

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 4 月 2 日

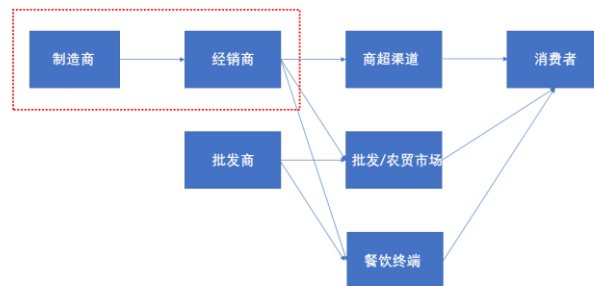
◆ 本周行业观点: 98 届春糖之我见——快消品, (新) 渠道的力量不可小觑

我们在上一期卓越推 (2018 年 3 月 26 日) 对第 98 届春季糖酒会参展调味品企业所呈现的产品创新和销售趋势作了简要介绍; 本期我们将呈列一系列参会专家的观点, 以说明欣欣向荣的食品饮料行业背后, 渠道的力量也不容小觑。

1、成功快消品企业的核心竞争力在于“产品力+渠道”:前者主要体现在产品可以呼应消费终端的需求, 乃至创造需求; 而后者则主要体现在对市场的渗透率提升和维护。简单来说, 好的渠道是企业重要的护城河。

据上海至汇营销咨询有限公司总经理张戟的介绍, 我国目前大多数食品饮料企业的分销网络仍较为传统粗放, 他们更看重的是能够从企业直接打款进货的经销商, 以及能够帮助经销商进行渠道下沉的批发商和二批商, 而如何触及消费者或消费终端往往是企业的最薄弱环节, 企业的产品力和价值观无法向消费者传达, 而消费者的新需求也难以被满足, 客户流失是快消品行业的常态。

图 1 传统快消品企业的分销网络



资料来源: 98 届糖酒会, 上海至汇营销, 信达证券研发中心

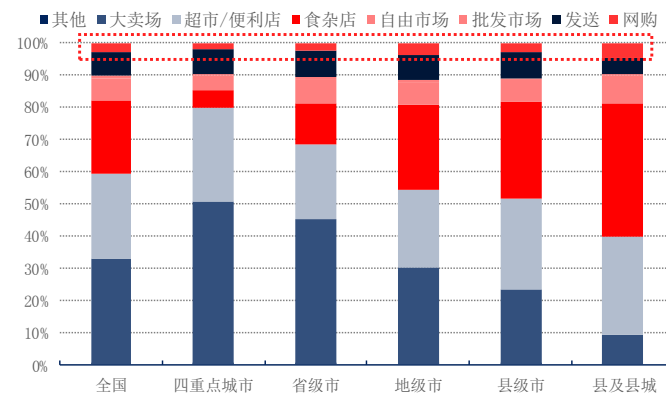
相对的, 小部分深耕销售渠道的企业在 15 年以来的行业洗牌期完成了市占率的逆势而上。以调味品行业为例, 海天味业目前约有经销商 3000 家, 平均每家经销商年营业额高达 500 万元, 而加加食品、中炬高新 (厨邦) 和千禾味业的该项指标仅为 150 万元、280 万元和 200 万元, 由此可见海天经销商的质量遥遥领先, 支撑海天成为调味品行业第一品牌。根据欧睿数据, 2017 年海天调味品零售渠道市占率由 2015 年的 6.0% 提升至 6.4%, 同期第二名李锦记的市场份额则由 4.6% 下降至 4.2%。在冷冻食品加工工业企业中, 安井食品作为全国化布局的企业, 经销商不到 500 家, 但其中 60% 以上是营业额 100 万

以上的大商，平均经销商年营业额超过 700 万元。尽管公司采取“先货后款”的行业管理，但得益于精细化的渠道管理，公司经销商体系稳固。根据欧睿数据，2017 年安井食品的市占率位列冷冻鱼糜加工企业第一名，2014-2017 年，其市场占有率由 7.8% 上升至 9.0%，同期第二名海欣食品的市占率则由 5.8% 下降至 5.0%。

我们认为，好的渠道销售商有别于传统的一批、二批商——前者是公司制的、与生产企业利益绑定、对市场开拓有很大话语权；而后者仅是企业在渠道下沉过程中所需要的运输“通路”、大多为个体户、管理体制弱，加上需承受压货带来的资金压力、销售产品差异化程度弱等矛盾，使得其对生产企业忠诚度低下，主动触及终端的动力极弱。因此，许多食品制造企业都面临渠道转型升级的阵痛。

2、渠道升级并非只靠“大商”或“电商”，多渠道结合才能触及核心痛点。许多食品饮料企业将渠道升级寄希望于典范大商，如帮助山东欣和注册“六月鲜”品牌的上海荣进，其导购人员就超过 700 人，是许多调味品企业争相合作的对象；大连大雷则在东三省有很强的辐射能力，因其了解当地客户需求，甚至以 OEM 形式帮助孵化新的调味品品牌。

图 2 调味品企业网购占销售收入比例较小 (%)



资料来源：98 届糖酒会，Kantar Retail Panel，信达证券研发中心

2018 年，随着阿里和京东推出“零售通”和“新通路”，两大巨头借“新零售”重构“人、货、场”三要素的雄心可见一斑。阿里计划将中国超过 600 万家零售小店整合到新零售体系中，京东则计划发展超过 100 万家零售小店，并切入餐饮 B2B 市场。根据张戟，传统单纯的线下经销模式，还无法从生产企业到消费者的链条仍较长，还无法有效的形成消费者购物的高效闭环。而新零售对快消品企业的最核心影响是从生产导向过渡到消费导向——新零售要求厂商直接面对终端用户，通过大数据反映出来的用户行为来及时予以满足，从而创造出最终价值。

市场普遍认为“新零售”的出现，渠道的作用会不可避免的的被削弱，因为消费者可以通过新零售平台直接触及生产企业，中间商环节的存在必要式微。有别于市场看法，我们认为新零售和现有渠道的有机结合是必不可少的，因为新零售 SKU 有限，企业仍然需要渠道商为新品开拓市场。但新零售将主动整合消费终端和最终用户的数据，帮助生产企业更直观了解客户需求，同时传递企业核心价值，“产品+渠道”将更有机结合。

3、尽早拥抱新渠道的企业将有望获得更强竞争力：据 Madeforgoods 公司的介绍，部分快消品企业已经行动起来，开始运用新手段触及消费终端，如大桥、味好美、千禾味业、联合利华等开始推行“一货一码”策略，通过公司开发的“链客”微信小程序与餐饮终端的厨师群体建立强联系。由于厨师往往是决定餐饮渠道采购的主要话语权方，因此巩固厨师群体的需求是非常重要的。传统的餐饮渠道营销模式主要包括数字平面广告以及经销商推广和回访，分别解决产品特性传播和巩固餐馆复购率的目的；而“一货一码”则是一种包装自营销，厨师每次使用一包新的包装食材或调味品都可以进行扫码，并获得返利、菜谱内容或温情视频等令其感兴趣的营销内容，与品牌进行互动。对比传统模式，包装自营销的新用户获取成本和老用户锁定成本均更低，目前烘焙辅料生产商乐斯福已通过该模式链接了超过千万的烘焙厨师群体。我们认为，传统渠道的建设是龙头企业护城河的体现，而新渠道则为部分新品牌提供了精准营销和了解需求的新模式，渠道的融合所激发的力量不容小觑。

建议关注：安井食品、千禾味业。

4、风险提示：食品安全风险；过于激进的渠道升级策略导致销售费用率短期过高对公司业绩形成拖累的风险；数据分析偏差导致新品销售不畅的风险；经销商渠道在行业洗牌期间现金流压力增大的风险；行业产能过剩的风险；新零售渠道对企业生产运营干涉较多甚至削弱企业品牌力的风险；传统渠道逐渐萎缩的风险。

◆ **本期【卓越推】：**广州酒家（603043）。

广州酒家（603043）（2018-03-30 收盘价 18.30 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 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。