

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

# 食品饮料行业

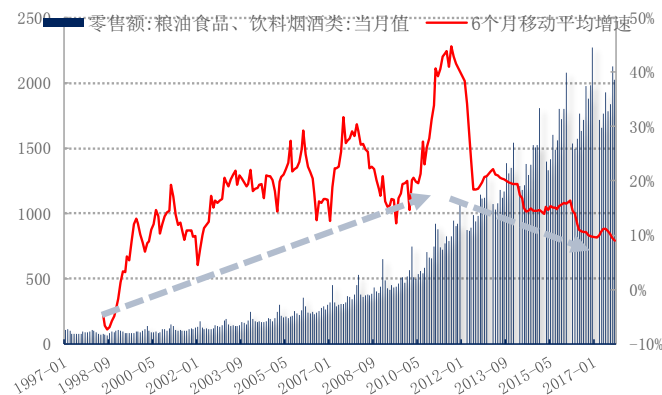
2018年6月19日

◆ 本周行业观点: 面对消费总量连年下滑,啤酒企业脱颖而出的两大路径。

## 1、食品饮料行业增速放缓,但企业仍存在逆势增长的机会。

自1997年以来的过去20年间,我国食品饮料行业以2011年8月为界,呈现截然不同的发展态势:在此之前,粮油、食品、饮料及烟酒类零售总额增速以2-3年为一个波动周期,但平均增速中枢逐步上行,一度达到40%以上;在此之后,行业增速经历了长达6年的下行周期,截止17年12月,6个月移动平均增速已下降至9.0%,告别“两位数”增长期。

图 11997 至今食品饮料零售额当月值及增速 (亿元, %)

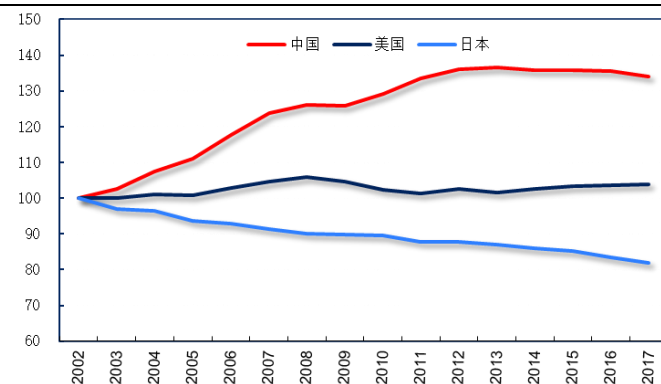


资料来源: 国家统计局, 万得, 信达证券研发中心

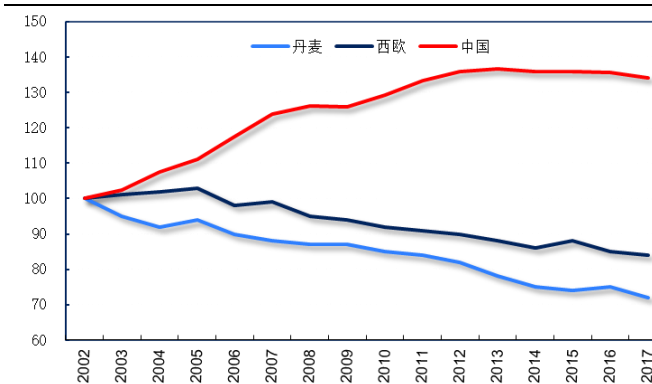
与此同时,随着中美贸易摩擦升级,经济发展“三驾马车”中的“贸易”与“投资”增速均面临不确定性,由内需主导的“消费”也可能因为对美加征农产品及食品关税,导致成本中枢上移,影响部分食品饮料企业的盈利能力。在行业整体增速放缓之时,企业还有逆势增长的空间吗?我们研究了消费总量已先一步进入下降通道的啤酒行业,认为企业逆势增长的动力来自于边际贡献的提升和适时的并购。

## 2、影响企业利润增速的两大要素:边际贡献和市场推广。

全球范围来看,啤酒消费量增速自2015年放缓,以日本和西欧为代表的发达国家啤酒消费量持续缩减;但行业巨头仍体现了较好的盈利增速。我们因此对行业内具有代表性的百威英博等企业的营业利润(EBIT)增速进行了相关性分析,得出的结论是,大多数啤酒生产企业的利润增速由其边际贡献增速决定,小部分还与其销售收入呈强相关。

**图 2 中美日三国啤酒消费量指数化变化 (2002=100)**


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

**图 3 中国、丹麦、西欧三国啤酒消费量指数化变化 (2002=100)**


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

边际贡献指的是企业销售收入减去变动成本之后的余额，即 $\text{边际贡献} = \text{收入} - \text{变动成本} = \text{固定成本} + \text{营业利润}$ 。从公式上来看，营业利润最大化的关键在于边际贡献和固定成本之差——其中，边际贡献的变化主要来自于收入提升和变动成本下降；固定成本的变化则由折旧、管理费用、租金等、员工工资等构成项影响。从定义上来说，固定成本中还应包含当期销售费用，但鉴于快消品的市场推广往往会带来营业收入的增长从而对营业利润增速起到正面作用，可能干扰其它固定成本项对营业利润的负面影响，故将其单列。

**表 1 啤酒企业营业利润增速与各指标相关性**

⑤=④-③		①	②	③	④=①-②	小结		
Correlations		啤酒收入 yoy (%)	变动成本 yoy (%)	固定成本 yoy (%)	边际贡献 yoy (%)	销售费用 yoy (%)		
喜力	EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	.652**	.508*	0.4	.762**	na	收入驱动型
		Sig. (2-tailed)	0.003	0.031	0.1	0	na	
		Sum of Squares and Cross-products	0.081	0.072	0.049	0.096	na	
		Covariance	0.005	0.004	0.003	0.006	na	
		N	18	18	18	18	na	
嘉士伯	EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	.769**	.631**	0.313	.647**	0.059	收入驱动型
		Sig. (2-tailed)	0	0.009	0.238	0.007	0.827	
		Sum of Squares and Cross-products	0.213	0.264	0.075	0.172	0.03	
		Covariance	0.014	0.018	0.005	0.011	0.002	
		N	16	16	16	16	16	
百威英博	EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	.899**	0.171	-.137	.949**	.843**	收入、成本控制及销售费用驱动型
		Sig. (2-tailed)	0	0	0	0	0	
		Sum of Squares and Cross-products	0.802	0.762	0.479	0.84	0.481	
		Covariance	0.05	0.048	0.03	0.052	0.032	
		N	17	17	17	17	16	
Royal Unibrew	EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	-0.1	-0.335	-0.057	0.228	-0.039	并购重组
		Sig. (2-tailed)	0.693	0.174	0.823	0.363	0.878	
		N	18	18	18	18	18	
MCBC	EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	.952**	.634**	0.107	.974**	.848**	收入及销售费用驱动
		Sig. (2-tailed)	0	0	0	0	0	
		Sum of Squares and Cross-products	3.753	3.436	3.098	4.221	3.053	

		Covariance	0.208	0.191	0.172	0.235	0.17	
		N	19	19	19	19	19	
燕京	EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	.558*	0.415	0.358	.675**	0.247	收入驱动型
		Sig. (2-tailed)	0.013	0.077	0.132	0.002	0.307	
		Sum of Squares and Cross-products	0.403	0.389	0.273	0.443	0.323	
		Covariance	0.022	0.022	0.015	0.025	0.018	
		N	19	19	19	19	19	
青啤	ex. EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	.624**	.633**	0.391	.568*	.511*	收入及销售费用驱动
		Sig. (2-tailed)	0.004	0.004	0.098	0.011	0.025	
		Sum of Squares and Cross-products	0.462	0.456	0.355	0.478	0.364	
		Covariance	0.026	0.025	0.02	0.027	0.02	
		N	19	19	19	19	19	
麒麟	EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	0.174	0.326	-0.387	-0.147	-.616**	双主业，成本控制驱动
		Sig. (2-tailed)	0.475	0.174	0.101	0.549	0.005	
		Sum of Squares and Cross-products	0.067	0.179	-0.143	-0.045	-0.367	
		Covariance	0.004	0.01	-0.008	-0.002	-0.02	
		N	19	19	19	19	19	
重啤	EBIT yoy (%)	Pearson Correlation	0.114	-0.043	-0.028	0.24	-0.011	资产剥离
		Sig. (2-tailed)	0.641	0.861	0.911	0.323	0.966	
		Sum of Squares and Cross-products	0.15	-0.071	-0.042	0.331	-0.033	
		Covariance	0.008	-0.004	-0.002	0.018	-0.002	
		N	19	19	19	19	19	

资料来源：各公司年报，CapitalIQ，信达证券研发中心整理

上表为各企业营业利润增速和各指标的相关性系数，可以看到除 RoyalUnibrew、麒麟和重啤以外，喜力、嘉士伯、百威英博、摩森康胜、燕京和青啤均提示边际贡献增速与营业利润增速有明显相关性；但固定成本增速与之的关系却并不明显。这一现象的启示是，啤酒企业的固定成本变化实质上对营业利润增速的影响甚微，一味地控制资本支出和人员开支并不能使啤酒企业重拾增速；只有销售收入提升、变动成本下降，从而使边际贡献得以改善的时候，企业才有望实现利润增长。

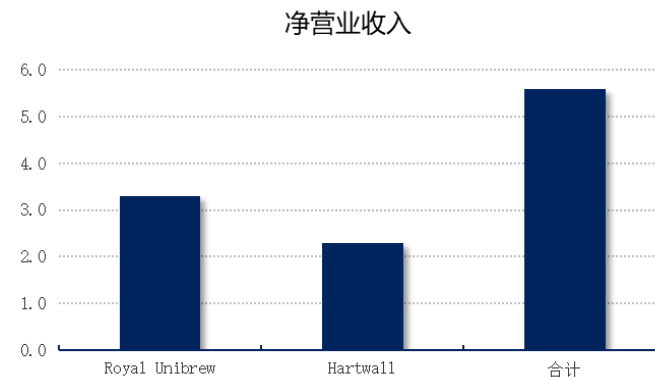
在营业利润增速和销售费用变化的相关性方面，百威英博、摩森康胜和青啤均呈现出两者的正相关性，可见销售费用在部分市场的确有良好的效果；但麒麟则呈现明显负相关性，可见无效的市场推广也可能对企业的利润增速施压。因此，并不能简单推断增加销售费用开支便能够带来利润增速。

### 3、部分企业通过并购重组实现增长。

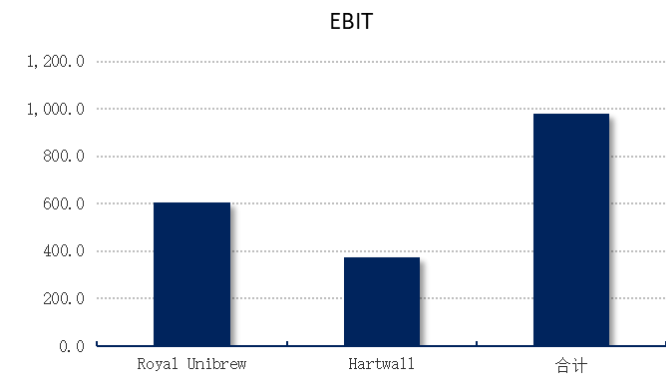
在样本企业中，RoyalUnibrew 和重庆啤酒是两家营业利润增速和各项指标均无明显相关性的企业，但不代表其并没有参考的价值，两家企业均进行过资产重组，且都在重组后迎来业绩增长。以 RoyalUnibrew 为例，公司是北欧最大的啤酒制造商之一，和嘉士伯同在哥本哈根交易所上市，拥有 Royal Bee、Ceres 和 Lapin Kulta 等品牌。尽管在丹麦国内的啤酒消费量持续下滑，但 RoyalUnibrew 确是近 5 年以来啤酒行业市值增速最快的明星企业。

在 21 世纪初，得益于强大的盈利能力，Royal Unibrew 启动了一项雄心勃勃的、以收购为基础的增长战略。它在 2005 年使用 Royal Unibrew 的名字确定了一个更加全球化的身份，并设定了未来三年收入增长 50% 的目标。公司于 2005 年和 2007 年收购了两家波兰的啤酒公司。此外，他们还从其在 2007 年收购了四家加勒比地区的啤酒公司。然而，波兰的收购最终被证明是失败的。公司在波兰只有 3% 的市场份额，母公司的境况也变得十分不利。酿酒厂的状况很糟糕，而不同工厂之间的距离也使得实现预期的协同效应变得困难。当全球金融危机爆发时，波兰的风险投资的结果是灾难性的。公司公布的结果是，企业减值 3.85 亿丹麦克朗(2008 年汇率为 7300 万美元)，这大约是 EBITDA 的 1.5 倍。随着经济衰退的开始，Royal Unibrew 核心市场的需求在减少，公司再也无法维持其债务水平。2008 年后，外部融资渠道枯竭。公司别无选择，只能为其债务进行再融资。从 2006 年到 2008 年，Royal Unibrew 的市值从 31 亿丹麦克朗下降到 5 亿丹麦克朗。

进入 2008 年，Royal Unibrew 在 2008 年任命 Henrik Brandt 为公司新任首席执行官，这标志着一个转变。Brandt 和他的团队开启了一个为期四年的重组和运营改进计划。为了削减债务，他们发行了 4 亿丹麦克朗的股票，并出售了波兰和加勒比海地区的资产。到 2013 年，Royal Unibrew 已经稳定下来，并准备加速增长——这一次，公司收购了芬兰第二大啤酒生产商 Hartwall。Hartwall 的收购完全不像那些注定要失败的波兰公司。尽管 Hartwall 在最近几年的市场份额有所下降，但它本身就是一家实力雄厚的公司，成立于 19 世纪早期，并在 2002 年之前独立运营。1952 年赫尔辛基奥运会上推出的最初的长包装饮料是芬兰最受欢迎的瓶装混合饮料。Hartwall 曾被喜力集团所有，同时也是芬兰最畅销的矿泉水、苹果酒和即开饮料(包括“alcopops”)生产企业，以及该国第二大软饮料和能量饮料销售商。Hartwall 的收购使 Royal Unibrew 迅速崛起，使该公司的收入在一年内增加了 70%，EBIT 增加了 60% 以上。

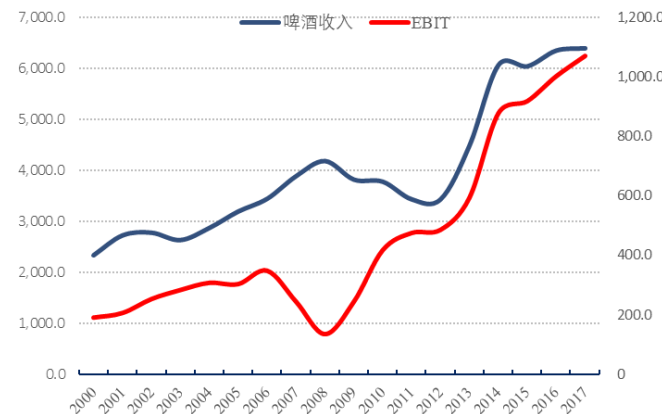
**图 4 Royal Unibrew 2012 年营业收入构成 (十亿克朗)**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

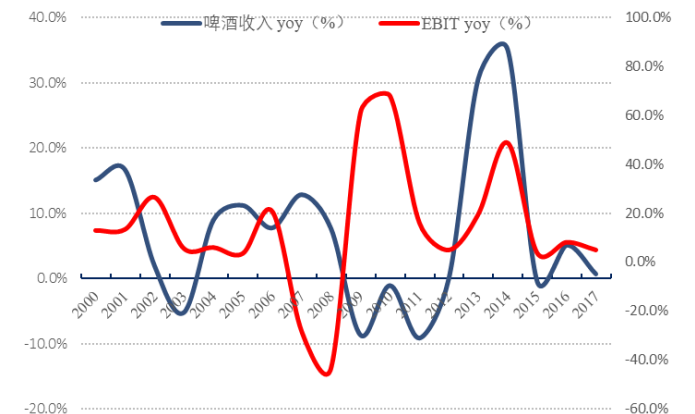
**图 5 Royal Unibrew 2012 年 EBIT 构成 (百万克朗)**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

Hartwall 的多样化投资组合为 Royal Unibrew 的产品系列增添了急需的多样性(啤酒只占 Hartwall 销售的 36%)。Hartwall 还与百事公司达成了授权协议, 加强了与百事和喜力的关系。

**图 6 Royal Unibrew 的啤酒收入及营业利润 (百万克朗)**


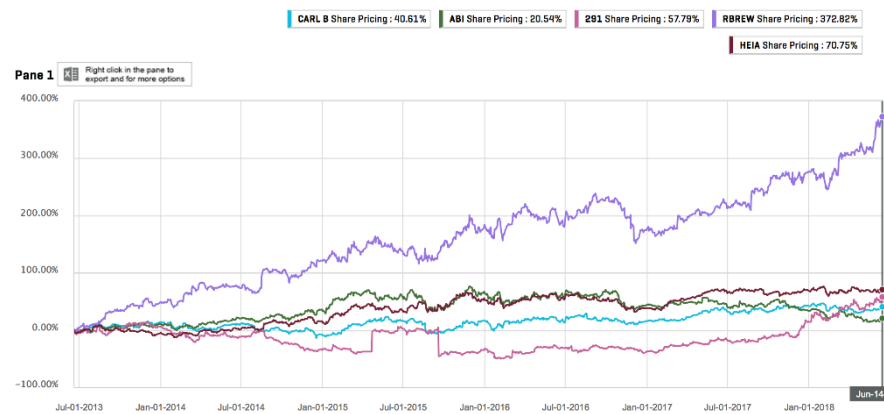
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

**图 7 Royal Unibrew 的啤酒收入增速及营业增速 (%)**


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

Royal Unibrew 的业绩结果表明了其扭转战略的持久力。截止 18 年 6 月 14 日, 其市值达到 370.2 亿美元, 几乎是 2012 年的 6 倍, 是 2008 年的近 60 倍。

图8 嘉士伯、百威英博、华润啤酒、RoyalUnibrew 和喜力啤酒近5年来股价走势(%)



资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心

- ◆ **4、风险提示:** 食品安全问题; 新产品上市导致期间费用超出预期的风险; 新产品定价过高的风险; 主要啤酒企业产能利用率进一步下滑导致业绩压力; 原材料波动风险。



- ◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

## **广州酒家（603043）（2018-06-15 收盘价 23.35 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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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理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。