

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。

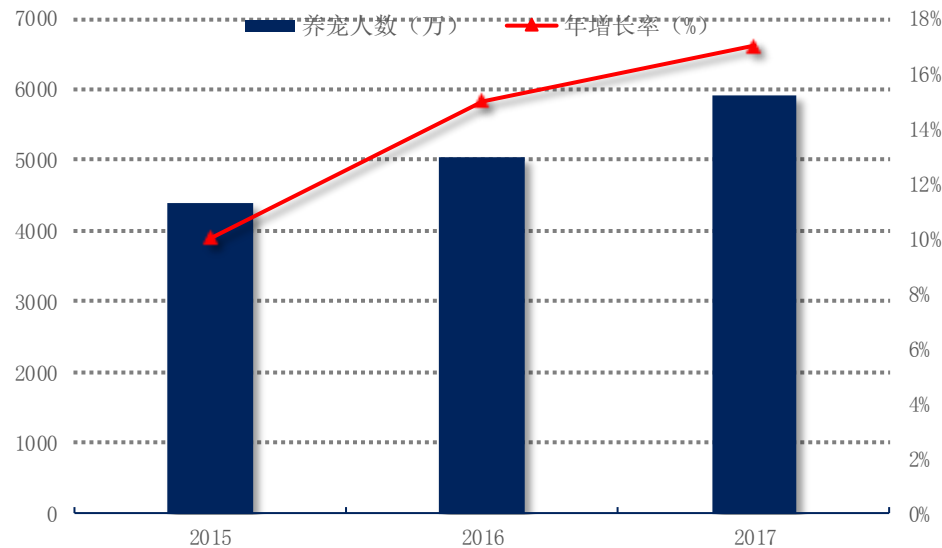
信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编: 100031

# 食品饮料行业

2019 年 1 月 28 日

**◆ 本周行业观点: 宠物消费, 是可选还是必选? 精准定位宠物经济的投资机遇**
**1、有闲+有钱, 是宠物经济崛起的必备要素**

过去三年, 中国养宠人群每年都以超过 10% 的同比增长率稳定增加, 远高于前几年和其他国家地区。2017 年养宠人群相较前一年增长了将近 1000 万, 且地域分布也更加广泛, 从沿海地区开始向内陆地区渗透; 在年龄层次上, 增长的主力群体大部分都是 80、90 的年轻人, 还有学生等新社会新鲜人群。

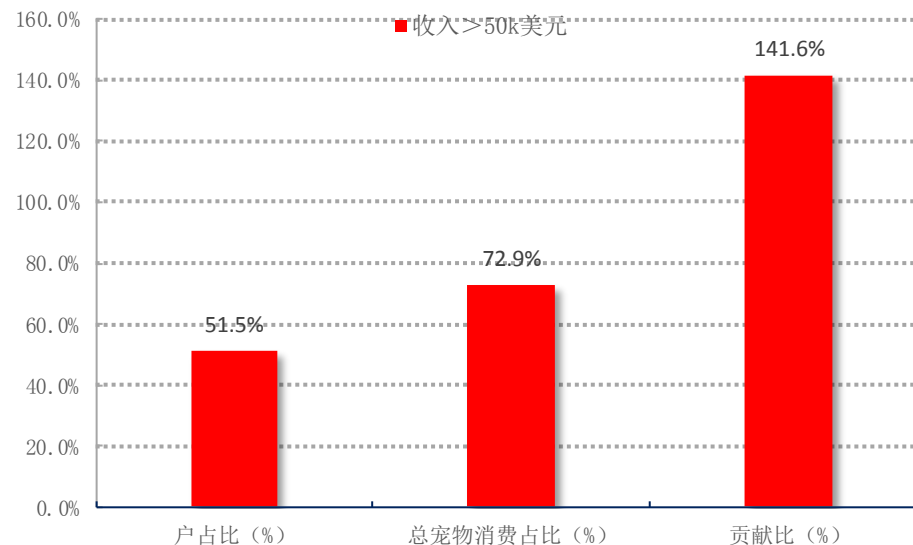
**图 1 中国养宠人数 (人, %)**


资料来源: 《2017 宠物白皮书》, 信达证券研发中心整理

从美、日等成熟市场的经验来看, 可支配收入的增长和可支配时间的增加是宠物消费板块最主要的驱动因素。

根据美国劳工局的消费者支出调查, 2017 年, 全美消费者的宠物相关开支达到 771.3 亿美元 (折合约 5200 亿人民币), 同比增长 14.6%, 主要为消费价格和频次的提升, 同时养宠家庭数量也小幅增加至 0.3%。这其中, 户均收入超过 5 万美元的中产阶级家庭尽管只占总户数的 51.5%, 为宠物的开支却高达 56.2 亿美元, 占总开支的 72.9%; 贡献率高达 72.9%/51.5%=141.6%。因此, 相较其他人口群体, 较稳定的家庭收入是促进宠物消费的基础。

图 2 美国户均年收入超过 5 万美元的家庭对宠物消费的影响 (%)

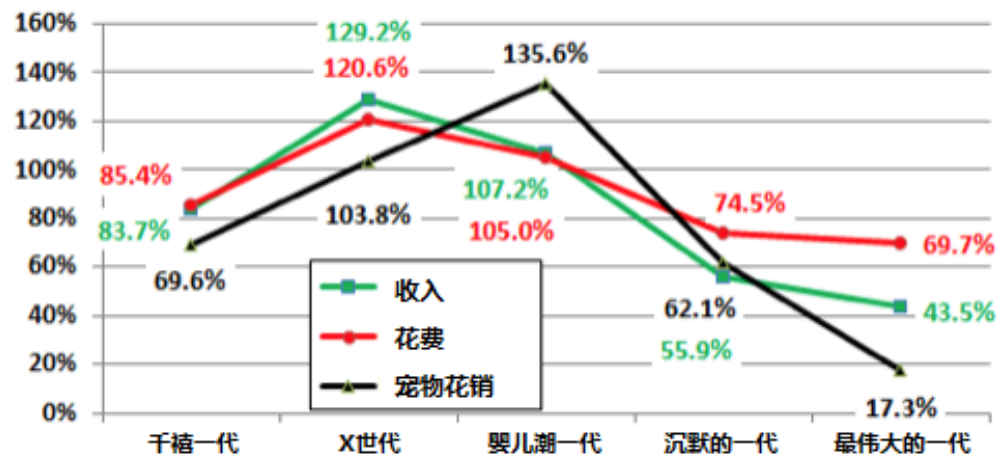


资料来源：美国劳工局，信达证券研发中心整理

但宠物开支与家庭收入的多少并不完全呈正相关性。2017 年，37-52 岁的 X 世代是人均收入和支出最高的年龄群体；但是在宠物方面的户均消费仅略高于行业平均值；53-71 岁的婴儿潮一代的消费支出也超过了平均水平，但目前他们的收入仍可以支撑，支出的下降速度不如老一辈人的收入那么快；然而婴儿潮一代在宠物方面的平均开销却远超平均水平达到了 135.6%。如果说 X 世代还是在工作岗位兢兢业业的上班族，婴儿潮一代大多已经退休，闲暇时间也就更多，这一对比充分说明了除了“有钱”，“有闲”也很重要。

再来看美国 18-36 岁的千禧一代，尽管还没有出现赤字支出，但他们的收入下降了 6%，而支出却增长了 5.5%；因此其平均宠物消费开支仅为平均水平的 69.6%，也侧面印证了我们的逻辑。

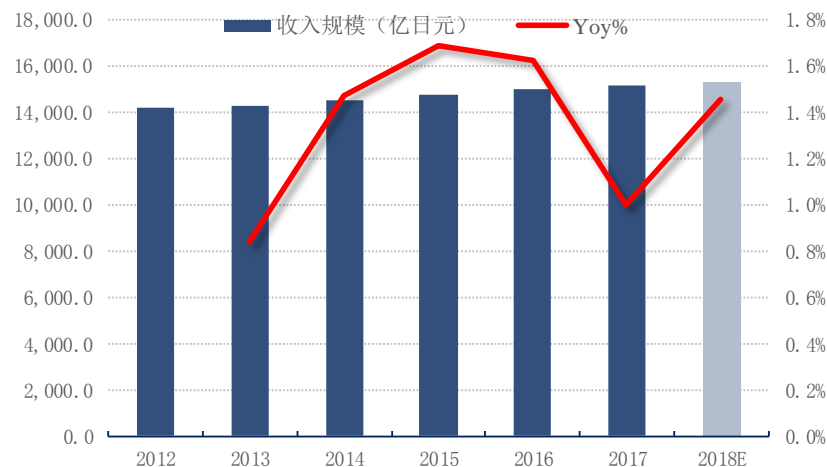
图3 美国各年龄层的收入、支出及宠物消费水平对比 (%)



资料来源：美国劳工局，信达证券研发中心整理

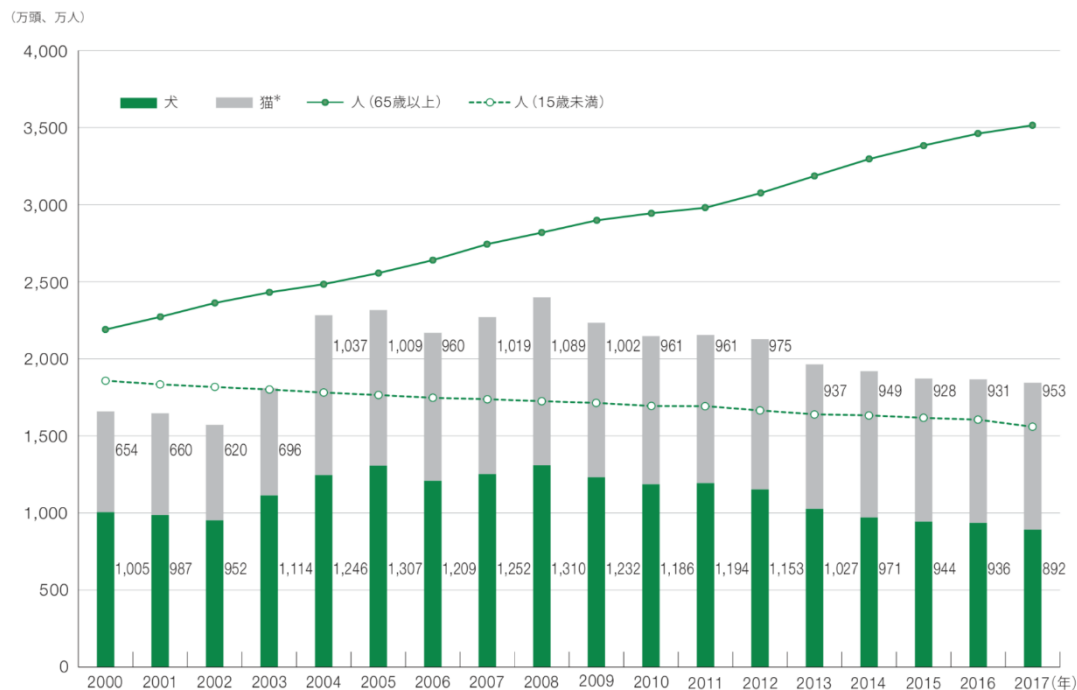
在日本，矢野经济研究所统计的2017年宠物用品板块规模达到15,135亿日元（折合约950亿人民币），同比增长1.0%；18年该数值则为15,355亿日元，同比增速1.5%有所加快。尽管日本近几年宠物行业的规模变化不大，但是其宠物饲养规模逐年下降，行业增速主要依靠宠物相关服务的占比提升。

图4 日本宠物行业12-18(E)年规模变化(亿日元, %)



资料来源：矢野经济研究所，信达证券研发中心整理

图 5 日本宠物（狗、猫）和不同年龄层人口数量对比（65 岁以上、15 岁以下）(万人)

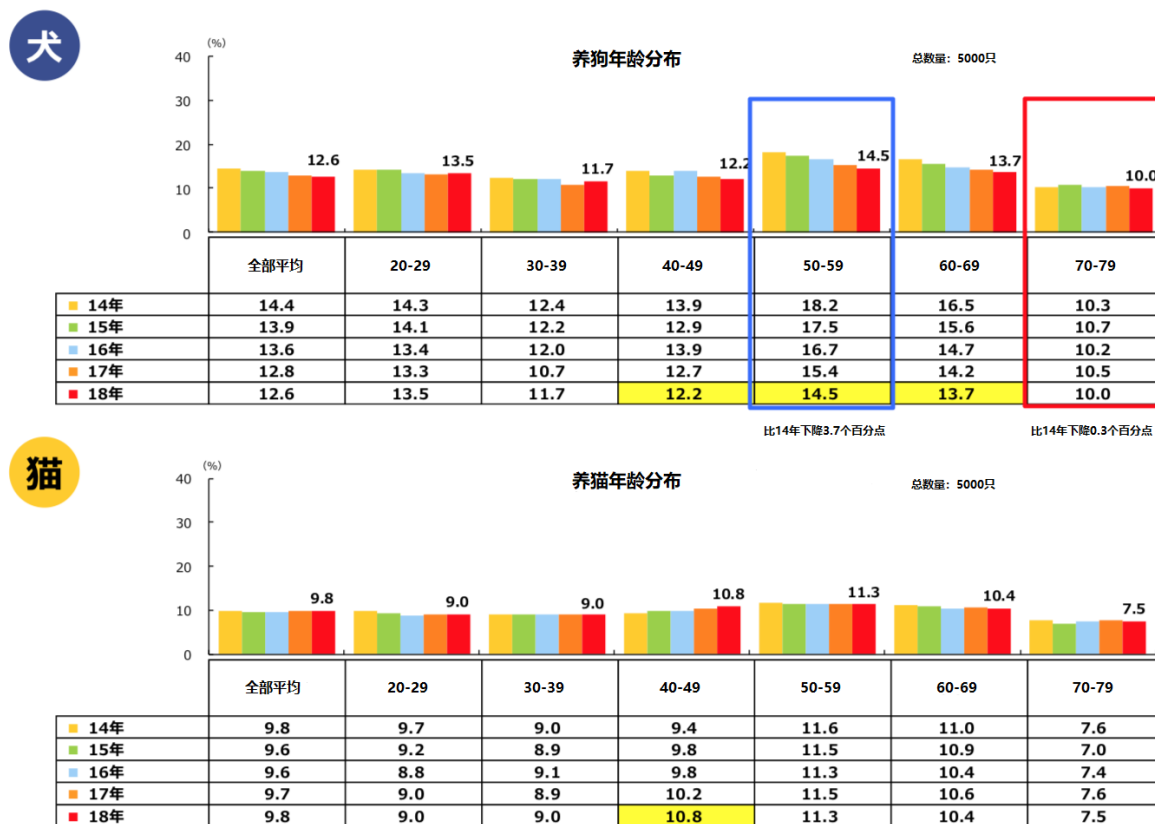


资料来源: anicom 《2018 年度家庭动物白皮书》, 信达证券研发中心整理

我们在《20181210 食品饮料行业 2019 年投资策略: 中西碰撞》中提到过, 日本宠物行业的爆发伴随着的是人口出生率的下降。由上图可见, 宠物合计数量于 2003 年超过 15 岁以下的年轻人, 随之而来的是 04-08 年的宠物经济热潮。许多日本人选择了少养孩子, 而用闲暇时间多养宠物。但是金融危机以后, 日本人的养宠意愿大幅下降, 宠物合计饲养支数由高点的 2399 万支下降至 1845 万支。我们判断, 这主要是因为宠物经济发展的一大基石, 中等收入人群的数量在持续减少。根据 2014 年的《国民生活基础调查》, 日本正朝着“人人均贫”的方向发展, 平均家庭年收入由 2008 年时的 531 万日元下降至 2018 年的 521 万日元, 呈负增长态势。

类似美国, 日本年收入最高的人群恰恰也是养宠意愿最弱的。由下图可见, 14 年 50 代的养狗人数占比为 18.2%, 而 18 年该比例下降至 14.5%, 比 14 年下降 3.7 个百分点。50 代是长寿的日本人最需要为事业打拼的年龄代, 因此, 没有更多空闲时间的 50 代人也选择了少养宠物。

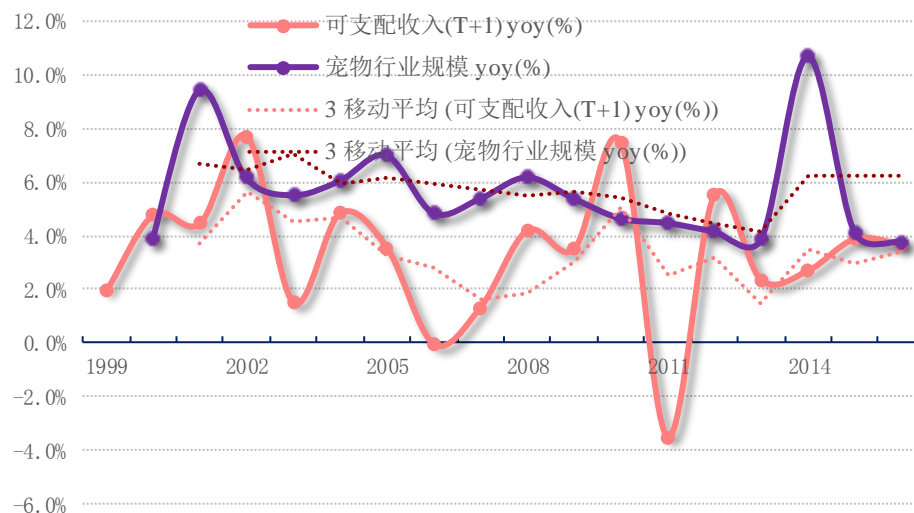
图6 日本按年龄段统计的养宠物（狗、猫）比例变化（%）



资料来源：日本宠物食品协会，信达证券研发中心整理

## 2、宠物消费的棘轮效应

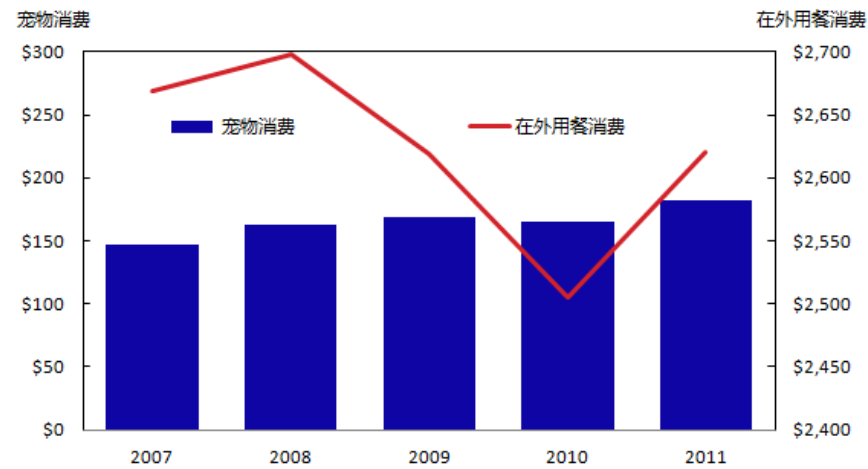
宠物消费的属性，是有别于可选和必选消费属性的第三极，被称作棘轮消费。即宠物支出会随着可支配收入的上涨而增加，却不会随着可支配收入的下降而下降。从历史数据来看，2001 年以来美国宠物行业的规模变动幅度远小于美国人均可支配收入。

**图7 美国宠物消费的棘轮效应 (%)**


资料来源: APPA, 美国劳工局, 信达证券研发中心整理

以金融危机前后 5 年作为观察窗口。2007 年, 每年的宠物食品支出为 147 美元, 2008 年增至 163 美元, 然后在 2009 年稳定在 169 美元, 2010 年为 165 美元。2011 年, 这一数额再次攀升近 20 美元至 185 美元。相比之下, 经济衰退期间和之后, 人们在餐馆的消费更易受到波动。在外用餐消费从 2007 年的 2,668 美元增加到 2008 年的高峰, 为 2,698 美元, 2009 年下降到 2,619 美元。2010 年, 这一类别的支出进一步下降到 2,505 美元, 2011 年略微恢复至 2,620 美元, 但仍未回到金融危机前夕的平均水平。

图 8 07-11 年美国户均宠物消费和在外用餐消费对比情况 (美元)

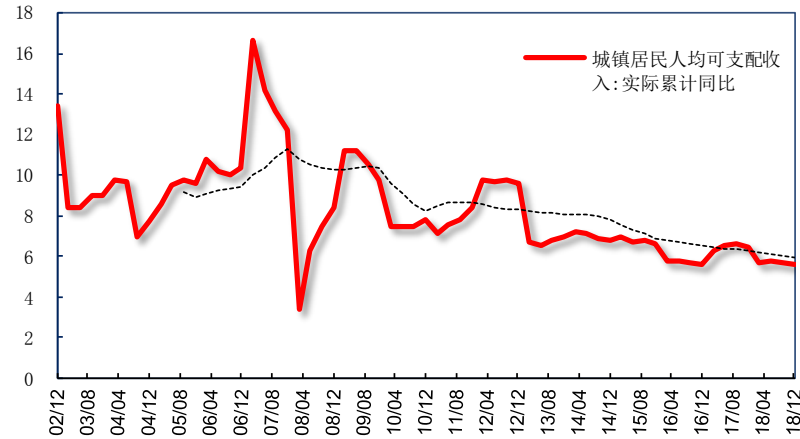


资料来源: 美国劳工局, 信达证券研发中心整理

### 3、对我国的启示。

2018 年全年, 我国居民人均可支配收入 28228 元, 折合约 4100 美元, 实际增速为 6.5%; 以接近中等收入国家人均 5000 美元/年水平。如果以家庭年收入 10 万-50 万元作为中等收入标准的话, 我国中等收入人群数量已经超过 4 亿人。随着人均可支配收入增速放缓, 许多投资人可能也在担心, 欣欣向荣的宠物经济是否会有变数。

图 9 我国人均可支配收入增速变化情况 (%)



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

根据美国和日本的两国经验来看, 中等收入人群的稳定增长和有时间陪伴宠物, 是宠物经济发展的基石。针对上述问题, 我们也设计了调查问卷, 来一窥国内宠物消费是否具备上述两大属性。

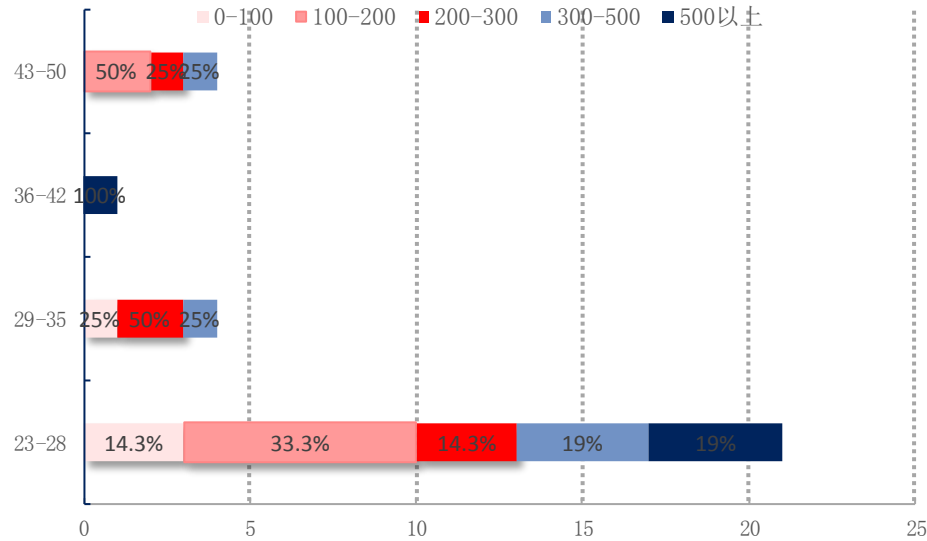
我们选取不同年龄层的养宠人群进行宠物月度花销小调查, 32 份问卷中有 30 份有效数据。数据涵盖了 23-28、29-35、36-42 以及 43-50 岁年龄段, 0-22 岁和 50 岁以上年龄段无有效回答, 说明被调查的养宠人群密集分布在中青年年龄层。

数据结果显示, 年轻阶层 (23-28 岁) 养宠物人数最多 (21 人), 占到总问卷数量的 70%, 35 岁以下人群占比 83.3%, 女性占比达到 60%; 78.13% 的被调查者无小孩; 养一只宠物的人有 81.25%。

23-28 岁年龄层的人群宠物月度花销差别较大, 主要集中在 0-200 元 (占比 47.6%), 200-300 元和 300-500 元的中度区间仍有 7 人, 共占 33.3%, 500 元以上的高消费有 4 人, 占到 19%, 说明年轻人更多的根据自己收入的不同合理消费宠物食品。随着年龄的增加, 收入增多, 宠物花销向 100-200 元、200-300 元和 300-500 元集中, 43-50 岁的中年家庭 100-200 元花销占比 50%, 其余均为 200-500 元价格带。

图 10 不同年龄层宠物月度花销 (元/月)





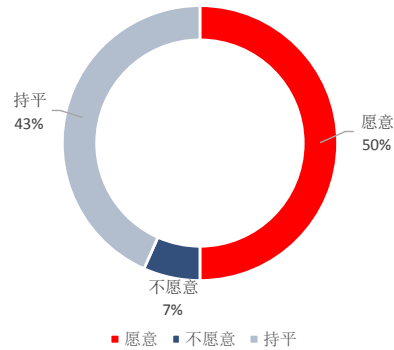
资料来源:《宠物月度花销小调查》, 信达证券研发中心整理

值得注意的是, 我们继续统计了 19 年是否愿意为宠物增加花销的意愿, 愿意和持平的人群占比分别为 50% 和 43%, 仅有 2 人 (占比 7%) 不愿意增加宠物花销。

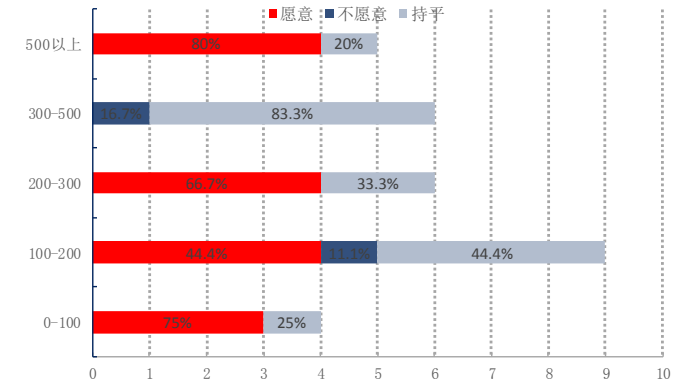
低价格带 (0-100、100-200、200-300) 的人群更倾向于为宠物增加或持平消费; 中间价格带 (300-500 元) 的人群中没有愿意增加花费, 83.3% 选择持平, 16.7% 拒绝增加; 500 元以上的人群愿意增加的人占比为 80%, 其余均为持平, 说明人们已经将宠物食品看成饲养宠物的必须花销, 花销低的人群有消费升级意愿, 花销高的高收入人群不愿意降低宠物食品质量, 中等花销的人群暂无继续升级想法。

图 11 2019 年是否愿意为宠物多花钱 (%)

图 12 花销低和高消费人群对宠物食品质量提升意愿更强烈 (%)



资料来源：《宠物月度花销小调查》，信达证券研发中心整理



资料来源：《宠物月度花销小调查》，信达证券研发中心整理

上述问卷调查也一定程度上反映了宠物消费的棘轮效应：即使可支配收入增速可能有所下降，大部分人仍然不会选择在宠物开销方面有所降级。

#### 4、宠物用品子品类不尽相同

需要注意的是，根据日本动物保险行业的鼻祖 **anicom** 的年度《家庭动物白皮书》，如果真的要缩减宠物开销，宠物用品，如日用品、服装和宠物护理产品往往是首当其冲的子品类；而宠物医疗、诊断、保险和宠物食品，由于其刚需属性，削减开支的概率很小。

表 1 宠物（狗、猫）年度户均消费支出子品类对比（日元）

项目	狗			猫		
	2016	2017	YoY (%)	2016	2017	YoY (%)
治疗费	57,129	71,135	24.5%	35,016	43,057	23.0%
食物和零食	49,994	68,601	37.2%	41,503	43,450	4.7%
教养费和训练费	41,393	44,933	8.6%	-	-	\
美容、护理费	45,718	45,044	-1.5%	7,132	7,180	0.7%
宠物保险	43,799	45,244	3.3%	30,944	31,050	0.3%
疫苗、体检等防治	24,862	30,953	24.5%	8,638	13,270	53.6%
宠物旅馆、宠物保姆	22,297	22,432	0.6%	15,195	14,589	-4.0%
日用品	16,323	14,092	-13.7%	16,024	11,825	-26.2%
宠物服装	13,169	13,395	1.7%	2,444	4,387	79.5%
游乐园	9,706	10,162	4.7%	-	-	

项圈、遛狗绳	6,900	6,579	-4.7%	2,770	2,783	0.5%
防灾用品	6,901	5,419	-21.5%	3,781	4,139	9.5%
营养补充剂	-	23,902		-	12,407	
交通费	-	32,371		-	5,744	
光热费	-	21,731		-	15,540	
合计	338,191	455,993	11.8%	163,447	209,421	7.5%
动物平均年龄	5.6	5.6		5	4.7	

资料来源: anicom 《2018 家庭动物白皮书》、信达证券研发中心整理

因此我们建议投资者关注更为刚需的宠物食品上市企业, 如中宠股份等。

**5、风险提示:** 国内宠物市场相关标准缺失, 劣币驱逐良币的风险; 行业产能过剩导致恶性竞争的风险; 政策影响国内收入结构变化趋势的风险; 食品安全的风险; 渠道布局欠优的风险; 外汇波动的风险。

❖ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

## 广州酒家（603043）（2019-01-25 收盘价 29.10 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）； 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。