

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

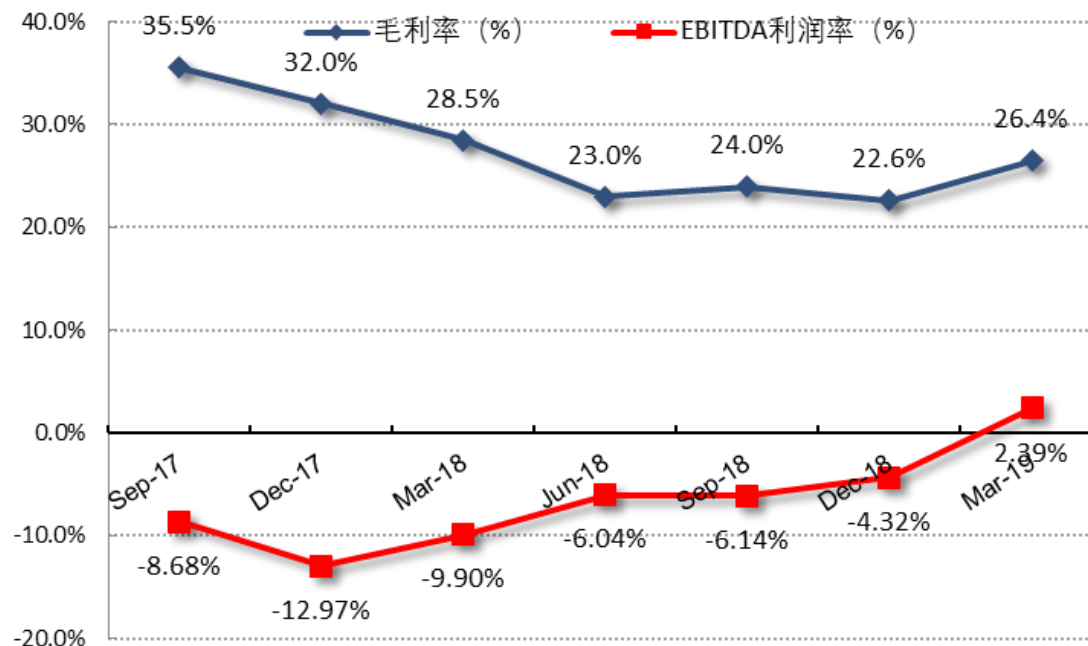
2019年5月27日

◆ **本周行业观点: 美团点评 1Q2019 季报点评, 经调整 EBITDA 扭亏但难掩核心业务增速下降危机**

1、美团点评发布一季度季报, 经调整 EBITDA 首次扭亏。

美团点评 5 月 23 日盘后发布 2019 年一季报, 1Q2019 单季营业收入同比增长 70.1% 至 191.73 亿元 (4Q2018yoy=89%)。成本和费用上均得到有效控制, 1Q 整体毛利率同比下降 2.0 个百分点至 26.4%, 但毛利率创上市以来最高水平 (见图 1); 同期, 销售费用率为 19.3% (同比减少 5.9 个百分点), 研发费用率 10.6% (同比减少 1.6 个百分点), 管理费用率 5.6% (同比减少 0.3 个百分点)。1Q2019 的期内亏损金额为 14.33 亿元, 亏损环比收窄 58.1%, 经调整亏损净额为 10.39 亿元, 亏损环比收窄 69.6%, 连续 3 个季度环比收窄。经调整 EBITDA 录得 4.59 亿元, 自财报披露以来首次扭亏为盈 (见图 1)。

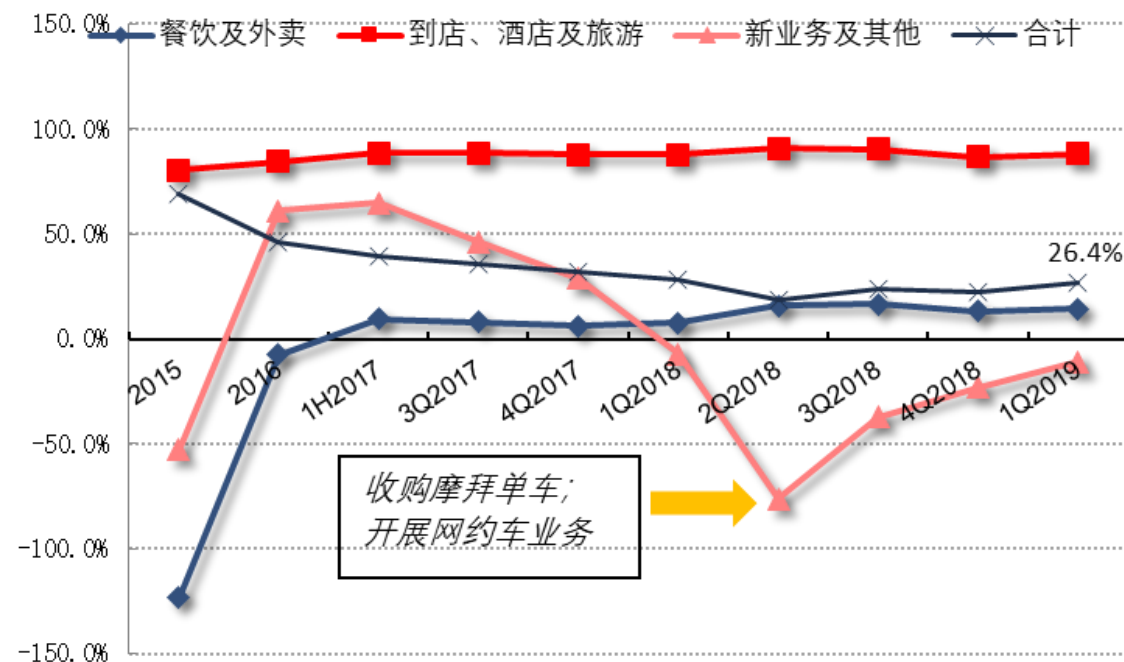
图 1 3Q2017 至今毛利率及 EBITDA 利润率对比 (%)



资料来源: 美团点评公司公告, 信达证券研发中心

分板块来看，1Q2019 随着转化率提升，餐饮外卖毛利率环比提升 1.0 个百分点至 14.4%，到店、酒店及旅游毛利率环比提升 1.5 个百分点至 88.3%。得益于网约车补贴投入减少和摩拜的运营成本控制，新业务毛利率环比提升 12.2 个百分点至 -11.1%。公司整体毛利率环比提升 3.8 个百分点至 26.4%，毛利率改善效应明显。

图 2 公司毛利率情况 (%)



资料来源：美团点评公司公告，信达证券研发中心

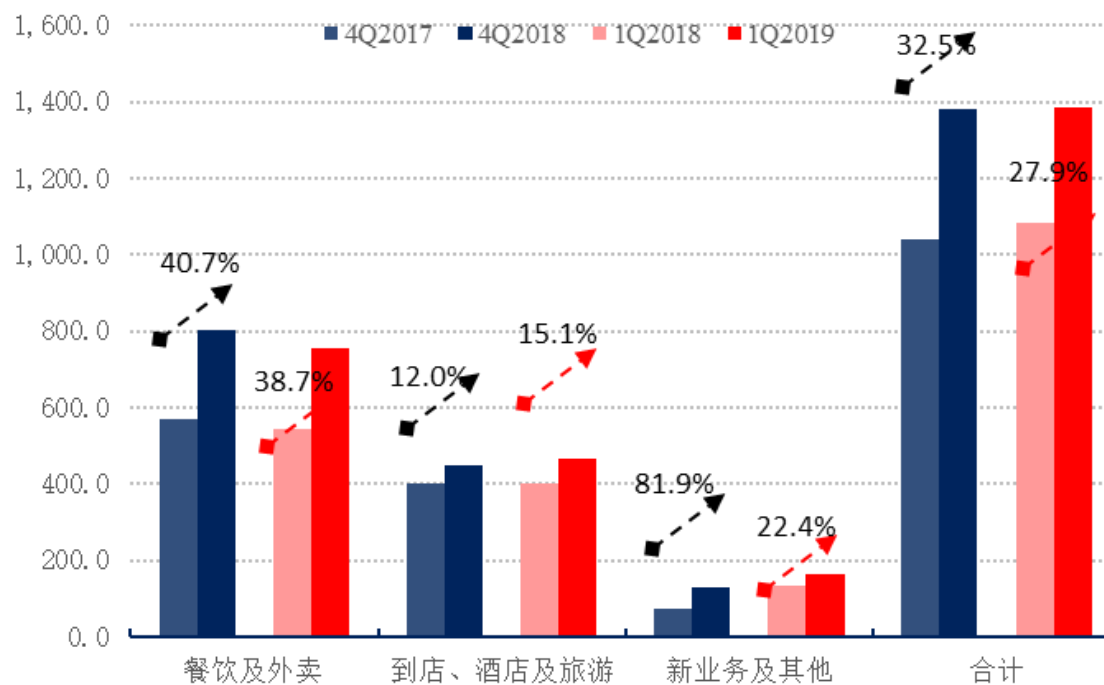
2、但核心业务增速放缓令人担忧其过快迎来规模瓶颈。

盈利能力改善的光环之下略存隐忧，主要因公司的平台交易金额增速持续放缓，尤其是看似潜力无限的餐饮外卖赛道现在看来面临规模瓶颈。

1Q2019，公司平台交易金额（GTV）为 1384 亿元，同比增速 27.9%（4Q2018yoy=32.5%）。增速持续放缓的原因主要在于占比最大的餐饮外卖业务 1Q 交易额（GMV）仅实现 38.7% 的同比增长至 756 亿元，而去年同期的 4M2018 该增速高达 112.1%。再加上此前公司披露该业务 GMV 一直维持 50% 以上的超高同比增速，投资人对后续强劲增长仍抱有较高预期，持续下降的增速表现显然给估值预期蒙上了一层阴影。除此之外，拥有美团到家、小象生鲜、摩拜及美团打车等业务的新业务及其他板块 GMV 同比增速仅为 22.4% 至 164 亿元（4Q2018yoy=81.9%），该板块 GMV 规模自 3Q2018 触及高点后始终未向上突破，其对增量 GMV 的贡献非常有限，可见对应业务仍在调整期，且公司也并未孵化出下一个“拳头产品”。

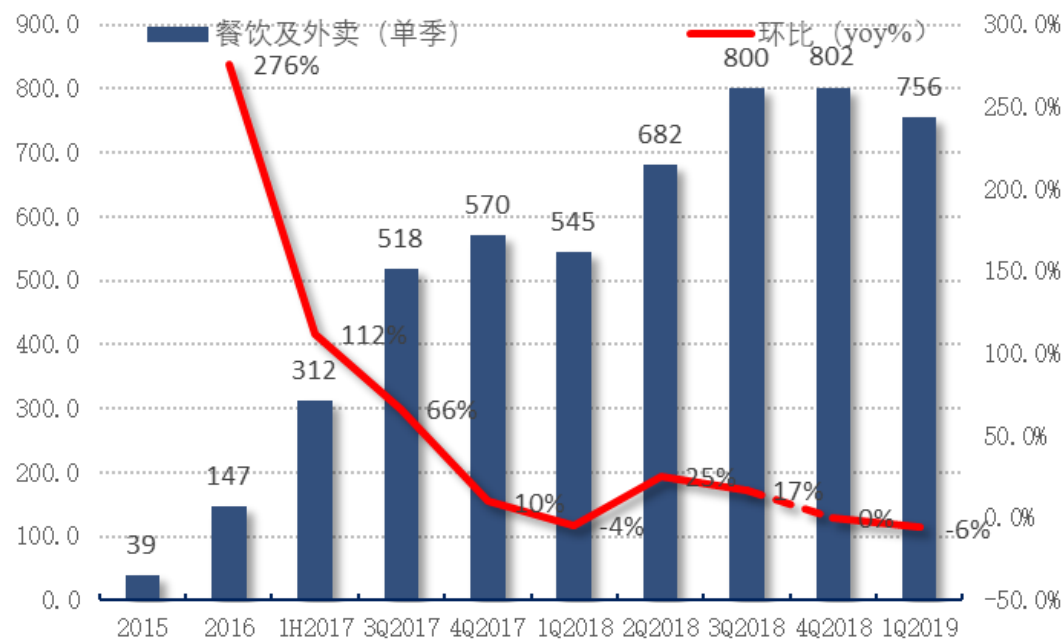
唯一值得欣慰的是，1Q2019 到店及酒旅业务 GMV 增长 15.1%至 464 亿元，增速继续触底反弹（4Q2018yoy=112.0%）。

图 31Q2019vs4Q2018GMV 及增速对比（亿元，%）



资料来源：美团点评公司公告，信达证券研发中心

从历史收入变化来看，美团的餐饮外卖板块 GMV 在此之前也曾经历过短期波动。4Q17 和 1Q18 两个季度，受节假日影响，公司的餐饮及外卖 GMV 分别录得环比增速 10%和-4%；但从过去 6 个季度的表现来看，该板块的 GMV 环比增速明显放缓，且 1Q2019 录得了最差单季度表现，板块的增长瓶颈来的太快了一些。

图 4 公司餐饮及外卖业务单季 GMV 环比增速对比 (亿元, %)


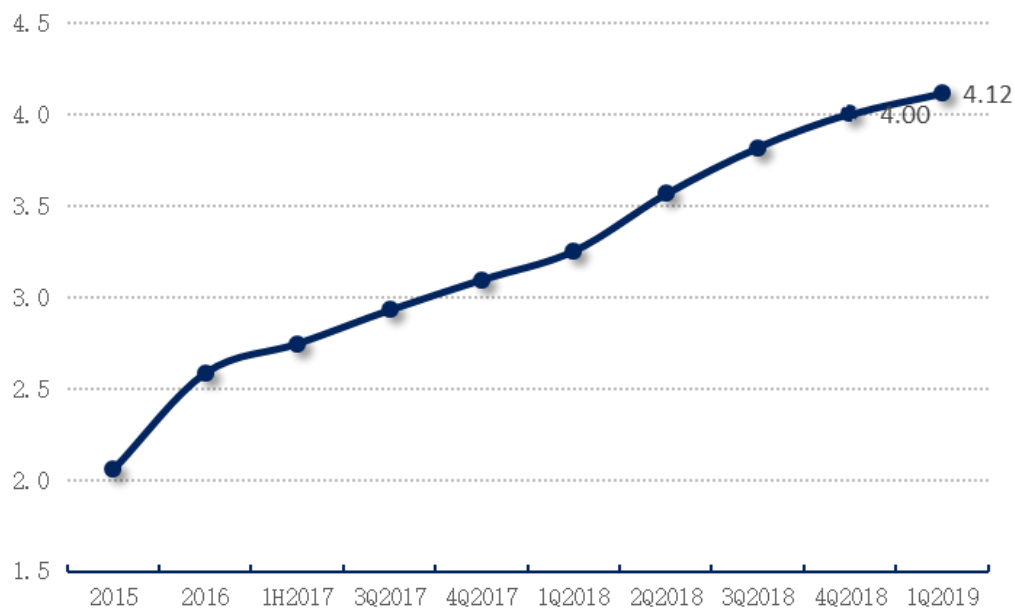
资料来源：美团点评公司公告，信达证券研发中心

餐饮板块 GMV 的增速是由 1) 订单量和 2) 平均客单价决定的；而 1) 订单量又由 3) 活跃用户数和 4) 平均消费频次所影响。1Q2019，公司的 3) 活跃用户同比增长率放缓至 26.4%；4) 平均外卖消费频次受季节性影响仅微增 7.4% 至 1.35 次/月；同期，2) 平均客单价 45.46 元/单，增幅进一步放缓至 2.2%，1H18 则为 8.8%。综上所述，正是由于消费频次和平均客单价的增速放缓导致了 GMV 加速度下降。

表 1 餐饮板块 GMV 增速拆解 (亿元, %)

	4Q2018	1Q2019
GMV	802	756
YoY(%)	40.7%	38.7%
1)订单量(亿单)	18.32	16.63
YoY(%)	35.3%	35.8%
2)平均客单价(元/单)	43.78	45.46
YoY(%)	4.0%	2.2%
3)活跃用户数(亿人)	4.00	4.12
YoY(%)	4.7%	26.4%
4)平均月消费频率	1.53	1.35
YoY(%)	-2.1%	7.4%

资料来源: 美团点评公司公告, 信达证券研发中心

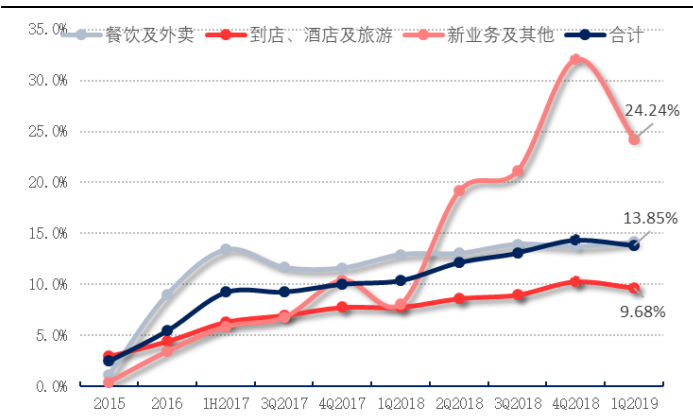
图 5 活跃用户环比变化情况 (亿人)


资料来源: 美团点评公司公告, 信达证券研发中心

3、过早进入佣金提价周期，恐影响生态健康发展。

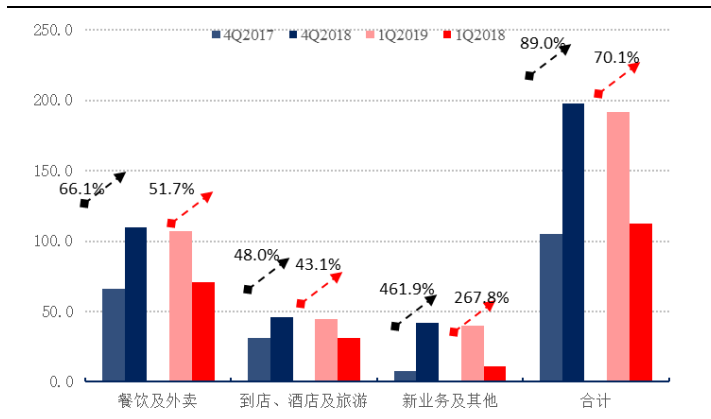
1Q2019 公司整体变现率由去年同期的 10.4% 上升至 13.85% (4Q18=14.35%)；快速提升的变现率使得公司的收入同比增速保持高位。

图 6 美团点评变现率环比变化情况 (%)



资料来源：美团点评公司公告，信达证券研发中心

图 7 1Q2019vs4Q2018 营业收入及增速对比 (亿元, %)



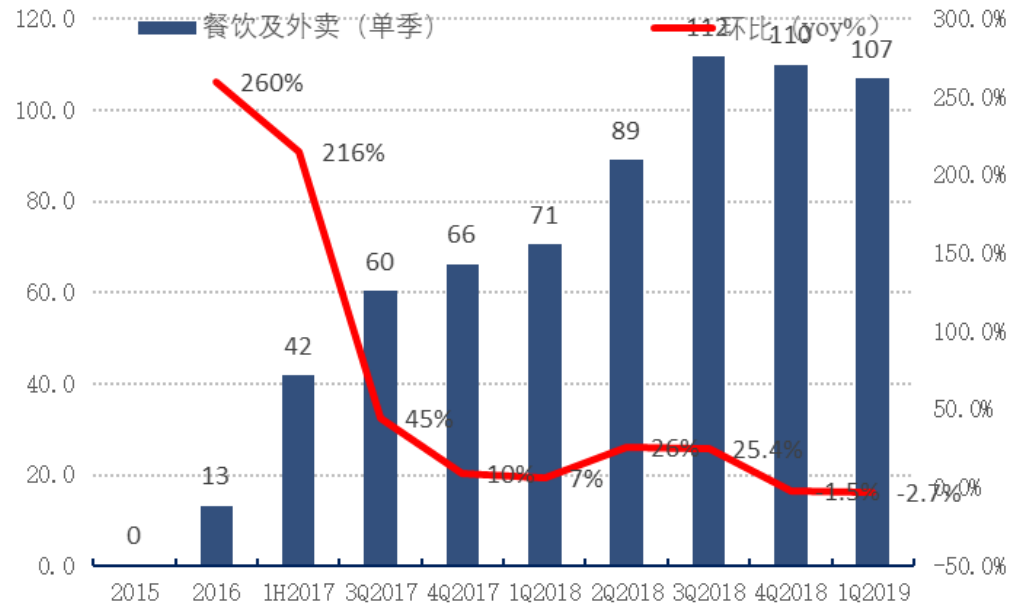
资料来源：美团点评公司公告，信达证券研发中心

我们在美团点评系列报告（四）《20181126 食品饮料行业卓越推：广州酒家》中提示过，随着各类生活服务的线上渗透率逐步提升，美团点评仅依靠线上交易规模红利带来的佣金收入增长并不可持续，而持续为线上生态圈提供基础刚需服务的 2B 企业才有望获得长青。美团的 10 年线下经验和已组建的约 3 万人地推团队使其能够在 B 段获得先发者优势。这一模式是否能快速实现，才是美团点评最值得关注的增长点。

但令人失望的是，从多家媒体报道中可见，美团点评的变现率提升并不是通过提供有附加值的 B 端服务，而是利用佣金抽成实现的：从 2018 年开始，美团点评的外卖佣金抽成不断上涨，从最初的 18%、22%，一路飙升至今年以来的 25%。面对如此飙涨的佣金，全国各地都出现了小商户纷纷下线外卖业务、关停转行的“逃离美团”风潮。在这样的大环境下，公司平台上的活跃用户和商家增长乏力的现象与其说是行业普遍现象，不如说是公司的经营策略问题。

从同一赛道的阿里系口碑饿了么当前的收入增长情况来看，由于口碑饿了么并未披露其 GMV 规模，我们仅能从其收入规模增速中略窥其增长能力。3Q2018-1Q2019，口碑饿了么的营业收入分别为 50.21、51.59 和 52.66 亿元，环比增速 2.7% 和 2.1%。同期，美团点评的营业收入分别为 111.72、110.06 和 107.06 亿元，环比增速 -1.5% 和 -2.7%。

图 8 公司餐饮及外卖业务单季收入环比增速对比 (亿元, %)



资料来源: 美团点评公司公告, 信达证券研发中心

4、风险提示: 食品安全风险; 宏观经济放缓导致消费者可支配收入中用于服务类的开支增速放缓的风险; 并购导致公司盈利能力出现短期波动的风险; 转化率下降风险; 其他竞争者进入, 导致行业竞争更为激烈的风险; 上市后决策机制可能出现变化的风险; 生活服务线上市场出现破坏性创新者的风险。

❖ 本期【卓越推】：中炬高新（600872）。

中炬高新（600872）（2019-05-24 收盘价 38.02 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》。

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±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。