

# 食品饮料行业

2019年1月21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

**毕翹楚** 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。

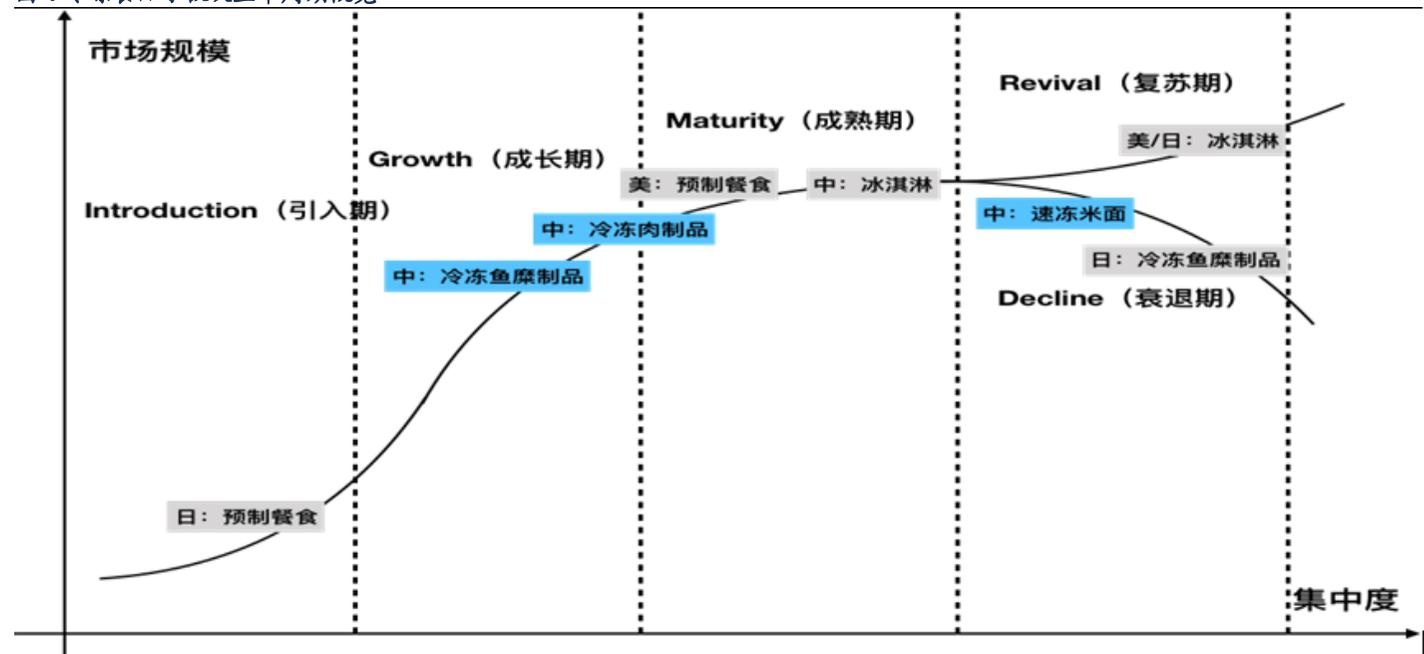
信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

◆ 本周行业观点: 进入板块成熟期的冷冻食品板块, 正依托高端产品实现升级

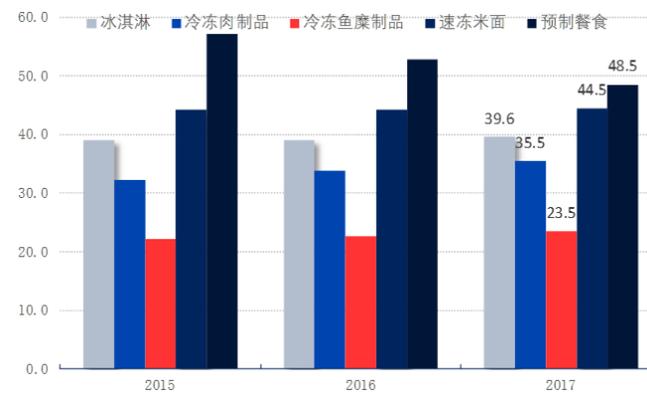
### 1、冷冻食品板块已进入成熟期。

如果简单的将板块的生命周期 (Industry Life Cycle) 分为四个阶段, 即导入期、成长期、成熟期和衰退期, 并用市场规模增速和集中度两个指标来判断其所处阶段, 则如下图所示, 我国速冻米面板块和冰淇淋板块已进入增速较缓慢的成熟期, 行业集中度较高, 增长主要依靠产品结构调整。

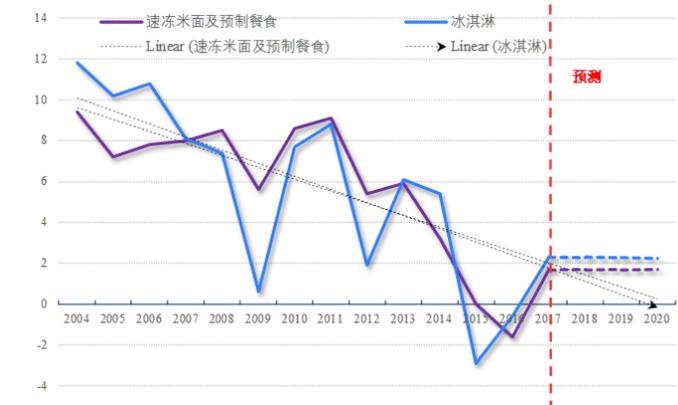
图1 冷冻食品子板块生命周期概览



资料来源: 信达证券研发中心整理

**图 2 我国冷冻食品行业 CR5 市场集中度 (%)**


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

**图 3 我国速冻米面及冰淇淋市场规模增速 (百万元, %)**


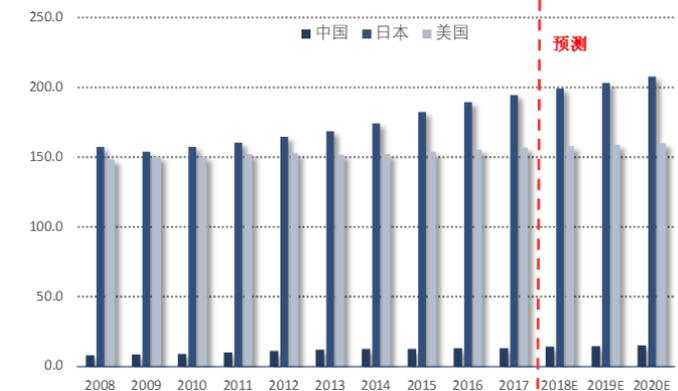
资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理，注：预测数据为欧睿预测

## 2、产品高端化才是发展主要驱动力。

与成熟市场美国或日本对比来看，我国冷冻食品的人均消费量和消费额均较小。

**图 4 跨国别冷冻食品人均消费量对比 (千克/人/年)**


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理，注：预测数据为欧睿预测

**图 5 跨国别冷冻食品人均消费额对比 (美元/人/年)**


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理，注：预测数据为欧睿预测

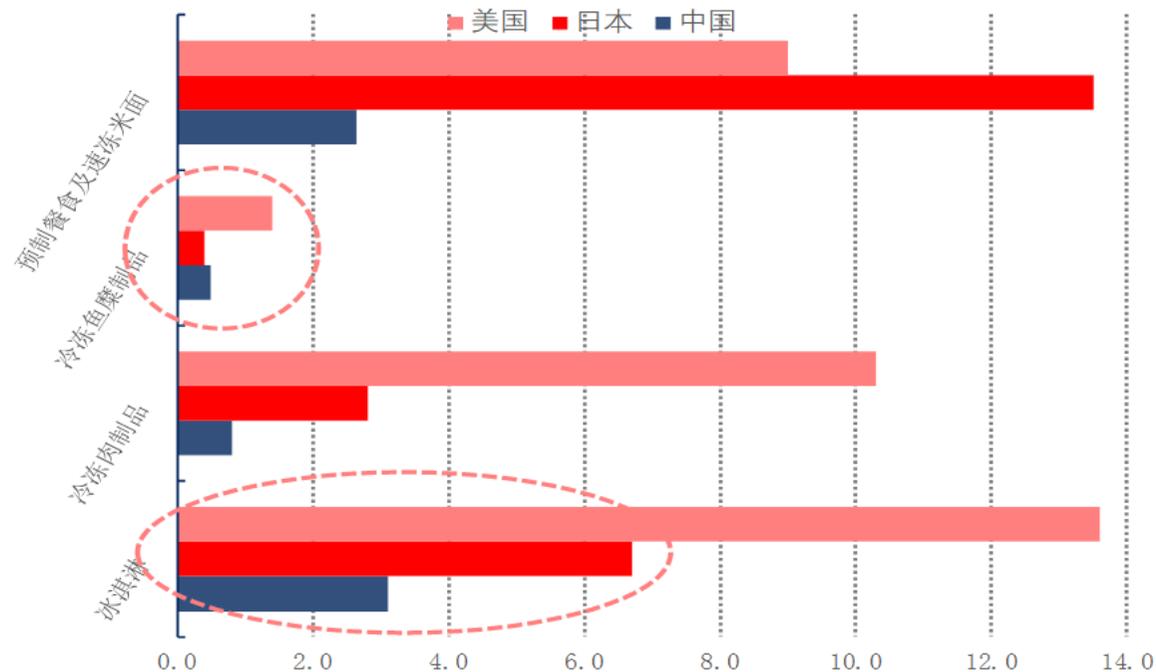
根据欧睿数据，截止 2017 年，我国人均冷冻食品消费量为 7 千克/年，美、日两国分别为 23 和 34 千克/年，是我国的 3 和 5 倍；但美国和日本的冷冻食品行业先后进入成熟期，其近 5 年人均消费量平均增速仅分别为 1.8% 和 2.8%，远低于我国的 16.6%，因此国别消费量的差距有望大幅缩小。

但需要注意的是，部分子板块的人均消费天花板已现。我们选取了冰淇淋、冷冻肉制品、冷冻鱼糜制品和速冻米面及调理食

品四个子板块进行跨国别对比（我国以面食作为主食的传统，因此速冻米面在功能上与调理食品非常接近），得到下列发现：

- 1) 冰淇淋以 3.1 千克/年位居人均消费量的首位、已是日本人均消费量的一半，行业增速将放缓。
- 2) 冷冻鱼糜产品虽然人均消费量仅 0.5 千克/年，却已反超日本水平，天花板十分明显。主要因后者在冷藏及常温鱼糜制品的保鲜方面获得技术性突破，且许多冷冻鱼糜制品作为预制餐食的配菜进入工业渠道，并未纳入零售口径。
- 3) 我国冷冻肉制品和预制餐食/速冻米面板块的人均消费量和日、美还存在较大差距，是增速较确定的子板块，深加工品类的 SKU 有待提升。

图 6 四大板块的冷冻食品人均消费量对比（千克/人/年）



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

从人均消费额来看，国民每年约花费 13 美元（折合约 85 元）购买冷冻食品，而美、日两国分别为 195 和 157 美元/年，是我国的 15 和 12 倍。同期，我国人均可支配收入分别为该两国的 1/3 和 1/5，可见我国冷冻食品产品低端化程度严重，急需转型升级。值得注意的是，日本的冷冻食品人均消费额反超美国，我们认为其饮食习惯导致的预制餐食份额占比更高所致。考虑到我国和日本的饮食习惯更相近，冷冻食品高端化带来平均单价提升将是未来行业增长的主要驱动力。

**表 1 冷冻食品行业人均消费量 vs. 平均单价 (千克/年, 美元/千克)**

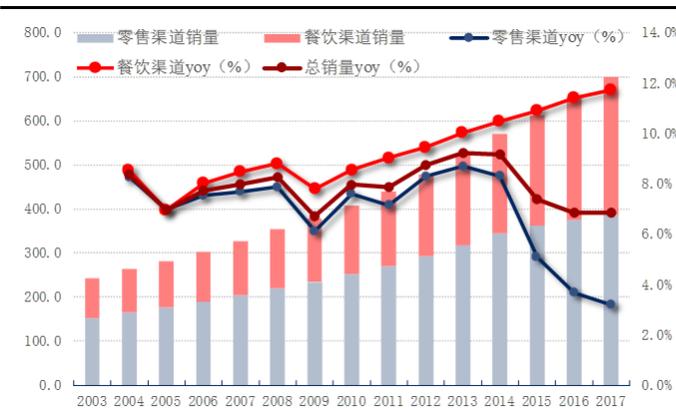
|         | 中国         |            | 日本         |            | 美国         |            |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|         | 消费量 (千克/年) | 单价 (美元/千克) | 消费量 (千克/年) | 单价 (美元/千克) | 消费量 (千克/年) | 单价 (美元/千克) |
| 合计      | 9.7        | 1.4        | 37.4       | 5.2        | 43.8       | 3.6        |
| 冷冻甜点    | -          | -          | 0.5        | 0.4        | 0.5        | 6.4        |
| 冰淇淋     | 3.1        | 1.4        | 6.7        | 7.3        | 13.6       | 3.4        |
| 冷冻肉制品   | 0.8        | 2.3        | 2.8        | 1.7        | 10.3       | 1.8        |
| 冷冻鱼糜制品  | 0.5        | 2.2        | 0.4        | 12.5       | 1.4        | 4.4        |
| 预制餐食及速冻 |            |            |            |            |            |            |
| 米面      | 2.7        | 2.3        | 13.5       | 10.1       | 9          | 9.2        |
| 预制餐食    | 0.4        | 1.8        | 13.5       | 10.1       | 9          | 9.2        |
| 速冻米面    | 2.3        | 2.4        | -          | -          | -          | -          |

资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心整理

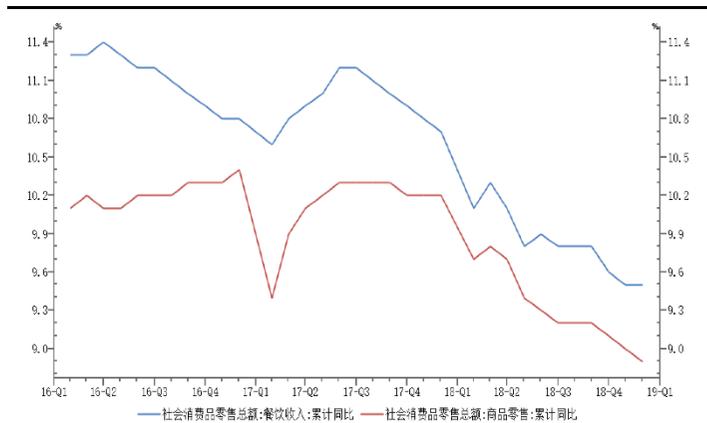
### 3、机遇之一: 食材供应 (特通渠道) 增速快于零售渠道。

以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。

这一数据从侧面印证了“餐饮标准化”的趋势在我国逐年走强: 此前餐饮行业的中、小从业者众多, 出于经济性考虑, 食材采购主要以无牌、散装产品为主; 随着消费者对食品安全的要求逐年提高, 同时从业者出于对效率和规模的追求, 使得我国的餐饮行业也逐步向“标准化、可复制”的方向发展, 进而带动了品牌冷冻食品在餐饮等特通渠道的销量增速。

**图 7 我国冷冻鱼糜板块市场销量增速 (千吨, %)**


资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心整理

**图 8 餐饮收入、商品零售累计同比下降 (%)**


资料来源: 万得, 国家统计局, 信达证券研发中心

需要提醒的是，尽管冷冻食品企业有望享受“餐饮标准化”红利，但餐饮板块的增速进入 2018 年有明显放缓的趋势，因此部分企业可能面临渠道库存上升的可能性；另一方面，特通渠道的发展并不是一蹴而就的。厨师往往是决定餐饮渠道采购的主要话语权方，因此了解厨师群体的需求非常重要。传统的餐饮渠道营销模式主要包括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，但成本较高，加上特通渠道的产品毛利率相对更低，许多企业出于投入产出比考虑而放弃了特通渠道的开拓。

**表 2 特通渠道营销手段（万元/年）**

| 营销手段      | 营销对象  | 频率      | 粘性 | 主要目的  | 费用                 |
|-----------|-------|---------|----|-------|--------------------|
| 平面广告      | 老板、厨师 | 每半年一次   | 弱  | 传播    | 100 万<br>-2000 万/年 |
| 经销商推广及回访  | 老板、采购 | 每月一次    | 较强 | 锁定+保卫 | 500 万<br>-1000 万/年 |
| 厨师俱乐部     | 厨师    | 每季度一次   | 强  | 保卫+传播 | 200 万<br>-500 万/年  |
| 包装自营销售    | 厨师    | 每备货周期一次 | 强  | 保卫+传播 | 100 万<br>-300 万/年  |
| 借力 B2B 平台 | 老板、采购 | 每备货周期一次 | 较弱 | 锁定    | 暂无费用               |

资料来源：Madeforgoods，信达证券研发中心整理

2018 年，随着京东旗下的“京东新通路”宣布进入餐饮 B2B 市场，或将搭建中小餐饮客户一站式采购平台，主要涉及米面粮油、干货调料等品类，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，这为京东新通路拓展生鲜品类奠定了良好基础，特通渠道又迎来了重量级“破坏性创新者”。

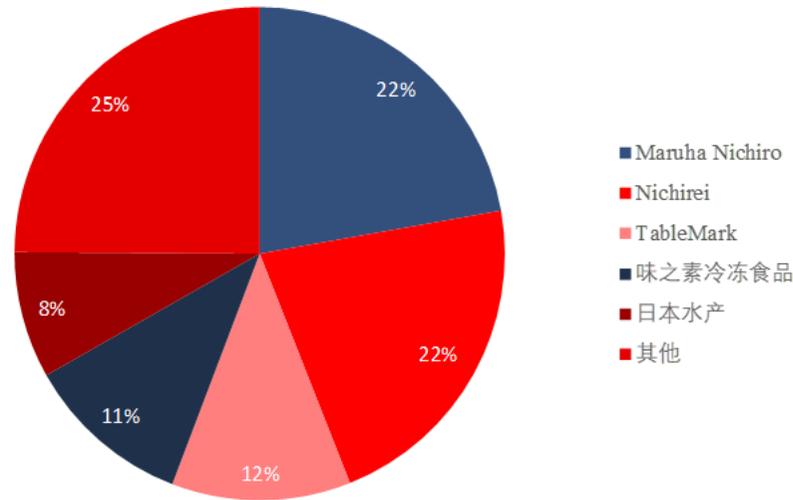
#### 4、机遇之二：横向扩张，进入预制餐食板块

另一机遇则来自预制餐食板块，参考日本第二大冷冻食品及加工餐食生产商日冷（Nichirei），其 2016-18 年的中期规划将预制餐食作为业绩主要驱动因素。

由于越来越多的女性参加工作、一人或两人家庭比例的增多、人口老龄化等原因，越来越多的日本人选择不做饭。根据日本总务省统计局，1996 至 2015 年，日本人花费在外出就餐的开支比例逐年攀升至约 37.5%。

将外出就餐支出进一步拆分，可以发现餐厅用餐规模逐年下降，而预制餐食板块规模逐年增长；后者主要包括在超市、便利店及其他零售渠道购买、并在家食用的的便当及即食产品，相较餐厅用餐更具性价比。

图 9 截止 2015 年日本冷冻食品制造企业市场份额 (%)



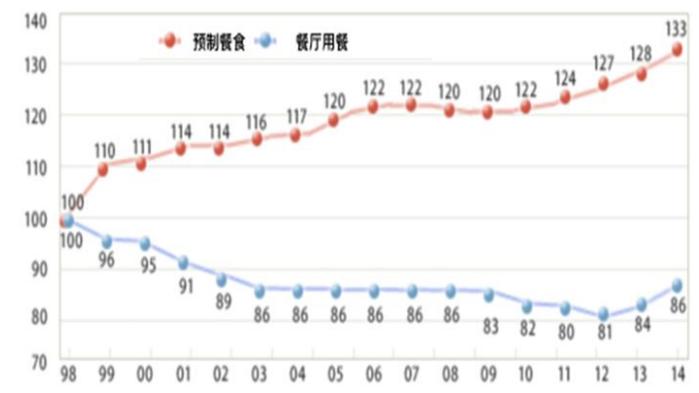
资料来源：日经产业新闻，信达证券研发中心

图 10 日本外出就餐开支占比 (%)



资料来源：总务省统计局；(预制餐食+外食、配餐)/食品饮料烟酒开支

图 11 日本预制餐食和餐厅用餐板块规模 (1998=100)



资料来源：Nichirei，信达证券研发中心

欧睿数据也显示，2014-2019 年的 5 年间，日本和美国的预制餐食板块增加值将高达 8 亿美元（折合约 52 亿人民币）；而目前中国预制餐食板块规模尚非常小，欧睿统计的零售渠道数据仅录得 67.8 亿人民币（折合约 9.9 亿美元），对应至 2019

年的板块规模增加值为 4.5 亿美元（折合约 29.3 亿人民币），年均增速为 8.6%。

**5、风险提示：**宏观经济下行：消费者对某品类需求转弱：公司产能投放不达预期：成本过高影响行业毛利率水平：政策抑制调价机制：食品安全问题爆发。

❖ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

## 广州酒家（603043）（2019-01-18 收盘价 28.02 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 1.10 元、1.36 元和 1.44 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》，《20180830 广州酒家（603043）食品板块突破产能瓶颈，增速提效；还待股权激励落地进一步激发潜能》，《20181102 广州酒家（603043）月饼销售良好，盈利超预期；股权激励有望进一步激发潜能》。

## 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  | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张华  | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪辰  | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁泉  | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐蕾  | 010-83252046 | 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曾与，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）；<br>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。