

食品饮料行业

2018年3月26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

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: 受益餐饮升级, 复合调味料市场方兴未艾

我们于2018年3月参加了2018年中国糖酒会, 并与参会企业进行了积极沟通, 观察到以下几个趋势性亮点:

1、复合调味料和调味酱参展企业数量明显增长, 主要源于轻餐饮的概念为复合调味料企业带来了新的机遇。餐饮升级的需求。减少工序、工时、人力成本、质量保障, 这些内容成为餐饮业在发展过程中的关注点。所以调味品业和餐饮业的密切合作, 囊括了食品安全、例行节约、管理方式、盈利模式上的共享共赢。尤其是轻餐饮企业, 很需要调味品加工企业帮助设计产品及标准味型, 联合进行研发。

目前以海底捞的关联企业, 港股上市的颐海国际为例, 其已研发出烤鱼调味料、麻辣烫汤汁、香锅/火锅调味料及底料、烤串酱汁及粉料等多种复合调味料, 并可为下游餐饮企业提供包括现货生产、开发新品、OEM以及供应链管理等全套餐饮定制解决方案。而传统调味品企业也继续深化大单品战略, 李锦记的蒜蓉辣椒酱、海天的招牌拌饭酱、欣和的六月鲜豆瓣酱继续受到欢迎。互联网渠道亦出现了一批受欢迎的调味酱新品牌, 如饭爷、懒厨娘、好辣椒、苏小鲜等, 开发了以年轻消费者为主的新的消费群体, 包装形象、产品附加值均得到提升。

根据中国调味品协会的统计, 复合调味料市场规模由2011年的417亿元增长至2016年的854亿元, 年平均复合增长率15.4%, 预计2021年市场规模将达1660亿元, 较去年再翻一倍。这也从侧面佐证了复合调味料市场的方兴未艾。

2、“高耐性酵母及酵母提取物对下游调味品的品质提升”这一观念逐步被调味品企业认同。安琪酵母为这一应用的主要推动者,高耐性酵母主要用于酱油和料酒的醇类物质产生, 从而生成氨基酸肽氮, 起到增鲜作用。目前我国酱油分为广式酱油、原池浇淋酱油和日式酱油, 前两者由于发酵工艺较为传统, 自然因素对酱油风味有极大影响, 因此生产并不稳定。通过增添耐高温酵母, 可以针对不同季节对风味微生物进行有效补充。料酒行业由于中高端料酒普遍采用酿制原酒, 因此发酵过程也需要酵母对传统工艺进行提速, 缩短发酵时间, 使料酒生产逐渐规模化。根据安琪酵母的统计, 2012-2016年, 料酒市场销售额年复合增长率达30%左右, 到2017年有望突破200亿元。目前料酒是调味品中集中度极低的板块, 属于群雄逐鹿的阶段, 因此, 掌握规模化生产关键的企业有望通过稳定的品质和较低的成本, 逐步获取市场份额。

酵母提取物(YE)是通过酵母质壁分离后的产品, 是一种优良的天然调味料。传统的三大鲜味物质有味精、肌苷酸二钠和YE。在低盐健康消费趋势下, YE的接受程度越来越高, 在酱油、方便面、肉制品、卤制品、火锅等食品中应用越来越多。从行业规模来看, 欧美、日本等发达国家的YE使用已较为普遍, 占鲜味剂市场份额的30%-40%, 替代味精的效果很明显, 而我国目前占比仅有2%, 还处于市场替代初期, 发展潜力巨大。在不考虑对味精的替代之下, 以酱油和方便面年产1000万吨计算, 1%的添加比例, YE需求将近20万吨, 而目前我国YE合计产能仅安琪酵母的4.6万吨以及乐斯福的1.5万吨, 市场空间广阔。

最后，通过与厨邦（中炬高新）、欣和及恒顺醋业的地区负责人沟通，各品牌企业今年目标完成情况良好，目前经销商订单饱满，甚至存在控制发货的现象，因此渠道库存普遍较低，餐饮渠道增长显著。较低的渠道库存对于调味品产业链上下游整体的健康发展极其关键，也预示着行情向好局面仍在持续。

3、风险提示：食品安全风险；应用拓展不及预期的风险；扩产速度过快导致产能开工率降低的风险；企业管理层战略失误的风险；渠道推广费用过高，效果有限的风险。

◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

广州酒家（603043）（2018-03-23 收盘价 17.38 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产地地销的路径之一。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 17-19 年归母净利润 2.99/3.73/4.70 亿元，EPS 为 0.74 元/0.92 元/1.16 元；对应 EBIT 为 3.93/4.91/6.21 亿元。参考行业中位数 19.3x，EV 值应为 95.4 亿元，总市值 95.3 亿元，价格 23.6 元/股。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。
- **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》。

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将与，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。