形成自己的品牌矩阵，公司自 2017 年以来，围绕顽皮品牌进一步投入研发，迄今已拥有 11 个自有品牌和数 10 个代理品牌，卡位各细分市场。公司逐步践行以母公司统筹整体经营策略并提供展业支持，各子公司驱动业务模块发展的管理模式，先后组建南京云吸猫、中宠颂智以及威海好宠等电商团队负责重点推进各渠道的拓展，以 KPI 为导向，激发团队潜能。从运营结果来看，公司介绍称，由于 2018 年没赶上平台双十一、双十二活动，2019 年 618 大促将体现电商渠道的推广实力。此次参股爱淘宠物，也呼应了公司平台化发展的策略，有望利用合作方的专业团队经验，较快在宠物咬胶领域占据一定市场影响力。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计中宠股份 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 1.08、1.89 和 2.40 亿元，按照最新总股本 1.70 亿股计算，对应摊薄 EPS 分别为 0.63、1.11 和 1.41 元。维持公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**1) 国内宠物市场相关标准缺失，劣币驱逐良币的风险；2) 原材料鸡肉价格继续提升，对毛利率影响风险；3) 行业产能过剩导致恶性竞争的风险；4) 政策影响国内收入结构变化趋势的风险；5) 食品安全的风险；6) 渠道布局欠优的风险；7) 外汇波动的风险。

➤ **相关研究：**《20190404 中宠股份(002891)：家有爱宠，把握宠物食品消费快速增长的浪潮》，《20190419 中宠股份(002891) 收入增长势头不减，迎来发展“新常态”》，《20190529 中宠股份(002891) 对外投资柬埔寨宠物用品公司，强强联手掘金宠物市场》。

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，复旦大学工学硕士，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。