

## 速冻食品

报告原因：深度报告

2020年8月4日

## 速冻食品专题报告

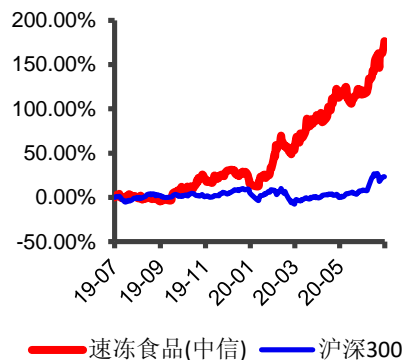
BC 端双轮驱动，供应链能力强者占上风

## 评级

看好

行业研究/深度报告

## 速冻食品行业近一年市场表现



## 相关报告：

分析师：

和芳芳

执业证书编号：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

研究助理：

徐怡然

邮箱：xuyiran@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 投资要点：

➤ **速冻行业市场空间广阔，火锅制品风头正劲，菜肴制品有望成为下一个风口。**我国速冻食品行业起步较晚，目前处于较快增长时期，据Frost&Sullivan研究，国内速冻食品行业规模由2013年的828亿元增长至2018年的1342亿元，年均复合增长率为10.14%。我们认为后续C端消费的增速有所放缓，但本次疫情使消费者对于速冻食品的便利性和食品本身的营养价值有了一个新的认识，且未来随着餐饮企业的恢复以及冷链技术的发展，速冻食品行业有望持续增长。**但是聚焦到细分领域，细分板块竞争格局差异化显著：**

1) 速冻米面制品零售市场集中度较高，形成了三全、思念、湾仔码头三家分立的局面，餐饮市场还处于蓝海阶段；2) 速冻火锅制品竞争较为分散，风头正劲，品牌崛起有望成为下一阶段主题；3) 速冻菜肴制品近几年发展迅速，龙头企业开始入局，有望成为下一个风口。

➤ **需求端双轮驱动，冷链物流助力行业增长。从需求端来看：**1) 消费能力的提升、生活节奏的加快使得居民饮食习惯发生改变，家务劳动与烹饪时间减少，同时“Z世代”消费经济带动速冻食品C端市场消费升温，而疫情按下了加速键，提升了消费者对速冻食品行业的认知。2) 虽然在新冠肺炎疫情影响下，餐饮行业短期受到一定的抑制作用，如果以日本为参照样本，速冻行业在家庭和餐饮渠道的结构占比为2:3，从中长期看，预计我国速冻餐饮渠道的收入占比会继续提升。同时，随着餐饮企业的连锁化发展、经营成本上涨，餐饮企业加大速冻产品的依赖程度，且在火锅、餐饮外卖及团餐市场不断发展下，速冻细分品类在B端市场渗透率有望继续提高。**从供给端来看，**近年来，国内速冻食品产量呈现出稳健增长的态势。而就日本市场发展经验来看，速冻产品产量及增速与社会经济发展之间存在着较强的关联性。同时，我国冷链储运体系发展支撑速冻食品市场版图继续扩张，因此，我国速冻食品的产量在未来有望继续上升。

➤ **强供应链能力下，龙头企业有望持续受益。**在消费认知提升、餐饮连锁化及经营成本上涨等趋势下，速冻食品企业C端和B端市场同时迎来了风口。但是，速冻食品行业供应链条较长，供应链能力比较强的企业有望受益。1) 消费者的消费习惯和口味的变化速度很快，速冻产品的生命周期不确定很高，拥有新品开发能力和丰富的产品线确保公司绿树



常青。2) 疫情对不同规模企业影响不一致，总的来说，对头部企业，特别是具备 KA、BC、电商渠道的影响较为正面，全渠道优势企业占上风。因此，我们认为不管是处于成熟阶段的速冻米面制品，还是风头正劲速冻火锅料，或是正在快速成长的速冻菜肴制品行业，拥有敏锐的新品开发能力、丰富产品线、全渠道优势企才能通过品类间的轮动、渠道间互补助力企业增长。

➤ **估值业绩齐飞的“戴维斯双击”。**在“宅经济”利好的大背景下，安井食品、三全食品、海欣食品等个股迎来估值业绩齐飞的“戴维斯双击”。1) 疫情期间，速冻行业公司业绩表现亮眼，根据上市公司公告显示：三全食品 2020H1 业绩预告显示，报告期内公司预计实现盈利 4.3 亿元-4.6 亿元，较上年同期增长 390.00%-420.00%；海欣食品 2020H1 业绩预告显示，报告期内公司预计盈利 0.4-0.5 亿元，同比增长 470.23%-612.79%。2) 资本市场对国内速冻食品行业也青睐有加，中信速冻食品指数大幅跑赢沪深 300，在个股中，安井食品、三全食品股价已翻倍、海欣食品也有不俗的表现。3) 速冻食品行业属于产业链中的加工环节，速冻食品行业的原材料主要分鱼糜、肉类、粉类等。原材料成本占速冻食品成本 75% 以上。目前原材料成本维持高位，强议价能力和规模效应利于龙头企业。

#### 投资建议：

我国速冻食品行业近年来保持了较快的增长，速冻食品因其便捷、营养的产品属性，符合消费者追求健康、安全的消费理念。但是人均消费量远不及发达市场，仍有有很大的成长空间。在消费认知提升、餐饮连锁化及经营成本上涨的趋势下，速冻食品企业 C 端和 B 端市场同时迎来了风口，同时，冷链物流的发展助力行业增长。但是，速冻食品行业供应链条较长，供应链能力比较强的企业有望持续受益。虽然当前速冻食品行业估值比较高，但行业有望持续稳健增长，且细分行业仍有发掘空间，龙头企业受益显著，市场份额有望进一步扩张，建议关注三条主线：一是产品线丰富及 BC 端市场兼顾的速冻食品龙头：安井食品；二是，内部改革成效显著，不断挖掘场景，在业务上寻求突破点的速冻米面制品龙头：三全食品；三是布局餐饮渠道的千味央厨。

#### 风险提示：

➤ 原材料价格波动；行业竞争日趋激烈；食品安全质量风险。

## 目录

<b>1.行业市场空间广阔，细分板块竞争格局差异化较大</b>	<b>7</b>
1.1 我国速冻食品行业起步较晚，目前处于较快增长时期	7
1.2 市场空间广阔，未来有望持续增长	9
1.3 细分板块竞争格局差异显著，区域分布河南省独占鳌头	10
1.3.1 速冻食品企业呈梯队分布	10
1.3.2 细分板块竞争格局差异显著	11
1.3.3 河南省成为速冻食品生产企业最大聚集地	13
<b>2.需求端双轮驱动，冷链物流助力行业增长</b>	<b>14</b>
2.1 消费升级与“Z世代”带动C端市场消费升温	14
2.2 疫情按下了加速键，提升消费者认知	16
2.3 餐饮市场短期受疫情影响，B端占比未来继续有上升空间	17
2.4 速冻细分品类在B端市场渗透率继续提高	18
2.5 供给端产量不断提升，冷链物流促进版图扩张	21
<b>3.强供应链能力下，龙头企业有望持续受益</b>	<b>23</b>
3.1 强研发能力及丰富的产品线，确保绿树常青	24
3.2 渠道逐步多元化，全渠道企业优势占上风	26
3.4 疫情加速行业洗牌，集中度有望提高	29
<b>4.估值业绩齐飞的“戴维斯双击”</b>	<b>29</b>
4.1 疫情期间，速冻行业公司业绩表现亮眼	29
4.2 资本市场对速冻食品企业更加青睐	30
4.3 原材料成本维持高位，强议价能力和规模效应利于龙头企业	31
<b>5.投资建议</b>	<b>33</b>
<b>6.风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1：速冻食品生产分类情况 .....	7
图 2：速冻食品行业产业链解析 .....	8
图 3：速冻食品行业发展历程 .....	8
图 4：2015-2020H1 新增速冻食品企业数量 .....	9
图 5：速冻食品行业市场规模情况 .....	9
图 6：我国速冻食品细分品类占比情况 .....	10
图 7：行业集中度较低 .....	11
图 8：速冻食品细分品类发展阶段 .....	11
图 9：我国速冻米面食品行业市场规模情况 .....	12
图 10：速冻米面制品领域市场份额占比（%） .....	12
图 11：速冻火锅料制品市场规模情况 .....	13
图 12：速冻火锅料制品领域市场份额占比（%） .....	13
图 13：2018 年速冻食品行业销售收入区域分布（%） .....	14
图 14：2013-2019 我国居民人均可支配收入及消费支出 .....	15
图 15：2019 年我国居民人均消费支出结构 .....	15
图 16：早餐用餐时间分布 .....	15
图 17：不吃早餐的原因 .....	15
图 18：“懒”人群年龄分布 .....	16
图 19：“宅”人群年龄分布 .....	16
图 20：中国、美国、欧洲及日本人均速冻食品占有量差距（千克/人） .....	17
图 21：餐饮行业收入情况表 .....	17
图 22：我国速冻食品渠道占比情况 .....	18
图 23：日本速冻食品渠道占比情况 .....	18
图 24：美国餐饮连锁化率为 .....	18
图 25：中国餐饮连锁化率 .....	18
图 26：2011-2019 年我国人口年龄分布情况 .....	19
图 27：2010-2019 年住宿及餐饮业人员平均工资及增速 .....	19

图 28：千味央厨主要客户群体 .....	20
图 29：2015-2019 年速冻火锅料产量及增速（%） .....	20
图 30：2015-2019 年速冻火锅料销量及增速（%） .....	20
图 31：2015-2019 年中国餐饮外卖行业收入及增长率 .....	21
图 32：2019 年调研餐饮企业业态占比 .....	21
图 33：2014-2019 年速冻食品行业产量及预测 .....	21
图 34：2000-2019 年日本 GDP 与速冻食品产量 .....	22
图 35：2000-2019 年日本 GDP 增速与速冻食品产量增速 .....	22
图 36：2013-2019 年全国冷库容量及冷链运输车保有量 .....	22
图 37：2013-2018 年全国居民平均每百户年末冰箱拥有量 .....	23
图 38：2019 年安井食品产品结构 .....	24
图 39：2019 年三全食品产品结构 .....	24
图 40：2019 年惠发食品产品结构 .....	25
图 41：2019 年海欣食品产品结构 .....	25
图 42：安井食品发面类产品 .....	25
图 43：安井食品速冻菜肴制品 .....	25
图 49：速冻食品行业市场表现情况 .....	30
图 50：安井食品估值情况 .....	31
图 51：三全食品估值情况 .....	31
图 52：2019 年速冻食品行业上市公司原材料成本占比情况 .....	31
图 53：猪肉平均批发价格（元/公斤） .....	32
图 54：白羽肉毛鸡、毛鸭价格走势（元/公斤） .....	32
图 55：白鲢鱼和大带鱼平均批发价（元/公斤） .....	32
图 54：鲤鱼和鲫鱼平均批发价（元/公斤） .....	32
表 1：速冻食品行业知名企业 .....	10
表 2：速冻龙头企业开始入局菜肴制品 .....	13
表 3：2019 中国知名连锁餐饮企业 .....	19
表 4：供应链的关键环节 .....	23



表 5：速冻食品行业上市公司具体业务情况 .....	26
表 6：速冻食品公司业绩情况 .....	29
表 7：速冻食品公司市场情况 .....	30



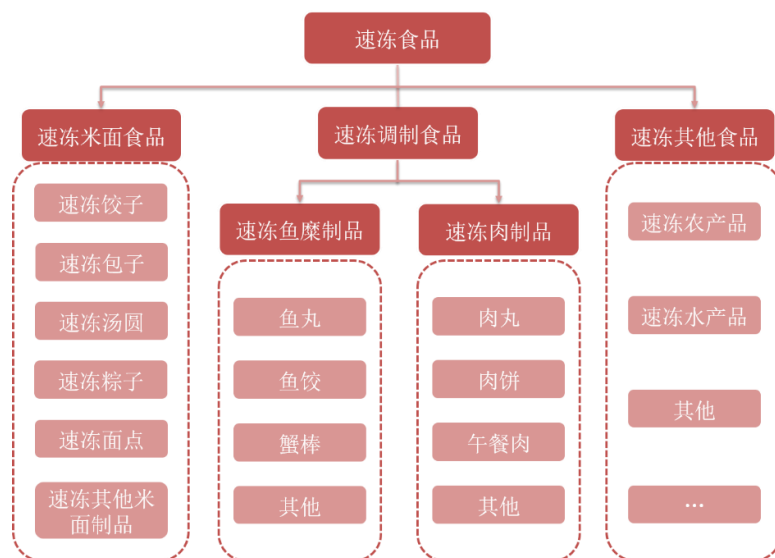
## 1.行业市场空间广阔，细分板块竞争格局差异化较大

### 1.1 我国速冻食品行业起步较晚，目前处于较快增长时期

速冻食品能最大限度地保持其原有风味及营养价值。速冻食品加工是利用-30℃以下低温，迅速将预处理的产品冻结至热中心温度达-18℃以下并包装及储存的过程。食品经速冻技术处理后，除有效抑制微生物活动外，可以最大限度地保持其原有风味及营养价值。因此，速冻食品兼顾食物质量与安全的特性，自然地满足了现代社会的高速发展及消费升级。

**我国速冻食品分类情况。**根据国家市场监管总局发布的《食品生产许可分类目录》，速冻食品按产品种类可以划分为三类，即速冻米面制品、速冻调制食品和速冻其他食品三类。其中，速冻米面制品及速冻调制食品按产品最终状态又区分为生制品及熟制品两类。就具体品种明细来看，速冻米面制品通常包括速冻饺子、速冻包子、速冻汤圆、速冻粽子、速冻面点、速冻其他面米制品等；速冻调制食品通常包含速冻鱼糜制品及速冻肉制品等；速冻其他食品则是指除前述两类产品之外的其他速冻农产品、水产品等。

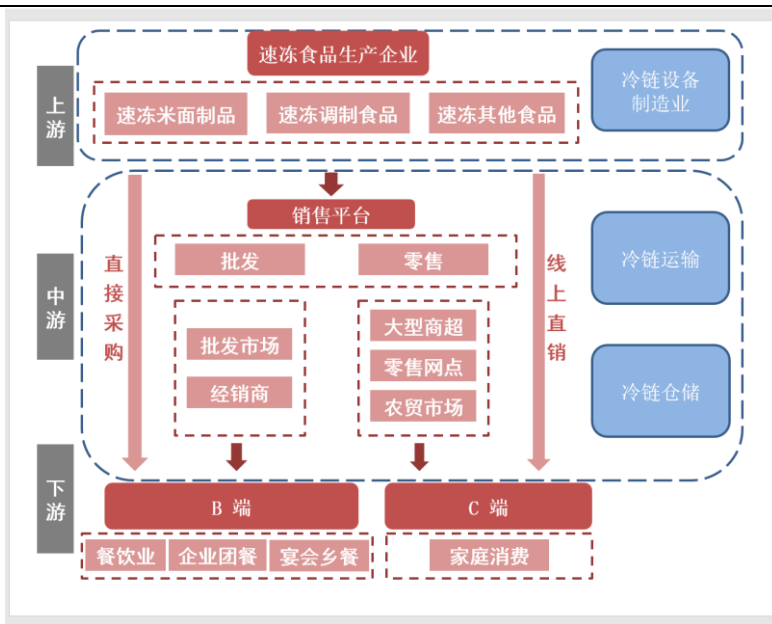
图 1：速冻食品生产分类情况



资料来源：国家市场监督管理总局、公开资料整理，山西证券研究所

产品消费场景同时涵盖 B 端及 C 端市场。从客户类型或者消费场景进行分类，速冻食品又可分为零售市场（即“C 端市场”）和餐饮市场（即“B 端市场”）。零售市场主要面向家庭消费，产品集中在大型商超、零售网点和农贸市场等终端进行销售，销售模式为 B2C 模式；餐饮市场是速冻食品近年蓬勃兴起的新领域，主要面向餐饮业和企业团餐，通过直接采购、专业餐饮批发市场或者经销商配送到门店，销售模式为 B2B 模式。

图 2：速冻食品行业产业链解析



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

行业起步较晚但成长迅速。速冻食品产业起源于美国，后来在欧洲和亚洲得到快速发展。速冻食品在我国起步较晚，大致经过了以下发展阶段：1) 20 世纪 80 年代至 90 年代初，为萌芽起步阶段；2) 20 世纪 90 年代初至 2004 年，为快速发展阶段；3) 2005 年至 2017 年为整合阶段；4) 经历了前期 3 个阶段的发展，目前国内速冻食品行业正处于高速发展阶段，市场竞争参与者数量不断增多且增速较快。

图 3：速冻食品行业发展历程



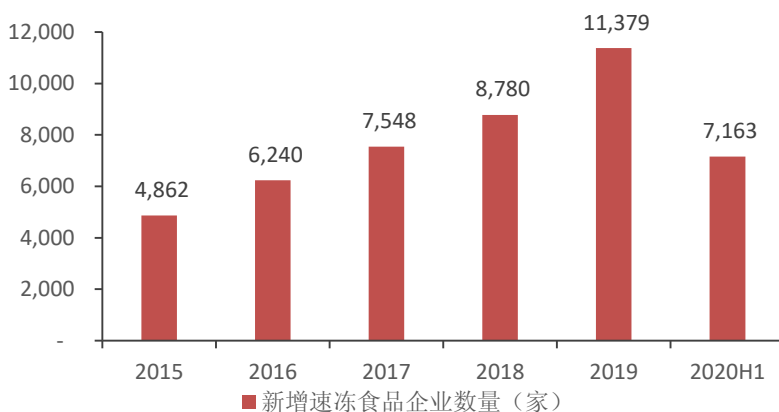
资料来源：中饮巴比招股说明书，山西证券研究所

速冻食品类企业数量不断增加。据国家市监管总局食品生产司统计，截至 2019 年 12 月 31 日，全国共有食品生产企业 16.07 万家，同比增长 9.40%。其中，特殊膳食食品、可可及焙烤咖啡食品、速冻食品等类别企业数量增幅较大。另据企业信用信息查询平台数据，截至 2020 年 6 月，全国共登记注册



超 8.1 万家速冻食品企业（筛选条件为经营范围含速冻食品）。其中，属于在业/存续状态的共有超 5.6 万家。按成立日期统计，2019 年国内新增速冻食品企业 11379 家，较 2015 年新增的 4862 家上涨 134%，年均复合增长率 23.69%。此外，2020 年上半年国内新增速冻食品企业 7163 家，已达 2019 年全年新增数量的 63%。

图 4：2015-2020H1 新增速冻食品企业数量

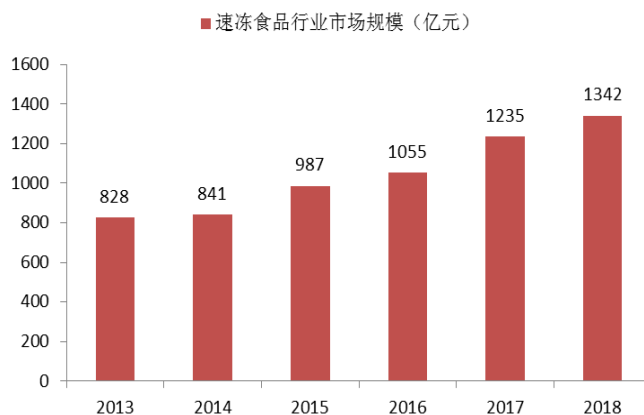


资料来源：企查查企业信用信息查询平台，山西证券研究所

## 1.2 市场空间广阔，未来有望持续增长

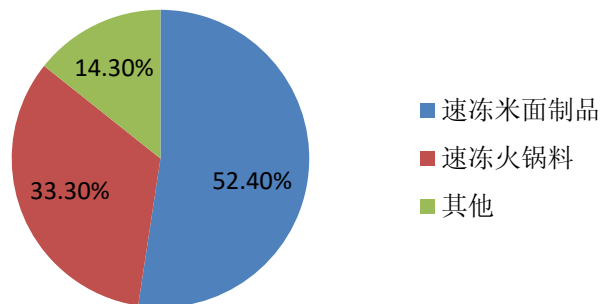
速冻食品行业市场空间广阔，速冻米面制品是最大的品类。据 Frost&Sullivan 及智研咨询数据，国内速冻食品行业规模由 2013 年的 828 亿元增长至 2018 年的 1342 亿元，年均复合增长率为 10.14%。我们认为本次疫情消费者对于速冻食品的便利性和食品本身的营养价值有了一个新的认识，未来随着餐饮消费的恢复以及冷链技术的发展，速冻行业有望持续增长。另外从产品品类上看，在速冻食品千亿大市场中，速冻米面和速冻火锅料占据了主要的份额，其中速冻米面制品是最大的品类，占到速冻食品的 52.4%；速冻火锅料为第二大品类，占比约为 33.3%；而其他速冻食品仅占到 14.3%。

图 5：速冻食品行业市场规模情况



资料来源：Frost&Sullivan、智研咨询，山西证券研究所

图 6：我国速冻食品细分品类占比情况



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

## 1.3 细分板块竞争格局差异显著，区域分布河南省独占鳌头

### 1.3.1 速冻食品企业呈梯队分布

整体来看，当前国内速冻食品行业市场格局大致包含三个梯队：一是以三全食品、思念食品、安井食品等为代表的，产品销路覆盖各类终端的全国性行业巨头；二是以中饮巴比、大娘水饺等为代表的，依托连锁餐饮门店快速发展的区域性行业新锐；三是产品消费主要依托本地市场的地方性小微企业。

表 1：速冻食品行业知名企业

序号	公司名称	所在地	序号	公司名称	所在地
1	三全食品股份有限公司	河南郑州	21	科迪食品集团股份有限公司	河南商丘
2	郑州思念食品有限公司	河南郑州	22	洛阳市名珍食品有限公司	河南洛阳
3	福建安井食品股份有限公司	福建厦门	23	扬州五亭食品有限公司	江苏扬州
4	海欣食品股份有限公司	福建福州	24	江苏美润食品有限公司	江苏宿迁
5	山东惠发食品股份有限公司	山东诸城	25	万德福（苏州）食品科技有限公司	江苏苏州
6	海霸王（汕头）食品有限公司	广东汕头	26	大娘水饺餐饮集团有限公司	江苏常州
7	广州酒家集团利口福食品有限公司	广东广州	27	山东春雪食品有限公司	山东烟台
8	通用磨坊（中国）投资有限公司	上海	28	山东佳士博食品有限公司	山东潍坊
9	中饮巴比食品股份有限公司	上海	29	青岛正大有限公司	山东青岛
10	上海世达食品有限公司	上海	30	山东神州食品集团有限公司	山东菏泽
11	上海国福龙凤食品有限公司	上海	31	吉林天景食品有限公司	吉林长春
12	上海南翔食品股份有限公司	上海	32	吉林省英俊食品有限公司	吉林长春
13	佑康食品（杭州）有限公司	浙江杭州	33	吉林正方农牧股份有限公司	吉林通化
14	浙江五丰冷食有限公司	浙江杭州	34	深圳市合口味食品有限公司	广东深圳
15	杭州唯新食品有限公司	浙江杭州	35	广州品食乐维帮食品有限公司	广东广州

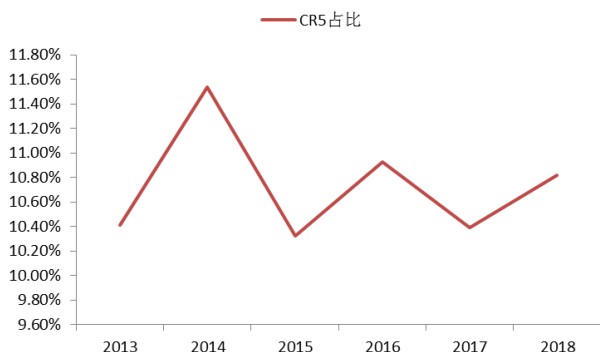
16	浙江五芳斋实业股份有限公司	浙江嘉兴	36	北京金路易速冻食品有限公司	北京
17	湖州丁莲芳食品有限公司	浙江湖州	37	狗不理集团股份有限公司	天津
18	河南云鹤食品有限公司	河南郑州	38	辽宁吴大嫂食品有限公司	辽宁盘锦
19	河南四季胖哥集团有限公司	河南郑州	39	四川龙旺食品有限公司	四川成都
20	新乡市蒲北食品有限公司	河南新乡	40	莆田市汇丰食品工业有限公司	福建莆田

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

### 1.3.2 细分板块竞争格局差异显著

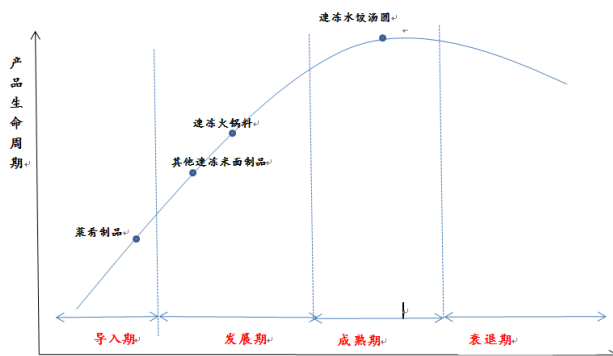
目前，速冻食品行业内共有 5 家上市公司，以速冻食品行业整体规模为基数计算，CR5 占比维持在 10%左右，行业整体集中度较低。但聚焦细分领域，根据行业的生命周期理论，我们认为各个品类正处在行业生命周期的不同阶段：速冻米面整体处于成熟期，但是就细分品类来看，速冻水饺汤圆处于成熟期，其他面米制品仍处于成长期，比如手抓饼、油条、广式面点等。此外速冻火锅料处于成长期、菜肴制品处于导入期。

图 7：行业集中度较低



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

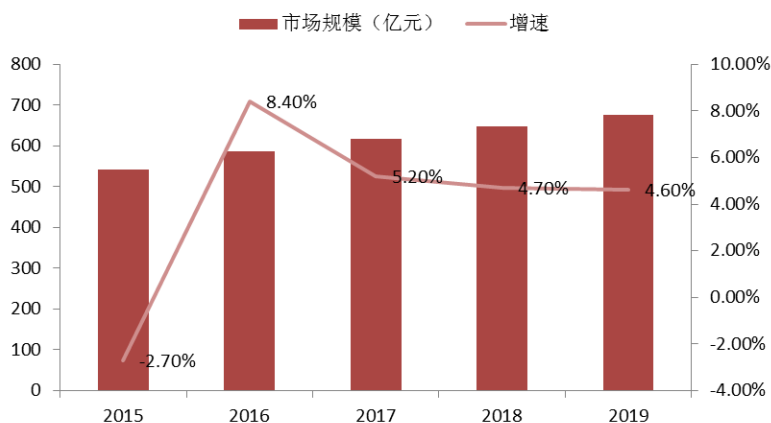
图 8：速冻食品细分品类发展阶段



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

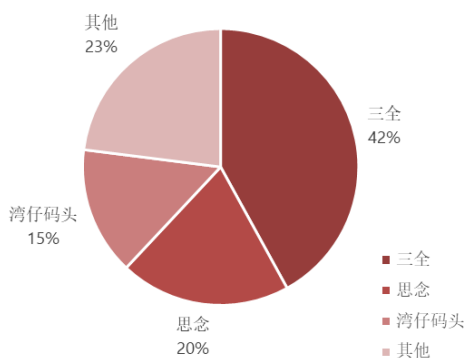
1) 速冻米面制品零售领域市场集中度高，但餐饮市场还处于蓝海阶段。2015 年我国速冻米面食品行业市场规模为 542 亿元，至 2019 年市场规模增至 677 亿元，速冻米面行业增速放缓，表现出行业生命周期中成熟阶段的特征，目前形成了三全食品、思念食品和湾仔码头三大龙头品牌领先且占据主要市场份额的竞争格局，据 Frost&Sullivan 数据，三全、思念、湾仔码头三大企业的市场占有率已超 70%。而从销售渠道上来看，这些企业主要以商超和经销为主，主要面向零售市场，行业集中度高。随着餐饮端对半成品食材的需求日益增强，部分速冻米面制品供应商开始讲业务重心转移到餐饮市场上来，但相较于零售市场，目前速冻米面制品餐饮市场尚处于市场开拓、产品开发阶段，还未进入价格、渠道等激励竞争阶段。

图 9：我国速冻米面食品行业市场规模情况



资料来源：立鼎产业研究，山西证券研究所

图 10：速冻米面制品领域市场份额占比 (%)



资料来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

2) 速冻火锅制品竞争较为分散，品牌崛起有望成为下一阶段主题。国内速冻调制食品生产以速冻火锅料制品及速冻菜肴制品为主。其中火锅料制品包括速冻鱼糜制品和速冻肉制品，主要用于火锅配菜、关东煮、麻辣烫、烧烤等用途。近几年，火锅行业发展迅猛，带动火锅料制品行业发展。根据中

国餐饮协会显示，2013 年速冻火锅制品市场规模达到 250 亿元，2017 年我国火锅料制品收入为 411 亿元，年复合增长率约 13%。我们判断目前市场规模 500 多亿，随着餐饮火锅行业的快速发展，预计未来几年仍保持 10% 以上增长。速冻火锅料制品市场正处于整合期阶段，行业集中度较低。不同于速冻米面制品领域三家分立的局面，速冻火锅料市场头部企业占有率均不及 10%，竞争格局较为分散，品牌崛起有望成为下一阶段主题。

**速冻菜肴制品近几年发展迅速，龙头企业开始入局。**国内速冻菜肴制品市场近年来虽成长迅速，但其行业发展仍处于早期阶段，市场竞争格局尚不明朗。随着国内餐饮业规模连续增长、人工及租金等成本压力不断加大，安井食品、广州酒家等企业先后定位中央厨房概念，研发推出速冻菜肴成品及半成品，同时思念食品成立“郑州千味央厨食品有限公司”，发力餐饮端，逐步抢占下游餐饮业速冻产品供给份额。

图 11：速冻火锅料制品市场规模情况

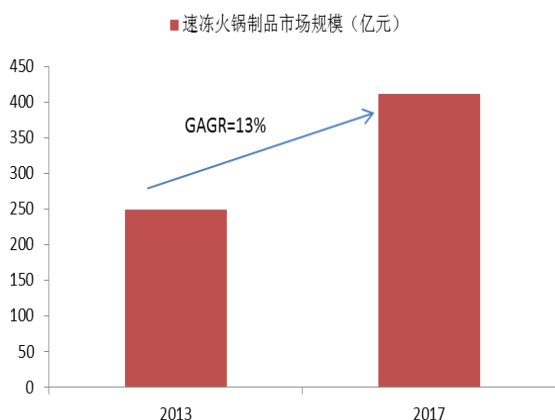
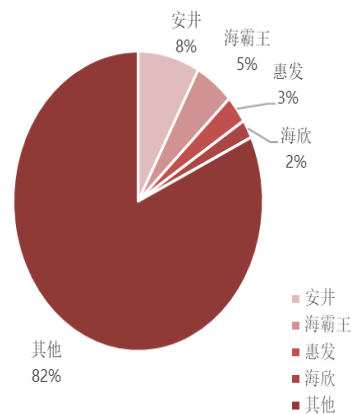


图 12：速冻火锅料制品领域市场份额占比 (%)



资料来源：中国餐饮协会数据，山西证券研究所

资料来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

表 2：速冻龙头企业开始入局菜肴制品

公司名称	采取策略
思念食品	成立“郑州千味央厨食品有限公司”，发力餐饮端
三全食品	餐饮事业部，以打造成家庭零售市场同等规模为目标
安井食品	安井 2018 年战略提出速冻菜肴方向，打造中央厨房概念

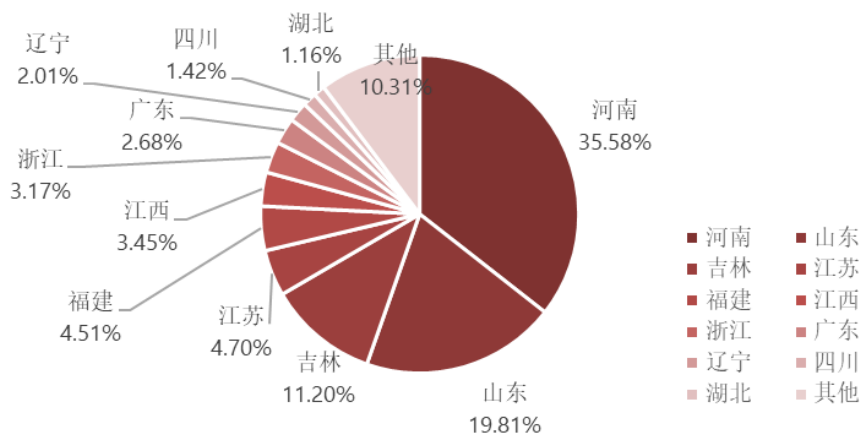
资料来源：公告，山西证券研究所

### 1.3.3 河南省成为速冻食品生产企业最大聚集地

河南省在速冻米面制品板块拥有龙头地位，沿海省份在速冻鱼糜制品更具地域优势。从 2018 年全国速冻食品行业销售收入区域分布来看，河南省收入最高，达到 408.84 亿元，占全国的 36%；山东省

位居第二，实现 227.62 亿元，占全国的 20%；吉林省位居第三，收入为 128.76 亿元，占全国的 11%。从知名速冻企业所在地分布情况来看，三全和思念两大行业巨头，以及 IPO 企业千味央厨均为河南企业，河南省在速冻米面制品板块拥有绝对的行业规模及地位优势。速冻调理肉制品发展较晚，区域性更加明显，目前基本上呈现“南福建，北山东”的竞争格局：安井、海欣、海霸王等企业分别分布于福建、广东等沿海省份，在速冻鱼糜制品领域更具地域及原材料优势；此外，以生产畜禽类调理肉制品为主的惠发食品坐落于山东省内，代表北方企业加入了速冻调理制品的竞争格局。

图 13：2018 年速冻食品行业销售收入区域分布（%）



资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

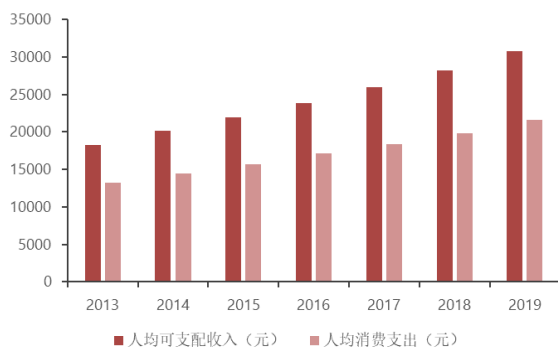
## 2.需求端双轮驱动，冷链物流助力行业增长

### 2.1 消费升级与“Z 世代”带动 C 端市场消费升温

收入水平增长推动居民消费能力显著提升。根据国家统计局数据，2013-2019 年，我国居民人均可支配收入从 18311 元增长至 30733 元，年均复合增长率（名义）达 9.01%。在可支配收入持续增长下居民的消费能力显著提升，2013 年我国居民人均消费支出为 13220 元，增长至 2019 年的 21559 元，年均复合增长 8.49%，其中食品消费依旧占据居民生活花费中的最主要部分，据国家统计局数据显示，2019 年我国居民人均食品烟酒支出 6084 元，占居民人均消费支出的比重为 28.22%。

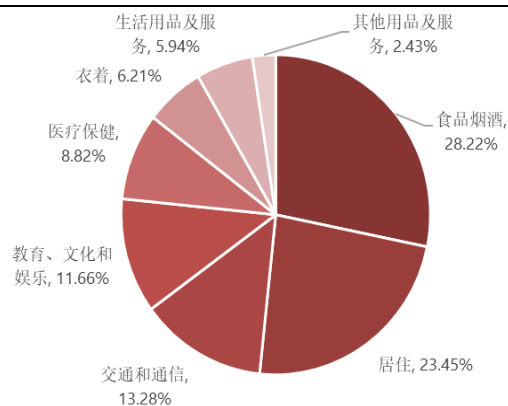


图 14：2013-2019 我国居民人均可支配收入及消费支出



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

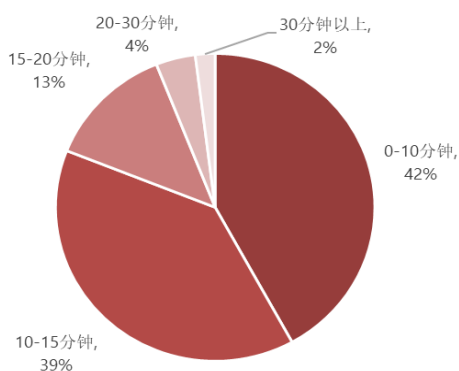
图 15：2019 年我国居民人均消费支出结构



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

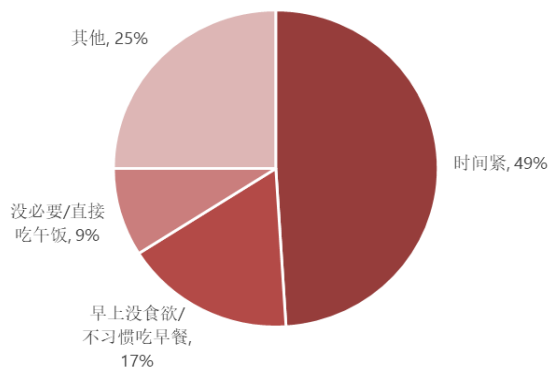
消费能力的提升、生活节奏的加快使得居民饮食习惯发生改变。以早餐为例，据中国营养协会发布的《中国居民早餐饮食状况调查报告》，35%的调查对象不能做到天天吃早餐，42%的受访者选择在 10 分钟以内吃完早餐。而针对不吃早餐的原因，“时间紧”这一选项的占比高达 49%。由此可见，社会节奏加快显著改变了当代居民的生活习惯，不断压缩的家务劳动与烹饪时间成为了速冻食品 C 端市场消费增长的一大驱动力。

图 16：早餐用餐时间分布



资料来源：《中国居民早餐饮食状况调查报告》，山西证券研究所

图 17：不吃早餐的原因

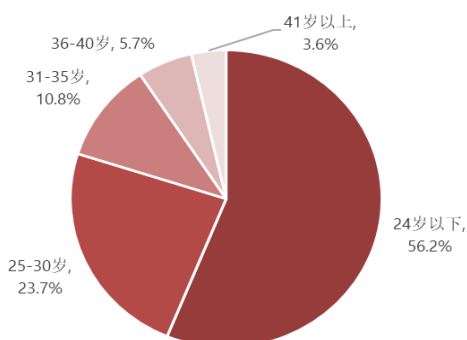


资料来源：《中国居民早餐饮食状况调查报告》，山西证券研究所

“懒经济”与“宅文化”成为“Z 世代”群体消费趋势。“Z 世代”一词最早流行于欧美地区，用以表征出生于 1995-2009 年之间的群体，即国内常说的“95 后”及“00 后”。Z 世代又称网络世代，意指受到互联网、即时通讯等科技产物影响很大的一代人。据 QuestMobile 数据，“Z 世代”已成为“懒经济”与“宅文化”的主要构成群体。

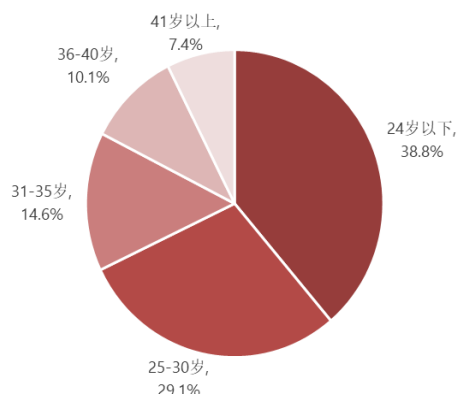
“懒经济”是指动动手指，通过移动设备指挥商家上门服务，以外卖和到家服务为主。24 岁以下群体在“懒”人群中的占比高达 56.2%。“宅文化”是指足不出户，通过玩手机、看动漫、刷视频等方式代替户外活动，实现精神享受的过程。24 岁以下群体在“宅”人群中的占比为 38.8%。

图 18：“懒”人群年龄分布



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 19：“宅”人群年龄分布



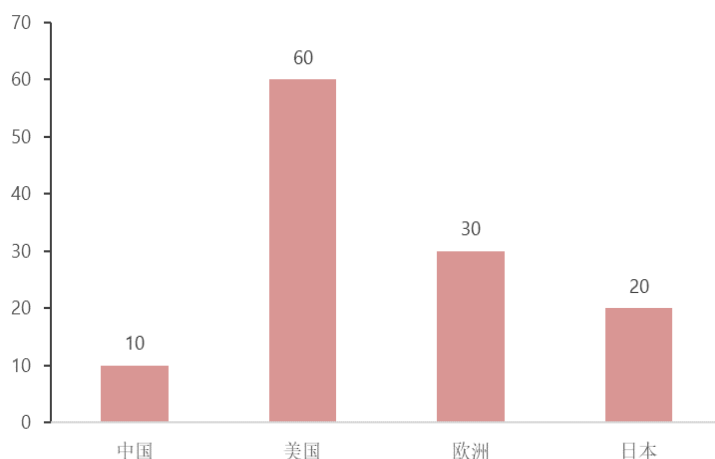
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

## 2.2 疫情按下了加速键，提升消费者认知

疫情促进了家庭消费者对速冻食品的消费习惯的形成。因受中国传统 5000 年的饮食文化的深深影响，很多人都保持着一个观念——那就是新鲜火辣的食材才是最好的。而速冻食品是通过各种方式急速冻结，经包装储存连贯低温条件下送抵消费地点的低温产品，完全以低温来保存食品原有品质，而不借助任何防腐剂和添加剂，同时使食品营养最大限度的保存下来，具有原食品美味、方便、健康、卫生、营养、实惠好处。在此次疫情的突出之下，各种方便食品和速冻食品成为消费者宅在家中抢购囤货的首选。速冻肉丸、速冻水饺、速冻鱼豆腐、速冻手抓饼等食品，凭借其“超长的保存期”的特性成功出圈，在商超抢购名单中占据了一席之地。同时，据电商大数据服务机构 ECdataway 数据显示，2020 年疫情期间（1 月 24 日-2 月 20 日），相比去年同期，速冻食品各细分产品均获大幅增长，在天猫平台上，海鲜丸类总销量同比增 1675%，方便面总销量同比增加 57%，水饺馄饨类总销量同比增 78%，即食火锅总销量同比增 144%，肉制品总销量同比增 264%，汤圆总销量同比增 60%。因此，虽然疫情短期影响了速冻食品在农贸市场等流通领域的销售，尤其是餐饮渠道的消费；但是疫情提升了 KA、BC 及线上渠道的销售，促进了家庭消费者对速冻食品的消费习惯的形成，提升了消费者对速冻食品的消费体验。

人均消费量远不及发达市场，仍有很大的成长空间。据调查数据显示，2017 年中国速冻食品人均占有量为 6-10 千克。同期，美国速冻食品人均占有量达 60 千克，欧洲速冻食品人均占有量为 30 千克。国内速冻食品人均占有量远不及欧美市场。即使对照消费习惯和饮食文化与我国更为接近的日本，我国人均速冻食品消费量也不及其 20 千克/人数量的一半。随着 80、90 后逐步掌握消费主权、跻身社会主流消费群体，主动下厨次数的减少及对烹饪食材操作简便性的要求将逐步推高速冻预制食品的人均消费量。因此，国内速冻食品行业蕴藏着极大的成长空间。

图 20：中国、美国、欧洲及日本人均速冻食品占有量差距（千克/人）

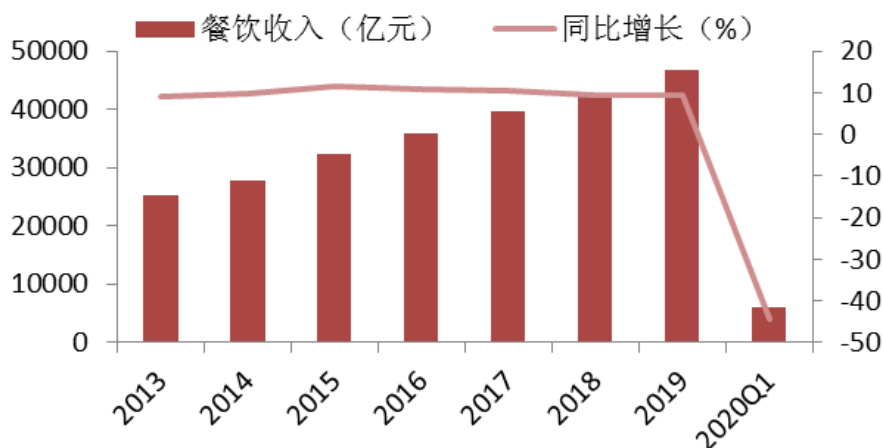


资料来源：智研咨询，山西证券研究所

### 2.3 餐饮市场短期受疫情影响，B 端占比未来继续有上升空间

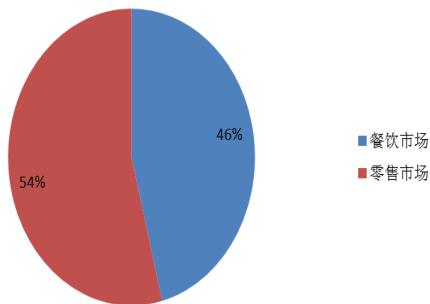
随着城镇化进程的持续推进，社会分工不断细化、工作节奏不断加快，以及家庭小型化趋势，推动在外就餐（含外卖）人群和在外就餐频次的增加，从而促进餐饮业发展，2010-2019 复合增速达 10.23%。根 Euromonitor 数据统计，2015-2018 年国内速冻食品餐饮渠道收入占比从 32% 提升至 46%，零售渠道收入占比从 68% 下滑至 54%。从行业相对发达的日本的经验看，17 年日本速冻行业 160 万吨的销售量中，41% 是 C 端需求，59% 是 B 端需求。因此，如果以日本为参照样本，那么速冻行业在家庭和餐饮渠道的结构占比为 2:3，虽然在新冠肺炎疫情影响下，餐饮行业短期受到一定的抑制作用，从中长期看，预计我国速冻餐饮渠道的收入占比会继续提升。

图 21：餐饮行业收入情况表



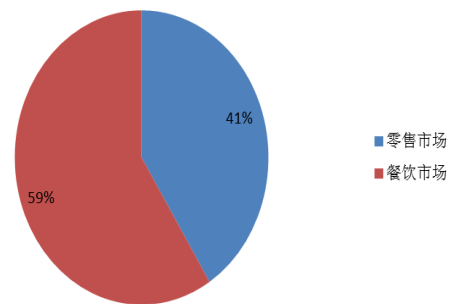
资料来源：中国产业经济信息网，山西证券研究所

图 22：我国速冻食品渠道占比情况



资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

图 23：日本速冻食品渠道占比情况

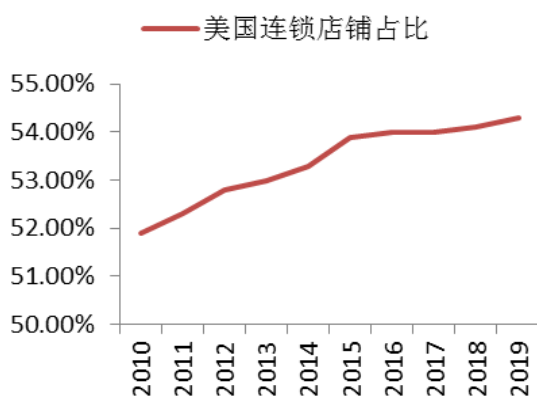


资料来源：日本冷冻食品协会，山西证券研究所

## 2.4 速冻细分品类在 B 端市场渗透率继续提高

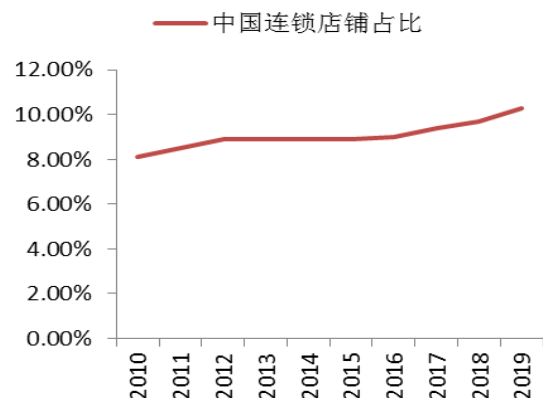
整体来说，餐饮企业连锁经营模式衍生对速冻食品有巨大的需求。虽然中国餐饮业连锁化率远低于美国，但存在提升趋势。近年国内餐饮行业的发展经验表明，特色化、时尚化是餐饮企业今后发展的核心和主流。有别于传统正餐，餐饮的时尚化特点主要体现在三个方面：一是上菜速度快，这意味着餐椅企业的烹饪工艺标准化程度必须达到较高的水平；二是产品更新快、及时，能紧跟大众口味的转变，这意味着餐饮企业必须具有较强的产品研发能力和分析市场的能力；三是用餐环境和用餐体验具有时尚感。速冻食品企业可以通过提供产品和解决方案有效帮助餐饮企业达到前两个目标。

图 24：美国餐饮连锁化率为



资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

图 25：中国餐饮连锁化率

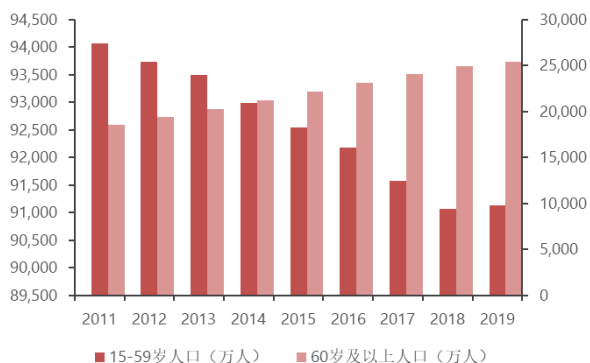


资料来源：欧睿国际，山西证券研究所

经营成本上涨加大餐饮服务对速冻产品的依赖程度。相较于自制菜品、速冻半成品可以为餐饮企业节省人工成本，并通过规模化采购降低原材料成本。随着国内劳动年龄人口数量下降、老龄化程度加深，服务业从业人员平均工资水平不断上升。据国家统计局数据，2019 年国内住宿和餐饮业就业人员平均工资为 50346 元/年，较 2015 年增长 23.38%，年均复合增长率 5.39%。人力及租金费用的上涨

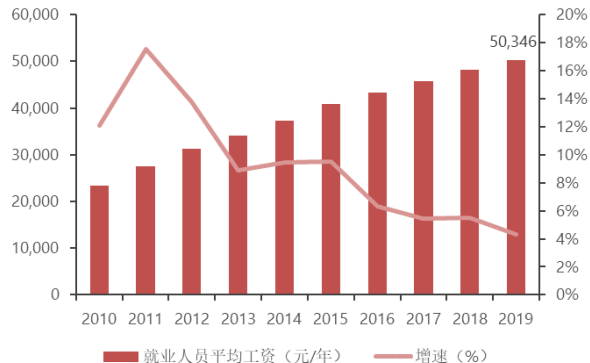
压缩了餐饮企业的盈利空间。为缓解成本压力，越来越多的餐饮企业选用速冻预制食品及半成品来缩短烹饪时间，从而达到提升服务效率、降低人力投入及节省经营面积的目的。

图 26：2011-2019 年我国人口年龄分布情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 27：2010-2019 年住宿及餐饮业人员平均工资及增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

从细分品类来说，**B 端速冻米面制品：连锁餐饮下沉带动消费延伸。**据中国饭店协会发布的《2019 中国餐饮业年度报告》，参与调研的 142 家业内较大规模餐饮企业中，59.86%的企业门店数量较上年有所增加。报告期内调研企业平均门店数量为 116 个，平均值较上年增长 37.13%。头部企业连锁化程度持续提升的同时，众多餐饮品牌开始向下沉市场发力布局。以海底捞为例，2017 到 2019 年，其三线及以下城市门店数量由 69 家快速扩张至 194 家，收入占比由 2017 年的 14.6%增长至 2019 年的 22.5%。

表 3：2019 中国知名连锁餐饮企业

序号	2019 中国火锅 TOP10 企业	序号	2019 中国快餐小吃 TOP10 企业
1	四川海底捞餐饮股份有限公司	1	安徽老乡鸡餐饮有限公司
2	呷哺呷哺餐饮管理有限公司	2	上海杨国福企业管理（集团）有限公司
3	四川香天下餐饮管理有限公司	3	张亮麻辣烫
4	重庆德庄事业（集团）有限公司	4	味千（中国）控股有限公司
5	重庆刘一手餐饮管理有限公司	5	真功夫餐饮管理有限公司
6	成都小龙坎餐饮管理有限公司	6	乡村基（重庆）投资有限公司
7	北京黄记煌餐饮管理有限责任公司	7	快乐蜂（中国）餐饮管理有限公司
8	内蒙古小尾羊餐饮连锁有限公司	8	北京庆丰包子铺
9	成都蜀大侠餐饮管理有限公司	9	上海世好餐饮管理有限公司
10	重庆朝天门餐饮控股集团有限公司	10	上海老盛昌餐饮管理有限公司

资料来源：《2019 中国餐饮业年度报告》，山西证券研究所

我国作为主食消费大国，连锁餐饮的扩张及下沉直接带动了餐饮半成品尤其是速冻米面制品的消费市场延伸。渗透率提高、人均单次用量增加使得餐饮渠道速冻米面制品的需求量不断上涨。为迎合这一发展趋势，以千味央厨为代表的速冻食品生产企业深耕定制化、标准化、中央厨房式速冻食品解决方案，以餐饮渠道为切入口抢占 B 端市场增量。2019 年，其产品销售额为 8.89 亿元，较 2018 年增长 26.82%，较 2017 年增长 49.88%。据《千味央厨招股说明书》披露，其主要客户群体除肯德基、必



胜客等国际餐饮品牌外，还包括海底捞、呷哺呷哺、老乡鸡、杨国福等国内知名连锁餐饮企业。

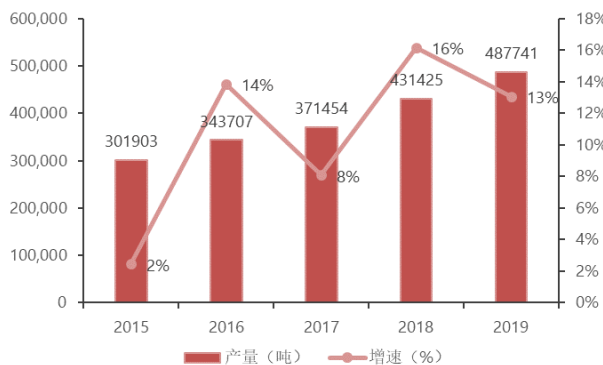
图 28：千味央厨主要客户群体



资料来源：千味央厨招股说明书，山西证券研究所

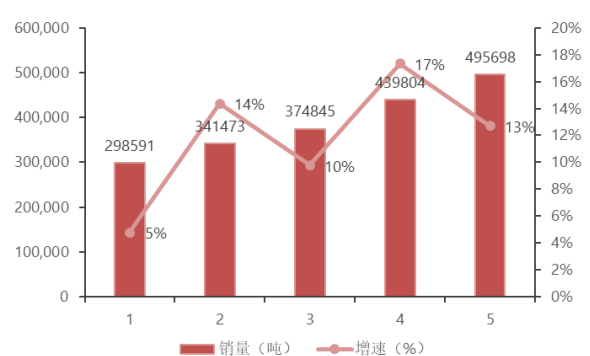
**B 端速冻火锅料制品：万亿火锅市场催化产销量提升。**据《2019 中国餐饮业年度报告》数据，2018 年火锅市场总收入达到 8,757 亿元，对比 2014 年涨幅超 52%，年均复合增长率约为 11%。预计 2019 年火锅行业总营收达到 9.6 千亿元，2020 年形成万亿市场规模。除火锅市场外，速冻火锅料制品的消费场景还包括麻辣烫、烧烤、关东煮等。伴随速食消费的崛起及便利店数量配置的增加，速冻火锅料制品已迅速发展为速冻食品行业内的优质赛道。据安井食品、海欣食品与惠发食品年报数据，2015-2019 年，三家企业速冻鱼糜制品及速冻肉制品的产销量不断提升，产量与销量的年均复合增长率分别为 12.74% 及 13.51%。

图 29：2015-2019 年速冻火锅料产量及增速 (%)



资料来源：企业年报，山西证券研究所

图 30：2015-2019 年速冻火锅料销量及增速 (%)



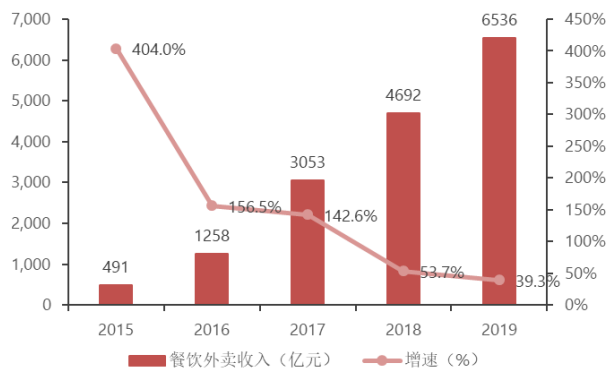
资料来源：企业年报，山西证券研究所

**B 端速冻预制菜肴制品：餐饮外卖及团餐市场推动赛道加速成长。**据艾瑞咨询调查数据，2019 年中国餐饮外卖行业产业规模为 6,536 亿元，较上年增长 39.3%。同时，外卖产业渗透率也持续提升，2019 年达 14.0%，较上年增长 3 个百分点。此外，《2019 中国餐饮业年度报告》数据显示，参与调研的餐饮企业中，团餐的业态占比为 11.35%，位列正餐、火锅及西餐之后。相关团餐企业 2018 年实现营业额 9.96 亿元，较



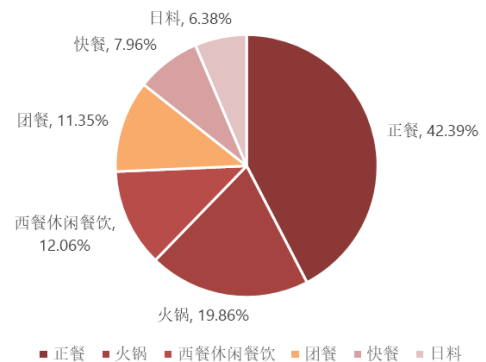
2017 年增长 21.12%，营收规模仅次于调研范围内的快餐及火锅业企业。外卖与团餐的一大共性是要求标准化的餐饮制作及快速高效的出餐流程。而引入速冻预制菜肴可以有效缩短整体备餐时间，在保证食品安全的同时确保餐饮质量的一致性。因此，外卖的爆发式增长及团餐等 B 端市场蕴藏的巨大空间，将持续推动速冻预制菜肴赛道的加速成长。

图 31：2015-2019 年中国餐饮外卖行业收入及增长率



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

图 32：2019 年调研餐饮企业业态占比

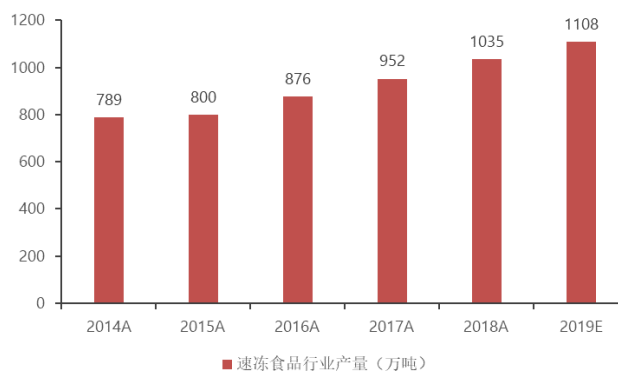


资料来源：中国饭店业协会，山西证券研究所

## 2.5 供给端产量不断提升，冷链物流促进版图扩张

近年来，国内速冻食品产量呈现出稳健增长的态势。据前瞻产业研究院数据，2018 年中国速冻食品行业产量为 1035 万吨，较 2014 年增长 17.11%，年均复合增率为 7.02%。

图 33：2014-2019 年速冻食品行业产量及预测



资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

此外，就国外市场发展经验来看，速冻产品产量及增速与社会经济发展之间存在着较强的关联性。以日本速冻行业数据为例，速冻食品产量与 GDP 之间的相关关系映射出速冻产品的属性可以针对性地满足经济高速运转模式下社会消费习惯的转变。经济繁荣时，生活节奏加快导致家务劳动时间缩短、外卖与餐饮业需求量上升。速冻食品的便捷性可以有效提高家庭烹饪与餐饮业服务的效率，产品消费量的提升倒逼供给端企业加大生产力度、提高产业链升级与研发投入。因此，随着我国宏观环境的稳

步运营，消费习惯的改变，国内速冻食品的生产在未来有望继续上升。

图 34：2000-2019 年日本 GDP 与速冻食品产量

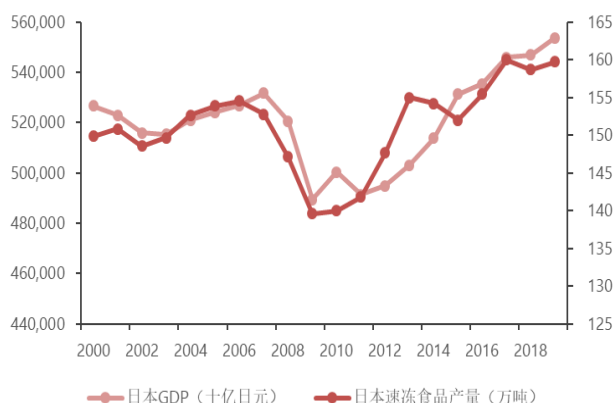


图 35：2000-2019 年日本 GDP 增速与速冻食品产量增速

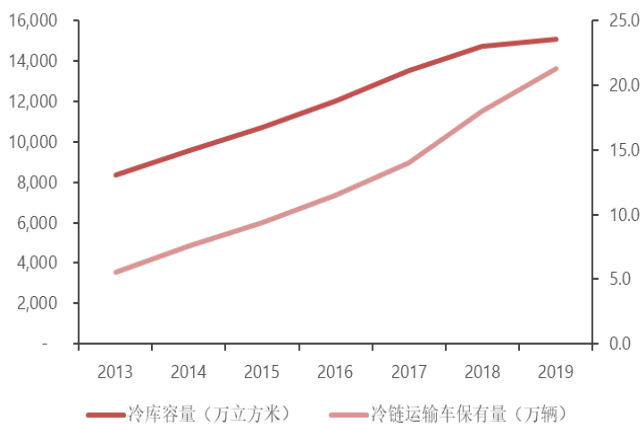


资料来源：日本冷冻食品协会，山西证券研究所

资料来源：日本冷冻食品协会，山西证券研究所

**政策支持促进冷链设施水平不断提升。**速冻食品要求的储存及运输温度为 $-18^{\circ}\text{C}$ ，因此冷链仓储及物流是速冻食品行业发展必要条件。2019 年党中央、国务院 1 号文件，《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展，做好“三农”工作的若干意见》中明确提出支持农产品贮藏保鲜、分级包装设施建设。2020 年 4 月，农业农村部发布《关于加快农产品仓储保鲜冷链设施建设的实施意见》，进一步加大对新型农业经营主体农产品仓储保鲜冷链设施建设的的支持。

图 36：2013-2019 年全国冷库容量及冷链运输车保有量



资料来源：《2019 冷冻冷藏工业报告》，山西证券研究所

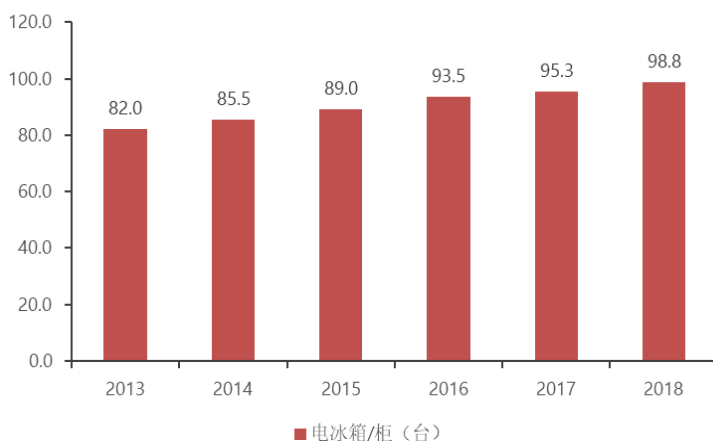
据《2019 冷冻冷藏工业报告》，2019 年全国冷库总量 6052.5 万吨（折合 1.51 亿立方米），新增库容 814.5 万吨，同比增长 15.6%。全国冷藏车市场保有量为 21.3 万台，较上年增加 3.3 万台，同比增长 18.2%。全国冷链基础设施设备水平不断完善，冷链规模有效增长。

**第三方冷链物流发展较快，行业龙头企业发力布局。**随着消费市场升级发展，生鲜电商、新零售、新餐饮等业态的涌现，客户对冷链物流企业的辐射半径、物流时效等冷链服务能力的要求不断升高。以快递行业领军企业为代表的第三方冷链物流迅速发展，冷链市场格局不断变革。顺丰冷运、京东物

流、苏宁物流、安鲜达物流等一批具备全国性服务能力的冷链物流企业，先后布局全国性冷库节点，逐步提升冷链物流服务能力。据顺丰控股年报，截至 2019 年年末，顺丰冷运拥有食品冷库 23 座，运营面积 14.53 万平方米；拥有冷藏车 273 台，食品运输线路贯通全国核心城市。

**冰箱拥有量上升保障速冻食品储存条件。**据国家统计局数据，2018 年末全国居民平均每百户冰箱拥有量达 98.8 台，较 2013 年每百户增加 16.8 台，年均复合增长率 3.80%。这一数据表明，冰箱使用在我国家庭的渗透率几乎趋近于 100%。此外，随着国内独居青年数量的增加及“一人用”小家电市场的兴起，未来我国居民冰箱保有量仍有继续上升的空间。作为速冻食品购买后的必要存储设备，冰箱保有量上升侧面印证了国内速冻食品家庭消费量的增长。冷链储运体系的完善及家庭冷冻冷藏设备的优化，将进一步为速冻食品 C 端市场的扩张提供支撑。

图 37：2013-2018 年全国居民平均每百户年末冰箱拥有量



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

### 3.强供应链能力下，龙头企业有望持续受益

在消费认知提升、餐饮连锁化及经营成本上涨的趋势下，速冻食品企业 C 端和 B 端市场同时迎来了风口。但是，速冻食品行业供应链条较长，涉及到上游原料生产及初加工，中游急冻制造环节，全程冷链运输，以及下游贸易商和终端零售网点，到最后一公里至消费者餐桌。因此，在供应链采购、研发、生产配送、分销以及冷链物流业作为整个产业链的重要组成部分，成为企业核心的竞争力。

表 4：供应链的关键环节

供应链环节	影响因素
采购	采购定价、供应商选择、采购模式等影响原材料质量、议价能力，从而引起采购成本的波动
研发	能够快速满足消费者需求，形成先发优势，形成大单品
生产、配送	销地产和产地销两种经营模式，销地产主要集中在特定区域生产，面向全国或者特定区域销

(冷链物流)	售, 资本开支可控, 但需要较强冷链物流运输能力; 而产地销在全国主要销售区域就地设厂, 面向全国范围市场, 虽然对终端市场反应灵敏, 但是资本投入较大。不同的模式, 最后影响生产成本和期间费用
销售模式	不同的销售模式和销售区域影响毛利率和期间费用。例如经销毛利率相比直营渠道毛利率较低; 直营渠道投入的费用较高。

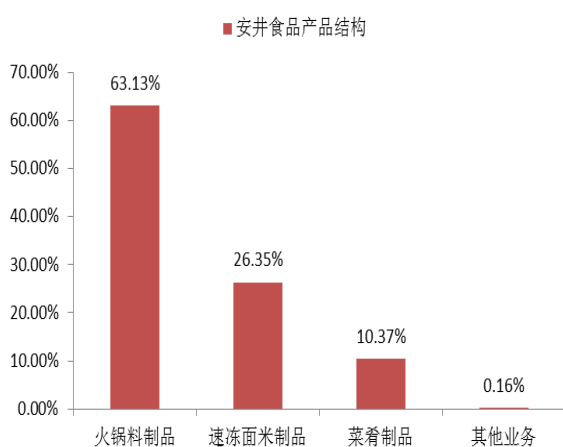
资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

### 3.1 强研发能力及丰富的产品线，确保绿树常青

消费升级的大趋势下，传统速冻产品已无法满足消费者日益变化的消费需求，需要靠不断研发新品类进行推动。同时，消费者的消费习惯和口味的变化速度很快，速冻产品的生命周期不确定很高。因此，为了确保公司绿树常青，优秀的速冻食品企业应当拥有两大能力：新品开发能力和丰富的产品线。我们认为，不管是处于成熟阶段的速冻米面制品，还是风头正劲速冻火锅料，或是正在快速成长的速冻菜肴制品，拥有敏锐的新品开发能力、丰富产品线，才能通过品类间的轮动保持企业稳健增长。

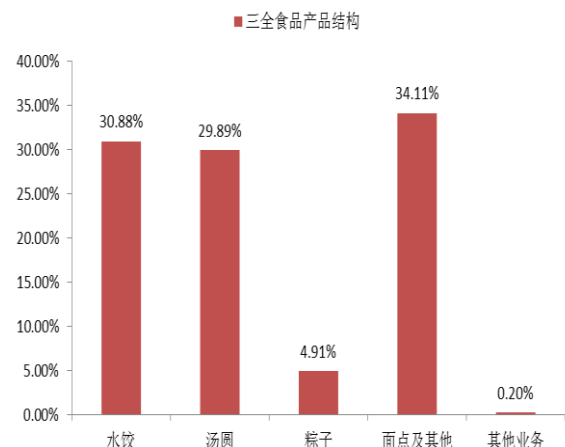
安井食品产品线丰富，三全食品以速冻米面制品为主。速冻食品行业内共有 5 家上市公司及 2 家处于 IPO 进程中的企业（中饮巴比、千味央厨）。首先在产品结构方面：安井食品产品覆盖全面，2019 年火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）、速冻米面制品、菜肴制品分别为占比 63.13%、26.35%、10.37%；三全以水饺汤圆等速冻米面制品为主，2019 年水饺、汤圆收入占比 30.88%、29.89%；海欣食品、惠发食品等以火锅料制品为主，尚未涉及速冻米面制品和菜肴制品。

图 38：2019 年安井食品产品结构



资料来源：wind，山西证券研究所

图 39：2019 年三全食品产品结构



资料来源：wind，山西证券研究所

图 40：2019 年惠发食品产品结构

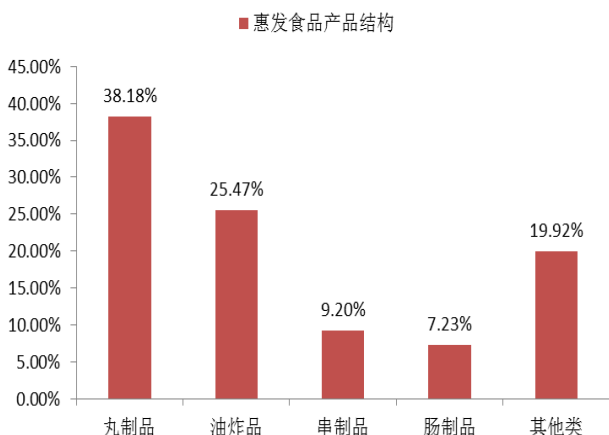
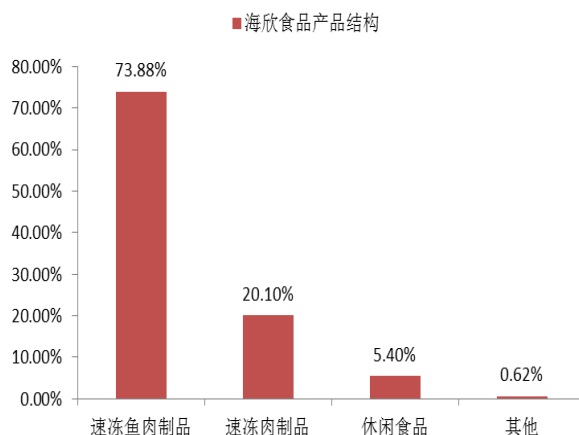


图 41：2019 年海欣食品产品结构



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

在新品研发推广方面，产品路径不同：存量市场实行差异化战略或者推出中高端产品，增量市场及时推出产品。例如：1) 速冻面米制品行业竞争格局相对稳定，汤圆、水饺板块市场相对饱和且增速不大，但发面点心板块市场潜力较大且增速较快，安井食品瞄准发面点心板块，2012 年推出大单品手抓饼、2015 年推出红糖馒头，均成为爆款；2) 安井食品是火锅料制品龙头，地位稳固，三全差异化竞争，开发非鱼糜类速冻火锅料制品，差异化、定制化；3) 速冻菜肴制品近几年发展迅速，安井食品及时推出菜肴制品，抢占这一行业最具成长潜力的板块。因此，无论在存量洗牌还是增量拓展，具备较强新品开发能力的公司将能够继续保持较大的竞争力。

图 42：安井食品发面类产品



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 43：安井食品速冻菜肴制品



资料来源：公司官网，山西证券研究所

疫情初期流通和餐饮渠道受到打击，但是商超和电商渠道有一个爆发式增长。随着疫情逐渐得到控制，C 端消费的增速有所放缓，但是同比还是有一些消费习惯、消费行为和消费认知保存下来。整体来看，疫



情过后消费结构会有一个转变，消费者更加重视品牌和品质，倾向于小包装、正规渠道、原材料标识规范、营养价值高的产品，C 端以及小包装、中高端产品的占比会有所提升。因此，具备优秀的产品质量控制、强大的产品力的企业会更加有优势。

### 3.2 渠道逐步多元化，全渠道企业优势占上风

“得渠道者得天下”，一个优秀的消费品公司，必然离不开成功的销售渠道网络。而此次疫情给企业带来的最大思考是如何强化和改善上下游供应链，在保障上游原料充足供给的同时，通过下游稳定的线上、线下渠道及时送达到消费者手中。疫情对不同规模企业影响不一致，总的来说对头部企业，特别是具备 KA、BC、电商渠道的影响较为正面。速冻行业行业特点是中小厂商以农贸等流通市场为主，疫情初期农贸市场关闭、餐饮停摆，而 KA、BC（特别是 KA）进入门槛高，电商门槛低，但头部电商如天猫、京东仍有相当门槛，因此在疫情期间及时渠道转型难度大。本次疫情加剧了行业洗牌，具有品牌力、全渠道的企业将受益。

表 5：速冻食品行业上市公司具体业务情况

公司	业务介绍	销售渠道
安井食品	成立于 2001 年，于 2017 年在上海证券交易所挂牌上市。主要从事速冻火锅料制品和速冻面米制品、速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售，是行业内产品线较为丰富的企业之一。根据安井食品 2019 年年度报告，2019 年其业务收入为 52.67 亿元。	餐饮流通渠道为主，商超电商渠道为辅。2019 年经销商、商超、特通、电商收入占比为：85.99%、11.12%、2.29%、0.59%
三全食品	成立于 1993 年，于 2008 年在深圳证券交易所挂牌上市。拥有“三全”等行业知名品牌，主要从事速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子、速冻面点的等速冻面米制品和常温方便食品的生产与销售。在郑州、广州、成都、天津、苏州等地建有基地公司，产品销售覆盖全国主要大中城市。根据 2019 年年度报告，2019 年其营业收入为 59.86 亿元。	零售市场为主，餐饮市场为辅。2019 年零售市场、餐饮市场占比分别为 86.90%、13.10%
海欣食品	成立于 2005 年，于 2012 年在深圳证券交易所上市。公司主要从事速冻鱼肉制品与速冻肉制品和常温鱼肉制品和肉制品的生产与销售，速冻产品主要包括鱼丸、肉丸、芝士丸、龙虾球、鳕鱼豆腐等，常温休闲产品包括蟹柳、鱼豆腐、速食关东煮等。根据 2019 年年报，2019 年收入为 13.85 亿元。	公司销售模式以经销和直营商超为主，特通和电商为辅。渠道构成以农贸为主、常年占比约为 70%，KA、BC 约 25%，电商、特通约 5%
惠发食品	成立于 2005 年，于 2017 年在上海证券交易所挂牌上市。公司主营业务为包括速冻丸类制品、肠类制品、油炸类制品、串类制品等在内的速冻调理肉制品的研发、生产和销售。根据 2019 年年报，2019 年收入为 12.10 亿元。	经销商模式为主，商超占比较低。2019 年经销商模式、商超模式、终端直销模式、供应链模式收入占比 80.56%、1.49%、12.15%、5.81%。
广州酒家	公司成立于 1992 年，通过多年发展，形成了独特的“食品+餐饮”双主业经营模式，公司食品板块主要包括月饼、速冻以及腊味、饼酥、西点等品	食品业务采用直接销售和经销模式



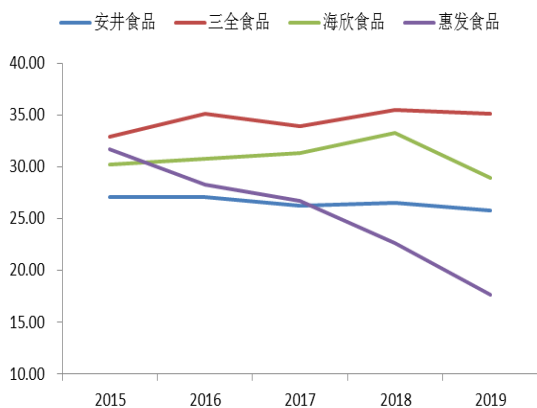
	类。根据 2019 年年报，2019 年收入为 30.29 亿元。	
中饮巴比	中饮巴比成立于 2010 年，专业从事中式面点速冻食品的研发、生产和销售，是一家“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的中式面点速冻食品制造企业。公司产品可以分为面点系列产品、馅料以及粥品饮品等以及外部财股系列产品，具体包括包子、馒头、粗粮点心、馅料以及粥品饮品等，共计近百余种产品。根据中饮巴比招股说明书，2018 年其营业收入为 9.90 亿元。	连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅
千味央厨	公司主要为餐饮企业（含酒店、团体食堂、乡厨）等提供定制化和标准化的速冻面米制品。公司速冻面米制品按照加工方式可分为油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类。根据招股说明书，2019 年营业收入为 8.89 亿元。	公司，下游客户主要为餐饮企业（含酒店、团体食堂、乡厨）等 B 端客户。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

在零售市场方面，渠道线上延伸为速冻食品销售提供了支持，具有供应链优势的企业将会占上风。除了线下大型商超之外，配送到社区/到家服务成为了速冻食品另一个重要的销售渠道，而社区团购发挥了重要作用。例如思念食品加大了组合装产品，健康无糖汤圆及大黄米汤圆，利用电商和社区团购等新零售渠道进行产品供应；三全食品作为速冻食品的头部企业，2019 年初重启“有知有味”平台，试水社区团购渠道，未来也是加强每日优鲜、叮咚买菜、钱大妈等生鲜电商的业务合作。虽然在疫情下，许多企业纷纷杀入市场，但是表面上“光鲜亮丽”、前景大好的社区商业并非是均可获益的良性赛道，在这条赛道上，具有供应链优势的企业将会占上风。

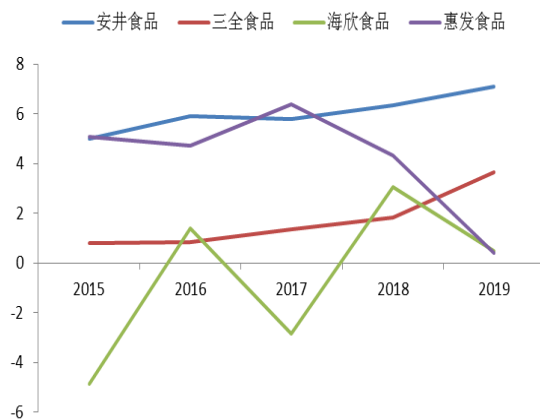
餐饮供应链下，安井食品和三全食品受益显著。连锁化率提升、外卖业务平台发展，以及人工成本的上涨驱动餐饮供应链发生深度变革。因此，渗透 B 端的速冻食品赛道的企业有望继续受益。速冻食品行业很多龙头公司加速拓展 B 端业务，如安井、三全、思念、千位央厨等。但是 B 端与 C 端消费者对速冻食品企业的要求也有差异，在产品特性、产品性价比、采购及结算周期、服务模式等方面均有体现，同时餐饮渠道对上游原料要求口味、品质等保持较高稳定性和安全性，渠道粘性较高，易守难攻，因此深耕餐饮的上游企业拥有壁垒。例如，三全食品：公司 2017 年开始将餐饮业务独立运作，致力于成为“中高端餐饮业务的核心服务商”，2019 年餐饮业务实现收入 7.84 亿元，同比增 40.45%，净利率 6.8%，我们认为公司发展餐饮渠道具有产能优势、冷链资源优势、研发优势，未来可期。安井食品餐饮渠道收入占比为 60%，在公司发展初期培育了一批掌握小 B 资源的经销商，伴随公司成长，忠诚度较高，同时公司通过“销地产”的工厂基地建设模式、阿米巴的内部管理模式以及规模效应的凸显，盈利能力不断提高。

图 44：三全食品毛利率最高



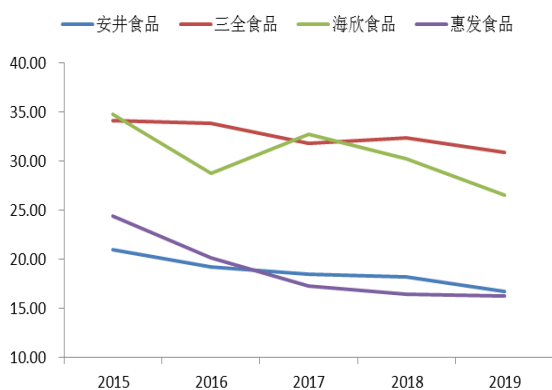
资料来源：wind，山西证券研究所

图 45：安井食品净利率较高



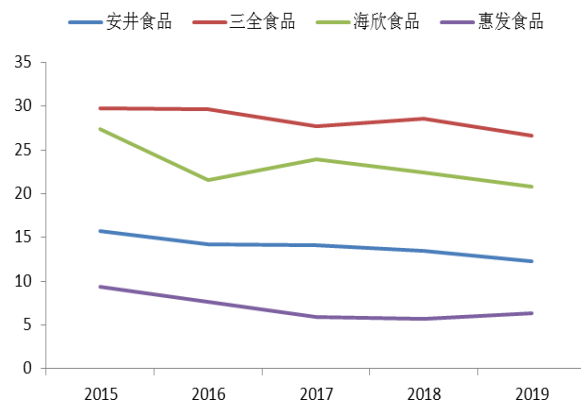
资料来源：wind，山西证券研究所

图 46：行业内可比公司期间费用率对比



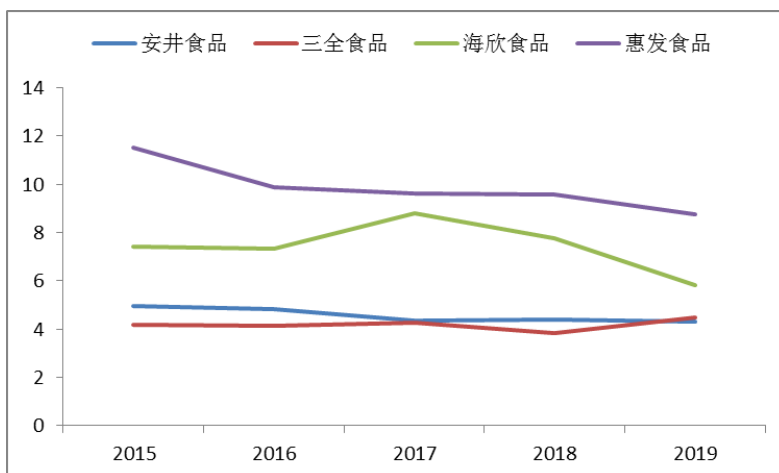
资料来源：wind，山西证券研究所

图 47：行业内可比公司销售费用率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 48：行业内可比公司管理费用率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

### 3.3 疫情加速行业洗牌，集中度有望提高

最近几年，速冻行业逐渐建立行业监管，消费者对食品安全、营养健康要求的重视，国家政府部门对生产安全、环保、社保和税收等要求的提高，市场将逐步向具备品牌与规模优势的规范性企业集中，竞争格局进一步明朗，从粗放型发展更趋向于品质和品牌集中，头部企业竞争态势更为。而新冠肺炎疫情，更是加剧了行业洗牌，行业集中度有望继续提高。首先，新冠肺炎疫情起源于食物，国家相关部门对食品安全把控必将更加严格。比如，近期颁布的一系列禁止食用野生动物的法令。对于食品生产企业来说，从原料采购到生产管理再到出厂检测，整个流程会更加严格，从而促使整个行业实现产品的升级换代。其次，从消费者层面来看，疫情会提升大家的安全意识。疫情期间，人们选择在家就餐，宁可自己做也不点外卖。疫情之后，这种健康意识将在很长一段时期内，影响消费者的购物选择。安全将会是消费者最关注的要素，其次才是美味和价格。这也将督促企业自我升级，满足消费者心理变化的需求。最后，速冻食品行业受疫情的影响相对于其他行业在短期内较小，并且产品品类多、渠道多、产品档次多的企业可能在疫情中应对风险波动性的能力更强大。

## 4. 估值业绩齐飞的“戴维斯双击”

在“宅经济”利好的大背景下，安井食品、三全食品、海欣食品等个股迎来了估值业绩齐飞的“戴维斯双击”。

### 4.1 疫情期间，速冻行业公司业绩表现亮眼

受疫情不能出门的影响，餐饮、商圈等服务场所关闭，与餐饮、零售业受新冠肺炎疫情冲击不同，居家防疫带来的消费模式改变使速冻食品市场需求激增，疫情期间速冻食品的爆量主要集中在三种类别，一是满足日常饮食刚需的速冻米面制品，二是增加饮食品类选择的火锅食材，三是具有互动性、趣味性的自制美食半成品。个别企业在卖场的销量较往年同期增长 80%，线上销量更是暴增近 20 倍，致使不少产品供应紧张、库存告急。根据上市公司公告显示：三全食品 2020H1 业绩预告显示，报告期内公司预计实现盈利 4.3 亿元-4.6 亿元，较上年同期增长 390.00%-420.00%；海欣食品 2020H1 业绩预告显示，报告期内公司预计实现盈利 0.4 亿元-0.5 亿元，同比增长 470.23%-612.79%。

表 6：速冻食品公司业绩情况

公司代码	公司简称	2020Q1 营业收入 (亿元)	同比	2020Q1 归母净利润 (亿元)	同比	预计 2020H1(亿元)	同比
002216.SZ	三全食品	22.17	16.14%	2.58	541.13%	4.3-4.6	390%-420%
002702.SZ	海欣食品	3.30	5.29%	0.22	66.40%	0.4-0.5	470%-612%

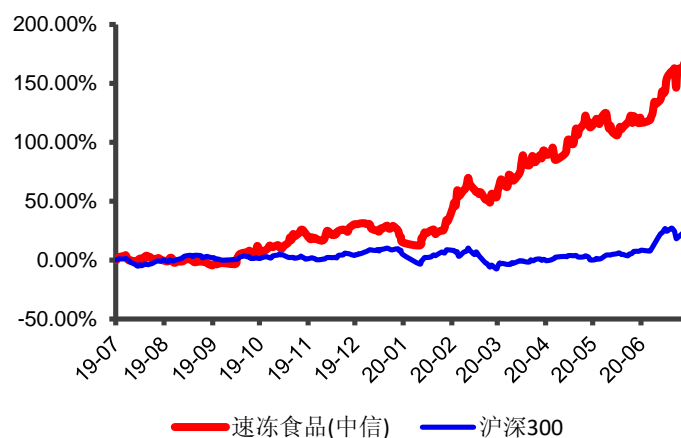
603536.SH	惠发食品	1.61	-0.03%	-0.16	36.99%	-0.08 — -0.055	82%-88%
603345.SH	安井食品	12.78	16.63%	0.88	35.33%	1.8-2.3	72.95%- 120.99%
603043.SH	广州酒家	5.33	0.14%	0.12	-73.17%	-	-

数据来源：wind，山西证券研究所

## 4.2 资本市场对速冻食品企业更加青睐

资本市场对国内速冻食品行业也青睐有加，中信速冻食品指数大幅跑赢沪深 300，在个股中，安井食品、三全食品股价已翻倍、海欣食品也有不俗的表现。

图 49：速冻食品行业市场表现情况



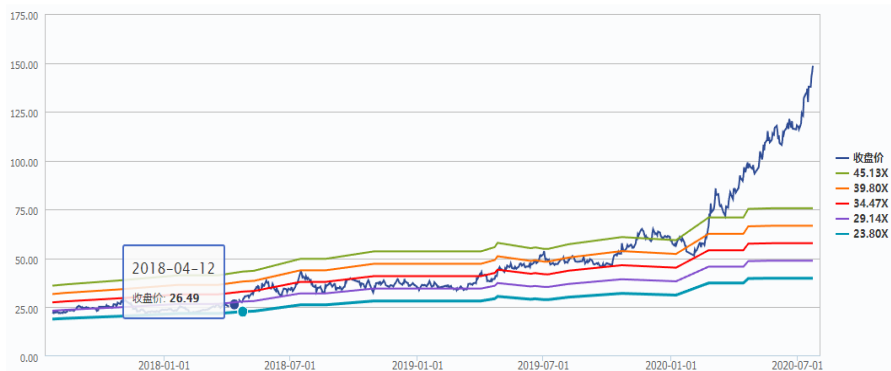
资料来源：wind，山西证券研究所

表 7：速冻食品公司市场情况

公司代码	公司简称	收盘价	区间涨跌幅（2020-01-01 至 07-22）	市盈率 PE (TTM)
002216.SZ	三全食品	28.61	100.58	52.28
002702.SZ	海欣食品	8.29	93.88	256.69
603345.SH	安井食品	145.17	145.40	86.60
603536.SH	惠发食品	14.35	(39.14)	158.62
603043.SH	广州酒家	34.66	15.20	39.91

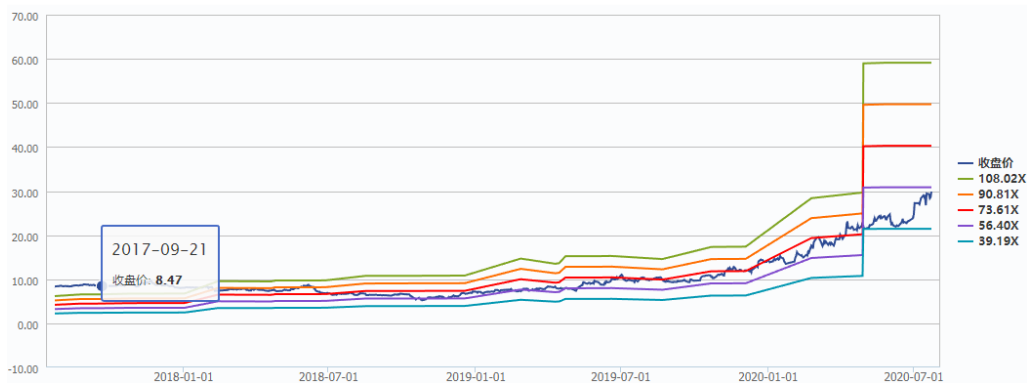
数据来源：wind，山西证券研究所（截止 2020. 7. 22）

图 50：安井食品估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 51：三全食品估值情况

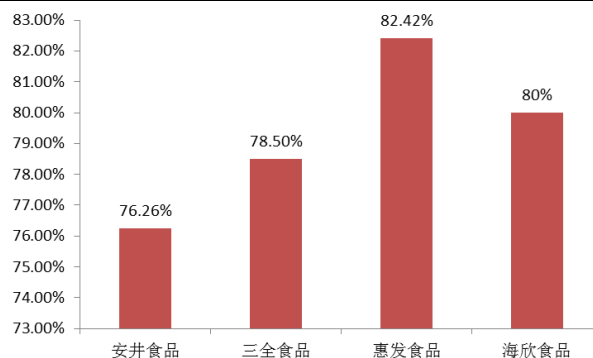


资料来源：wind，山西证券研究所

### 4.3 原材料成本维持高位，强议价能力和规模效应利于龙头企业

速冻食品行业属于产业链中的加工环节，速冻食品行业的原材料主要分鱼糜、肉类、粉类等。原材料成本占速冻食品成本 75% 以上。

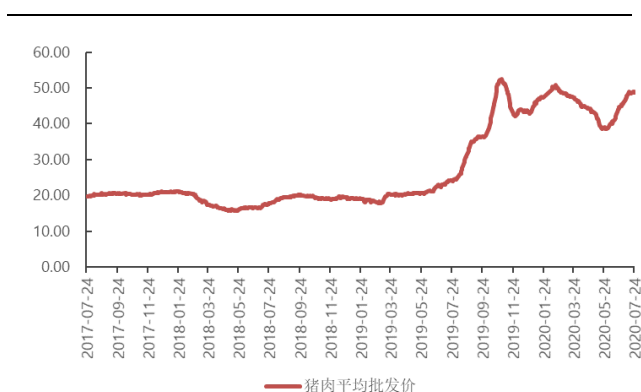
图 52：2019 年速冻食品行业上市公司原材料成本占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

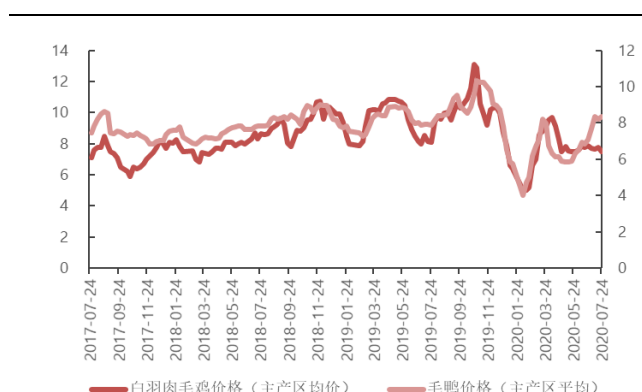
目前来说，猪肉成本维持在去年的高位，鸡鸭肉较去年的高位有所下降，鱼糜还维持在高位。猪肉市场价格上涨属于消费拉动型上涨，而每年 6 至 9 月份猪肉价格的季节性上涨、叠加新冠肺炎疫情得到有效控制后的消费增长，预计后期猪肉价格仍维持高位。受猪肉价格上涨影响，鸡鸭肉的替代需求增加，去年价格快速上涨，由于鸡鸭产能扩充周期短，价格较高点有一定下降，整体也将保持较高水平震荡。由于龙头企业议价能力更强，且依赖规模效应能够实现成本和费用的最小化，同时，随着国家法规政策的支持和监管体系的健全，行业两极分化的竞争格局将进一步加剧。市场份额将进一步向具备品牌、规模、渠道、资金优势，以及内部管控能力和产品研发创新能力的综合企业集中。

图 53：猪肉平均批发价格（元/公斤）



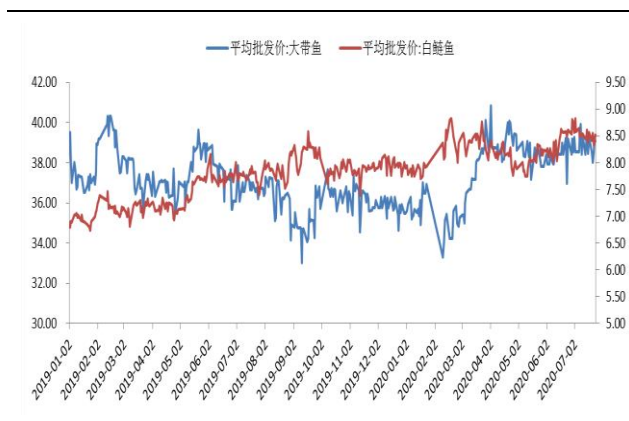
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 54：白羽肉毛鸡、毛鸭价格走势（元/公斤）



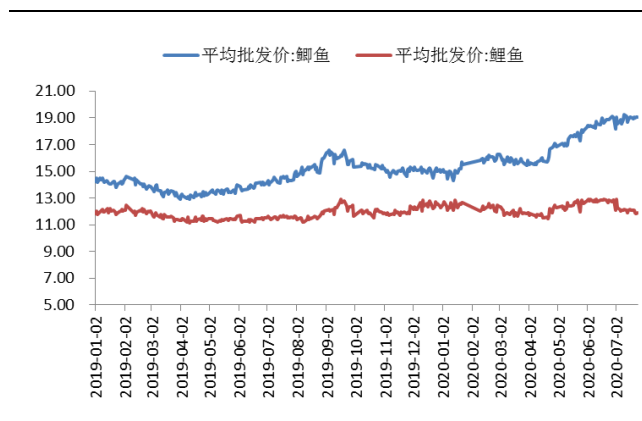
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 55：白鲢鱼和大带鱼平均批发价（元/公斤）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 54：鲤鱼和鲫鱼平均批发价（元/公斤）



数据来源：Wind，山西证券研究所



## 5.投资建议

我国速冻食品行业近年来保持了较高速增长，速冻食品因其便捷、营养的产品属性，符合消费者追求健康、安全的消费理念。但是人均消费量远不及发达市场，仍有很大的成长空间。2020年初新冠疫情对行业发展趋势产生一定影响。一方面，疫情短期内影响了速冻食品在农贸市场等流通领域的销售，尤其是餐饮渠道的消费；另一方面，疫情也提升了KA、BC及线上渠道的销售，促进了家庭消费者对速冻食品消费习惯的形成，提升了消费者对速冻食品的消费体验。因此，我们认为后续C端消费的增速有所放缓，但本次疫情使消费者对于速冻食品的便利性和食品本身的营养价值有了一个新的认识，且未来随着餐饮企业的恢复以及冷链技术的发展，速冻食品行业有望持续增长。

目前行业整体集中度较低，但聚焦细分领域，细分板块竞争格局差异显著。速冻米面制品零售领域市场集中度高，但餐饮市场还处于蓝海阶段。同时，火锅制品风头正劲，菜肴制品有望成为下一个风口。在消费认知提升、餐饮连锁化及经营成本上涨的趋势下，速冻食品企业C端和B端市场同时迎来了风口，同时，冷链物流的发展助力行业增长。但是，速冻食品行业供应链条较长，供应链能力比较强的企业有望持续受益。

虽然当前速冻食品行业估值比较高，但行业有望持续稳健增长，且细分行业仍有发掘空间，龙头企业受益显著，市场份额有望进一步扩张，建议关注三条主线：一是产品线丰富以及BC端市场兼顾的速冻食品龙头：安井食品；二是内部改革成效显著，不断挖掘场景，在业务上寻求突破点的速冻米面制品龙头：三全食品；三是布局餐饮渠道的千味央厨。

## 6.风险提示

原材料价格波动；行业竞争日趋激烈；食品安全质量风险。

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际  
中心七层  
电话：010-83496336

