

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

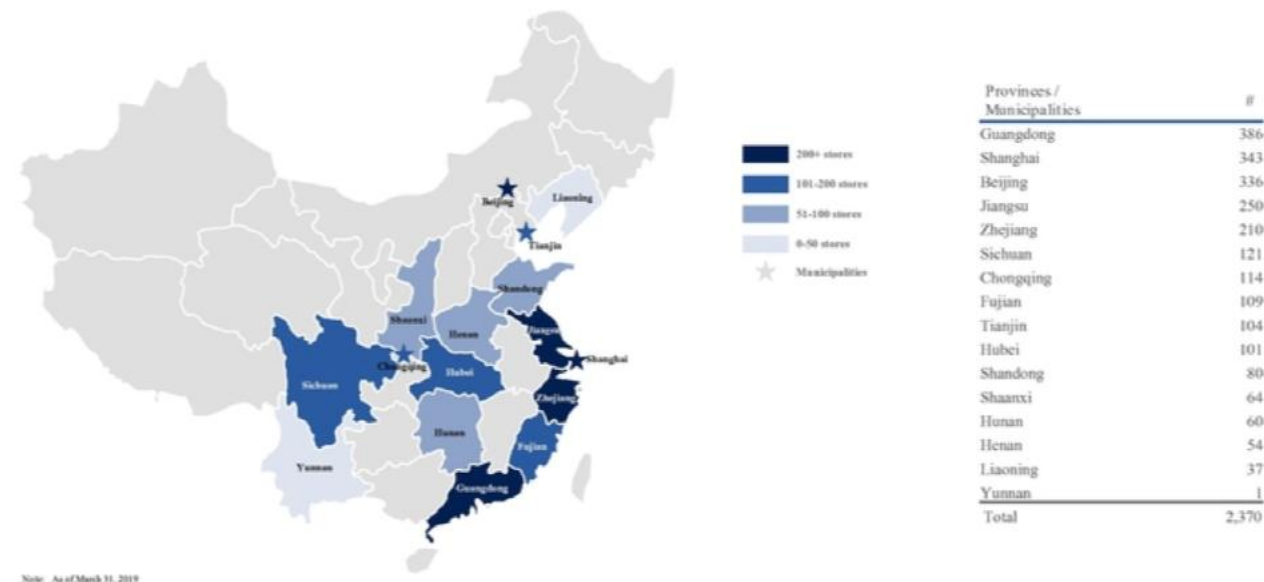
食品饮料行业

2019年5月7日

◆ 本周行业观点: 烧钱大法好? 从瑞幸咖啡的跑步上市看其竞争策略的优劣

瑞幸即将创下中国食品饮料板块最快的上市记录——从其成立到2019年4月提交招股说明书,仅过去了20个月。作为中国增速最快的咖啡连锁企业,截止2019年3月末,公司在28个城市开出了2370家门店,平均月交易用户数从2017年底的4000人飙升至440万人,平均月售咖啡1308万杯,单季度商品合计销售收入达到4.79亿元;相当于每位用户平均每月购买2.97杯咖啡并贡献36.23元的销售额。

图1 瑞幸覆盖城市情况(间)



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

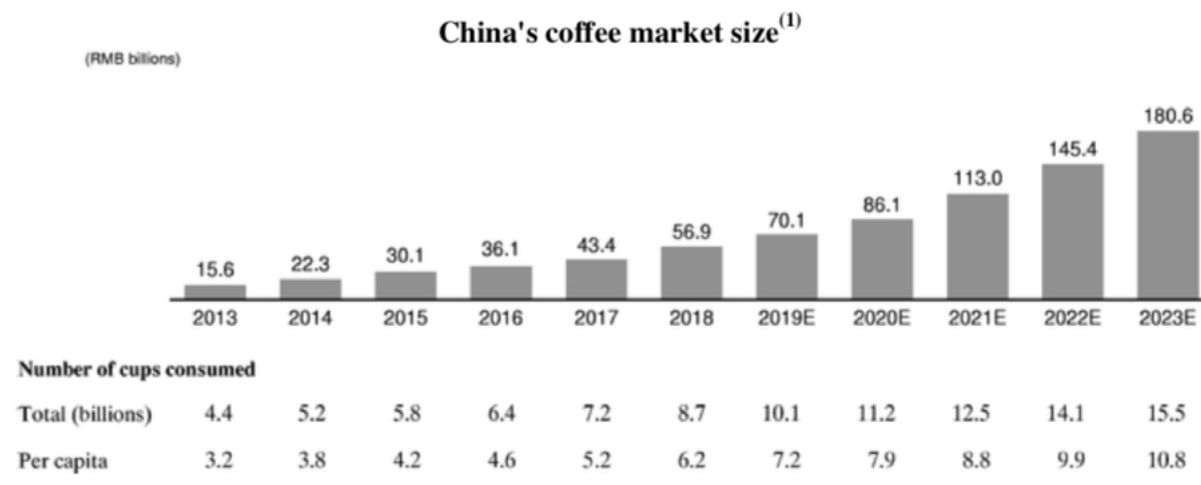
飞速扩张带来的是饱受质疑的财务情况。2018年全年和1Q2019,公司的营业亏损分别是-15.98亿元和-5.27亿元,对应营业利润率为-190%和-110%,也就是每销售1元钱的产品,公司近期的营业成本分别在2.9元和2.1元,尚处在“赚的都不够赔”的阶段;因此,市场普遍认为瑞幸靠的是烧投资人钱换来的市场规模,并质疑其商业模式的可持续性。

瑞幸则自认在对传统的即饮咖啡市场进行破坏性创新——利用互联网的手段迅速获客、培养消费习惯,享受我国庞大的人口

流量红利，并最终成为消费领域的龙头企业。

从竞争策略的角度来说，瑞幸选择了一个好赛道。咖啡是兼具成瘾性和话题性，且市场广阔。根据弗若斯特沙利文，目前全球咖啡消费市场规模大约为 12 万亿元，行业里有包括雀巢、Reimann 系 (Peets, 绿山和 PretAManger 等)、可口可乐 (Costa) 和星巴克等平均市值超千亿美元的巨头。其中美国年消费约为 3 万亿元，而我国的咖啡消费市场规模到 2019 年预计仅达到 700 亿元，市场空间还很大。上述咨询机构进一步指出，中国的咖啡消费量每年增长幅度在 26%，而从全球市场上来看，平均咖啡消费增速只有 2%。不难看出，在消费升级的大背景下，中国正在成为世界上最具潜力的咖啡消费大国。而随着咖啡文化的普及和城市化的加速，这种增长的势头还将继续保持。

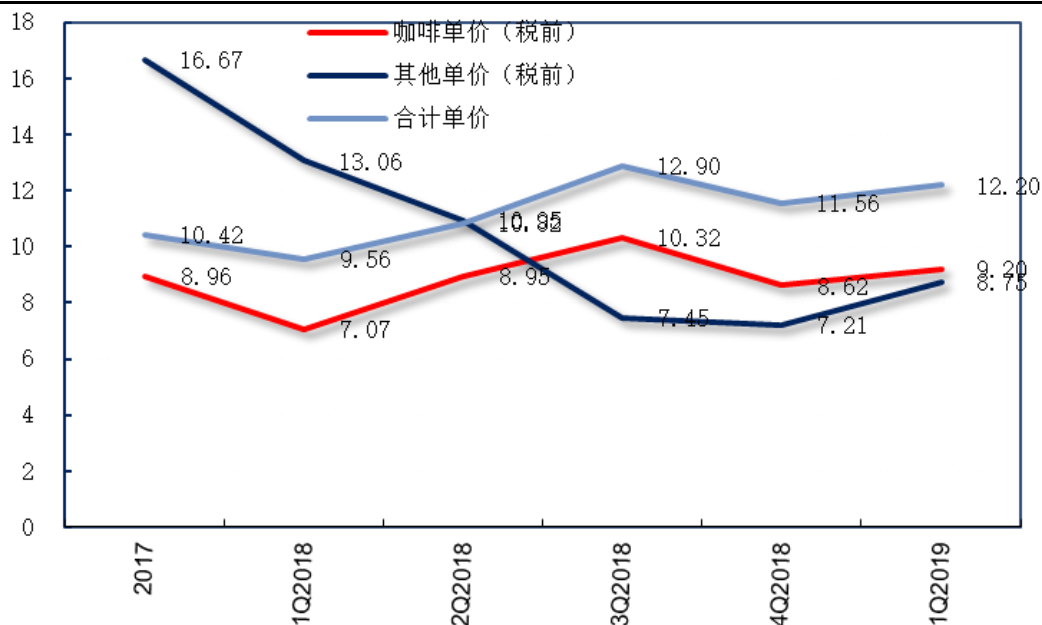
图 2 中国咖啡市场规模、消费总量和人均消费量 (十亿、杯/人)



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，信达证券研发中心

但是，咖啡行业又是个颇为拥挤的赛道，行业竞争者众多：一方面行业龙头如星巴克、Costa 和太平洋咖啡等已获得了一定的品牌效应；另一方面，连咖啡、seesaw、Greybox、友饮咖啡、菜杯咖啡以及咖啡零点吧都于 2017 年相继获得投资。新进入者要有很强的差异化能力，才能够脱颖而出。尽管瑞幸试图将自己的竞争策略包装成以“社交电商手段快速获客，并提供更便利、更有性价比的产品”的创新打法；但透过现象看本质，其实际上是采取了最原始又最速成的差异化路径——“价格战”。

根据公司招股说明书，近 5 个季度，公司的咖啡单价在 7-10 元间波动，均价为 8.85 元；其他（果汁及餐食）产品单价大幅下滑后于 1Q2019 迎来拐点，均价为 10.68 元；两项售价均远低于其他即饮咖啡品牌，也远低于其标榜的 23 元/杯咖啡售价。

图 3 瑞幸披露的税前产品单价 (元/单)


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

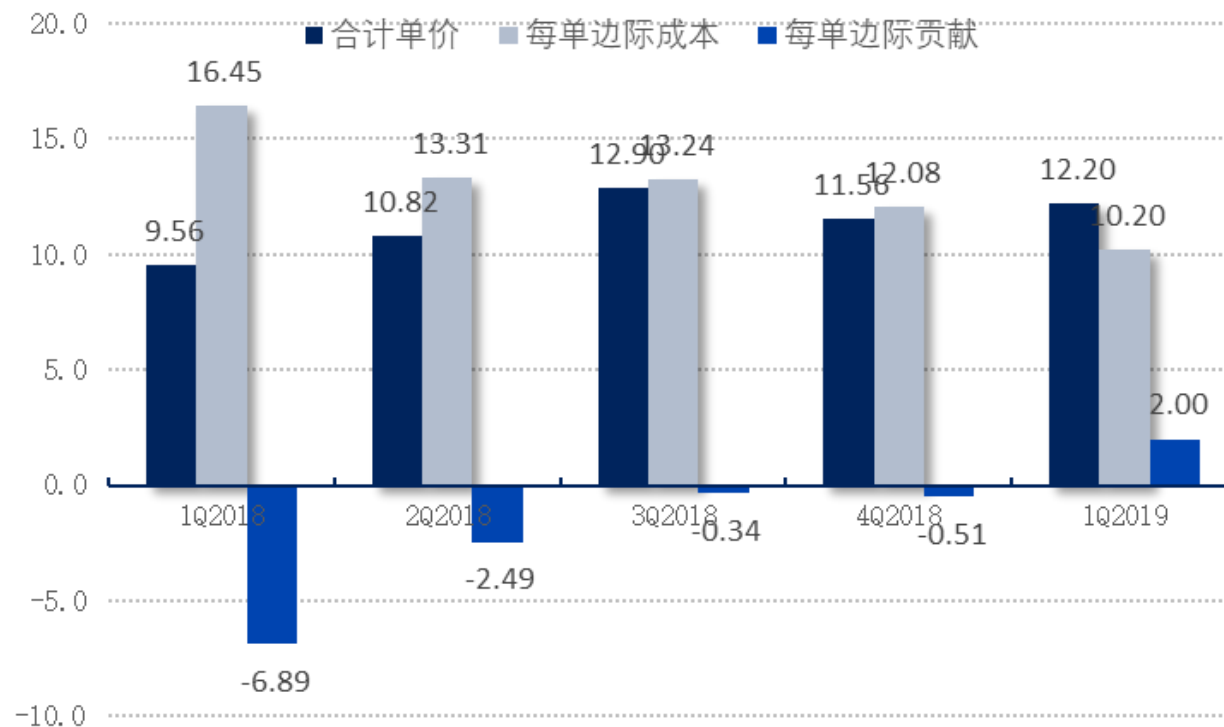
价格战背后的驱动逻辑，源于瑞幸高超的资本市场融资能力，公司携有港股成功上市的神州优车的基因：创始人钱治亚是原神州优车 COO，而神州优车董事长兼 CEO 陆正耀也是瑞幸咖啡的非执行董事长。在竞争对手还在追求现金流和同店收入增长时，瑞幸却敢于烧钱扩张，并在一年多时间里发展成了行业中不可小觑的势力。

至此，瑞幸将烧钱大法的优势体现的淋漓尽致，在融资能力允许的条件下，补贴策略可以迅速提升品牌影响力，同时烧出相对高的竞争门槛，打压其他竞争对手。

但是，烧钱大法也是会面临瓶颈的。最直接的瓶颈来自于现金流的枯竭，如果自身尚不具备造血能力，又缺乏外部持续的融资支持，瑞幸的融资其实和庞氏骗局无异。值得欣慰的是，1Q2019，瑞幸的财务情况已出现好转，体现在其平均客单价已可覆盖对应变动成本，边际贡献为正，基本挥别了“做一单亏一单”的窘境。

我们对边际贡献的计算方法如下：1) 边际贡献=平均客单价-可变成本=[季度销售收入-(原材料成本+销售费用之首杯免费成本+销售费用之外送费)]/(月均销量*3)

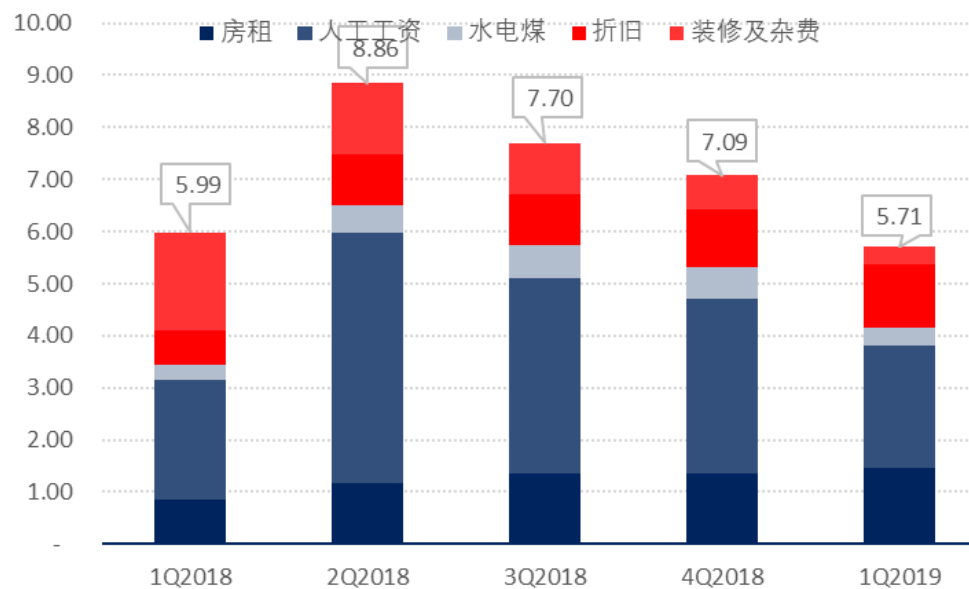
图 4 公司平均客单价，每单可变成本及边际贡献（元/单）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

从上图可见，公司的每单边际贡献于 1Q2019 首次转正，录得 2.0 元/单。

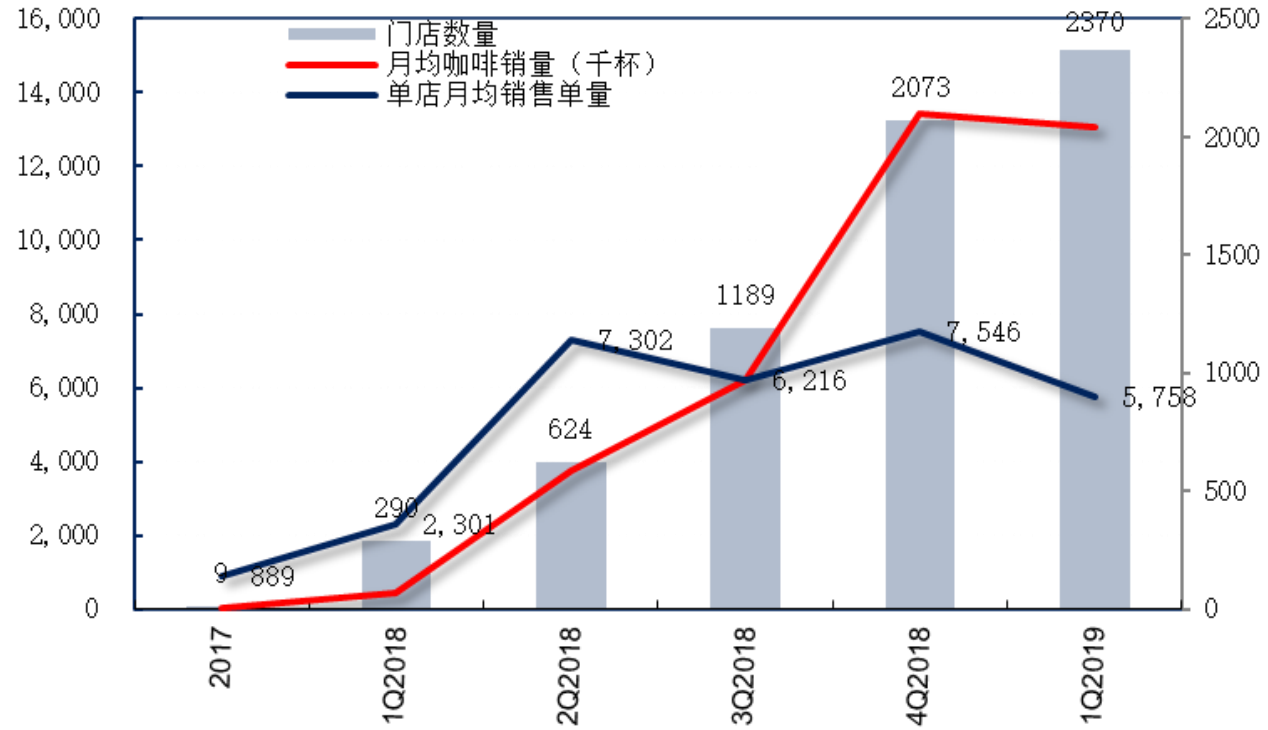
但是，近虑之外尚有远忧。上述边际贡献尚未考虑公司的相关固定成本，作为以持续开店作为扩张方式的重资产公司，公司的固定成本不容小觑。截止 1Q2019，公司的开店相关固定成本包括：房租、人员工资、水电煤、折旧和装修及杂费，我们根据瑞幸每季度的新增店铺数估算其当季实际贡献收入的店铺数，测算出单店每月固定成本：

图 5 瑞幸运营店铺单店固定成本（万元/间）


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

1Q2019 公司的平均单店固定成本最低，仅为 5.71 万元/月，但若以 2 元/单的边际贡献来匡算，完全覆盖固定成本需要平均每家店贡献约 2.855 万单/月的销售频次，也就是平均每天要销售 952 单。这几乎是不可能完成的任务，目前公司的最高店均销售出现在 4Q2018，平均每家店每月贡献了 7546 单，相当于平均每天销售 250 单。

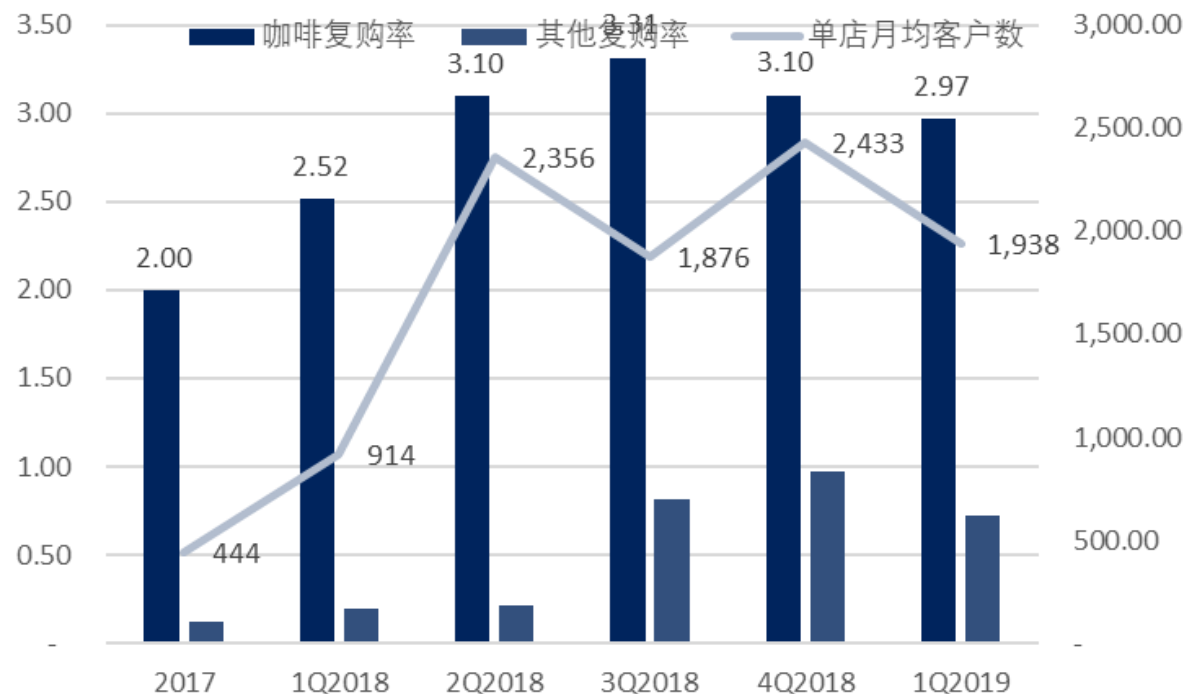
图 6 门店数量和单店月均销售单量（间，千杯，单/间/月）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

而且，不论从单店覆盖客户数量还是人均复购频次来看，两者近四个季度始终围绕着均值波动，使得两者乘积的单店月均销售单量也难以向上突破。

图7 复购率及月均客户数（次/月，次/月，人间/月）



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司持续的开店计划也从侧面印证了单店覆盖客户数量存在天花板的情况：2019 年伊始，瑞幸公开计划再开出 2500 家门店，到 2019 年年底，将总门店数量提升至 4500 家。

综上所述，在单店月均单量面临瓶颈的情况下，瑞幸不得不做的便是提升其产品售价，从而保证其单店盈利能力。但这恰恰是和其差异化所追求的“低价”自相矛盾的，也体现了烧钱大法的另一大劣势：产品商品化，用户粘性低。当瑞幸不再价廉，其还能保证吸引足够多的客户吗？

瑞幸精准定位的能力、高举高打的魄力值得敬佩，但是时间的齿轮飞转，只靠烧钱的简易打法，估计换不回太多时间了。

风险提示：市场扩张不及预期；资金不足的风险；细分需求判断失误的风险；宏观经济下行的风险。

❖ 本期【卓越推】：中炬高新（600872），广州酒家（603043）。

中炬高新（600872）（2019-05-06 收盘价 34.5 元）

➤ 核心推荐理由：

- 1、**公司产能将迎来密集投放期，定位差异化竞争，知名度不断提升。**1) 公司酱油产能已进入密集投放期，随着阳西美味鲜项目投产，其他调味品产能也将从 2020 年开始增长，符合公司平台化发展的策略；2) 公司定位精准差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年，且公司酱油出厂吨价最高，产品结构符合消费升级逻辑；3) 公司是品牌化战略的先行者，塑造了“品牌可信赖，无食品安全隐患”的企业形象。随着公司近年来销售规模、市场份额和营销网络的不断扩大，厨邦、美味鲜品牌知名度有望进一步提升。
 - 2、**实控人变更落地，后续发展目标清晰。**2019 年 3 月 22 日，公司公告称其实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会正式变更为姚振华先生。此次变更，姚振华先生和宝能投资对于中炬高新的控制权进一步加强，公司治理结构有望持续改善，为发展增添新动力。公司在年报中披露了中期目标，即实现五年“双百”目标——从 2019 年到 2023 年，公司用五年的时间，按照三步走发展战略，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。产量方面，2018 年公司调味品整体生产量约 54 万吨，根据公司的阳西基地二期建设计划，我们判断 100 万吨的产量目标是较易实现的；收入目标方面，公司在未来 5 年需要实现 21% 的年均复合增速，其主营业务的长期成长性可期。
- **盈利预测与评级：**我们预计中炬高新 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 7.49、9.69 和 11.38 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.94、1.22 和 1.43 元。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。
- **相关研究：**《20180111 中炬高新（600872）关注中炬高新小包装化进程》，《20180426 中炬高新（600872）成本控制逻辑被验证，渠道拓展体现做强决心》，《20180517 中炬高新（600872）阳西基地先进产能带来利润空间想象力》，《20180823 中炬高新（600872）看好调味品业务盈利能力持续提升》，《20181030 中炬高新（600872）提价影响减弱，调味品业务增速放缓；大股东变更为公司发展增添新动力》《20190401 中炬高新（600872）调味品板块 4Q 收入增速反弹；实控人变更落地助力公司发展》《20190430 中炬高新（600872）调味品业务盈利能力显著提升，品类扩张步伐加快》。

广州酒家 (603043) (2019-05-06 收盘价 27.96 元)

➤ 核心推荐理由:

- 1、收入增长源于食品制造板块产能释放和单价提升的双重影响，产品力和品牌力可见一斑。**2018 年全年，公司食品制造业务实现收入 18.92 亿元，同比增长 18.59%，增速较 2017 年同比提升 7.3 个百分点；餐饮业务实现收入 6.01 亿元，同比增长 7.46%，增速较 2017 年的 20.73% 明显放缓。食品制造业务下辖三大子板块中，月饼板块收入 10.38 亿元，同比增长 15.67%；速冻板块收入 4.10 亿元，同比增长 29.86%；其他(饼酥和腊味)板块收入 4.43 亿元，同比增长 15.97%。相关子板块的增长一方面来自于公司产能逐步释放带来的销量提升，另一方面源自产品平均单价的提升：1) 月饼子板块 2018 年销量 1.15 万吨，同比增长 9.92%，销售单价 90.2 元/kg，同比增长 5.20%；2) 速冻子板块 2018 年销量 2.02 万吨，同比增长 20.5%，销售单价 20.5 元/kg，同比增长 10.40%。综合来看，公司 2018 年销量增长情况略逊我们预期，但同期主要产品平均出厂价提升幅度优于预期，体现了公司持续的产品升级能力和品牌影响力。
 - 2、期间费用先行影响盈利水平。**2018 全年和 1Q2019，公司净利润率分别为 15.13%和 8.55%，同比变动-0.43/-0.13 个百分点，我们判断下滑主要是公司期间费用率提升导致。2018 全年和 1Q2019，销售费用率分别为 25.93%/25.37%，同比变动+0.78/-1.18 个百分点；管理费用率分别为 9.09%/9.86%，同比变动+0.79/-0.52 个百分点；2018 全年研发费用 4847 万元，同比增长 158%，费用率 1.91%，同比提升 1.05 个百分点，1Q2019 研发费用率为 1.38%，同比提升 0.68 个百分点。研发费用的增加主要系公司为推进募投项目中的利口福技术研发中心建设，提前为新厂研发先行布局所致，中长期来看有利于月饼及速冻等新品培育。整体期间费用率分别为 36.03%/35.93%，同比+2.42/+0.44 个百分点。
 - 3、股权激励实施将促进公司长期发展。**随着一期股权激励授予登记的完成，有效激励员工动力，促进公司长期良性发展。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计广州酒家 2019-2021 年 EPS 为 1.11 元、1.28 元和 1.59 元，维持“增持”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》《20190312 广州酒家 (603043) 变更部分募投项目，加速解决产能瓶颈问题》，《20190322 广州酒家 (603043) 主营业务发展稳健，期间费用率拖累全年利润，19 年业绩值得期待》，《20190426 广州酒家 (603043) 产品力和品牌力提升显著，费用先行为发展提供保障》。

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，复旦大学工学硕士，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 $\pm 5\%$ 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。