

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。

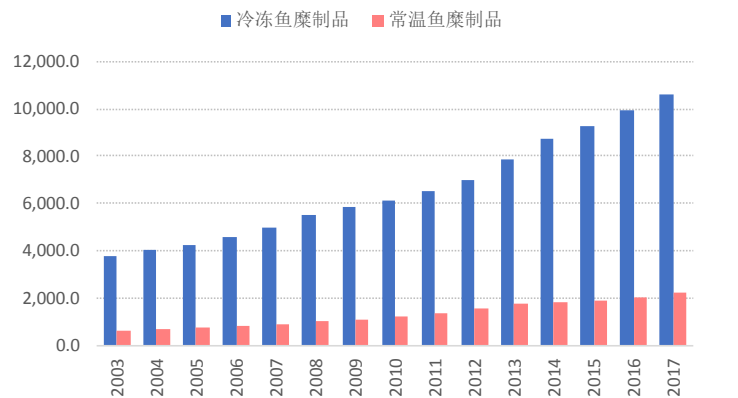
 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

食品饮料行业

2018年4月9日

◆ 本周行业观点: 海鲜市场仍具极大升级潜力

1、中国的海鲜消费规模一直在稳步扩大。根据世界粮食计划署 (FAO) 的数据,自 20 世纪 90 年代以来,中国水产品消费量的增长速度已经超过了全球速度。2013 年,中国在全球海产品吨位的占比达到 36.9%,远高于 1993 年的 25%。

图 1 中国水产品加工零售端市场规模 (百万元)


资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

以前,除了中国沿海大城市,中国消费者只能买到淡水鱼类;但更高的生活水平和冷链技术升级已经远洋捕捞的海鲜进入千家万户。日料热潮也助涨了你对海鲜的需求,中国国内的寿司和其他日本餐馆数量已经飙升至 2 万个左右。

但目前 15 亿美元的海鲜消费市场尚未出现明显赢家。根据欧睿数据,即使是龙头福建安井食品,在冷冻加工水产品的份额也只有约 9%。更重要的是,冷冻食品和罐头食品的天花板已现。中国消费者在人均冷冻加工水产品上已反超日本水平;爱尔兰研究公司 Research and Markets 也在 2017 年的一份报告中表示,“由于健康意识增强,中国消费者已经脱离金枪鱼罐头而转向新鲜金枪鱼。中国消费者对冷肉和冷鱼的胃口有限,尽管寿司和生鱼片似乎是个例外。”

2、中国颇具潜力的海鲜市场对于行业参与者提出的挑战主要有如下三点: 首先,将重点转向新鲜和冷藏海鲜;其次,与阿里、京东等电商结盟,实现线上市场的快速增长;最后,如何在节约资本开支的同时树立品牌。

国际巨头泰联 (Thai Union) 便对中国市场野心勃勃。该公司截至 12 月份的 2017 财年销售额预计为 1365 亿泰铢 (44 亿美元),较上年同期增长 1.6%。而在中国,其目标是到 2020 年将现在几乎从零开始的销售额提高到 1 亿美元。公司看准了中国市场对活龙虾的庞大需求,2016 年收购了位于加拿大新不伦瑞克省的龙虾加工公司;就品牌而言,泰联正在推动其 2013

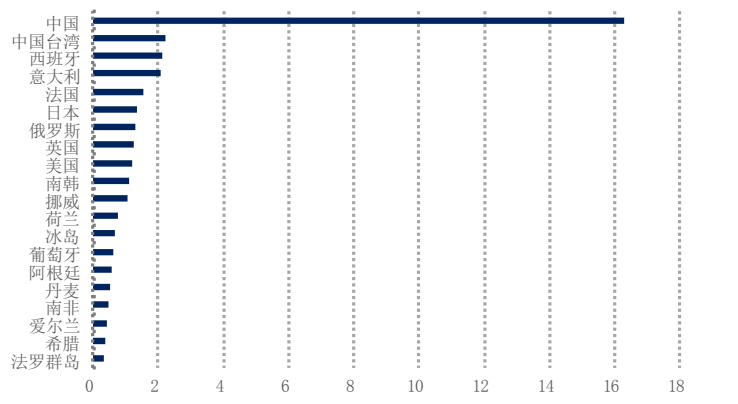
年收购的挪威品牌国王奥斯卡（King Oscar）在中国的业务，通过网络、电视和平面广告塑造品牌形象，以树立其在消费者心目中高品质欧洲品牌的印象。

线上市场方面，最大的挑战还是许多中国消费者不愿意在线购买食材，更不用说像龙虾这样的活海鲜。泰联选择了和阿里结盟，进入了后者搭建的线上-线下生态圈，17年7月，两家公司开始战略合作，于阿里巴巴旗下的盒马鲜生超市销售龙虾。在线下实体店看到龙虾后，消费者可以使用 app 应用在线购买并交付。在阿里巴巴的天猫网上，新鲜的国王奥斯卡龙虾售价大约为 229 元人民币（36.40 美元），而中国销售的无品牌龙虾售价大约为 100 元人民币，即便有如此大的价差，前者的销售额仍持续强劲。连锁超市家乐福在中国的 9 家门店也在销售国王奥斯卡龙虾，2018 年预计这个数字会增加到 100 家左右。

天猫和京东致力于推广海外海鲜品牌，也和他们意图在逐步增长的海鲜市场分一杯羹有很大联系。毕竟，两家公司作为销售渠道，并没有核心产品产能，但绑定了尽可能多的消费者认可产品，就意味着平台流量更大，更具消费者转化潜力。截止 2017 年，京东在全国范围内建立了覆盖深冷、冷冻、冷藏和控温四个温区的冷仓，可满足不同品类生鲜商品的个性化存储需求，也是行业内重量级的“破坏性创新者”。

3、为餐饮和食品加工业等特通渠道供货是行业另一大加速发展的动力。以我国的冷冻鱼糜制品板块为例，自 2015 年以来，板块总体销量增速放缓，主要是零售端人均消费量即将触顶造成的；反观特通渠道，销量增速有加快趋势，16-17 年录得增速分别为 11.4% 和 11.7%，略快于餐饮行业增速。泰联也非常看重该板块的潜力，2016 年，其向全球最大的海鲜连锁餐馆红龙虾（Red Lobster）投资了 5.75 亿美元。

图 2 截止 2016 年全球捕捞小时数最长的 15 个国家（百万小时）



资料来源：GFW，信达证券研发中心

尽管我国的海鲜市场蒸蒸日上，但水产品行业的低盈利性一直持续被诟病。一方面，远洋捕捞一直是资本和人力密集型行业，且我国拥有世界上最长的捕捞时间，产能已彻底过剩；另一方面，水产品从养殖到流通的产业链条很长，中间商过多，导致大多数产业链上企业利润微薄。我国尚未出现现象级的纵向一体化水产品加工企业，大多企业从事的是风险巨大的“非

规模化”养殖。随着消费者需求带动的行业规模增长，该板块仍具备极大的升级潜力。

建议关注：安井食品。

4、风险提示：食品安全风险；行业产能过剩的风险；劳动密集人力成本上涨风险；新零售渠道销售不及预期的风险。

◆ 本期【卓越推】：广州酒家（603043）。

广州酒家（603043）

（2018-04-04 收盘价 18.42 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。