

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

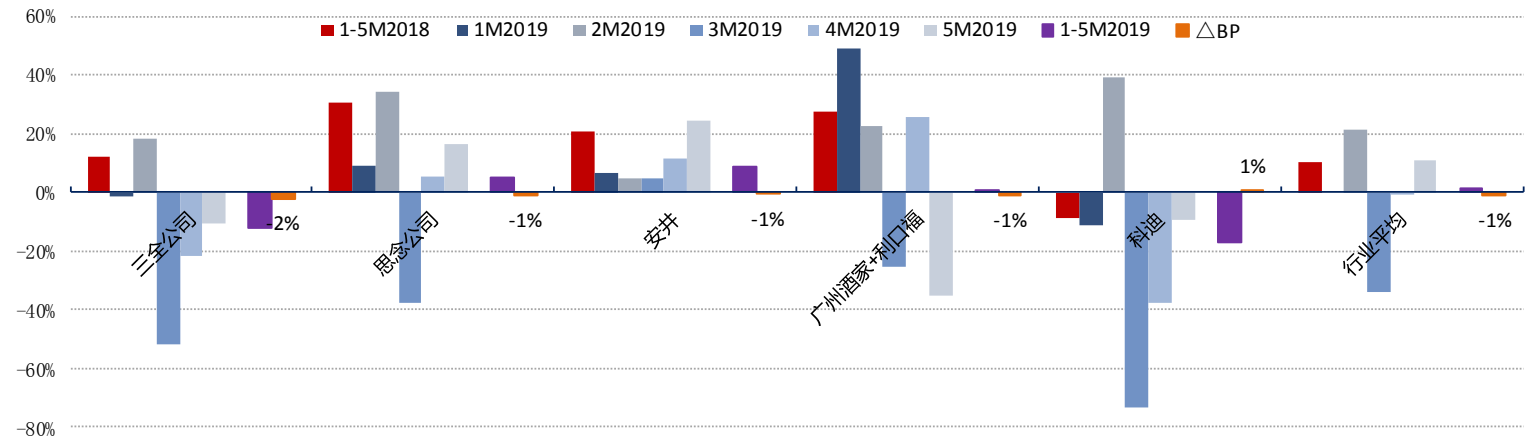
2019 年 7 月 9 日

◆ 本周行业观点: 从连锁渠道端 5 月数据跟踪, 预览部分子板块半年报表现 (酱油板块)

## 1、速冻食品子板块 2019 年增速放缓, 潮水退去, 企业间竞争进入下半场

速冻食品板块是我国零售端规模最大的子板块之一。根据全国连锁超市信息网, 速冻食品板块 1Q2019 的销售收入同比增速仅为 0.4%, 较去年同期大幅下降 11.2 个百分点; 受端午节节庆食品销售错期的影响, 5M 单月收入同比增速为 11.1%, 带动 1-5M2019 累计销售收入同比增速回升至 1.7%, 但仍呈增速乏力态势。

图 1 速冻食品企业增速对比 (%)



资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

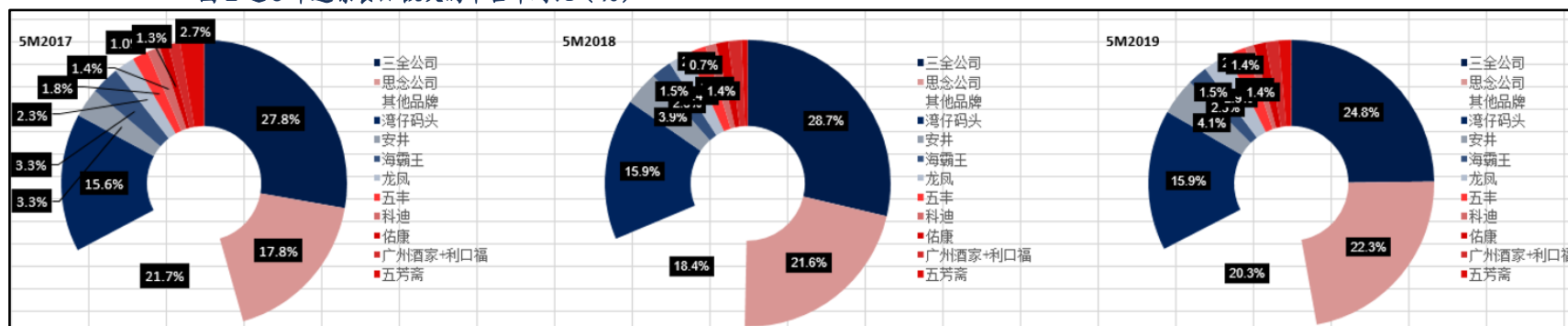
从市场份额来看, 2017-2019 年, 速冻食品板块集中度经历了“由集中到分散”的明显变化。截止 2019 年 5 月, 板块内品牌企业的集中度由 2017 年同期的 78.3% 上升至 2018 年时的 81.6%, 又下降至今年的 79.7%。行业集中度的变化, 一方面源于速冻板块的准入门槛较低, 且消费更高频, 因此品牌企业面临更为激烈的竞争; 另一方面则由于近年来消费升级和新零售带动下速冻品种快速多元化, 给予许多此前规模受限的区域性特色产品成为大单品的机会, 如缸鸭狗的宁波汤圆、广州酒家的广式蒸点等。随着板块整体增速放缓, 可以预见企业间的竞争将进一步加剧。

速冻食品板块呈现明显的双寡头格局: 截止 2019 年 5 月, 三全和思念分别以 24.79% 和 22.35% 占据市占率前两席, 合并收入规模高达 47.14%。但该格局下, 孰强孰弱尚未有定论, 思念较三全的市占率差距, 由落后近 10 个百分点, 缩小至不

足 2.5 个百分点。思念近年来通过千味央厨子公司涉足 2B 餐饮供应链，推出了速冻油条等餐渠大单品；从零售端监控数据来看，其于 1-5M2019 仍然实现了快于行业平均水平的增速。总结来看，思念 2B 和 2C 业务均实现了良性发展，两大板块的业务协同也将使公司效率更高，市场竞争力更卓越。

除了三全和思念以外，板块内主要公司还包括湾仔码头、安井食品、广州酒家、海霸王、科迪等，其中市占率提升最快的是安井食品，近三年分别录得 3.26%、3.87% 和 4.14%。安井食品的分销模式是通过农批市场向小 B 端企业渗透，其核心竞争力在于对经销商和渠道库存的严格把控，以及对大单品和产品矩阵策略的娴熟运用。从结果来看，这一策略帮助安井快速实现了向消费终端的渗透，并最终成为行业黑马。

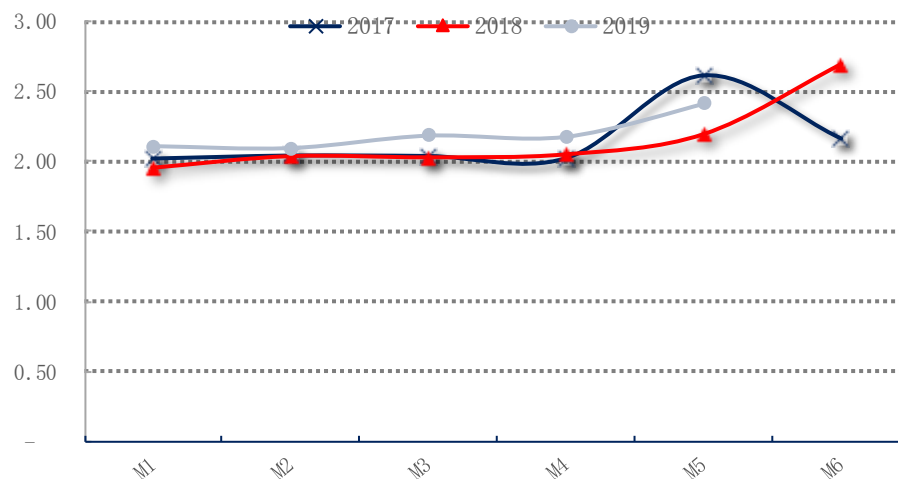
图 2 近 3 年速冻食品板块的市占率对比 (%)



资料来源：全国连锁超市信息网，信达证券研发中心

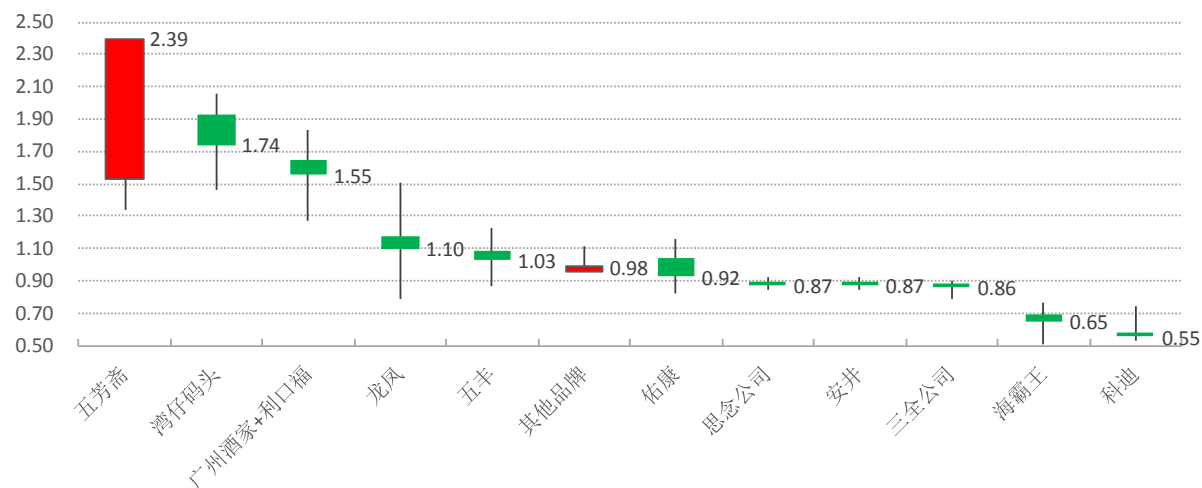
## 2、板块小幅提价，缓解上游成本压力

从价格端来看，速冻食品板块 2019 年均价上调幅度明显，涨幅区间为 3%-10%；鉴于 2018 年同期板块无明显调价趋势，我们预计 2019 年板块成本压力有望缓解。根据欧瑞数据，截止 2018 年，我国国民每年仅花费 13 美元（折合约 85 元）购买速冻食品，而美、日两国分别是我国的 15 和 12 倍，因此我国速冻食品进一步高端化将是长期趋势。

**图 3 近 3 年速冻食品均价对比 (元/100ml)**


资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

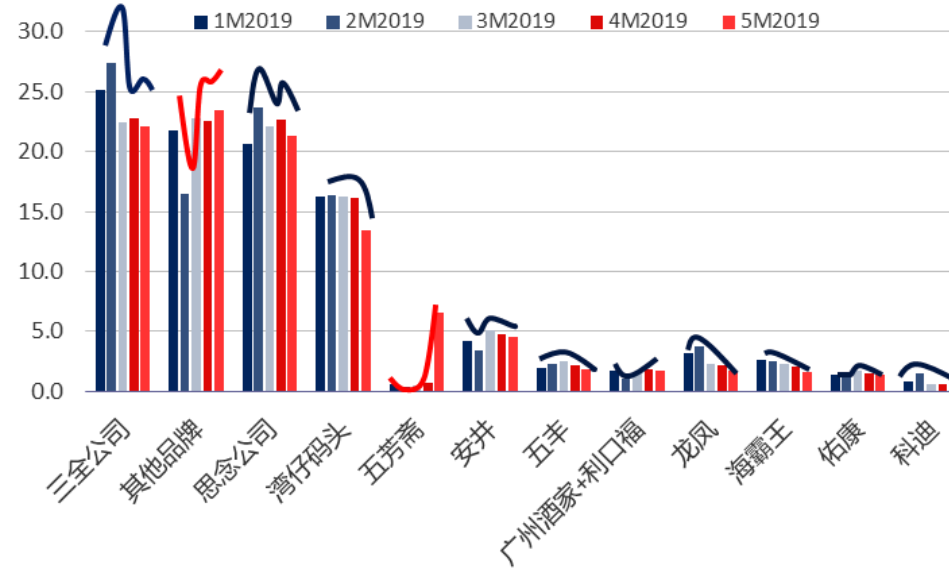
分品牌来看, 由于 5 月为粽子消费旺季, 五芳斋创下单价历史新高; 其余主流品牌在 5 月淡季以降价销库存为主。

**图 4 5M2019 主流速冻食品品牌的相对售价 (均价=1.0)**


资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

最后，我们以速冻食品板块 1-5M2019 的市占率变化情况作为本篇的总结——由于 5-6 月是端午粽子旺季，所以以节庆食品为主营业务的五芳斋在此期间会瓜分其他主流品牌的市场占有率；行业双寡头思念和三全在 3-5M 的市占率呈现此消彼长的态势，龙头之争进入白热化阶段；其他品牌中，除湾仔码头和安井食品获得了超过 5% 以上的市占率，有一定的规模效应护城河，其他品牌规模尚小，面临相对激烈的行业竞争。

图 5 主要速冻食品品牌市场份额变化 (%)



资料来源：全国连锁超市信息网，信达证券研发中心

**3、风险提示：**经济环境低迷导致销售不及预期的风险；成本上涨过快或原材料价格波动过大的风险；二级市场股票价格的不确定性；企业经营管理出现重大失误。

❖ 本期【卓越推】：广州酒家（603043）。

## 广州酒家（603043）（2019-07-08 收盘价 31.75 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、广州酒家与陶陶居食品有望强强联合，进一步挖掘老字号餐饮品牌价值。**7 月 4 日，广州酒家公告称已于当日与广州工业发展集团有限公司（以下简称“工业发展集团”）签订《股权转让意向书》，拟以现金方式收购后者所持广州陶陶居食品有限公司（以下简称“陶陶居公司”）100% 股权。陶陶居公司成立于 2012 年，为广州市人民政府通过国资持股平台及工业发展集团持股 100% 的企业（股权结构见图 1）。其核心资产为始于 1880 年的“陶陶居”品牌，是具有 139 年历史的中华老字号。目前陶陶居公司的收入来源主要包括：食品销售、物业租金和品牌外部授权等；产品包括节庆食品、特色手信、休闲食品等；实体店包括 13 家陶陶居酒家门店，分别位于广州、深圳和厦门；销售渠道包括连锁门店、主流商超和淘宝、天猫、京东等各大电商平台。总体来看，陶陶居公司从产品到销售渠道均与广州酒家“食品+餐饮”的展业模式十分契合——两者均是广式餐饮老字号企业，均可通过“餐饮树品牌、食品创规模”的模式实现规模化和品牌化。

- **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》, 《20190708 广州酒家 (603043) 并购粤式餐饮食品老字号陶陶居, 强强联合》。

## 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。	<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。