

食品饮料行业

2018年6月4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

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 2161678587

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

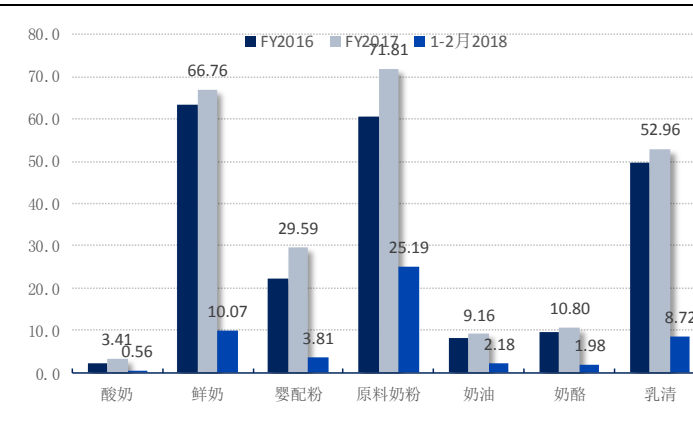
◆ 本周行业观点: 乳制品行业机遇与挑战并存, 明星子品类市场前景广阔。

1、奶业振兴政策密集出台, 但需正视愈发国际化的竞争氛围:

5月23日, 国务院常务会议审议通过了《关于加快推进奶业振兴和保障乳品质量安全的意见》, 围绕奶源基地建设、乳制品加工流通、国产婴幼儿配方乳粉质量安全监管以及消费引导等方面做出全面部署, 是指导今后一个时期我国乳制品行业发展的纲领性文件。这也是继《全国奶业发展规划(2016—2020年)》发布后, 国家层面对奶业发展的再一次集中发力。但同时需意识到, 随着我国逐渐开放进口市场, 乳制品行业也面临着海外竞争对手更直接的竞争。17年12月1日进行的关税调整直接将多种配方特殊幼儿奶粉税率从20%降到0, 袋装婴儿食品的关税也从15%降到2%; 中澳自贸协定则规定于19年实现婴幼儿配方乳粉关税降为0%; 中新自贸协定则规定在触发特殊保障措施之前, 原料奶粉、液态奶(指常温奶和巴氏奶, 不包括酸奶)、黄油和奶酪享受0%-0.8%的协定税率。(但由于协定签署时间较早, 仅2008年从新西兰进口的原料奶粉数量没有达到触发水平, 其余年份都达到了触发水平, 触发时间逐年提前, 因此, 此协定并未大幅拉低乳制品原料价格水平。)

2、我国乳制品行业的对外依存度持续提升, 高端产品进口激增:

据奶业协会统计, 17年, 全国奶类和乳制品产量分别达到3655万吨和2935万吨, 总体规模仅次于印度和美国, 居世界第三位, 增速分别为-1.5%和4.5%; 但我国乳制品的对外依存度也越来越高。据海关数据, 我国乳制品17年的进口量为247.1万吨(折合生鲜乳1437万吨), 同比增13.5%, 约占国内产量的39.3%, 占消费量的28.3%, 该比例较16年上升1.3个百分点。近年来大包粉等进口乳制品完税后的价格仍大幅低于国内乳制品的生产成本, 导致进口大包粉大量进入国内市场, 出现国内“卖奶难”与大量进口乳制品并存的现象。除此之外, 酸奶和奶粉等高端乳制品进口增速的提升也反映出我国消费者对高品质产品的旺盛需求: 2017年, 鲜奶进口66.76万吨, 同比增5.3%, 增速较去年放缓; 但酸奶和奶粉进口增幅较大, 酸奶进口3.42万吨, 同比增62.7%, 原料奶粉进口71.74万吨, 同比增18.7%, 婴幼儿配方奶粉进口29.60万吨, 同比增33.7%。18年1-2月, 鲜奶进口10.07万吨, 同比增长37.2%, 主要受春节较晚的季节性因素影响; 酸奶和奶粉进口增速持续旺盛, 分别录得80.2%、16.8%和25.7%的高增速。

图 116、17 和 18 年 1-2 月乳制品进口量 (万吨)


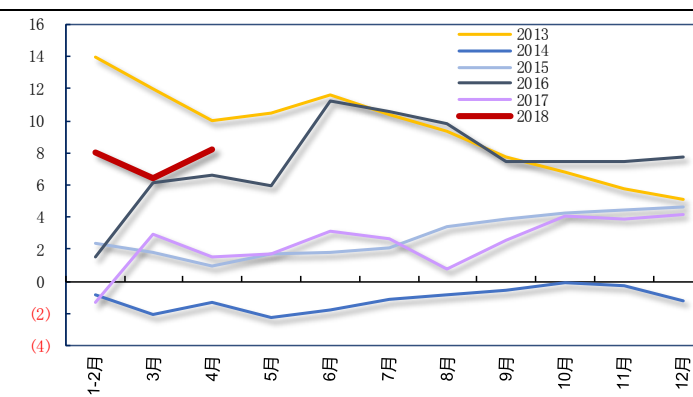
资料来源：海关总署，信达证券研发中心

图 217 和 18 年 1-2 月乳制品进口量同比增速 (%)

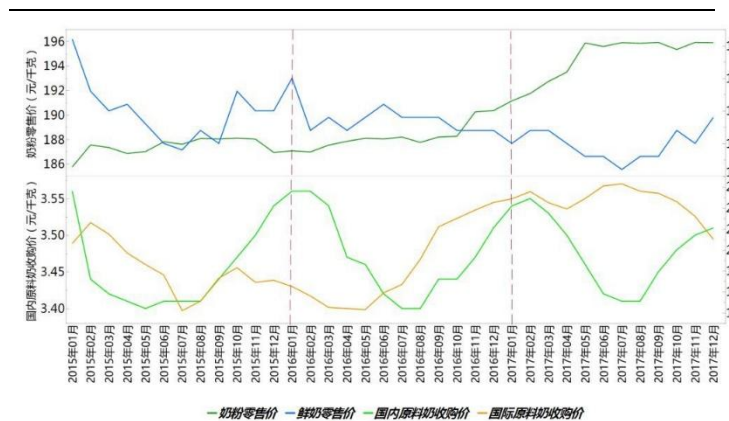

资料来源：海关总署，信达证券研发中心

3、进入 2018 年，受益原奶价格温和上涨及消费品质升级，乳制品行业有望迎来量价齐升。

根据统计局数据，18 年 1-4 月全国乳制品产量 841.6 万吨，同比增长 8.2%，增速较 17 年同期的 1.5% 增加 6.7 个百分点，呈明显上升势头。另一方面，乳品巨头新西兰恒天然公司 5 月 23 日宣布，再次上调 2017/18 产季牛奶收购价格 20 美分至 6.75 新元每公斤乳固体，折合约 2.686 元/公斤；下一产季 2018/19 产季的牛奶收购价格预测将提高至 7 新元每公斤乳固体，折合约 2.785 元/公斤，有望全面带动国际原料奶收购价。本轮周期，国际市场先于国内市场启动，而国内生鲜乳价格迟迟未上涨，呈季节性小幅波动，后续有望迎来一轮上涨，利好乳制品产业链上企业。

图 32013 年至今我国乳制品月累计产量增速对比 (%)


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 42015-2017 年国内外原料奶和奶制品月度价格走势


资料来源：农业部畜牧司，信达证券研发中心

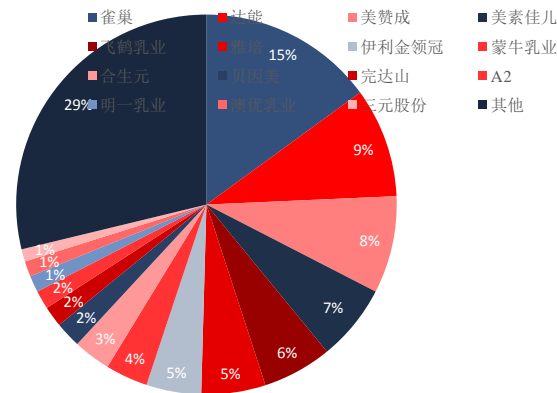
根据各国乳制品消费的发展历程，可将乳品消费归纳为三个发展阶段：奶粉-液态奶-奶酪和黄油。第一阶段，由于保鲜技术不发达、运输渠道也不够先进，企业只能将牛奶制成奶粉或者炼乳后再运往各地销售；第二阶段，随着技术发展，企业可以将灭菌处理后的乳制品送往各地销售；第三阶段，技术的进步及消费者消费能力的提升，对乳制品需求提升，人们更多的倾向于消费高端乳制产品，奶酪等消费量将高速增长。在量价齐升的大背景下，建议关注我国高端乳制品板块，如婴幼儿配方奶粉、低温酸奶和奶酪等板块。

4、国产乳制品企业占据渠道优势，但产品力方面仍有待提升。

在高端乳制品板块，除低温酸奶已被国内三大品牌，即蒙牛、伊利和光明占据主要市场份额，婴幼儿配方奶粉和奶酪等板块仍然是海外品牌占据上风。

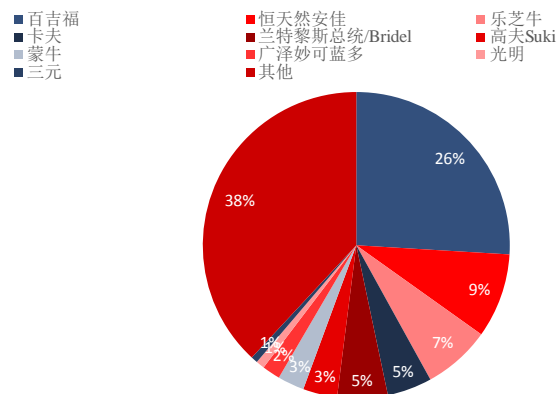
根据欧睿国际，截止 17 年末，在婴幼儿配方奶粉销售额方面，雀巢惠氏（17.0%）、达能纽迪希亚（10.6%）、利洁时美赞臣（9.4%）、美素佳儿（7.4%）和雅培（6.2%）合计占据我国 50.6% 的市场份额，较 16 年上升 3.2 个百分点；而国产前五大品牌品牌飞鹤（6.7%）、伊利（5.3%）、蒙牛（4.1%）、合生元（3.6%）和贝因美（2.5%）合计占比则为 22.2%，下降 0.3 个百分点。

图 517 年婴幼儿配方奶粉市场占有率 (%)



资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

国内奶酪市场国外品牌处于较强势的地位，市场占有率排名前四的均为海外公司，合计 CR5 为 51.9%，较上年同期提升 2.4 个百分点。其中法国保健然公司旗下的百吉福市占率超过 25%，为行业目前龙头。国内企业占据 6-10 名，其中上海高夫 SUKI 的市占率为 3.6% 排名第一，蒙牛（2.8%）和广泽妙可蓝多（1.9%）分列二、三位。独立的奶酪生产商以妙可蓝多和上海高夫为代表，但是两者的经营模式有很大的区别，妙可蓝多是自主生产、自主经营、拥有自主品牌，而上海高夫以贴牌经营为主，主要代理品牌为美味鲜等。

图 617 年奶酪市场占有率 (%)


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

和液态奶等其他乳制品业务相似，国外品牌的优势在于技术储备以及品牌认知度，而国内生产商在渠道和市场推广上占有较大的优势。同时国内的生产商更熟悉中国消费者的饮食习惯，若能够在高端乳制品的生产技术上有所储备，提高产品的持续创新能力，国内生产企业仍有望突出重围，占据中国乳制品市场的一席之地。参考同样奶酪是舶来品的日本和韩国的市场占有率结构可以发现，国产的奶酪生产商占比绝对主导地位。日本最大的雪印市占率接近 30%，韩国前四大奶酪生产商都是国内企业，合计市占率水平超过 75%。

- ◆ **5、风险提示：** 1) 关税持续下调对乳制品行业冲击过大的风险； 2) 食品安全问题爆发； 3) 行业产能过剩导致恶性竞争的风险； 4) 高端化对资本开支要求较大造成利润率下滑的风险等。

- ◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

广州酒家（603043）（2018-06-01 收盘价 23.68 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 2018-2020 年 EPS 为 1.11 元、1.37 元和 1.45 元，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》，《20180417 广州酒家（603043）17 年盈利超预期，产能释放有望带动收入、利润同步增长》。

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。

毕翹楚，研究助理，复旦大学硕士，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	010-63081270	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。