

餐饮供应链深度报告系列二

安井和三全具有强渠道力和产品力，有望成为行业龙头

核心观点：

- 预计未来5年速冻食品行业收入CAGR有望达10%+。2019年我国速冻食品行业收入达1475亿元，餐饮端和家庭端占比约4:6。受益于餐饮标准化和家庭便捷化需求提升，我们预计未来5年速冻食品行业收入复合增速有望达10%+: (1) 餐饮连锁化和运营成本提升推动餐饮标准化需求增长，餐企更加倾向于使用速冻食品简化烹饪流程提升效率，通过去厨师化降低成本，预计未来5年速冻食品餐饮端收入CAGR15%+。(2) 现代社会生活节奏加快，家庭烹饪便捷化需求提升，叠加速冻食品品类和渠道的扩张，预计未来5年家庭端收入CAGR10%左右。
- 未来份额有望向龙头靠拢，安井和三全有望成为行业龙头。从历史经验来看，消费品行业更容易形成单寡头或双寡头的竞争格局。2019年我国速冻食品CR3约为12.9%，其中细分行业已经出现了具备明显竞争优势的企业，分别是安井(火锅料市占率7.9%)和三全(速冻米面市占率9.0%)。我们认为未来行业集中度有望继续向安井和三全靠拢：(1) 餐饮端是火锅料行业主要的消费渠道，更加看重产品性价比。安井为火锅料行业单寡头，具有规模效应，收入是第二名海欣3倍左右。安井产品定位“高质中高价”，性价比优势显著，叠加渠道持续扩张，安井份额有望持续提升。(2) 速冻米面行业目前呈现双寡头格局，渠道主要以商超渠道准入门槛高使得中小企业难以辐射。三全具有强产品和渠道力，丰富的产品线可满足消费者一站式消费需求，且公司加速拓展餐饮渠道，其主要竞争对手仍以家庭渠道为主。受益于餐饮供应链高增长红利，借鉴海天经验，三全有望通过强渠道力和产品力跑马圈地，快速抢占市场份额，成为速冻米面龙头。
- 强渠道力和产品力是安井和三全核心竞争优势。强渠道管控能力推动安井ROE高于行业平均水平，三全调整内部机制后ROE回升，安井和三全19年ROE分别为13.6%和9.9%。(1) 产品：安井、三全产品线丰富，且皆具有国家级研究中心。安井在研发上聚焦大单品模式，新品市场接受度高；三全内部机制改革后研发采用自下(渠道)而上(研发)模式，可更好反应市场需求。(2) 渠道：安井和三全最具全国扩张能力。安井经销渠道强，采取“贴身支持”，考核和激励并存，销售团队积极性强；三全渠道明显改善，过去商场高费用投放导致低净利率，内部机制改革后，以绩效为导向，净利率改善显著。安井工厂布局“销地产”模式，三全布局都市群周边，助力公司以更高的效率触达更多市场。(3) 品牌：2019年，安井和三全的品牌价值分别为111.3亿元和229.4亿元，是登上中国品牌价值榜仅有的两家速冻食品企业。
- **投资建议：**重点推荐安井食品、三全食品、广州酒家。
- **风险提示：**食品安全问题；餐饮连锁化发展不及预期；疫情恢复不及预期。

行业评级

买入

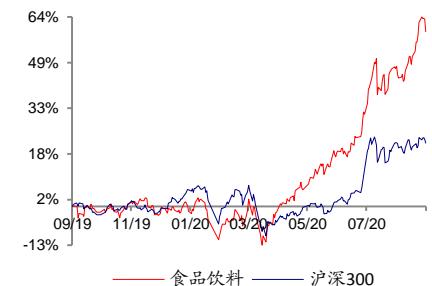
前次评级

买入

报告日期

2020-09-09

相对市场表现



分析师：王永锋

SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780

010-59136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：沈涛

SAC 执证号: S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：袁少州

010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

餐饮供应链深度报告系列一： 2020-01-12

餐饮连锁化推动餐饮供应链

变革，未来有望产生多家百

亿收入企业

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期		(元/股)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
安井食品	603345	CNY	165.3	2020/08/21	买入	188.66	2.28	3.14	72.50	52.64	50.09	37.84	17.30	20.40
三全食品	002216	CNY	30.26	2020/08/21	买入	43.46	0.80	0.91	37.83	33.25	32.46	29.68	23.38	21.99
广州酒家	603043	CNY	39.09	2020/04/30	买入	34.39	0.98	1.33	39.89	29.39	34.86	25.35	15.30	17.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、受益于餐饮连锁化率提升和渠道品类扩张，预计未来5年收入CAGR10%+	6
(一) 我国速冻食品行业收入达1475亿元，14-19年复合增长11.9%	6
(二) 预计未来5年速冻食品行业收入CAGR10%+	8
二、未来份额有望向龙头靠拢，安井、三全有望成为行业龙头	13
(一) 我国速冻食品行业整体集中度较低，未来份额有望向龙头靠拢	14
(二) 安井和三全龙头优势显著，有望成为速冻火锅料和速冻米面龙头	17
三、强渠道力和产品力是安井、三全核心竞争优势	21
(一) 产品：品类多元化和优秀研发机制是安井和三全竞争力之一	22
(二) 渠道：强供应链优势叠加激励机制，安井、三全渠道力更优	26
(三) 品牌：安井为火锅料龙头，三全为速冻米面品牌龙头	31
四、投资建议	32
(一) 安井食品：强渠道管控能力推动公司稳定ROE	32
(二) 三全食品：内部机制改善，商超减亏餐饮发力净利率持续提升	33
(三) 广州酒家：餐饮品牌力背书，广式点心差异性竞争	34
五、风险提示	35

图表索引

图 1: 速冻食品符合消费需求的转变, 渗透率有望持续提升	6
图 2: 19 年我国速冻食品收入达 1475 亿元, 14-19 年 CAGR11.9%	7
图 3: 2019 年我国人均速冻食品消费量 9.0kg, 不到日本的 1/2	7
图 4: 14-19 年我国餐饮行业收入 CAGR10.1%.....	8
图 5: 我国餐饮业连锁化率提升空间大.....	8
图 6: 餐厅技术人员成本持续提升	9
图 7: 餐厅商铺租金 2017 下半年以来上涨明显	9
图 8: 18 年我国餐饮业原材料进货成本占比 41.3%.....	9
图 9: 1978 年日本餐饮行业增速及速冻食品在餐饮食材中的渗透率和我国相近	10
图 10: 1977-1982 年日本速冻食品餐饮端收入复合增速为 16.2%	10
图 11: 据我们预测我国速冻食品餐饮端收入 24 年可达 1171 亿元	10
图 12: 不擅下厨的 90 后进入结婚高峰期, 开始承担烹饪责任.....	11
图 13: 2019 我国平均家庭户规模为 3.0 人/户	12
图 14: 1990 年日本人均户规模约为 3.0 人/户	12
图 15: 我国人口结构与日本 90 年代相接近	13
图 16: 90 年代日本速冻食品家庭端收入持续提升	13
图 17: 19 年我国速冻食品行业 CR3 为 12.92%.....	15
图 18: 19 年速冻米面 CR3 达 20.05%, 三全和思念市占率为 8.98% 和 7.76%.	15
图 19: 19 年火锅料行业 CR3 约为 13.99%, 龙头安井市占率 7.86%.....	15
年龙头图 20 日本和日冷市占率达 23.7% 和 23.4%.....	16
21: 速冻企业数量从 2000 年的 969 家降低至 2018 年的 444 家	16
图 22: 速冻食品行业 CR2 呈上升趋势	17
图 23: 安井收入增速维持 15% 以上, 高于行业增速	17
图 24: 餐饮端客户注重差异化太单品和产品性价比.	18
图 25: 品牌和口味是消费者购买速冻食品关注的因素之一	19
图 26: 2004 年酱油集中度低	20
图 27: 2011 年海天为酱油子行业龙头	20
图 28: 安井和三全对上游供应商和下游经销商占款能力强	22
图 29: 安井三项费用率稳定, 呈逐年微幅下降趋势	22
图 30: 安井经销商数持续扩张	29
图 31: 安井、三全销售人员人均创收	29
图 32: 安井物流费用占收入占比呈下降趋势	30
图 33: 安井受益规模生产成本费用有所下滑	30
市场价格	30
图 35: 三全、安井品牌价值分别为 229.4 亿元和 111.32 亿元	31
图 36: 安井加速品牌建设, 三全控费改善盈利能力	32
图 37: 安井食品 ROE 维持 13% 左右, 渠道壁垒深厚	33
图 38: 三全对产品、渠道和生产三个单位进行改革	34

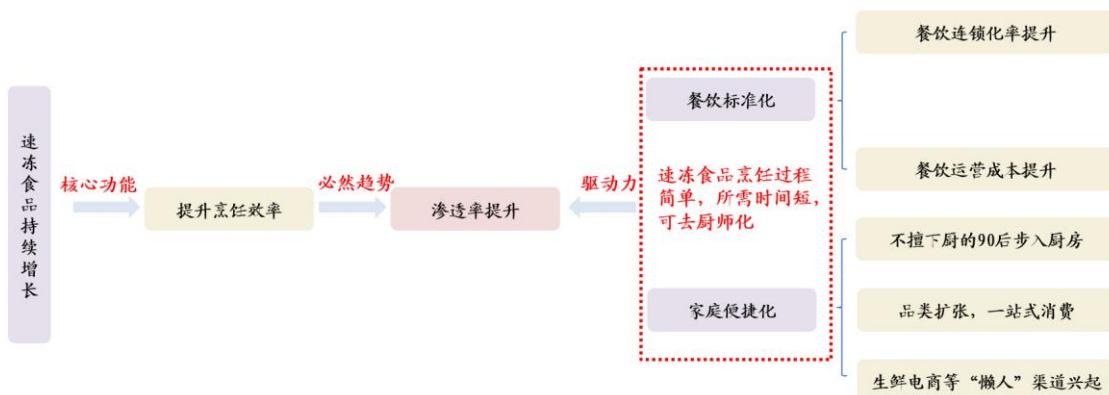
表 1: 19 年我国速冻食品家庭端收入 904 亿元、餐饮端收入 571 亿元.....	7
表 2: 近年来各企业加速推出新品，布局新渠道	12
表 3: 消费品更容易形成寡头垄断或垄断竞争的格局	13
表 4: 速冻食品或可分为三大梯队	17
表 5: 餐饮端客户注重产品性价比，家庭端商超渠道准入壁垒更高	18
表 6: 酱油行业高速增长期，渠道和产品力最强的海天味业最受益	20
表 7: 安井、千味央厨 ROE 高于行业平均水平	21
表 8: 安井和三全权益乘数远高于其他行业可比公司，渠道地位强势	21
表 9: 安井速冻产品线最为齐全，覆盖火锅料、速冻米面、菜肴制品三大品类..	23
表 10: 公司研发能力	25
表 11: 安井、三全具有强经销能力，千味央厨 B 端渠道具有先发优势	26
表 12: 安井薪酬体系最高.....	28

一、受益于餐饮连锁化率提升和渠道品类扩张，预计未来5年收入CAGR10%+

(一) 我国速冻食品行业收入达1475亿元，14-19年复合增长11.9%

速冻食品可提升烹饪效率，符合消费需求转变的趋势。速冻食品是一种工业化产物，通过低温冷冻技术在不借助防腐添加剂的同时抑制微生物活动，保障产品的营养性及安全性，延长保质期限。速冻食品具备三大特征，符合消费需求的转变，在餐饮和家庭端渗透率提升是必然趋势：（1）便捷化。速冻食品烹饪技术要求低、时间短，大多可通过简单蒸煮或微波炉即可成食用，大大提升了烹饪效率，迎合了居民便捷化生活趋势。（2）标准化。速冻食品通过标准化生产流程，实现菜品口味和品质标准化，符合餐饮标准化需求加速的趋势。（3）多元化。速冻食品品类可分为三大类：速冻米面、速冻火锅料、速冻菜肴。据《速冻食品加工技术》，速冻食品共有3500多种SKU，可覆盖早餐、涮烤、正餐等多种消费场景，每年行业皆在推出新单品，品类多元化满足消费者差异化需求。

图 1：速冻食品符合消费需求的转变，渗透率有望持续提升



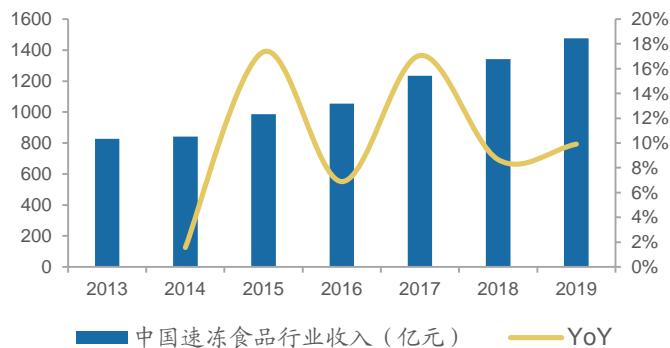
数据来源：广发证券发展研究中心

我国速冻食品行业收入2019年达1475亿元，预计人均消费量有至少翻倍成长空间。速冻食品迎合了居民便捷化生活趋势，对烹饪技术要求逐渐降低，简化烹饪过程，减少烹饪时间，可应用于早餐、正餐、团餐等多种场景，满足不同消费者差异化需求。根据前瞻产业研究院数据，2019年我国速冻食品行业含税收入已达1475亿元，2014-2019年CAGR约为11.9%，行业已处于成长期。2019年我国速冻食

kg/人）、欧盟（35.0kg/人）、美国（60.0kg/人）

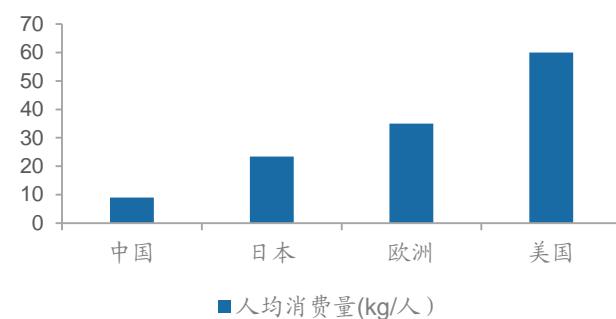
人）相比，人均消费量有至少翻倍可提升空间。我们认为我国人均消费量低于发达国家主要是由于：（1）速冻食品需要在-18℃以下储备和运输，我国冷链运输设备和网络仍不完善，限制了速冻食品的发展。（2）我国餐饮连锁化进程较晚，速冻食品餐饮端渗透率较低。目前我国速冻食品市场以家庭消费为主，而发达国家多以餐饮消费为主导。（3）在家庭和餐饮渠道，相较发达国家，我国消费者速冻食品消费频次依然较低。

图 2: 19年我国速冻食品收入达1475亿元, 14-19年
CAGR11.9%



数据来源: 前瞻产业研究院, 中国食协冷冻冷藏食品专业委员会, 广发证券发展研究中心 注: 19年通过速冻米面收入773亿和品类收入占比52.4%倒推测算

图 3: 2019年我国人均速冻食品消费量9.0kg, 不到日本的1/2



数据来源: 艾媒网, 日本冷冻食品协会, 广发证券发展研究中心

拆分消费场景来看, 速冻食品主要由家庭端消费和餐饮端消费构成。据我们测算, 目前我国速冻食品家庭端: 餐饮端收入占比约6: 4。据中国产业信息网数据, 分品类来看, 我国速冻食品中速冻米面、速冻火锅料和速冻菜肴占比分别为52.4%、33.3%、14.3%。

19年收入分别为211亿元、491亿元和221亿元。测算方法如下:

(1) 根据中国冷冻冷藏食品专业委员会数据, 19年我国速冻米面行业收入为773亿元, 根据IBISWorld, 我国速冻米面行业餐饮和家庭渠道收入占比16%: 84%。(2)根据品类占比估测, 19年火锅料行业收入为491亿元。据渠道调研数据, 火锅料龙头安井食品餐饮渠道和家庭渠道收入比为60%: 40%, 考虑到其他中小企业品牌力较弱, 难以辐射家庭渠道, 家庭渠道收入占比将弱于安井, 因此估计火锅料行业餐饮和家庭

收入比略高于安井, 为63%: 37%。(3)菜肴制品目前仍处于发展早期, 主要应用于餐饮渠道, 19年预制菜肴行业收入211亿元。假定菜肴制品渠道结构与火锅料制品相似, 餐饮端收入占比55%。因此, 19年速冻食品行业收入904亿元, 餐饮端收入约571亿元, 占比约为6: 4。

表 1: 19年我国速冻食品家庭端收入904亿元、餐饮端收入571亿元

	速冻食品收入 (亿元)	家庭渠道收入 (亿元)	家庭渠道占比	餐饮渠道收入 (亿元)	餐饮渠道占比
速冻食品	1475	904	61%	571	39%
火锅料制品	491	181	37%	310	63%
速冻米面	773	649	84%	124	16%
菜肴制品	211	74	35%	137	65%

数据来源: 中国食协冷冻冷藏食品专业委员会, IBISWorld, 渠道调研, 中国产业信息网, 公司年报, 广发证券发展研究中心

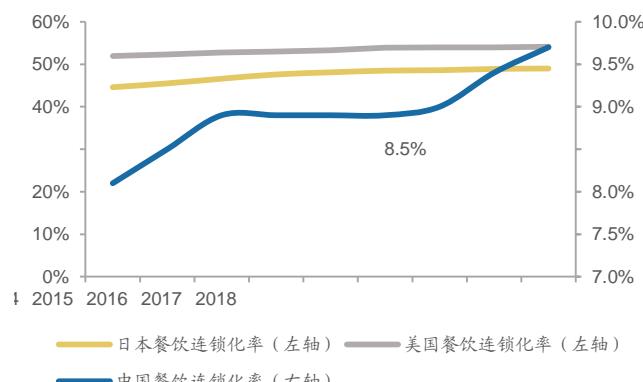
(二) 预计未来5年速冻食品行业收入CAGR10%+

1. 受益标准化食材需求提升，预计未来5年餐饮端收入CAGR15%+

我国餐饮连锁化水平不到10%，餐饮连锁化是必然趋势，标准化食材需求将持续增长推动速冻食品餐饮端渗透率加速提升。在我们20年1月所发布的《餐饮连锁化推动餐饮供应链变革，未来有望产生多家百亿收入企业》中提到，速冻食品是最有望受益餐饮供应链变革的子品类之一，主要因餐企人工和房租的成本上升、外卖和单品餐饮店的崛起，出于对时效性和经济性的考虑，更多餐企愿意使用速冻食品简化烹饪流程提升效率，去厨师化降低成本，推动速冻食品餐饮端渗透率提升。根据国家统计局数据，2014-2019年我国餐饮业收入CAGR约为10.1%；据弗若斯特沙利文预测，未来5年餐饮收入有望维持8.4%复合增速。餐饮业稳健发展推动餐饮连锁化率提升是必然趋势，我国餐饮连锁化进入加速期，16年我国餐饮连锁化率从8.9%提升至18年的9.6%，较12-15年加速提升。对比美国54%及日本49%，我国餐饮连锁化率水平较低不到10%，可提升空间大，连锁化率持续提升将带动速冻食品在餐饮端渗透率持续增加。

图 4：14-19年我国餐饮行业收入CAGR10.1%

图 5：我国餐饮业连锁化率提升空间大

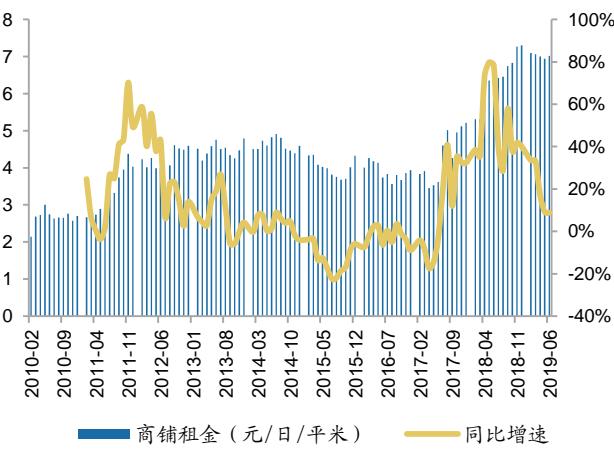


数据来源：Wind, 国家统计局, 九毛九招股书, 广发证券发展研究中心

数据来源：立鼎产业研究院, JFA 协会, 日本安心财团, 广发证券发展研究中心

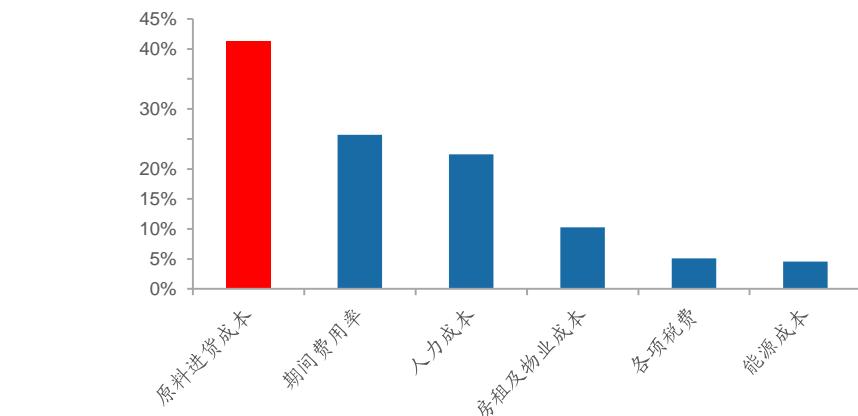
图 6: 餐厅技术人员成本持续提升


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 餐厅商铺租金2017下半年以来上涨明显


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 采用北京、上海、杭州、成都商铺租金平均值

据我们测算, 19年我国速冻食品餐饮端渗透率约为3.0%。据《2019中国餐饮业年度报告》, 18年我国餐饮业食材支出在营业额占比为41.3%, 假设19年餐饮业食材支出占比同18年一致, 则19年餐饮食材规模约为1.9万亿。据我们测算, 19年我国速冻食品餐饮端收入约571亿元, 则速冻食品在餐饮端渗透率约为3.0%。

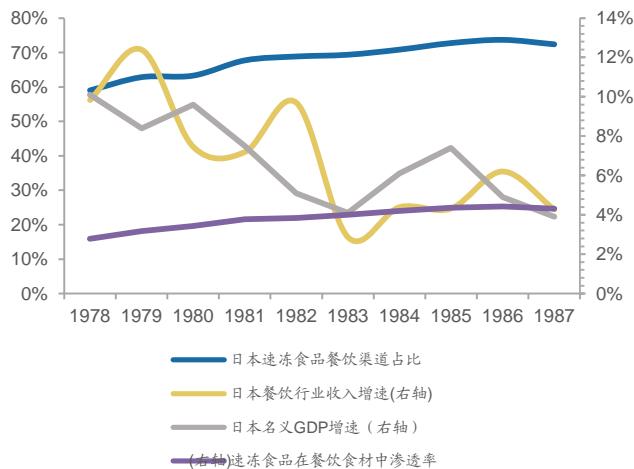
图 8: 18年我国餐饮业原材料进货成本占比41.3%


数据来源: 中国饭店协会, 广发证券发展研究中心 注: 中国饭店协会的《2019中国餐饮业年度报告》统计 2018 财年数据

借鉴日本经验, 我们预计未来5年我国速冻食品餐饮端收入CAGR15%+。纵观日本速冻食品发展历史, 我们认为目前我国速冻食品餐饮端发展情况与80年代的日本情况相似, 主要因为: (1) 餐饮业增速与GDP增速存正相关关系, 据日本公益财团法人数据, 1978-1982年日本餐饮行业收入复合增速约9.3%, 和我国当前餐饮行业增速10.1%相近, 且日本80年代餐饮连锁化率处于高速提升时期, 与我国情况相似; (2) 从人均GDP的角度来看, 日本于80年代人均GDP过万美元, 与我国目前人均GDP水平相似; (3) 1978年日本速冻食品在餐饮食材中的渗透率(速冻食品餐饮规模/餐饮食材规模)为2.8%, 和我国19年速冻食品餐饮渗透率3.0%相近。借鉴日本经验, 随日本餐饮渠道对速冻食品需求上升, 据日本速冻食品协会数据测算, 1978-

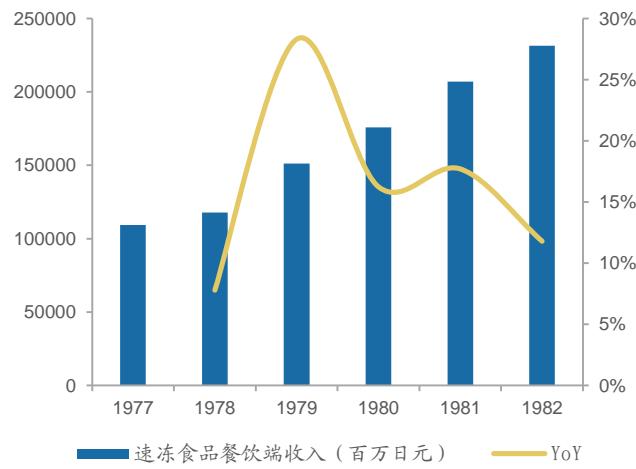
1982年日本速冻食品餐饮端渗透率从2.8%提升至3.8%，年均提升约0.25pcts，到2007年日本速冻食品餐饮端渗透率达4.9%，速冻食品餐饮渠道渗透率持续提升。据弗若斯特沙利文预测，未来5年我国餐饮仍能保持8.4%左右增长。我们假设未来5年我国速冻食品餐饮端渗透率提升速度与日本78-82年相接近，每年提升约0.20pcts，则2024年我国速冻食品餐饮渠道收入可达1171亿元，推动未来5年收入CAGR15%+。

图 9：1978年日本餐饮行业增速及速冻食品在餐饮食材中的渗透率和我国相近



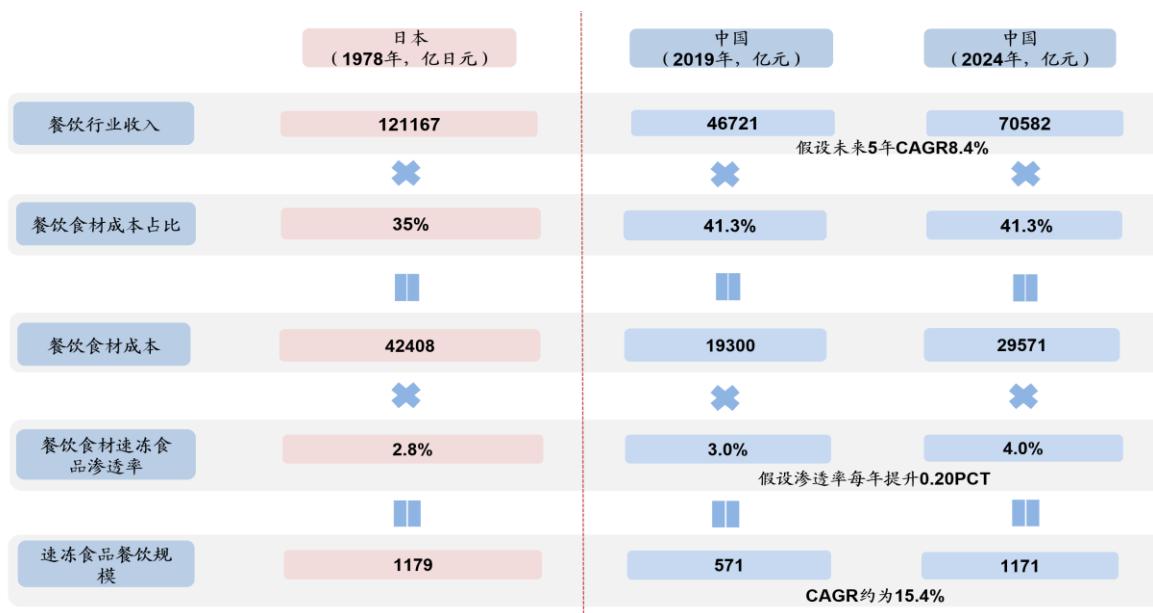
数据来源：日本冷冻食品协会，日本安心财团，日本国立图书馆，CNKI，广发证券发展研究中心

图 10：1977-1982年日本速冻食品餐饮端收入复合增速为16.2%



数据来源：日本冷冻食品协会，日本安心财团，广发证券发展研究中心

图 11：据我们预测我国速冻食品餐饮端收入亿元

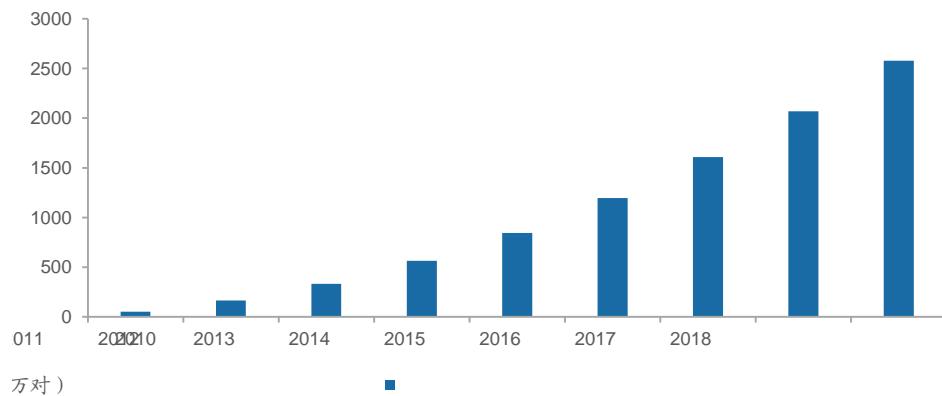


数据来源：日本冷冻食品协会，九毛九招股书，中国饭店协会，广发证券发展研究中心

2. 受益家庭便捷化需求提升，预计未来5年家庭端收入CAGR10%左右

家庭规模减小和现代社会生活节奏加快，便捷化需求提升，有望推动速冻食品家庭端渗透率加速提升。从社会结构来看，我国家庭规模逐渐减小，平均家庭户规模由80年代4左右降低至3左右，主要是因80年代起计划生育所致。家庭户数变小使得烹饪的时间和劳力成本增加，推动饮食向便捷化发展，推动速冻食品家庭端渗透率提升。现代社会生活节奏加速是推动速冻食品家庭端渗透率提升的另一因素，超80%的年轻人一天在吃饭上所花时间不超过60分钟，且多为独生子女，成长于我国经济高速发展时期，一般无需自己下厨或频次较少，烹饪水平有限。速冻食品的烹饪流程便捷，无需高烹饪技术且所需时间短，符合现代年轻人的生活习惯和消费趋势。据《婚姻登记报告》，目前90后已进入结婚高峰期。考虑90后人群烹饪水平有限且生活节奏快，随90后逐渐组建家庭，进入厨房承担责任，对便捷化食材的需求提升，有望推动速冻食品家庭端渗透率持续提升。

图 12：不擅下厨的90后进入结婚高峰期，开始承担烹饪责任



数据来源：《结婚登记报告》，广发证券发展研究中心

渠道和产品品类扩张或是推动速冻食品家庭端渗透率提升的另一因素。（1）消费者便捷性需求推动到家业务、社区生鲜、电商等新渠道崛起，该渠道大多配合有较为完善的冷链运输系统，且直送产品至客户端，为消费者提供更为便捷的购物体验（商超渠道购买需考虑来回路程时间，自备或购买保冷袋、冰袋等），有望推动速冻食品家庭端渗透率提升。目前，速冻食品龙头企业皆积极布局电商、社区生鲜渠道，且取到高增长。以安井为例，2019年其电商渠道收入同比增长329.9%。（2）政策红利下，我国冷链市场加速发展，冷链技术升级及冷链布局的完善使渠道持续下沉至三四线城市和乡县。据尼尔森数据，2019年三四线城市已占速冻食品整体零

是升，收入稳健增长。（3）品类向多元化、

高端化升级。近年来我国速冻食品企业加速推出花式面点（手抓饼、红糖馒头、流沙包等）、火锅料（牛肉丸、墨鱼丸等）等系列产品，追求差异化竞争，满足不同消费者的多样化需求。受益于消费升级，企业所推新品向高端化、健康化发展，推动企业吨价提升。以海欣为例，其推出鱼极高端系列鱼丸，采用深海鱼糜，较普通采用淡水鱼糜的鱼丸更为营养，鱼极产品市场接受度高，收入增长优于海欣系列，符合消费

升级的需求。

表 2：近年来各企业加速推出新品，布局新渠道

企业	事件
三全	17年推出一碗饭自热系列；18年推出茴香小油条、津门烙饼；19年推出素水饺系列；20年新上线涮烤汇等。19年，三全和711便利店开启合作；疫情期间，三全与社区电商、生鲜电商等合作。
安井	17年推出杂粮包、刀切馒头；18年推出核桃包、油条；19年推出锁鲜装、馅饼等；20年上线锁鲜装2.0。安井加速线上渠道建设，开设电商直营店铺，并在京东自营、每日优鲜等平台销售；同时公司紧跟直播风口，积极尝试互联网新营销，拍摄各类短视频、投放抖音广告，并与薇娅、李佳琦等头部主播开展合作。
思念	陆续推出手抓饼、放心油条、“中华面点”系列馒头、素小笼包、素上汤小云吞等。

数据来源：公司年报，公司公众号，公司官方微博，广发证券发展研究中心

家庭便捷化需求提升及渠道和品类扩张是未来速冻食品家庭端收入增长的主要因素，预计未来5年速冻食品家庭端收入CAGR10%左右。速冻食品消费与社会结构

和生活节奏相关，家庭规模的减小和生活节奏加速推动便捷化需求提升。考虑目前我国人口结构和家庭规模与日本相接近，借鉴日本经验，家庭规模减小和女性就业率增加推动90-95年日本速冻食品家庭端销量复合增速7.5%，收入复合增速5.6%。从女性就职率和女性就业率在48%左右，据普华永道《女性就业指数》，我国女性就业率约69%，远高于日本水平。且考虑90年代日本GDP增速低，90-95年GDP复合增速约3.0%，速冻食品收入增速由销量推动。而我国经济处于稳健增长期，据IMF预测，未来5年我国GDP增速皆为5.5%+，考虑通货膨胀，或在7-8%左右。我国速冻食品家庭端销量复合增速将高于日本，维持10%左右复合增速。

图 13：2019我国平均家庭户规模为3.0人/户

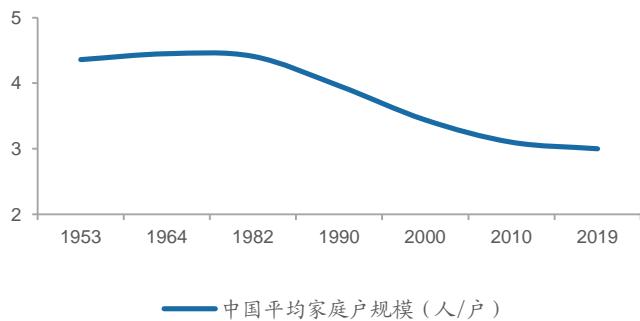
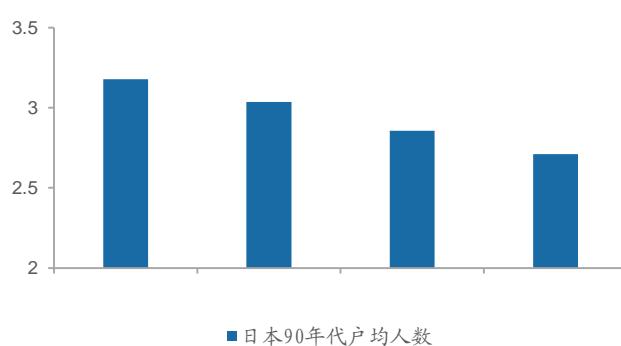


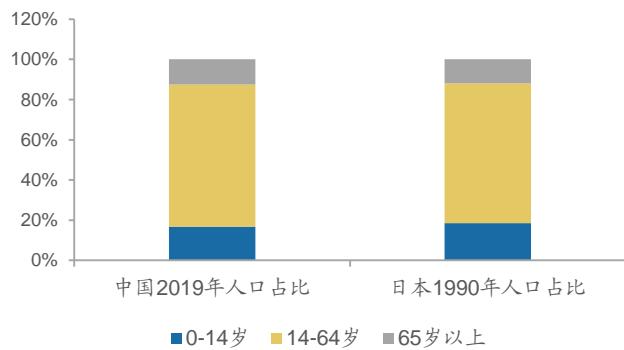
图 14：1990 年日本人均户规模约为 3.0 人/户



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

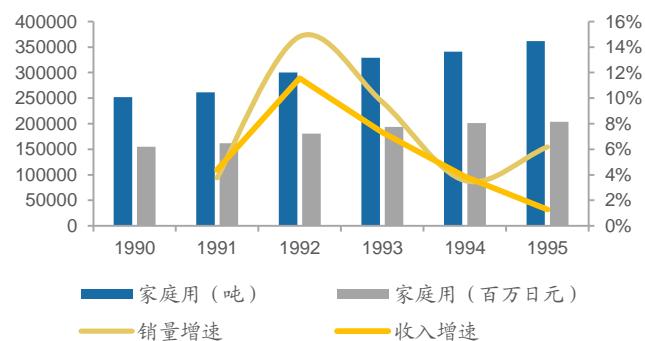
数据来源：Worldbank, CEIC, 广发证券发展研究中心

图 15：我国人口结构与日本90年代相接近



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

图 16：90 年代日本速冻食品家庭端收入持续提升



数据来源：日本冷冻食品协会, 日本国立图书馆, CNKI, 广发证券发展研究中心

二、未来份额有望向龙头靠拢，安井、三全有望成为行业龙头

大众消费品更易形成单寡头或双寡头垄断竞争格局。我们在17年10月11日发布的《从行业竞争格局，找寻消费品行业“长跑冠军”》中提到，消费品行业更容易出现“长跑冠军”，其集中度可维持长期上升趋势，更容易形成单寡头或双寡头垄断竞争格局。目前我国消费品行业已逐步形成单寡头或双寡头垄断的竞争格局，例如食品饮料行业中：（1）调味品子行业（酱油）：海天在酱油成长期通过先发优势，以全面丰富的产品线为基础，推动渠道迅速扩张、占据最大的销售网络，并持续推进下沉，迅速抢占市场份额，形成寡头垄断地位。（2）乳制品行业形成伊利和蒙

牛双寡头竞争格局，且伊利蒙牛通过强渠道和产品力，持续抢占小企业市场份额，双寡头市占率持续提升，其他企业市占率逐渐缩减。（3）肉制品行业已形成单寡头垄断格局，龙头双汇通过强大研发能力和品牌力驱动业绩增长，借助规模优势降低成本，毛利率、净利率、ROE高于竞争对手，市占率约14%，是第二名大众食品约3倍。

表 3：消费品更容易形成寡头垄断或垄断竞争的格局

行业	龙头企业	竞争格局	龙头企业 市占率
调味品（酱油）	海天	寡头垄断	18%
乳制品	伊利、蒙牛	双寡头垄断	CR2=46%

肉制品	双汇	寡头垄断	14%
-----	----	------	-----

数据来源：彭博，观研天下，广发证券发展研究中心 注：海天市占率采用 18 年数据，乳制品和肉制品为 19 年数据

(一) 我国速冻食品行业整体集中度较低，未来份额有望向龙头靠拢

我国速冻食品行业整体竞争格局集中度较低，细分品类竞争格局差异大，火锅料赛道更优。我国速冻食品目前集中度依然较低，根据公司年报和渠道调研信息，按收入测算，2019年我国速冻食品行业CR3为12.92%，前三名三全、安井、思念市占率分别为4.71%、4.14%和4.07%，未来龙头份额提升空间较大。拆分品类来看：

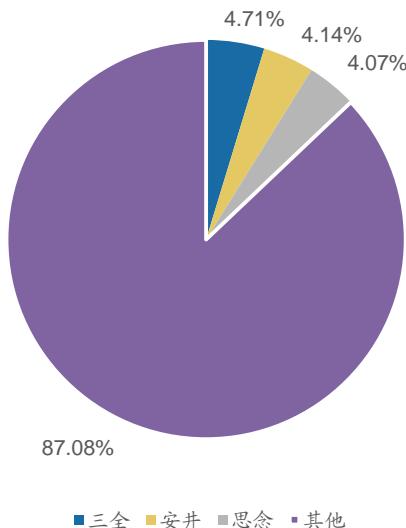
(1)2019年速冻米面行业CR3达20.05%，三全、思念、湾仔码头市占率分别为8.98%、7.76%和3.31%。速冻米面C端渠道集中度更高，据中国产业信息网，2018年三全、思念和湾仔码头在商超渠道市占率分别为30%、19%、16%，CR3约65%，在商超渠道已经呈现明显的寡头垄断格局，但在餐饮渠道集中度依然不高。(2)火锅料行业较速冻米面集中度低，2019年CR3为13.99%，龙头安井市占率7.86%，远超海欣(3.27%)和惠发(2.86%)，龙头地位稳固，具有明显的竞争优势。速冻米面和速冻火锅料集中度有较大提升空间，且目前行业内已经出现竞争优势明显的企业，行业集中度有望持续提升。考虑速冻菜肴制品尚处于导入期，格局极其分散且无明显龙头，预计短期内行业集中度提升难度较大。我们认为速冻火锅料赛道更优，主要因：(1)速冻火锅料寡头垄断格局已现，安井是市占率是第二名海欣的一倍以上；

(2)火锅料行业产业链层级高度高。(3)根据海底捞招股书披

火锅餐饮是餐饮行业最大的子行业，占餐饮业13.70%，火锅市场总收入 2018

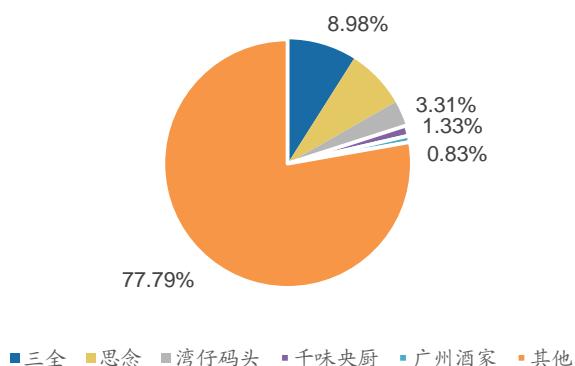
年达到 8757亿元，且具弗若斯特沙利文预测，2018至2022年火锅门店数仍能保持8%以上复合增长，打开了速冻火锅料发展空间。

图 17: 19年我国速冻食品行业CR3为12.92%



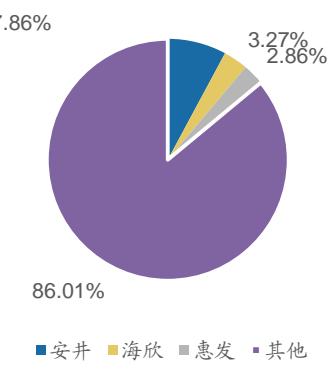
数据来源：公司年报，渠道调研，广发证券发展研究中心 注：思念为预测数据

图 18: 19年速冻米面CR3达20.05%，三全和思念市占率为8.98%和7.76%



数据来源：公司年报，渠道调研，广发证券发展研究中心 注：
思念和湾仔码头为预测数据

图 19: 19年火锅料行业CR3约为13.99%，龙头安井市占率7.86%

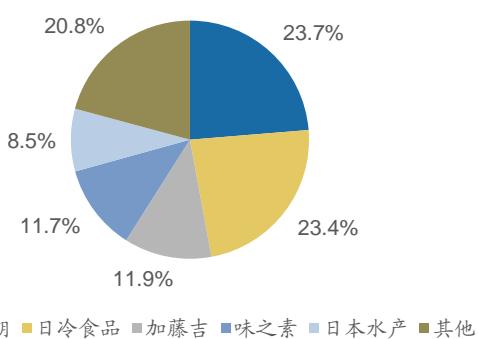


数据来源：公司年报，渠道调研，广发证券发展研究中心

借鉴日本经验，我国龙头企业市占率仍有大幅提升空间。日本16年速冻食品行业CR3已达59%，龙头九羽日朗和日冷市占率达23.7%和23.4%，远超第三名Table Mark市占率，双寡头垄断格局稳固。从日本速冻企业情况来看，日本速冻食品行业经历20多年的整合期，速冻企业数量从2000年的969家降低至2018年的444家，销售额也从2000年顶峰后成下降趋势，但12年后销售额有所回升，目前回升至接近2000年水平。此变化主要因行业进入成熟整合期，受人口因素影响，速冻食品需求呈下滑趋势，中小企业清理出局，大企业依靠规模优势及品牌壁垒蚕食小企业份额，行

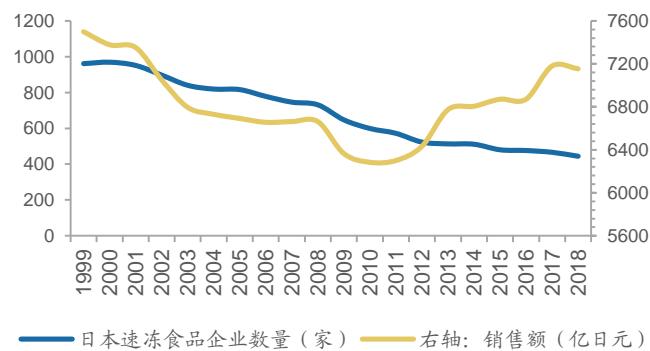
业集中度持续提升，目前竞争趋于缓和，形成稳固双寡头垄断格局。从日本龙头企业情况来看，其业务皆覆盖餐饮和家庭两种渠道，且具有全国性爆款大单品，强渠道和产品力铸就公司竞争壁垒。我国目前速冻食品企业数量仍处于上升期，规模以上速冻食品企业从2011年252家，提升至18年的461家，仍处于行业发展早期，行业集中度有望持续提升。借鉴日本速冻食品竞争格局发展，我们认为安井、三全分别作为速冻火锅料和速冻米面龙头，公司具有强渠道及产品力，可跑马圈地，享受行业成长期红利。

图 20：16年龙头丸羽日朗和日冷市占率达23.7%和23.4%



数据来源：日冷食品官网，广发证券发展研究中心

图 21：速冻企业数量从2000年的969家降低至2018年的444家



数据来源：日本冷冻食品协会，广发证券发展研究中心

我们认为未来份额有望向龙头企业集中，疫情及原材料、税收等成本压力下中

业加速洗牌。我国速冻食品或可分为三大梯队：第一梯队为具有全国性运营能
力及强品牌力的三全、安井和思念，三全、安井19年收入分别为59.86、52.67亿元，
收入规模远超第二梯队，在50-60亿元左右，市占率在4%左右；第二梯队为湾仔码头、
广州酒家、桂冠、海欣、海霸王、惠发等具有区域性优势及品牌力的企业，规模一
般在5亿-30亿上下，市占率仅不到2%左右；第三梯队多为地方性小企业，规模1-
5亿不等。我们认为未来市占率有望向龙头企业靠拢：(1)速冻食品作为生活必需品企
业，处于对食品安全等因素考虑，政府对速冻食品生产及运输监管及标准日趋严格，
部分小企业或因不符合标准而出局。(2)18年国家相继颁布《排污许可管理办法》
和《中华人民共和国环境保护法》，企业环保成本逐渐提升；18年7月《国税地税征
管体制改革方案》指出社保征收工作将由税务部门统一征收，未来企业社保缴纳技
术提升将加大企业运营成本。(3)中小企业产能较小，无规模效应，且对上下游议
价能力弱，在猪肉、鱼糜等原材料成本上涨时成本调控能力较弱，18年来鱼糜、猪
肉受压。(4)中小企业资金能力较弱，不具

备强研发能力，难以应对市场需求的快速转变及多元化需求。我国速冻食品CR2在
13-19年呈缓慢提升的趋势，19年CR2为8.85%，考虑上述因素，未来集中度有望加
速提升。13-19年期间安井食品收入增速皆保持15%以上，高于行业平均10%左右增
速，推动市占率稳步提升，未来随安井产能持续扩张，有望推动收入稳定增长，市占
率持续提升；三全18年前因主营超渠道竞争加剧及内部机制问题收入增速放缓，

略低于行业平均水平，考虑公司内部机制改革成效良好，且公司通过产品结构调整、渠道质量改善，提高公司盈利能力，且收入也呈现上升趋势，未来市占率有望提升。

表 4：速冻食品或可分为三大梯队

	企业	规模	优势区域
第一梯队	安井、三全、思念	50-60亿元左右	全国
第二梯队	湾仔码头、广州酒家、桂冠、海欣、海霸王、惠发、升隆等	5-30亿左右	区域性强势
第三梯队	地方性小企业	1-5亿元	/

数据来源：Wind，渠道调研，广发证券发展研究中心

图 22：速冻食品行业CR2呈上升趋势

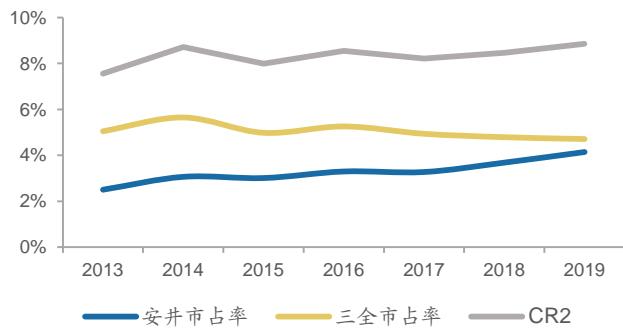
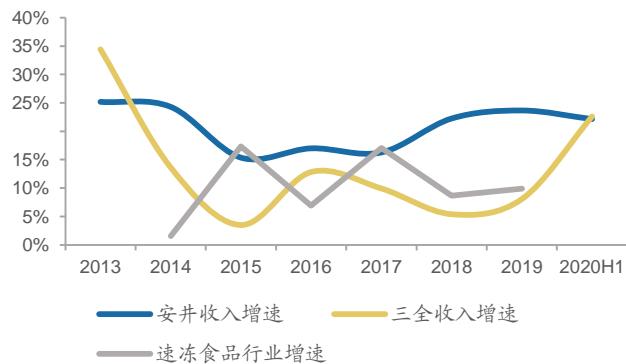


图 23：安井收入增速维持 15%以上，高于行业增速



数据来源：Wind，前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

(二) 安井和三全龙头优势显著，有望成为速冻火锅料和速冻米面龙头

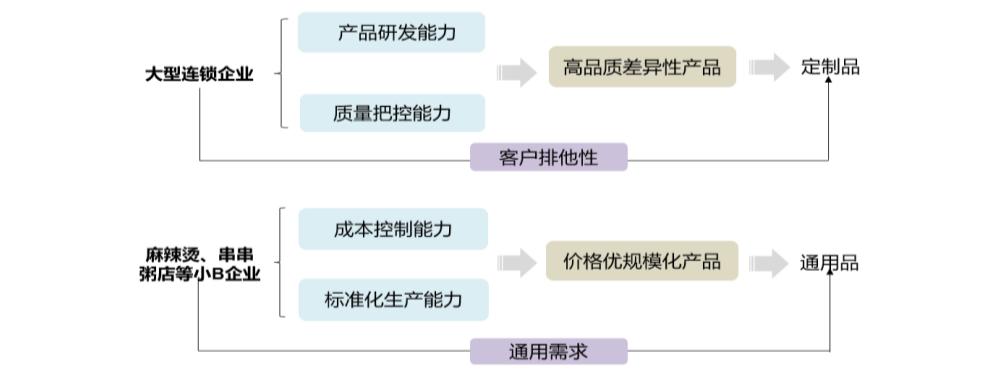
1. 餐饮端更注重产品性价比，规模效应下市场份额有望向龙头企业集中

大单品和产品性价比是餐饮端核心竞争力。速冻食品餐饮端产品主要可分为定制品和通用品两大类：（1）定制品：以定制客户（一般为大型连锁企业）的定制需求为起点开展研发、生产、销售的产品，具有客户排他性，以保障其产品具有差异性竞争力。定制客户专业性较高，追求高性价比大单品，且对速冻食品企业口味和品质的稳定性要求高，主要是因定制品的替换成本高，更换供货商容易产生有品质或口味变化，因此连锁餐饮客户在签订合约前大多会经过长期互相考察慎重选择厂家，客户粘性强，具备产品优势的企业更容易抢占份额。（2）通用品：速冻企业根据市场调研的结果来识别出客户的通用需求，并以此为起点开展研发、生产、销售的产品，由公司主导，产品口味须有较高的大众接受度，客户多为团餐、麻辣

烫、便利店等小B端餐饮。小B端餐饮企业对价格较为敏感，公司需具备强成本控制能力及规模化、标准化生产能力。小B端餐饮多依靠经销商覆盖，企业有望通过加大经销商招聘力度，实现渠道快速覆盖。

综合来看，具有强研发能力和成本控制能力的企业在餐饮端更具备竞争优势，我们认为未来份额有望向龙头企业靠拢：（1）龙头企业大多有稳定的上游供应商，或自己布局上游，在原材料的选择上具有高标准，以保障产品品质和口味的稳定，实现产成品标准化。小企业大多无稳定供应商，且受资金限制，在原材料成本上涨期间，或采用其他成本较低的原料替代或减少该原材料配比以保障产品性价比，从而导致小企业在产品在质量和口味上具有差异，因此未来餐饮端处于品质和质量等因素的考虑，下游需求有望持续向规模较大的企业集中，小企业生存空间持续减小。（2）龙头企业多具备前端设备配套支撑，且会针对产品对生产设备进行研发升级（例如千味央厨根据自身需求研发改造生产设备，研制非标专用设备，如蛋饼机、蛋挞切块机、油炸锅等），产成品标准化程度较中小型工厂和小作坊更高。（3）龙头企业规模效应下成本更低，产品性价比更高。例如安井采取的“高质中高价”的战略，突显产品性价比，保障公司竞争优势。（4）龙头企业渠道管控力更强，可持续下沉至终端门店，对市场反应速度快，并且可借助公司强研发能力针对市场需求快速推出新单品。

图 24：餐饮端客户注重差异化大单品和产品性价比



数据来源：广发证券发展研究中心

表 5：餐饮端客户注重产品性价比，家庭端商超渠道准入壁垒更高

	餐饮端		家庭端
收入比例	39%		61%
客户性质	连锁餐饮为主	小规模餐饮	家庭消费者
客户稳定性	强	较强	弱
核心竞争点	品质、性价比、研发能力	品质、口味、性价比	品牌、口味、品类多元化
运作模式	厂家直接对接，定制化服务	经销商覆盖便利店、团餐、粥粉店、麻辣烫等渠道	经销商覆盖商超、电商、社区生鲜、菜市场等渠道
毛利率	低	低	高（品牌溢价）
费用率	低	低	高（品牌投放费用、商超入场费、陈列费等）

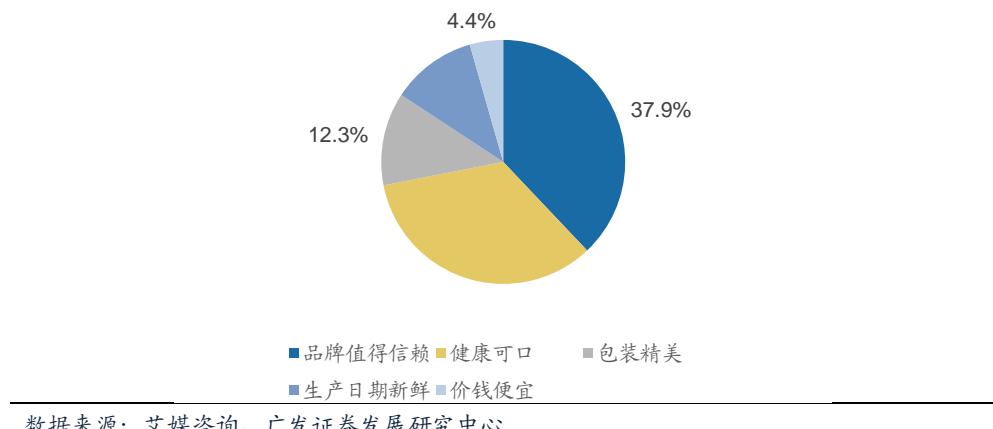
数据来源：广发证券发展研究中心

2. 家庭端注重品牌和产品多元化，渠道准入门槛高

速冻食品家庭端消费更注重品牌和产品多元化，商超准入门槛高。家庭端消费者不具备餐饮端的专业性，消费者多注重品牌（强品牌力=质量和品质的保障）和多样化产品品类，且商超渠道作为家庭端主消费渠道壁垒高。家庭端消费者出于便捷性需求，丰富的可选产品品类是公司核心竞争力之一，主要在于能否满足消费者一站式购物的需求。考虑南北消费者口味和饮食偏好差异，具有强研发能力，可推出符合全国消费者口味产品的企业更具竞争优势，可推动公司全国化扩张。从渠道来看，商超渠道是家庭端主消费渠道，准入门槛高，具有高费用的特性，中小企业难以辐射。

综合来看，我们认为小企业难以长期生存，龙头企业集中度有望提升：（1）小企业不具备强研发能力满足家庭端客户多元化需求，且小企业不具备品牌力，消费者出于对品质和质量的考量，大多会选择品牌力强的产品。（2）商超渠道建设需投放大量费用，品牌力强、规模优势强的企业才可支撑高额费用投放，抢占市场份额，中小企业难以进入商超渠道。（3）小企业渠道管控能力较弱，且渠道覆盖难以全国化，未来随冷链运输日渐完善，速冻食品龙头企业得以下沉至更多市场，中小企业份额或被抢占。

图 25：品牌和口味是消费者购买速冻食品关注的因素之一



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

3. 借鉴调味品行业经验，安井、三全有望成为行业龙头

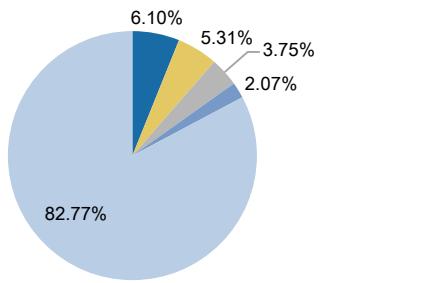
我们认为从调味品行业属性和速冻食品相似，消费需求主要来自餐饮端和家庭端，核心竞争力在于企业渠道和产品力，具有强渠道力和产品力的企业最可受益于行业增长红利，可通过跑马圈地，持续收割市场份额。

海天通过强渠道力和产品力在行业高速发展期快速抢占市场份额，在酱油子行业形成一超多强的竞争格局。根据Wind数据，2004-2011年为酱油行业高速成长期，产量复合增长21.56%。2004年酱油行业竞争格局分散，无明显龙头企业，海天较早开始进行事业部改革，04年时渠道力和产品力已明显高于竞争对手。在行业高速增长期间，海天以全面丰富的产品线为基础，推动渠道迅速扩张、占据最大的销售网络，并持续推进渠道下沉，迅速抢占市场份额，2011年时海天便在酱油子行业中形成一超多强的竞争格局，龙头地位稳固，市占率为13.55%。

表 6：酱油行业高速增长期，渠道和产品力最强的海天味业最受益

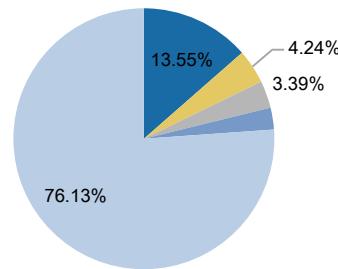
行业高速增长期各企业对比（全国品牌）	渠道	产品	2004-2011年收入复合增速
海天味业	海天在行业高增长时期开启全国渠道下沉，占据最大的销售网络——2003年销售会议上确定了“全面开发县份市场，启动农村销售”的销售政策，并于同年着手推动县份市场经销商开发，农村消费市场正式启动。	酱油产品线全面，覆盖高中低端各价位带。且逐渐从酱油向酱类、蚝油延伸。	36.19%
美味鲜（中炬高新）	聚焦家庭端，华南为主	酱油聚焦中高端价位段，大单品策略。另外跟随海天布局蚝油、食醋、调味酱等小品类。	23.70%
李锦记	渠道覆盖范围较窄，主要以一二线城市中高端餐厅为主	产品线窄，聚集中高端	14%左右
加加食品	华中、华东为主。2005-2009年公司采取市场细分战略，将酱油市场进行细分，根据其功能特点，提出“炒菜用加加老抽、凉拌用加加生抽”的营销策略，引导家庭消费同时使用两瓶酱油。	产品线相对海天较窄，结构偏低端	26.31%

数据来源：各公司官网，各公司财报，广发证券发展研究中心 注：李锦记收入复合增速为测算数据

图 26：2004年酱油集中度低


■海天味业 ■李锦记 ■美味鲜（中炬高新） ■加加食品 ■其他

数据来源：wind，公司官网，广发证券发展研究中心

图 27：2011年海天为酱油子行业龙头


■海天味业 ■美味鲜（中炬高新） ■李锦记 ■加加食品 ■其他

数据来源：wind，公司官网，广发证券发展研究中心

渠道力和产品力优于行业可比公司，我们认为安井、三全有望成速冻火锅料和速冻米面龙头。（1）安井在速冻火锅料行业中规模最大，19年火锅料收入33.25亿元，远超第二名海欣收入13.85亿元，规模效应下安井盈利能力更高，上下游议价能

对手，随安井产能持续扩张，我们预计安

井盈利能力有望进一步提升。安井对产品采取“高质中高价”的策略，突出公司产品性价比，市场占有率有望进一步提升。针对家庭端火锅料，安井率先推出锁鲜装产品，市场反应良好，具有一定先发优势。在渠道方面，安井渠道管控力优于其他竞争对手，“贴身支持”使得公司渠道管理可下沉至终端，对市场进行快速反应，安井可通过市场反馈的信息对产品进行调整或研发，且公司持续推进渠道下沉，有望加速

抢占市场份额。对比我国消费品龙头来看，我们认为安井市占率有望至少提升至双位数水平。（2）目前速冻米面行业成双寡头垄断竞争格局，19年三全市占率9.0%，思念市占率约为7.8%，我们认为未来三全市占率有望持续提升。三全和思念主要面向家庭端消费，商超是主要销售渠道，具有高毛利高费用的特性，使得公司盈利能力大多低于行业平均水平。三全2019年积极推进内部机制改革，成效良好，盈利能力大幅回升。从渠道来看，三全积极拓展餐饮渠道，推行BC双轮发力的战略，公司有望享受到餐饮供应链快速发展的红利，而思念、湾仔码头目前仍聚焦家庭端，未来三全市占率或有望加速提升。借鉴海天经验，三全在速冻米面企业中内部机制改革成效已现，有望通过渠道持续扩张和先发优势持续抢占市场份额，或成为速冻米面行业龙头。

三、强渠道力和产品力是安井、三全核心竞争优势

高杠杆+稳步提升的盈利能力推动安井ROE高于行业平均水平，盈利能力改善推动三全ROE大幅回升。拆分来看，安井和三全权益乘数远高于同行业可比公司，皆在2以上，主要是由于安井和三全渠道地位强势、规模优势显著。19年安井和三全应收账款周转率分别为36.79和17.19，应付账款周转率分别为4.32和3.18，优于行业可比公司海欣和惠发，对上游供应商和下游经销商占款能力强。从资产周转率来看，速冻食品企业皆具有1+高周转，安井近两年资产周转率下降主要由于货币资金和固定资产的持续增长；三全高存货周转率和非流动资产周转率推动公司资产周转率常年保持较高水平（1.2次以上）。从净利率来看，安井净利率稳中有升，良好的费用管控能力保障公司在毛利率水平较低的情况下仍能保持稳定的净利率水平，推动公司ROE高于行业平均水平；三全主营商超渠道，具有高毛利高费用模式，过去高费

导致公司低净利率，近年来公司三项费用率呈下降趋势，公司盈利能力改善，

推动公司ROE大幅回升。

ROE高于獐子岛味精厨

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
安井食品	18.65%	15.52%	17.66%	11.95%	13.20%	13.61%
三全食品	4.36%	1.86%	2.07%	3.60%	4.94%	9.87%
千味央厨	/	/	/	16.98%	13.55%	14.66%
海欣食品	2.29%	-5.28%	1.67%	-3.54%	4.34%	0.87%
惠发食品	17.68%	11.36%	10.31%	9.37%	6.89%	0.92%
平均值	10.75%	5.87%	7.93%	7.67%	8.58%	7.99%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

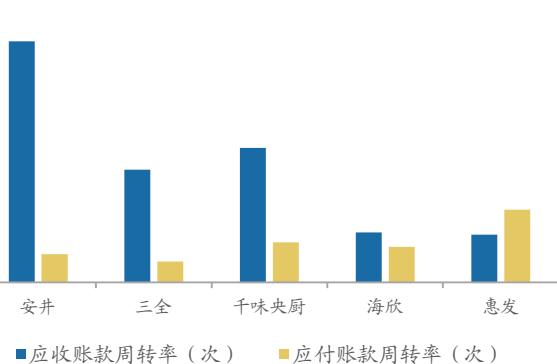
表 8：安井和三全权益乘数远高于其他行业可比公司，渠道地位强势

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
安井食品	毛利率	27.41%	27.08%	27.12%	26.27%	26.51%	25.76%
	净利率	5.87%	5.01%	5.92%	5.81%	6.53%	7.09%
	资产周转率	1.43	1.33	1.3	1.22	1.09	1.03
	权益乘数	2.45	2.53	2.51	2.12	2.09	2.14

三全食品	毛利率	34.58%	32.93%	35.14%	33.92%	35.52%	35.17%	38.18%
	净利率	1.97%	0.82%	0.83%	1.37%	1.83%	3.66%	12.13%
	资产周转率	1.13	1.15	1.2	1.23	1.23	1.21	/
	权益乘数	1.99	1.98	2.11	2.18	2.21	2.31	/
广州酒家	毛利率	30.85%	30.54%	33.22%	32.88%	36.92%	37.12%	/
	净利率	14.37%	13.34%	13.73%	15.61%	15.11%	12.66%	/
	资产周转率	1.65	1.63	1.56	1.27	1.1	1.11	/
	权益乘数	1.44	1.37	1.38	1.3	1.27	1.31	/
千味央厨	毛利率	/	/	/	22.69%	23.83%	24.50%	/
	净利率	/	/	/	7.85%	8.37%	8.34%	/
	资产周转率	/	/	/	1.46	1.36	1.22	/
	权益乘数	/	/	/	/	1.46	1.56	/
海欣食品	毛利率	30.54%	30.22%	30.74%	31.35%	33.28%	28.97%	25.22%
	净利率	2.15%	-4.85%	1.41%	-2.82%	3.05%	0.94%	6.38%
	资产周转率	0.84	0.81	0.84	0.84	1.03	1.18	/
	权益乘数	1.28	1.3	1.44	1.49	1.42	1.48	/
惠发食品	毛利率	28.40%	31.69%	28.33%	26.74%	22.62%	17.67%	17.81%
	净利率	6.20%	5.09%	4.73%	6.40%	4.34%	0.42%	-1.59%
	资产周转率							
	权益乘数	3.09	2.90	2.55	1.89	1.67	1.83	/

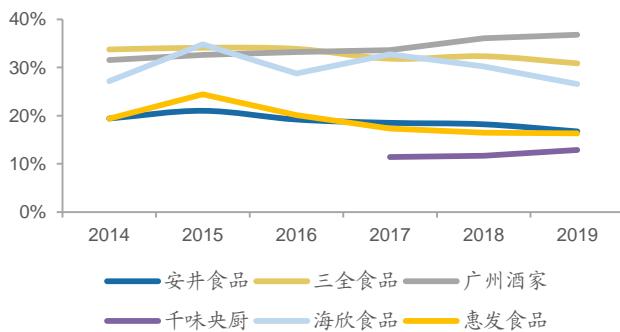
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：广州酒家毛利率为速冻食品毛利率

图 28：安井和三全对上游供应商和下游经销商占款
能力强



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 29：安井三项费用率稳定，呈逐年微幅下降趋势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

机制是安井和三全竞争力之一

安井速冻产品线最为齐全，三全速冻米面产品力强。从目前产品布局来看，安井产品线最为丰富：（1）据公司19年年报，安井共有速冻食品300余种，目前以火锅料制品为主（速冻肉制品及速冻鱼糜制品攻占收入63.13%），速冻米面占公司收入26.35%，菜肴制品占公司收入10.37%，其他占0.16%。公司目前积极布局菜肴制

品，推出冻品先生品牌产品持续发力餐饮端，19年其菜肴系列产品同比增长23.7%。综合来看，安井速冻产品线最全，速冻三大品类全覆盖。（2）三全是我国速冻米面龙头公司，其主品类传统速冻米面制品汤圆、水饺19年分别占公司收入29.89%和30.88%，近公司收入的6成。近年来，公司加速发展花式面点类产品，推出私厨广式面点系列、手抓饼等产品，具有强速冻米面类产品力，叠加冷藏和常温食品共有400多种SKU。近日，三全涮烤汇上市，发力速冻火锅料制品，持续丰富其产品线。（3）广州酒家的食品制造业主营广式月饼及速冻食品，共有100多种产品。19年广式月饼占其食品制造业52.04%，速冻食品占24.15%，其他占23.81%。公司速冻食品主打广式点心细分市场，目前SKU数量较其他企业仍较少，但在广式点心品类具有强产品力，其可通过餐饮业在粤菜上的优势帮助广式点心研发并通过老字号品牌背书提升产品力。（4）千味央厨主打油炸类速冻米面制品，油条、芝麻球是公司核心大单品。截止19年共有305个SKU，其中油炸类占收入55.30%、蒸煮、烘焙类速冻米面制品分别占22.23%和19.87%，菜肴类和其他占比2.59%。

表 9：安井速冻产品线最为齐全，覆盖火锅料、速冻米面、菜肴制品三大品类

	19年速冻产品分类占比	产品举例
安井食品	速冻肉制品及速冻鱼糜制品 占比63.13%	
	速冻米面 占比26.35%	
	菜肴制品 占比10.37%	
	其他 占比0.16%	/
三全食品	水饺 占比 30.88%	
	汤圆 占比 29.89%	

	速冻米面及其他产品 占比 39.03%	
广州酒家	广式月饼 占比 52.04%	
	速冻食品 占比 24.15%	
	其它 占比 23.81%	
千味央厨	油炸类速冻米面 占比 55.30%	
	蒸煮类速冻米面 占比 22.23%	
	占比 19.87%	
	菜肴类和其他 占比 2.59%	

数据来源：Wind，公司官网，天猫旗舰店，广发证券发展研究中心 注：采用 19 年年报数据

安井在研发上聚焦大单品模式，新品市场接受度高。安井食品每年皆会推出多款新品且市场接受度较高，产品研发聚焦大单品模式。公司所推全国性大单品大多按照全区域适销和全渠道通用的原则进行研发，同时公司根据产能布局研发当地区域性大单品，“销地产”满足市场差异性需求，推动新品研发成功率提升。公司 19

人员共 266 名占公司总员工数 2.43%。

三全调整研发机制，改善情况良好。过去三全采用自上（研发）而下（渠道）的研发模式，该模式下研发推出的新品与市场需求匹配度较低。公司内部机制后，将新品研发挂钩产品经理考核，激发研发人员及产品经理活力，模式改为自下（渠道）而上（研发），目前研发改善情况良好，产品较之前更具有创新性且更符合市场需

求，新品推广成功率提升。据公司2019年11月7日的公告披露，19年便推出20+系列产品，公司改革后加大研发投入，19年研发费用较18年上涨151.24%，研发费用投入占收入2.50%，研发人员占公司总员工数1.61%。

广州酒家研发投入最大，千味具备快速研发能力。（1）广州酒家在4家企业中研发投入最大，19年研发费用投入占收入2.03%，且近年来研发费用均保持20%以上增速。19年公司具有研发人员292人占公司总员工数5.63%，针对每个品类建有7个不同小组。公司每年上新多款产品且具有储备产品100余款，采取“上新一代、储备一代、研发一代”的模式。（2）千味央厨具备为定制客户快速研发及改良产品的能力，据招股书2018年，公司为肯德基研发上新7款产品。千味对通用型产品针对不同消费场景进行改良，满足不同菜系需求，以其油条品类为例便有9种针对不同场景（火锅、外卖、早餐等）及不同口味的产品。千味的研发投入较其他企业处于较低水平，19年研发投入仅占收入0.60%。

表 10：公司研发能力

	研发能力	19年研发人员数	19年研发投入占收入
安井食品	拥有国家级企业技术中心、农业农村部冷冻调理水产品加工重点实验室和国家冷冻调理水产品加工分中心；和江南大学等国内多个院校和科研院所建立了良好的产学研关系，并被选为鱼糜行业“十二五”科技部国家科技支撑项目《海洋水产食品加工技术研发与产业化示范》的子项目《低值海产蛋白的重组加工与高值化利用》的承办单位	266	1.41%
三全食品	2019年公司参与在研“十三五”国家重点研发计划项目《应急救灾面制食品工程化技术研究与产业化示范》、《植物性预制调理食品产业应用与示范》、《自热副食食品产业化示范》、《大比重不规则固体食品智能化包装关键技术与设备研究及产业化示范》等4项研究任务；主持在研郑州市重大科技创新专项《速冻非发酵中式主食产品开发与装备研究及产业化示范》1项，拥有行业内唯一一家“博士后研发工作站”	109	2.50%
广州酒家	公司下属利口福公司于2017年被认定为广东省2017年第二批高新技术企业（高企证书编码GR201744011952）；17年与高校和科研机构合作建立“广式特色食品研发中心”、“广州市广式传统食品加工与安全控制重点实验室”等产业合作基地，公司目前获得专利授权17项，其中实用新型专利14项，外观设计3项，被评为“广东省知识产权示范企业”		
千味央厨	截止19年，公司拥有专利49项，产品类型快速持续更	/	0.60%

	新。公司通过自主研发弥补速冻面米制品生产的自动化设备不足，如蛋挞切块机、自动油条生产线、芝麻球全自动生产线等		
--	--	--	--

数据来源：Wind，公司年报，招股说明书，广发证券发展研究中心 注：采用 19 年年报数据

我们认为安井、三全强研发机制及产品力更具竞争力。我们认为安井、三全具备快速拓展连锁客户及消费者的能力：（1）现有SKU选择众多，覆盖品类全；（2）皆具有国家级研发中心，具有强研发能力；（3）研发机制更优，可更快的反应市场需求，推出新单品；（4）品牌力背书。因此公司有望快速拓展连锁餐饮客户，抢占餐饮端市场份额。连锁餐饮客户大多粘性较高，定制品的替换成本较高，更换供货商容易产生有品质或口味变化，因此连锁餐饮客户在签订合约前大多会经过长期互相考察慎重选择厂家，若成功签约有望推进公司收入稳健增长。千味产品仅面向餐饮端，广州酒家速冻产品仅覆盖广州点心品类，产品力不如安井、三全；其他小企业出于品质、口味、资金等因素，产品力及研发能力更弱。

（二）渠道：强供应链优势叠加激励机制，安井、三全渠道力更优

安井、三全渠道B、C端双轮驱动，具备强全国性渠道力。安井在发展初期渠道主要面向小B端，其主营速冻鱼糜及速冻肉制品适合麻辣烫、冒菜等小B端餐饮客户，在全国范围内建立了适合自身发展“餐饮流通渠道为主，商超电商渠道为辅”的经销模式，具有强大的经销，公司持续拓展大型连锁客户，看好公司B端全国性发展能力。疫情下，公司餐饮渠道受到影响，得益于公司强渠道力，公司迅速调整并加大C端发展力度，上半年收入仍保持正增长。三全作为速冻米面龙头公司，具有全国性

端渠道；公司于12年成立餐饮事业部发展B端渠道，并于近年来持续深耕B端渠

道，构建中心城市垂直的专业餐饮经销商体系，加强连锁餐饮渗透，BC端双轮驱动。同时公司积极拓展生鲜电商等新渠道，线上线下渠道融合发展。广州酒家及千味央厨渠道力不及安井及三全：广州酒家业务主要聚焦广东省主市场，占营收约80%，省外渠道力较弱；千味央厨专营餐饮渠道，坚持“只为餐饮，厨师之选”战略定位，合作客户有海底捞、九毛九、呷哺呷哺等知名连锁餐饮企业对餐饮渠道具有先发优势，目前公司渠道在华东地区较为强势，占营收50%+。综合来看，安井和三全渠道覆盖范围广，具有全国性强渠道力。

表 11：安井、三全具有强经销能力，千味央厨 B 端渠道具有先发优势

	渠道覆盖情况	渠道管理	优势地区	连锁性餐饮客户
安井食品	2019年拥有多年发展公司已形成了以华东地区为中心并辐射全国的营销网络。公司持续渠道下沉至市、县级，对经销商数量较少的西北地区加大开拓力度。同时公司加速	渠道精细化管理，“贴身支持”为核心的基础上实施经销商选择、经销商管理、经销商支持、经销商反馈。	全国	海底捞、呷哺呷哺、彤德莱、永和大王、杨国福麻辣烫等

	开发特通渠道并积极拓展线上业务。			
三全食品	公司具有全国性经销网络，组成遍布全国各省、市、县的销售渠道和网络，具有终端网络 20 万个。公司构建中心城市垂直的专业餐饮经销商体系，加强生鲜电商的业务合作，兼顾了线上和线下业务的统筹协调。	过去渠道管力较弱，19年以来优化渠道管理，针对不同品牌和市场对渠道做精细化管理，并对渠道考核结构进行调整，目前渠道考核主要以业绩为导向进行考核（过去以收入），考核与激励机制并存。	全国	海底捞、KFC、巴奴等
广州酒家	拥有多个著名品牌，旗下拥有利口福食品零售门店超 200 家（含加盟店），直营门店 20 家，逐渐建立起包括实体门店渠道、经销商渠道、电子商务渠道的全渠道销售体系，渠道覆盖以广东省为主。	采取优胜劣汰制，筛选扶持优质经销商，淘汰发展不好的经销商。	广东省	广州酒家等自有餐饮品牌
千味央厨	公司具有全国性销售网络，主要采取直营和经销两种模式进行销售，直营客户以定制品销售为主，经销客户以通用品销售为主，直营、经销占营收约4:6	通过与经销商签订经销合同的方式对经销商进行规范和管理。	全国	必胜（百胜子公司）、华莱士、KFC、真功夫等
海欣食品	公司设立了七家销售子公司，形成了覆盖全国的销售网络，与全国各地500多家农贸分销商建立长期合作关系，全国销售渠道建设总网点数超过17,000家。	目前加大对各销售渠道的拓展力 下沉”，开拓区、县域市场；渠道力较弱，应收、应付管理能力较弱	全国	社区便利店、张亮、杨国福麻辣烫
惠发食品	形成了以山东为中心，覆盖全国大多数省市和地区的营销网络，过去渠道下沉程度不够，目前正对地市和县级城市的微终端渠道下沉。	分渠道管理，持续“微终端”渠道下沉策略	北方地区为主	酒店餐饮等团餐渠道
其他小品牌	覆盖率低，部分为区域性小品牌、社区店等	渠道管控能力弱	范围较小	/

数据来源：Wind, 公司官网, 广发证券发展研究中心

安井渠道管理与激励机制更优，三全内部机制改善成效已现。良好的管理和优秀的激励机制可保障团队具有高积极性从而拉动强渠道力。从管理层薪酬情况来看，安井管理层薪酬最高，广州酒家第二，三全及千味薪酬较低，但叠加持股后三全管理层薪酬仅次于安井，千味高管薪酬远低于其他三家。安井、三全和广州酒家目前皆有推出股权激励计划，股权激励对象除公司高层外皆有涉及中层管理人员及核心骨干，有望激发公司渠道活力。

从渠道管理模式来看，安井具有一套较为完善的阿米巴内部管理方式，采取“贴身支持”，对终端开发、品牌营销等方面给与支持，且可对终端信息及变化可第一时间掌握，具有终端强控制力，公司经销商数量及销售人员人均创收逐年稳步提升。安井过去一直采取二次对账销售模式，该模式可防止经销商窜货并确认经销商KPI完成度，给予考核成绩较好的经销商一定激励和财务支持。自20年起，公司借助信息化手段优化对账模式，缩短账期，公司整体渠道执行力强。三全19年调整内部机制后，在管理考核上提出“3+1”策略，针对渠道管理采取绩效导向且做了定量目标，建立细分产品小组各自承担责任，考核目标严，具有淘汰性。目前三全内部机制改善情况良好，公司净利率有了显著提升。

从销售费用率来看，安井销售费用率控制良好，长期控制在10%-15%，三全及广州酒家费用率在25%-30%之间，千味央厨因渠道转对餐饮，一大部分为定制客户具有低毛利低费用模式，其销售费用率在5%左右。安井主经销渠道，在未来随安井、三全持续扩展其B端渠道销售，销售费用率有望呈缓步下降趋势。

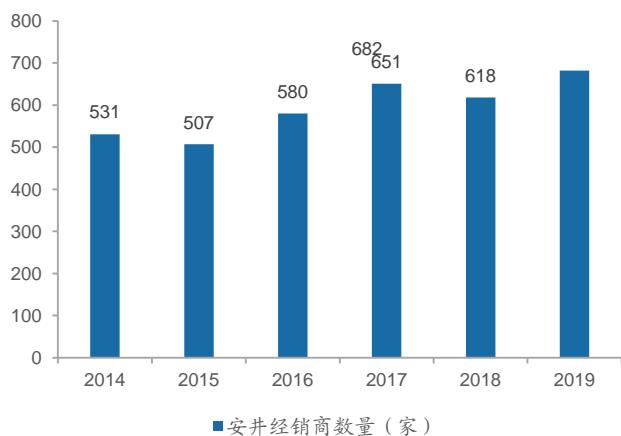
表 12：安井薪酬体系最高

		董事长				
安井食品	薪酬（万元）	215.80	210.40	145.50	75.20	8.00
	持股数量（万股）	1,948.71	1,015.00	457.00	/	/
	薪酬与期末持股 市值合计（万元）	115,988.62	60,511.55	27,296.76	75.20	8.00
三全食品	薪酬（万元）	50.00	45.00	40.00	40.00	20.00
	持股数量（万股）					
	薪酬与期末持股 市值合计（万元）	113,980.00	113,187.00	40.00	153.00	120,538.00

广州酒家	薪酬（万元）	133.64	112.86	85.83	57.88	7.55
	持股数量（万股）	79.83	52.94	/	/	/
	薪酬与期末持股市值合计（万元）	2,558.02	1,607.70	85.83	57.88	7.55
千味食品	薪酬（万元）	45.00	40.00	27.00	29.00	6.00
	持股数量（万股）	/	/	/	/	/
	薪酬与期末持股市值合计（万元）	45.00	40.00	27.00	29.00	6.00

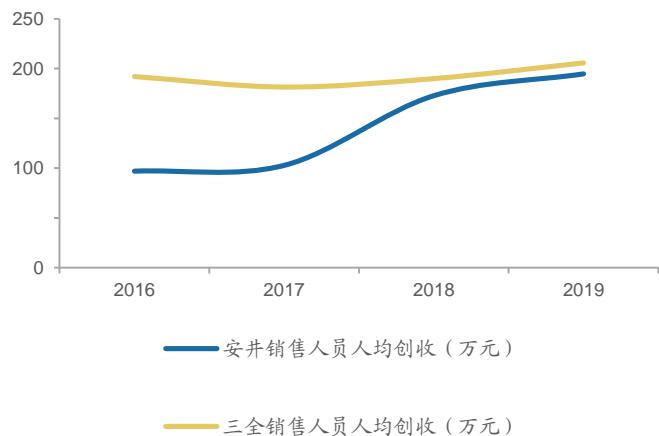
数据来源：Wind，广发证券研发部数据组

图 30：安井经销商数持续扩张



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 31：安井、三全销售人员人均创收



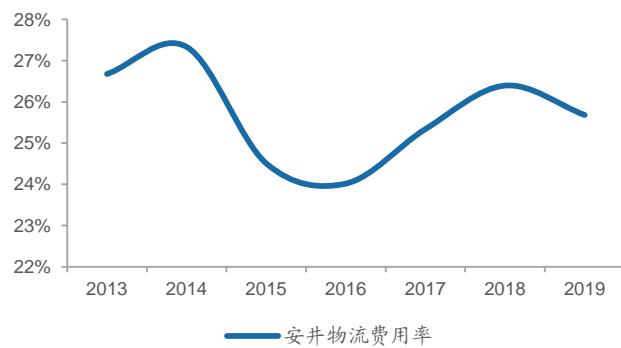
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

位显著。从目前产能布局情况来看，安井、

三全具有较为全面的全国性产能布局，安井采取了“销地产”的生产模式布局策略，三全布局都市群附近，安井、三全具备多年经营经验和较为成熟的冷链运输系统，其两种建厂布局模式皆可保障公司冷链运输效率且可快速触达更多市场。相较之下广州酒家产能布局集中广东省主战场，冷链半径等因素限制其速冻产品全国性扩张。从产能情况来看，三全产能储备充足，安井目前产能已满产，近年来产能利用率皆

超100%，安井积极布局新厂建设及旧厂产能改造，产能瓶颈有望得到缓解。广州酒家及千味厨房同样受产能瓶颈限制，目前广州酒家计划在茂名及梅州新增速冻产品线，未来有望打破其速冻产能瓶颈。千味央厨受资金限制，产能扩张能力较弱，公司未来有望通过IPO募集资金，对公司进行进一步发展。总体来看，安井、三全规模化效应显著，安井生产成本据测算呈下降趋势，毛利率稳中有升，三全具有高毛利且毛利率水平稳定。以安井为例，规模效应使得公司对上游具有强议价能力，据湖南食品行业公共服务平台披露，安井的淡水鱼糜消耗量占全国的50%+，海水鱼糜消耗量占比约20%，并且公司参股淡水鱼供应商新宏业，对鱼糜具有高议价权，安井的原材料采购价格优于市场价格，产品性价比优于其竞争对手，有望助安井提升餐饮端市场份额。综合来看，我们认为安井和三全渠道力最强，全国性产能布局可推动公司渠道持续下沉，规模效应下公司具备强上下游议价能力，实现产品性价比，叠加加强渠道管控能力，未来份额有望持续向龙头靠拢。

图 32：安井物流费用占收入占比呈下降趋势



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

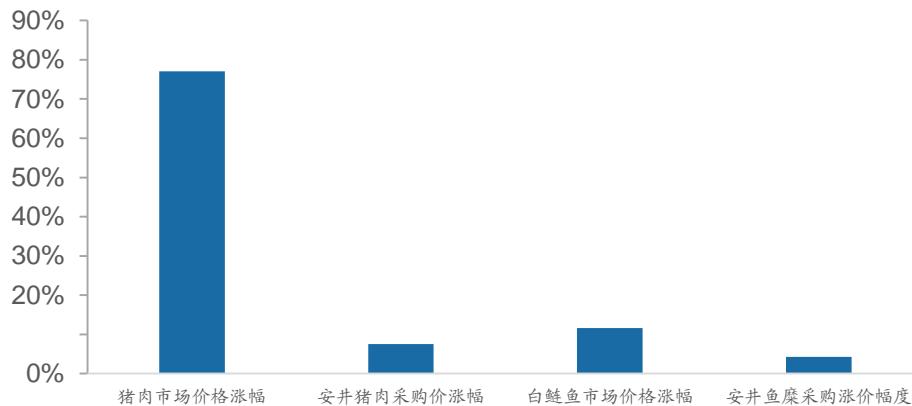
图 33：安井受益规模生产成本费用有所下滑



报，广发证券发展研究中心

图采购价跌幅市场价

2019VS2018

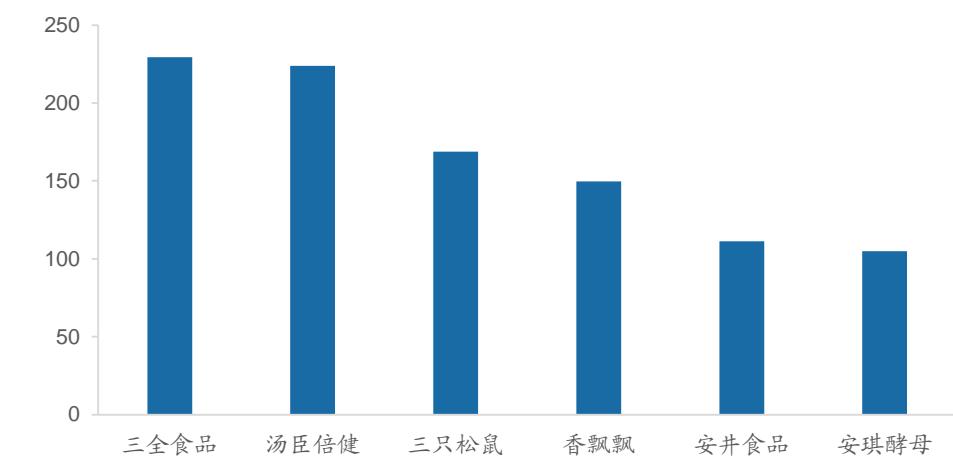


数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

(三) 品牌：安井为火锅料龙头，三全为速冻米面品牌龙头

安井、三全在速冻食品行业中具有强品牌力，分别为速冻火锅料和速冻米面龙头。安井、三全作为我国知名速冻食品企业，皆有接近20年速冻食品运营经验，是2019年中国品牌价值500强中上榜的唯一两家速冻食品公司，安井、三全分别位列第482和258位，品牌价值分别为111.32亿元和229.4亿元，其中安井是我国火锅料龙头企业、三全是我国速冻米面龙头。广州酒家具有其餐饮品牌背书，华南地区具有强品牌力，为我国百年老字号驰名品牌，获得“建国70周年广东餐饮业卓越品牌”、“2019年度正餐十大品牌”等荣誉，随公司餐饮业务向全国扩张，有望推动其速冻品牌力提升。

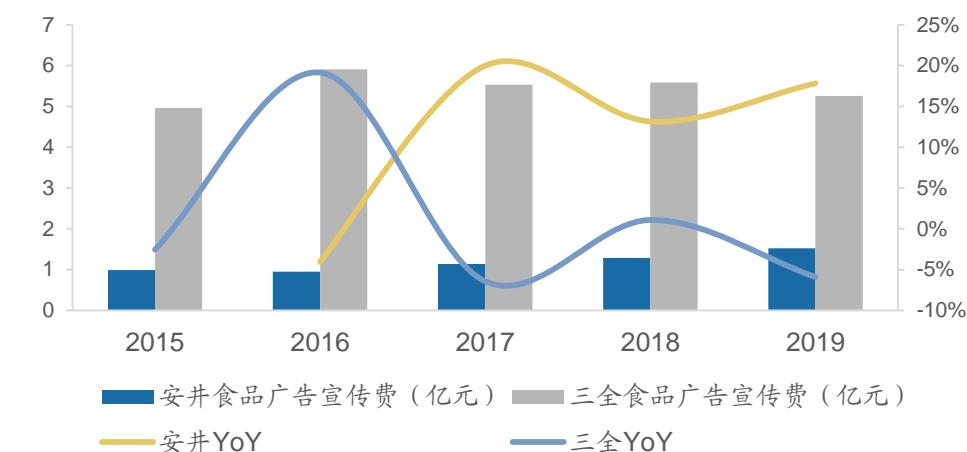
图 35：三全、安井品牌价值分别为229.4亿元和111.32亿元



数据来源：中国品牌价值500强榜单，广发证券发展研究中心

安井、三全采取多元化品牌营销手段，持续强化其品牌建设。安井在其品牌宣传上通过影视广告、平面广告、终端广告及现场试吃等营销推广活动对公司品牌进行宣传，其广告宣传费~~逐年递增~~，积极在新媒体例如微博上与消费者互动宣传，在消费者心中品牌知名度高。从广告宣传费来看，安井广告宣传费逐年递增，三全广告宣传费有所下降，但其广告宣传费约安井3倍。我们预计未来随安井加大其品牌推广力度公司有望加速其品牌建设，三全品牌力优，随费用控制有望增强公司盈利能力。

图 36：安井加速品牌建设，三全控费改善盈利能力



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

我们认为未来市场份额有望向安井、三全靠拢：（1）安井和三全具备多元化产品品类及强研发能力可同时满足餐饮端标准化及家庭端多样化需求，而中小品牌产品力及研发能力一般较弱，强产品力构建公司B、C端竞争优势；（2）渠道覆盖率高且管控能力强，从产能规划便布局全国性市场，供应链效率高且可触达更多客户。规模效应下上下游议价能力更高，产品性价比凸显，在B端具有竞争优势；（3）分别为速冻火锅料和速冻米面龙头，品质具有品牌背书，强品牌力是公司在C端竞争壁垒之一。综合来看，安井和三全在产品、渠道、品牌三方面皆具有强竞争力，优于其他中小企业，未来市场份额有望向龙头靠拢形，为其子行业超级龙头。

、投资建议

受益餐饮供应链，速冻食品行业B端成长空间大，龙头公司更具规模优势及强研发能力C端塑型赋能产品品类，龙头公司在品牌和产品力更具优势，我们重点推荐安井食品、三全食品和广州酒家。

（一）安井食品：强渠道管控能力推动公司稳定 ROE

安井食品是速冻食品行业龙头，ROE长期维持在15%左右，渠道壁垒深厚。安井19年收入52.67亿元，同比增长23.66%，其中火锅料制品占公司收入60%+。11年以来公司ROE持续维持在15%左右，资产周转率维持在1次以上，净利率稳定在6%左右，体现强大的竞争力。我们认为公司竞争力的主要由于：

（1）优秀的管理层团队。公司管理层是职业经理人团队，通过持股和股权激励计划实现高管团队和公司利益绑定。公司总经理张清苗和两位副总黄建联、黄清松深耕速冻食品行业多年，专家水平较高，总经理更是对生产、研发、销售等业务均有很高的理解，在公司管理团队的带领下，安井食品收入从11年的12亿提升至19年的53亿元，优秀的管理团队是公司重要的竞争优势。

(2) 强大销售和经销商团队打造高渠道壁垒。安井是火锅料行业唯一全国化企业，产品定位小B端餐饮店，辐射超过4万家终端店；涉及经销商及大型商近700家。公司对经销商贴身服务，培养出一批行业内最优秀的经销商，经销商在当地具备资金、渠道优势，有助于扩张和维护终端客户。公司营销团队助力经销商提供“贴身支持”服务，将终端客户按照二批、麻辣烫、烧烤、关东煮、菜场等分类，实现分级精细化管理，协助经销商开拓和维系客户。公司营销团队执行效率较高，终端分销能力强。

(3) 规模优势明显，研发、产品、品牌、渠道各方面领先竞争对手，市占率有望持续提升。公司火锅料收入超30亿，竞品海欣和惠发均10亿左右，公司规模优势明显。采购端：公司鱼糜采购量远超竞争对手，并参股淡水鱼浆供应商新宏业，鱼糜原材料议价权高。制造、研发和渠道方面均存在明显规模效应，因此公司能借助渠道优势导出高性价比产品，抢占市场份额，未来市占率有望持续提升。

图 37：安井食品ROE维持13%左右，渠道壁垒深厚



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

我们认为公司有望借助其强渠道能力及品牌力拓展B端连锁客户及C端市场。目前公司受产能限制，近年来产能利用率持续超100%，考虑未来3年产能逐渐释放，我们预计22年产能较19年可提升70%+，公司产能瓶颈有望得到缓解，未来3年收入增速有望随产能持续增长达到20%左右。

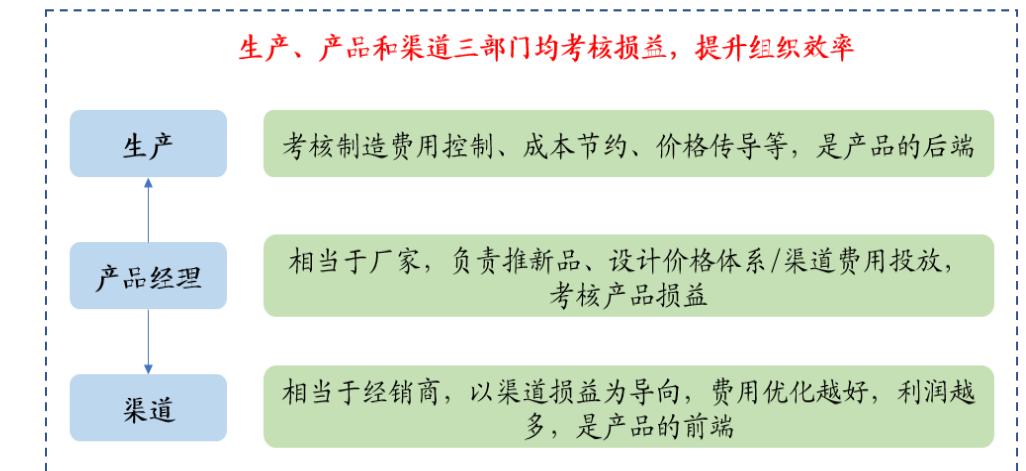
风险提示：产能释放低于预期；成本上涨超预期，食品安全风险。

(二) 三全食品：内部机制改善，商超减亏餐饮发力净利率持续提升

三全食品是速冻米面行业龙头，内部机制改革有望激发组织活力，推动长期高质且可持续的发展。公司主营速冻米面制品，19公司收入59.86亿元，同比增长公司于19年起进行内部机制改革，激发

渠道活力，推动公司业务增长模式实现有质量持续增长的转变：(1)任务考核制度由收入导向转变为损益导向，通过员工绩效分享机制激活个人能动性，提升组织效率。(2)提出“3+1”策略，针对公司产品、渠道和生产三个单位均考核损益且做定量目标，各自承担责任。

图 38：三全对产品、渠道和生产三个单位进行改革



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

直营商超减亏、经销渠道扩张和餐饮渠道放量，公司净利率有望持续提升。
 由于三全、思念和湾仔码头在商超渠道竞争激烈以及商超费用持续提升，三全在直营商超渠道处于亏损状态，公司积极通过提价、产品调整、降低促销频率等手段减亏，目前销售费用率较之前呈下降趋势。同时公司对利润率较高的经销和餐饮渠道进行扩张，随着公司激励机制优化叠加三全食品在零售渠道具备强大影响力，在品牌、质控、研发具备显著优势，经销和餐饮渠道有望实现高速增长，净利率有望持续提升，推动公司长期可持续发展。

风险提示：原材料成本上涨超预期；费用投放超预期；食品安全风险。

三) 广州酒家：餐饮品牌力背书，广式点心差异性竞争

粤菜老字号，食品+餐饮双轮驱动。广州酒家为“中华老字号”企业，起源于陈星海先生 1935 年创办的“西南酒家”，经营传统粤菜，并上世纪 90 年代初组建集团，逐步开始发展连锁经营模式，拥有粤式中餐品牌“广州酒家”和“天极品”，“西西地”、“好有形”、“星樾城”等特色餐饮品牌以及食品品牌“利口福”、“秋之风”、“造酥”。公司主营业务包括餐饮和食品制造，公司 19 年营收 30.29 亿元，其中速冻食品 5.53 亿元，占比约是 18%。

聚焦广式点心细分市场，老字号品牌背书推动稳健增长。三全、思念、湾仔码头等速冻米面龙头主营产品一般为汤圆、水饺等传统速冻米面制品。广州酒家聚焦广式点心细分品类，通过其粤菜老字号品牌力背书及餐饮端培育消费者，保障公司速冻食品稳健发展。公司针对广式点心具有强研发能力，不断推出创新产品，开发年轻化、个性化的市场需求，推出虾子云吞、素糯米鸡等创新产品。目前公司主销售区域仍为广东省，未来 2 年随公司湘潭、梅州基地建成，公司产能瓶颈打破，公司有望加速全国性扩张。

风险提示：原材料成本上涨超预期；省外拓展不达预期，公司业务和经营业绩面临区域市场竞争相对集中带来的业绩增长放缓或下滑风险；产能释放不及预期；食品安全风险。

五、风险提示

- (1) 食品安全问题，导致销量不及预期。
- (2) 餐饮连锁化发展不及预期，导致速冻食品餐饮端渗透率不及预期。
- (3) 原材料成本上涨超预期，导致公司业绩不及预期。
- (4) 疫情反复，恢复情况不及预期。
- (5) 产能释放不及预期，导致销量不及预期。
- (6) 渠道扩张不及预期。

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
王文丹：联席首席分析师，管理学硕士，5年证券行业工作经验。
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。