

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 7 月 9 日

◆ 本周行业观点: 食品饮料半年小结及展望: 紧抓行业集中度提升主线, 同时关注新细分子行业持续资本化的投资机会。

1、购物者消费升级明显。我国食品、饮料及餐饮板块上半年增速出现分化: 酿酒行业景气持续, 食品加工及餐饮增速低于预期。

根据工信部数据, 18 年 1-5 月, 全国规模以上食品工业企业 (不含烟草) 主营业务收入同比增长 7.9% (去年同期为 9.3%); 利润总额同比增长 3.0% (去年同期为 9.2%), 低于去年同期水平。饮料制造业主营业务收入同比增长 10.8% (去年同期为 9.6%); 利润总额同比增长 25.2% (去年同期为 13.9%), 均高于 2017 年。统计局数据则显示, 今年 1-5 月, 餐饮收入同比增长 9.8% (去年同期为 11.0%), 其中限额以上单位增速为 7.1% (去年同期为 7.8%), 增速有所下滑。

分板块来看, 食品加工方面, 18 年 1-4 月, 焙烤食品、乳制品和调味发酵品三大子板块的收入增速高于行业平均值, 分别达到 12.34%、10.26% 和 9.19%; 但从利润指标来看, 乳制品、方便食品和焙烤食品增速居前, 分别为 21.41%、15.89% 和 15.83%, 调味品则录得 -6.98% 的利润负增长。调味品板块产量增长但盈利能力下降, 可能预示着行业新一轮洗牌整合大幕开启。酿酒行业方面, 景气持续, 其中白酒制造收入同比增长 13.76%, 利润增长 37.22%, (17 年全年分别为 14.42% 和 35.79%); 啤酒制造收入增速高达 6.59%, 利润增长 4.39%, (17 年全年分别为 2.3% 和 -9.83%), 行业拐点明显。

2、展望第下半年, 品牌力增强导致的行业集中度提升仍然是食品饮料企业发展的原动力。

主要体现在以下两个方面: 首先, 优秀的品牌企业往往采取以消费者为中心的市场策略, 即是考虑消费者真正的需求在哪里、痛点在哪里; 而消费者出于食品安全和质量的考量, 也更愿意为品牌商品付出溢价。供需双方的共同作用导致品牌企业不断挤占非品牌企业的市场份额, 从而实现量价齐增。其次, 食品饮料的固定投资门槛不断提高, 也使得行业内的先进产能逐渐向规模化、龙头化企业集中。举例来说, 2015 年国家食药总局出台的《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》对奶粉配方有了严格限定, 2017 年该政策实施, 直接增强了乳制品龙头企业的盈利能力, 带来 17 年 3 季度以来的乳制品牛市; 2017 年环保核查限制排放, 一方面增加了行业内企业的包材成本, 挤压了毛利率较低的企业, 实现了市场化淘汰落后产能, 更重要的是制造企业的动力设备被要求脱煤入气, 限制了部分企业的新产能上线, 原来产能领先的企业将更有望受益下游消费需求的增长。工信部数据也从侧面佐证了行业门槛的不断提高, 2018 年 1-5 月, 食品制造业的固定资产投资增速为 -2.3% (去年同期为 3.7%), 位列消费品行业倒数第二, 仅高于医药行业的 -6.4%。

3、下半年另一值得关注的投资主线在于食品饮料的混改进程。

目前食品饮料行业共有 30 多家公司性质为地方国有企业, 实际控制人为地方国资委或地方国资控股公司, 数量占整个食品饮料行业近一半。从目前经营状况来看, 国有企业在管理、激励机制等方面存在较大提升空间, 而管理效率低下也是目前国有企业的通病。因此, 我们认为此轮国企改革更关注改革的实质性进展以及改制后对公司业绩的提升效果, 食品饮料行业作

加值得关注。率先完成改制的国有企业，如重庆啤酒、水井坊、洋河股份、伊利股份、沱牌舍得、五粮液、老白干酒等，为今后的国企改革提供了操作范例。以重庆啤酒为例，公司通过国改实现嘉士伯控股后，不断关闭亏损工厂、完善激励机制，业绩实现突飞猛进。

4、关注新细分子行业持续资本化的投资机会。

得益于我国居民可支配收入提升，食品饮料未来的增长驱动更多来自于大众消费的崛起——这也意味着对大宗的、标准化的商品需求减少，取而代之的是个性化、独特化且可提升消费者生活品质的产品。我们在 2016-2017 年见证了许多品牌企业的重新崛起，如贵州茅台、泸州老窖、海天味业和中炬高新等；资本市场也迎来了许多细分子行业龙头企业的上市，如宠物食品板块的中宠股份和佩蒂股份、休闲零食板块的来伊份和盐津铺子、卤制品板块的周黑鸭、绝味食品和煌上煌、餐饮板块的广州酒家、生鲜板块的佳沃股份和宏辉果蔬、植物蛋白饮料板块的养元股份等。18 年上半年，美团、海底捞、良品铺子、新辣道等食品饮料相关企业均披露将通过 IPO 或借壳方式登陆资本市场，建议进一步关注资本化带来的投资机会。

5、基于以上两条投资主线，我们建议关注行业内市场集中度由低变高，且此前回调较深的肉制品板块（猪价下行周期，肉制品吨利提升+屠宰头利高位或持续 1-2 年，单季净利增速可能回到 10-20%，低估值+业绩有望超预期）乳制品及啤酒板块；国企改革建议关注恒顺醋业、顺鑫农业和广州酒家等区域混改政策已出台企业。

- ◆ **6、风险提示：**中美贸易战可能带来的生产成本剧烈波动风险；行业洗牌抑制龙头企业盈利能力的风险；行业季节性导致部分分子板块收入/盈利增速被误判的风险；食品安全问题；企业高管变动及内部管理风险。

- ◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

广州酒家（603043）（2018-07-06 收盘价 23.63 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；8) 解禁风险。
 - **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。