

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

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 2 月 12 日

➤ 本周行业观点

1、颠覆传统行业的破坏性创新，食品饮料行业的渠道互联网化变革：电商巨头亚马逊 2017 年 8 月宣布完成对高端生鲜超市全食（Whole Foods）总价高达 137 亿美元的收购，并决定将全食旗下“Whole Trade”品牌的香蕉、有机牛油果等其他产品降价销售，以此争夺食品分销渠道的市场占有率。受此影响零售商克罗格公司（Kroger Co）、Sprouts Farmers Market Inc 以及沃尔玛股价均下跌。此外，亚马逊还表示将会在自营网站上开始出售全食品牌的商品，这也让家乐氏和通用磨坊等包装食品零售商的股价下跌。

亚马逊的加入对美国早已白热化的食品价格之战增加了新的变数。美国的零售市场主导企业，如沃尔玛、塔吉特和克罗格等鉴于均已将维持低价策略作为 2017 年的主要战略方向；而整合了众多食品饮料品牌分销权的德国零售巨头 Aldi 和 Lidl 登陆美国市场，其针对低收入人群的产品结构也对其他终端零售商提价形成了压制；而以亚马逊收购全食为标志，高端食品的价格也将下调。可以预见的是，食品饮料零售商和供应商两者的利润率差距将进一步被压缩。我们相信，随着互联网化变革，终端零售商极有可能从当前的食品生产商处要求更多的价格优惠，以保证自身现金流不被挤压。毕竟，根据德银的预测，2014-2016 年 3 年间，北美上市的食品生产商平均毛利率为 22%，而下游终端零售商的毛利率仅为 4%。

2、从国内来看，终端零售商的利润也遭遇了因互联网电商兴起而带来的挤压。根据尼尔森统计，食品生产商约 42% 的销售额仍来自与线下零售巨头，即传统 KA 渠道，随着线下零售渠道被摊薄，渠道商倒逼议价能力较弱的生产企业让利的情形也有可能在中国会发生。从这一角度，依靠品牌实力而非渠道铺货的食品生产商更有可能抵御来自下游的价格调整。

3、风险提示：原材料及销售成本（含税负）高于/低于预期；产品价格走势超出/不及预期；国家食品饮料及其原材料的相关政策调整；食品安全风险。

➤ 本期【卓越推】中炬高新（600872）

中炬高新（600872）（2018-02-09 收盘价 24.58 元）

➤ 核心推荐理由：

1、厨邦酱油小包装化有助丰富产品品类。根据我们的调研，厨邦酱油在上海地区商超渠道已上架 150ml 小包装，小包装平均单价较 410ml 普通装高出 29.64%。另一上架小包装的品牌为欣和六月鲜，同一超市内尚未见到其他 A 股酱油类上市公司推出的小包装产品。尽管调研样本有限，但仍可证明中炬高新下属的厨邦酱油在积极践行小包装策略。根据我们于 2017 年 10 月 10 日发布的报告《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》，从日本及其他快消品的发展趋势来看，小包装化趋势不可逆。一方面，其通过改善包装完成了产品高端化的转型；另一方面，

迎合了当今消费者少量消费的需求。对于调味品企业来说，小包装化还有助于帮助其降低产品的获客门槛，许多地域性品牌可以通过地推配合贩售小包装，让消费者有机会品尝其主打商品，提升其品牌渗透率。

- 2、**渠道扩张稳步推进。**公司将全国划分“五级市场”，产品目前已覆盖全国所有省份，在全国 360 个地级市中，公司经销商覆盖三分之二，计划在未来三年内实现全部覆盖。根据公司公告，2016 年底公司拥有一级经销商 718 个，一级经销商下辖分销商约 4500 个，未来 3 年计划达到 1000 个经销商。公司目前积极布局外埠市场且加码餐饮渠道，有望推动酱油销量增长。
 - 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 2017-2019 年归属母公司所有者净利润分别为 4.68、6.78 和 8.05 亿元，对应的每股收益分别为 0.59、0.85 和 1.01 元，维持“买入”评级。
 - **风险提示：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。
 - **相关研究：**《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。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	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。