

家务社会化与餐饮供应链，千亿速冻的历久弥新

——速冻行业深度报告

- 我国速冻食品人均消费仍处较低水平，家务社会化+餐饮供应链打造下，提升空间显著，变化正在发生。1) 我国速冻食品的市场规模达 1235 亿元，其中速冻面米占 52.4%/速冻火锅料 33.3%/其他速冻食品 14.3%。从人均年消费量上，相比美国 60kg，欧洲 35kg，日本 20kg，我国的人均年消费量仅 9kg，差距较大，主要由于冷链运输水平低+消费习惯尚未形成。2) 站在当前时点，我们认为速冻食品行业提升空间大，且供需端变化正在发生。i) 长期趋势来看，对标日本，生活节奏加快，家务劳动社会化更加明显，速冻食品等便捷性食品的用量提升是长期的必然结果。ii) 需求端：年轻人的烹饪技术下降，带来家庭端半成品材料需求；外卖比例提升+快速响应食材+节约成本，带来餐饮端需求。我们认为搭乘广阔的餐饮市场，餐饮通路供应链打造将是速冻食品的新蓝海。iii) 供给端：冷链运输的快速发展，带动速冻行业的辐射半径提高；创新能力提升驱动品类爆发和品质升级，满足日益变化的消费习惯。
- 细分品类来看：1) 速冻面米：规模最大，龙头突出。17 年我国速冻面米的市场规模约 647 亿元/+7.1%，5 年 CAGR2.5%，CR3 市占率接近 64%，市场集中度较高，行业表现出生命周期的成熟阶段特征，未来核心在于细分子品类中的大单品挖掘机会。2) 速冻火锅料：速冻食品的赛道风口。17 年我国速冻火锅料（包括速冻鱼糜和肉制品）的市场规模约 411 亿元/+11.4%，5 年 CAGR12.6%。相较速冻面米，速冻火锅料市场格局分散，CR3 市占率仅 13%。我们认为，速冻火锅料符合国人口味习惯，拥有庞大潜在消费人群；叠加火锅+便利店两大下游需求的快速发展，有望成为风口赛道，其中安井等龙头气质初现，品牌崛起将是下一阶段主题。3) 速冻预制菜肴：速冻食品的下一个蓝海。从日本经验看，餐饮渠道是消化速冻食品产能的主力，餐饮：家庭比例 6:4，而我国餐饮：家庭 3:7，餐饮通路还有很大的提升空间。目前我国速冻预制菜肴还处在发展的初期，搭乘万亿餐饮市场的东风，我们认为速冻预制菜肴有望成为下一个蓝海。但由于预制菜肴产品更为复合，我们认为面米与火锅料的龙头公司将在竞争中具备产能、渠道等的明显先发优势。
- 展望行业未来，什么公司会脱颖而出？1) 短期：积极把握餐饮通路的蓝海机遇。i) 产品性价比高：餐饮门店对速冻食品的需求来自于降成本，要求餐饮适销产品需要较高的性价比 ii) 产能充足，保证稳定供应。餐饮门店需要及时而稳定的货源供应，要求供应商拥有足够的生产能力。同时，在保证核心产品不受影响的情况下，进行新品的开拓 iii) 渠道力突出：能够保证稳定的消化能力和覆盖市场的能力，特别是在餐饮渠道开拓的前期，优秀的渠道力将有利于公司占据先发优势。2) 长期：把握消费习惯改变带来的消费趋势。随着人们对于速冻食品健康观念的改善，我们认为未来我国速冻食品的人均消费量将得到提升。而这就要求速冻企业 i) 新品开发能力强。能够不断推出新品满足日益变化特别是升级的消费需求；ii) 丰富的品类组合与品牌优势。能够在日益变化的市场环境中，通过品类的轮动保持稳定、持续的长期竞争力。

投资建议与投资标的

- 我们看好速冻产业在中国家务社会化下的长期机遇，特别看好在餐饮供应链的蓝海市场带动下、速冻产业供需双发力的即期机会。面米子品类龙头突出（三全食品、广州酒家），火锅料中龙头气质初具（安井食品），预制菜潜力高、面米及火锅料龙头已有身位领先，均值得关注。
- 投资标的：推荐产能+渠道+新品能力突出的安井食品，推荐品牌突出+产能区域扩张中的广州酒家，建议关注加码餐饮预制菜的速冻面米绝对龙头三全食品

风险提示

食品安全的风险。产能扩张不及预期。产能消化不及预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

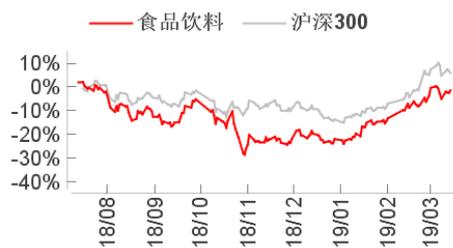
行业

食品饮料行业

报告发布日期

2019 年 07 月 12 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

王克宇

021-63325888-5010

wangkeyu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518010001

联系人

董博

021-63325888-3045

dongbo1@orientsec.com.cn

联系人

徐椰香

021-63325888-6129

xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

食品饮料 5 月数据点评：五粮液挺价成功， 2019-07-04

国内乳价上行，餐饮社零增速提升：

瓶装水行业深度报告：源头活水，山泉细流： 2019-06-26

区域白酒深度报告：区域割据，别具特色； 2019-06-12

群雄逐鹿，各有所长：

目 录

一、速冻行业概况：家务社会化下的结果，我国消费量仍低空间仍大，供需两端变化正在发生	5
1. 我国速冻食品的发展历程	5
2. 对标国际，我国速冻食品人均消费还处在较低水平	6
3. 站在当前时点，中国速冻行业仍有大空间，供需两端变化正在发生	10
3.1 长期趋势：家务劳动社会化下，速冻用量提升是长期趋势	10
3.2 需求端：家庭需求稳步释放，餐饮需求错配明显、快速放大	11
3.2 供给端：冷链进步+产品创新，行业变化正在发生	15
二、各细分品类分析：面米规模大，火锅料风头劲，预制菜潜力高	18
1. 速冻面米：规模最大，龙头突出	19
2. 速冻火锅料：速冻食品的赛道风口	21
3. 速冻预制菜肴：速冻食品的下一个蓝海	24
三、展望未来，什么样的公司能够脱颖而出？	25
1. 短期：布局餐饮通路的蓝海	25
1.1 产品性价比高，满足餐饮降成本需求	26
1.2 产能充足，保证稳定供应	26
1.3 渠道力突出，执行力强	26
2. 长期：顺应习惯变迁，把握需求端趋势	27
2.1 新品开发能力强	27
2.2 丰富的品类组合及品牌优势	27
四、相关投资标的	28
1. 安井食品：优质赛道优质龙头，三大核心竞争力奠定市占率提升动能	28
2. 三全食品：速冻面米绝对龙头，品牌优势明显，先行布局餐饮渠道有望构筑先发优势	30
3. 广州酒家：广式面点龙头、品牌突出，细分市场空间大	32
投资建议	34
风险提示	34

图表目录

图 1: 速冻肉制品基本工艺流程.....	5
图 2: 我国速冻食品发展可以分为 4 个阶段.....	6
图 3: 2017 年我国速冻食品市场规模达到 1235 亿元.....	7
图 4: 17 年速冻面米和速冻火锅料占比分别达到 52%/33%.....	7
图 5: 13-17 年速冻火锅料的 CAGR 高于行业整体增速.....	7
图 6: 我国速冻食品的人均消费量较发达国家差距较大.....	8
图 7: 速冻食品的花色（品类）上亦较发达国家有差距.....	8
图 8: 14 年我国人均冷库保有量仅为 0.116 立方米.....	8
图 9: 每周购买 1 次速冻食品的消费者仅占到 5%.....	9
图 10: 每周购买 1 次以上速冻食品的消费者达到 32.7%.....	9
图 11: 7 年间我国劳动年龄人口减少了 3000 万人.....	10
图 12: 16 年我国家政服务行业达到 3500 亿元.....	10
图 13: 1975 年开始日本女性劳动者占比逐年提升.....	11
图 14: 日本外食支出占比与女性劳动力占比呈现出较为一致的发展趋势.....	11
图 15: 随着家务劳动的社会化进程，日本速冻食品的生产量也迎来快速发展.....	11
图 16: 新中产平均每月下厨频率，一线城市平均 2 天下厨一次.....	12
图 17: 数量来看，速冻食品产量 59% 用于业务（餐饮）.....	12
图 18: 金额来看，速冻食品消费额 58% 用于业务（餐饮）.....	12
图 19: 我国餐饮业收入保持稳定增长的趋势（%）.....	13
图 20: 目前我国外卖市场整体交易规模依然保持 100% 以上的单季增速.....	14
图 21: 17 年正餐人力成本/房租变动分别为 1.52%/1.32%.....	14
图 22: 17 年正餐人力成本/房租变动分别为 2.91%/6.59%.....	14
图 23: 18 年我国冷链物流市场规模达到 3035 亿元/+19%.....	16
图 24: 17 年海欣食品的高端品牌“鱼极”实现营收 1.2 亿元/+33.5%（单位：万元）.....	17
图 25: 不同品类的速冻产品所处的产业周期是不同的.....	19
图 26: 17 年我国速冻面米的市场规模约为 647 亿元.....	20
图 27: 17 年我国速冻面米的产量约为 594 万吨.....	20
图 28: 商超购买速冻主食的居民仅占四分之一.....	20
图 29: 速冻汤圆/水饺是速冻面米的最大品类.....	20
图 30: 速冻面米行业 CR3 已经达到 64%.....	21
图 31: 17 年我国速冻火锅料市场规模约为 411 亿元.....	21
图 32: 17 年我国速冻火锅料产量约为 261 万吨.....	21
图 33: 火锅场景下的速冻火锅料.....	22
图 34: 便利店场景下的速冻火锅料.....	22
图 35: 速冻鱼糜制品约占 55%，速冻肉制品约占 45%.....	22
图 36: 速冻火锅料 CR3 仅为 13%.....	22

图 37: 根据调查, 咸鲜和麻辣是最受欢迎的两种口味.....	23
图 38: 火锅行业始终保持领先于中式餐饮行业的增速.....	23
图 39: 火锅是餐饮业第一大品类, 占餐饮行业收入的 22%.....	23
图 40: 17 年便利店行业的销售额达到 1905 亿元/+23%	24
图 41: 目前我国便利店还主要集中在一二线城市.....	24
图 42: 干味央厨主要定位于餐饮流通渠道	24
图 43: 干味央厨部分合作伙伴	24
图 44: 18 年三全食品餐饮渠道的营收已达 5.6 亿元/+45.9%	25
图 45: 安井亦推出专耕餐饮渠道的副牌“冻品先生”	25
图 46: 业务用速冻食品和家庭后厨用速冻食品的要求是不同的	26
图 47: 15 年火锅料新品对营收增速的贡献率达到 48.1%	27
图 48: 15 年速冻米面新品对营收增速的贡献率达到 71.2%.....	27
图 49: 三大主营业务分别占比 64%/26%/9%	28
图 50: 18 年公司实现营收 42.6 亿元/+22.2%	28
图 51: 16H1 大单品收入占到总收入的 37.1%, 较 13 年提高了 7.4pct, 显著促进了营收增长..	29
图 52: 公司营销网络已经覆盖全国	29
图 53: 与公司合作 4 年以上的经销商数量占比在持续提升	30
图 54: 目前公司在全国已经布局 7 个生产基地	30
图 55: 公司主营饺子/汤圆营收占比分别为 34.7%/28.7%	31
图 56: 18 年公司实现营业收入 55.4 亿元/+5.4%	31
图 57: 公司年生产量接近 57 万吨.....	31
图 58: 2018 年公司餐饮市场收入达到 5.6 亿元, 毛利率提升 7 个 pct.....	32
图 59: 18 年公司速冻食品营业收入已经达到 4.1 亿元/+29.8%.....	33
图 60: 公司速冻产品以广式点心类为主	33
图 61: 2016 年粤菜营业额占到餐饮业务营业额的 4.4%, 市场规模较大	34
表 1: 常见的速冻调理制品的亚硝酸盐 (潜在致癌物) 含量普遍在 10mg/kg-16mg/kg 的区间 .9	
表 2: 根据我们的测算, 预计我国速冻食品餐饮通路: 家庭通路的比例=36%: 64% (亿元) ...	13
表 3: 信良记月度成本对比表, 采用预制半成品可以节省 42%的成本 (元)	15
表 4: 快递/电商巨头公司纷纷布局冷链物流	16
表 5: 2019 年火锅食材年度爆品评选名单.....	17
表 6: 对比来看, 餐饮适销产品较家庭适销产品的单价更低	26
表 7: 相关公司盈利预测表 (三全食品为 wind 一致预测)	34

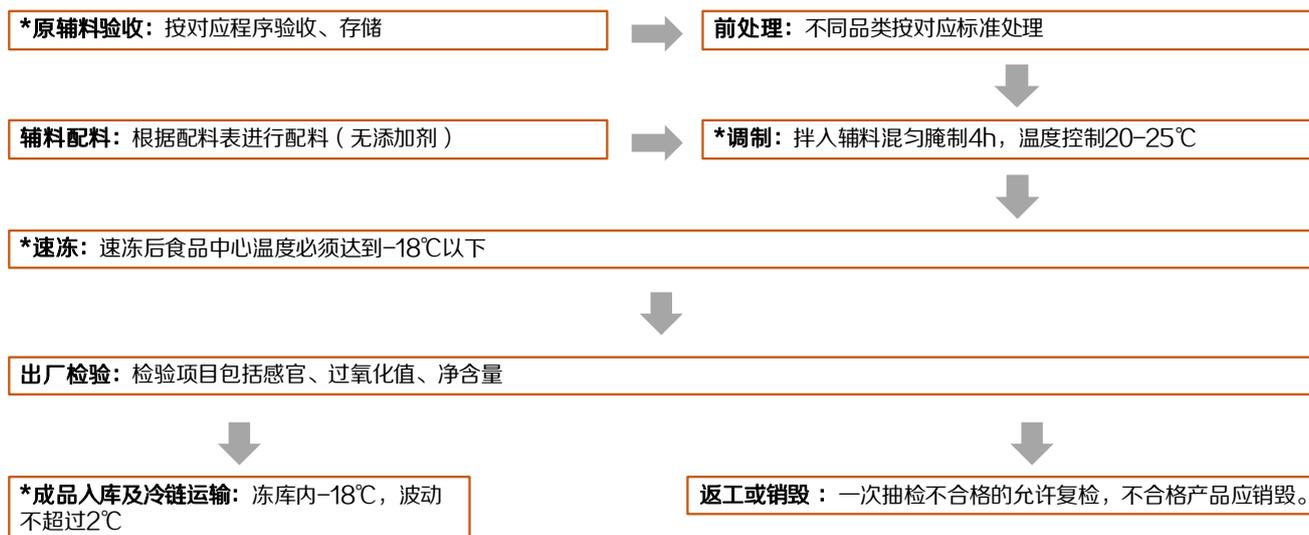
一、速冻行业概况：家务社会化下的结果，我国消费量仍低空间仍大，供需两端变化正在发生

1. 我国速冻食品的发展历程

何为速冻食品？ 速冻食品是指将新鲜的食物（尤其是肉类食品）在-30℃以下速冻，使食品中心温度在 20~30 min 内从-1℃降至-5℃，再降至-18℃。在该温度下，食品内 80% 以上的水分会变成冰晶，有效防止食物的细胞组织被破坏，达到保鲜的目的。（三全实验室曾经做过实验，新鲜包菜切片后细胞壁完整率为 82.5%，速冻包菜切片后细胞完整率也高达 76.7%）。

图 1：速冻肉制品基本工艺流程

注：打*号为关键控制点



数据来源：公开资料，东方证券研究所

我国速冻食品兴起于上世纪 80-90 年代，并伴随着时代的进步和生活水平的提高，实现快速的发展。纵观我国速冻食品行业的发展历程，大致可以分为 4 个阶段：**1) 工业大时代；2) 商贸大时代；3) 互联网时代；4) 移动互联时代。**

1) 工业大时代（80-90 年代）：由于正处于改革开放初始阶段，社会生产力落后，因此解决温饱、安全问题是当时社会的主要需求，加之速冻设备较为落后且数量稀缺，速冻食品行业呈现出“产品为王”特征的无品牌时代，也是速冻行业发展的萌芽阶段。

2) 商贸大时代（90 年代末-2010 年前后）：随着改革开放的逐步推进，人们生活水平变化较大此时速冻食品行业步入了“渠道为王”的传统品牌时代，兴起了三全、思念、龙凤、湾仔码头等一大批优秀的传统家庭速冻品牌，此阶段为行业快速扩张阶段，产品同质化较高，商贸销售渠道成为了提升竞争力的关键。

3) 互联网时代（2010-2015 年）：在此阶段我国已成为世界第二大经济体，也是互联网电商爆发的阶段，食品行业个性化需要成为主题，速冻食品行业正式进入了“定位为王”的时代，供给端的渠道和品牌迅速分化，行业龙头逐步崛起，同时火锅餐饮品牌井喷式发展，餐饮行业进入了快车道。

4) 移动互联网时代 (2015 年到现在): 速冻行业迎来了“流量为王”的时代, 要求在解决个性化需求的同时能够提供高标准化的食材, 不但突破自身面临的需求瓶颈而且能迎合餐饮行业规模化、流程化、标准化的取材需求, 餐饮标准化供应品牌正快速发展。

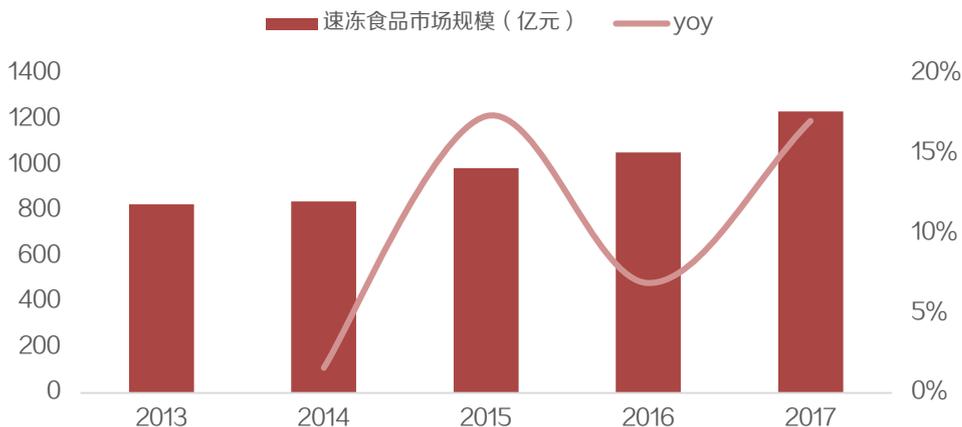
图 2: 我国速冻食品发展可以分为 4 个阶段



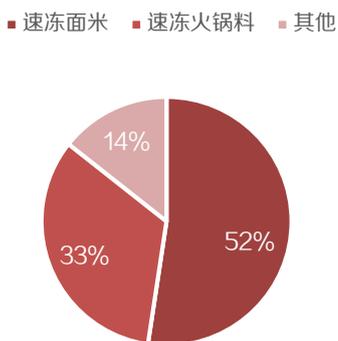
数据来源: 干味央厨, 东方证券研究所

2.对标国际, 我国速冻食品人均消费还处在较低水平

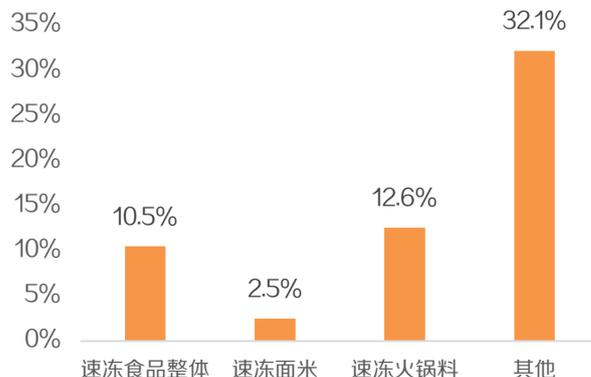
千亿大市场, 速冻面米/速冻火锅料为主要品类。1) 近年来, 消费者对于速冻食品的需求不断增加。根据 Frost & Sullivan 的统计, 我国速冻食品的市场规模在 2016 年就已经突破千亿大关, 2017 年已经达到 1235 亿元/+17.1%。2) 在千亿大市场中, 速冻面米和速冻火锅料 (包括鱼糜制品+肉制品等) 占据了主要的份额, 其中速冻面米是最大的品类, 17 年市场规模达到 647 亿元, 占到速冻食品的 52.4%; 速冻火锅料为第二大品类, 占比约为 33.3%; 而其他速冻食品仅占到 14.3%; 3) 从增速来看, 随着市场需求的扩大+龙头企业产能的扩张, 速冻火锅料行业正处发展黄金期, 13-17 年 CAGR 达到 12.6%, 超过速冻食品的整体增速; 而速冻面米在我国发展较早, 已经进入稳定期, 5 年 CAGR 仅为 2.5%。

图 3：2017 年我国速冻食品市场规模达到 1235 亿元


数据来源：frost&sullivan，东方证券研究所

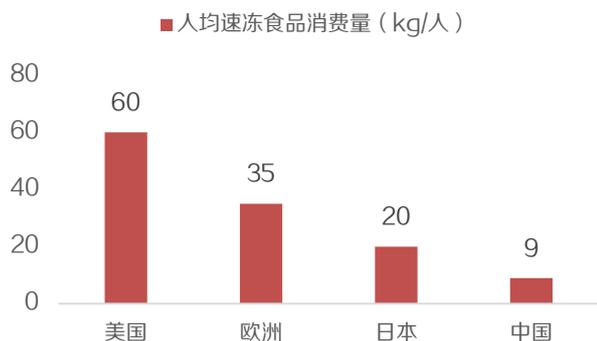
图 4：17 年速冻面米和速冻火锅料占比分别达到 52%/33%


数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

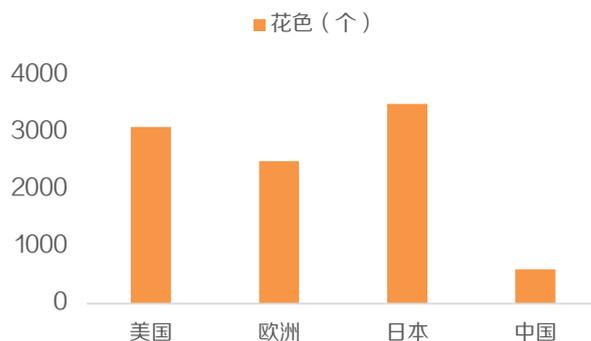
图 5：13-17 年速冻火锅料的 CAGR 高于行业整体增速


数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

我国速冻食品的人均消费水平还处在较低水平。速冻食品凭借着其便捷性和工业化的特性，已经成为发达国家食品工业的重要组成部分，伴随着生活节奏加快+社会分工更细化，速冻食品的需求也更旺盛：1) 人均消费量上，美国速冻食品人均消费量达到 60kg/年，欧洲 35kg/年，日本也达到了 20kg/年，但相比之下我国的人均消费量仅为 9kg/年，较发达国家的差距较大；2) 速冻食品的花色（品类）上，美、欧、日均保持在 2500 种以上，而我国仅 600 种，较发达国家亦有差距。

图 6：我国速冻食品的人均消费量较发达国家差距较大


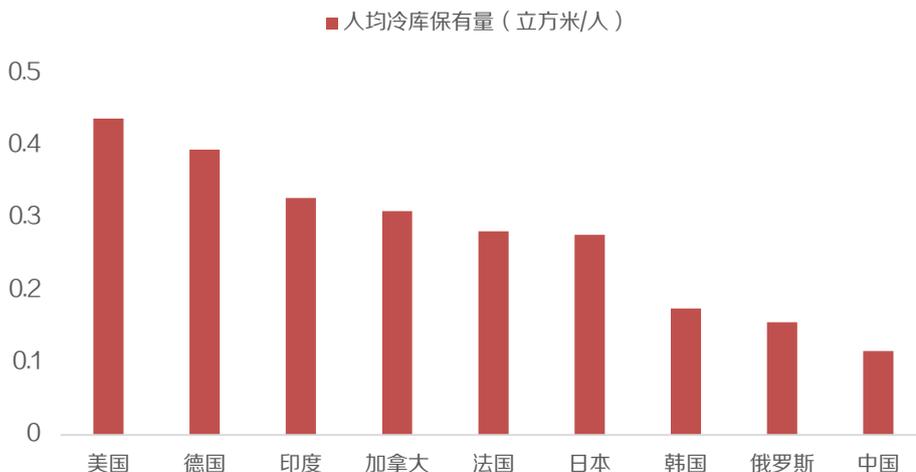
数据来源：产业信息网，东方证券研究所

图 7：速冻食品的花色（品类）上亦较发达国家有差距


数据来源：产业信息网，东方证券研究所

缘何我国速冻食品人均消费低于其他国家？从供给和需求两端分析，我们认为**冷链运输水平低+消费习惯尚未形成**两大因素，是造成目前我国速冻食品人均消费低于其他国家的主因：

1) 供给端，冷链运输水平较低。尽管目前我国冷链物流基本面持续向好，但在人均冷库保有量角度，我国仍低于主要的发达国家。14 年我国人均冷库保有量仅为 0.116 立方米，仅为美国的四分之一，日本的二分之一，甚至低于印度等新兴国家。冷链运输网络尚不完善，在供给端制约了速冻食品的运输半径和普及范围；

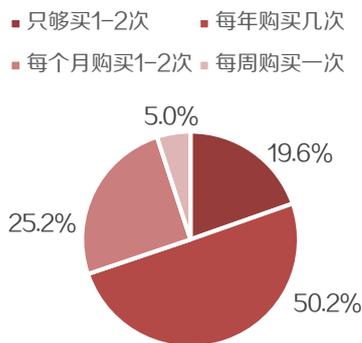
图 8：14 年我国人均冷库保有量仅为 0.116 立方米


数据来源：中国冷链产业网，东方证券研究所

2) 需求端，消费习惯尚未形成。根据一些学者的调查，消费者对于速冻食品的接受度仍有待提高。每周购买一次速冻食品的消费者仅占到 5%，每个月购买 1-2 次的仅占 25.2%。对比日本来看，每周购买 1 次以上速冻食品的消费者达到 32.7%，每个月购买 2-3 次也达到 25.5%，相比之下可以看出我国消费者还没有形成广泛的速冻食品饮食习惯，亦不足以支撑人均消费达到发达国家水平。（尽管日本食品的进口比例较高，对速冻技术的依赖性更强，购买速冻食品的需求天然大于我

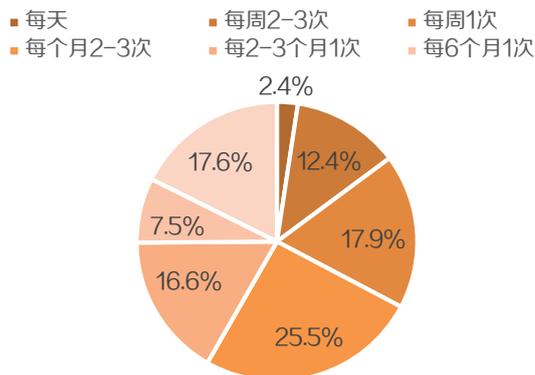
国居民，但购买频次上的巨大差距，依然能够说明我国消费者对于速冻食品的接受度仍有很大提升潜力)

图 9：每周购买 1 次速冻食品的消费者仅占到 5%



数据来源：《消费者速冻食品购买行为及其影响因素研究》，东方证券研究所

图 10：每周购买 1 次以上速冻食品的消费者达到 32.7%



数据来源：statista，东方证券研究所

营养、健康的“担忧”影响消费习惯，但速冻食品并不意味着“不健康”。传统的饮食观念是“新鲜=营养”，而速冻食品经过二次加工后，造成了绝大多数消费者存在“不新鲜、有添加、不营养”的观念，从而影响了速冻食品的消费习惯。然而根据学者的研究，速冻食品并不意味着“不健康”，相反我们认为对比外卖（对家庭烹饪的替代性高），速冻食品的营养还是有保证的：1）根据熊凤娇（2018）等学者的研究，常见的速冻调理制品的亚硝酸盐（潜在致癌物）含量普遍在 10mg/kg-16mg/kg 的区间，远低于国家标准的 30mg/kg，也低于国际标准 20mg/kg，考虑到原料食材中即存在硝酸盐（微生物左右还原亚硝酸盐），速冻食品在加工中添加亚硝酸盐的程度实则非常低。2）315 曾对外卖食品做过统计，腌制样品中硝酸盐最高值可达 27mg/kg，存在一定超标风险。可见外卖食品由于制作的不透明性，其食品安全是存在隐患的。相比之下，一方面速冻技术本身就是对新鲜食材最大限度的保鲜，另一方面速冻食品也有国家食品安全检验的背书，品质有保证。因此我们认为，速冻食品并不意味着“不健康”，且随着速冻技术的快速发展，未来速冻食品的保鲜程度会进一步提高，会更加迎合传统的饮食观念。

表 1：常见的速冻调理制品的亚硝酸盐（潜在致癌物）含量普遍在 10mg/kg-16mg/kg 的区间

样品名称	亚硝酸盐/(mg/kg)	TBARs	pH 值	食盐含量/%
水晶包	15.42±1.30	0.56±0.06	6.35±0.17	1.48±0.01
芝士包	11.37±0.65	0.85±0.08	6.92±0.06	1.63±0.23
蟹仔包	11.28±0.94	0.92±0.08	6.91±0.23	1.34±0.12
鱼饼	16.10±1.13	0.87±0.05	7.14±0.21	2.26±0.21
龙虾排	12.90±1.12	0.66±0.08	6.56±0.07	1.73±0.35
培根	13.79±0.68	0.74±0.05	6.32±0.05	1.11±0.05
五香卷	15.08±1.07	0.65±0.05	5.85±0.16	1.62±0.10
海胆包	10.41±1.24	0.70±0.03	6.86±0.19	1.31±0.03
鱼豆腐	8.83±0.64	0.55±0.01	6.79±0.16	1.54±0.21
鸡排	11.40±1.04	0.61±0.07	7.02±0.22	1.77±0.18
猪排	16.69±0.46	0.61±0.03	6.21±0.15	1.53±0.06

鸡柳	8.95 ± 0.81	0.33 ± 0.02	5.83 ± 0.04	1.17 ± 0.02
烤鱼番	10.25 ± 0.13	0.96 ± 0.08	6.28 ± 0.11	1.47 ± 0.11

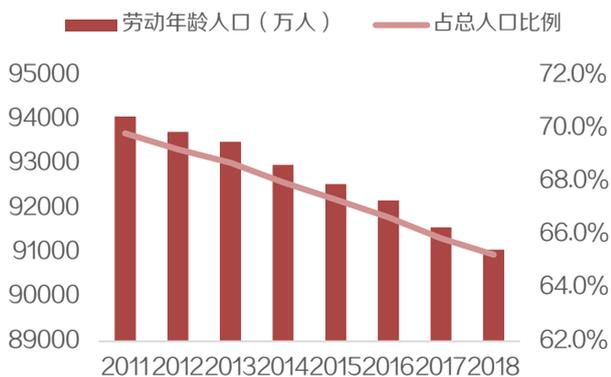
数据来源：速冻调制食品营养及理化性质研究，东方证券研究所

3.站在当前时点，中国速冻行业仍有大空间，供需两端变化正在发生

3.1 长期趋势：家务劳动社会化下，速冻用量提升是长期趋势

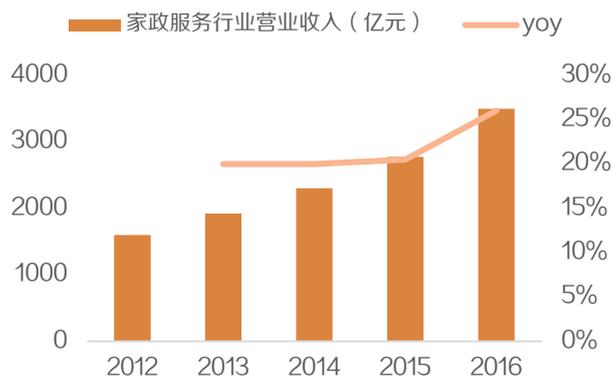
生活节奏加快，家务劳动社会化趋势更加明显。1) 一方面，经济的快速发展，人均可支配收入日益提高，加快了居民的生活节奏，同时也抬升了生活成本的压力。另一方面，人口结构的变化使得劳动人口的比例在下降（18 年劳动年龄人口占比已降至 65.3%，7 年间减少 3000 万人），对于新增劳动力（包括劳动时间）的需求加大。这两方面因素决定了目前我国家务劳动的社会化趋势更加明显，体现为家庭劳动力投入到社会工作+家务劳动的外包（举例而言，我国家政服务行业的收入已经达到 3500 亿元，仅 4 年时间就实现了翻倍。）

图 11：7 年间我国劳动年龄人口减少了 3000 万人



数据来源：wind，东方证券研究所

图 12：16 年我国家政服务行业达到 3500 亿元

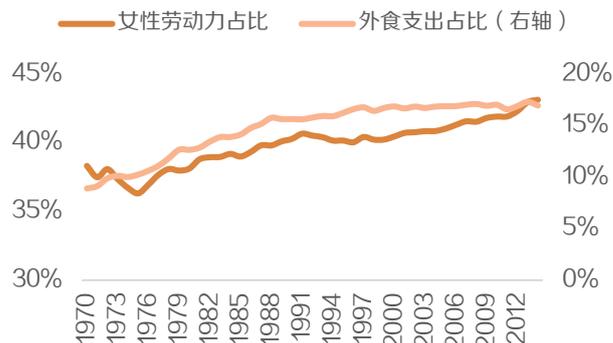


数据来源：wind，东方证券研究所

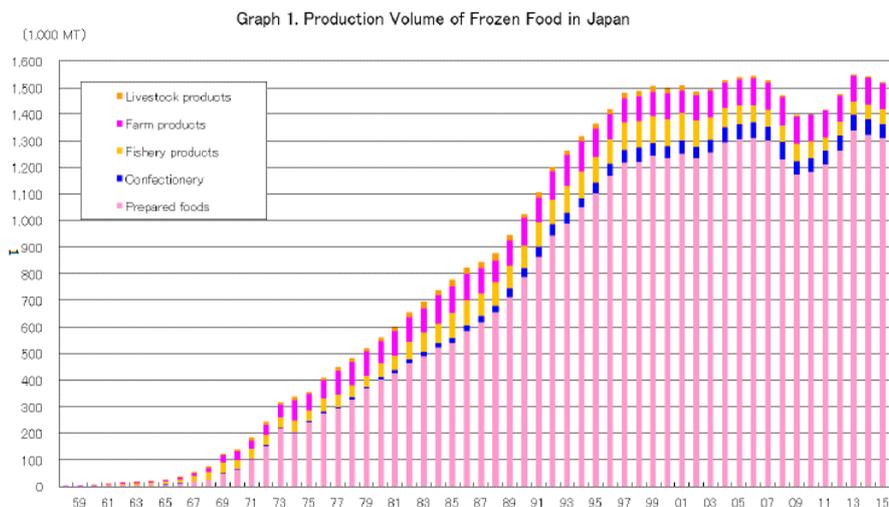
对比日本，可以发现家务劳动的社会化进程中，**外卖和速冻食品的消化量也在逐年提高**。随着社会的发展和水平的提高，以往主要承担家务劳动的日本女性劳动者开始投入到社会劳动中（1975 年日本女性劳动者占比仅为 36.3%，随后逐年提升，目前已经达到 44.0%）。家庭料理活动减少后，增加了**外卖需求**（1975 年外卖支出/消费支出仅为 10.2%，目前提升至 16.9%）和**速冻食品的需求**（1975 年速冻食品生产量仅为 35 万吨，目前已经达到 150 万吨）。因此家务劳动的社会化进程，是**外卖和速冻食品等便捷式餐饮形式发展的主要动力**。

图 13：1975 年开始日本女性劳动者占比逐年提升


数据来源：wind，东方证券研究所

图 14：日本外食支出占比与女性劳动力占比呈现出较为一致的发展趋势


数据来源：日本统计局，东方证券研究所

图 15：随着家务劳动的社会化进程，日本速冻食品的生产量也迎来快速发展


数据来源：日本统计局，东方证券研究所

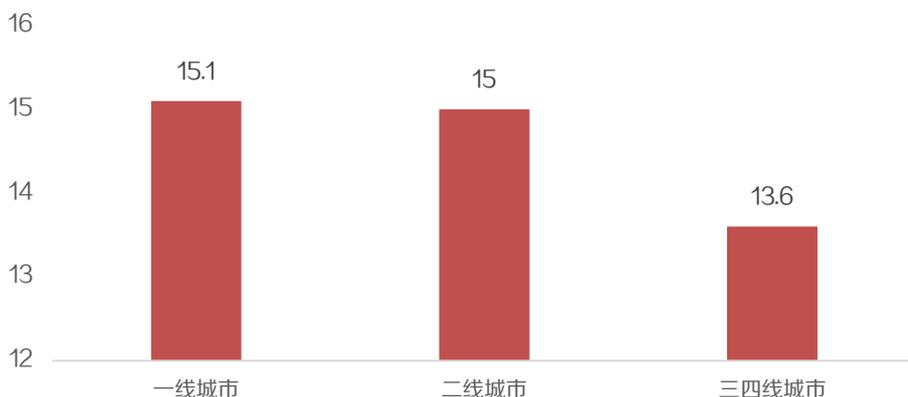
3.2 需求端：家庭需求稳步释放，餐饮需求错配明显、快速放大

家庭需求：

年轻人的烹饪技术开始下降，是推动速冻食品等便捷性食品发展的主要因素。在年轻的消费群体中，“90 后”和“00 后”正在迅速成长为消费的新引擎。由于家庭结构因素（父母对独生子女的照料程度提升）和消费习惯的改变，年轻的消费群体的烹饪意愿和技术普遍低于其他年龄段的人群。据统计，一线城市的新中产群体每个月下厨的次数仅为 15.1 次，平均每 2 天才下厨一次，如果我们按照一日三餐计算，每个月年轻人下厨的比例仅为 16.8%。烹饪频次的下降，也降低了烹饪技能

的熟练度和技术水平。而速冻食品对烹饪技术的依赖度低，提高了烹饪的便捷性，更契合年轻群体的烹饪需求，由此我们判断未来速冻食品在家庭端的需求将进一步提升。

图 16：新中产平均每月下厨频率，一线城市平均 2 天下厨一次

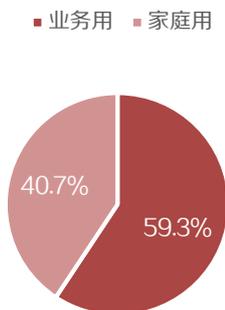


数据来源：《2017 中国厨房消费趋势研究报告》，东方证券研究所

餐饮需求：

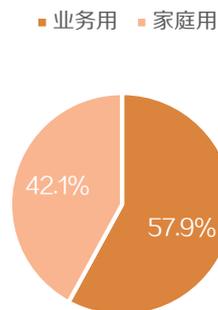
除了家庭用的渠道外，餐饮渠道也是速冻食品的重要通路。事实上从行业相对发达的日本的经验看，餐饮渠道是消化速冻食品产能的主力：1) 从数量看，17 年日本速冻行业 160 万吨的销售量中，41%是家庭用（家庭需求），59%是业务用（餐饮等需求）；2) 从金额看，7180 亿元的销售金额中，42%是家庭用，58%是业务用。如果以日本为参照系，那么速冻行业在家庭和餐饮渠道的占比结构应为 2:3，餐饮等食品服务渠道是速冻食品主要的销售通路。

图 17：数量来看，速冻食品产量 59%用于业务（餐饮）



数据来源：日本速冻业协会，东方证券研究所

图 18：金额来看，速冻食品消费额 58%用于业务（餐饮）



数据来源：日本速冻业协会，东方证券研究所

那我国速冻食品的渠道结构大致是多少？根据我们分品类的拆解、测算，预计餐饮：家庭的结构约为 3:7：1) 根据 IBIS 的数据，我国速冻米面食品中，超市占到 61%，小的零售终端占到 23%，其他渠道仅为 16%。考虑到速冻面米 647 亿元的市场规模，测算速冻面米中 84%是商超渠道（即面向家庭通路，对应 543 亿元市场规模），16%是餐饮通路（假设其他渠道均为餐饮，对应 104 亿

元市场规模)；2)根据某火锅料龙头公司的渠道数据，(一般食品制造企业主要通过经销商走下游通路，这里假设经销商投放餐饮的比例为70%)，我们大致测算出餐饮：家庭的结构占比分别为62%/38%(龙头数据更具代表性)，考虑到速冻火锅料411亿元的市场规模，测算速冻火锅料中247亿元走餐饮通路，164亿元走家庭通路；3)其他品类假设餐饮：家庭各占50%。综合计算，我们大致可以测算出，**目前我国速冻食品中餐饮通路：家庭通路=36%：64%**。从这个结果来看，我国速冻食品在餐饮通路上还存在较大的调整空间。

表 2：根据我们的测算，预计我国速冻食品餐饮通路：家庭通路的比例=36%：64% (亿元)

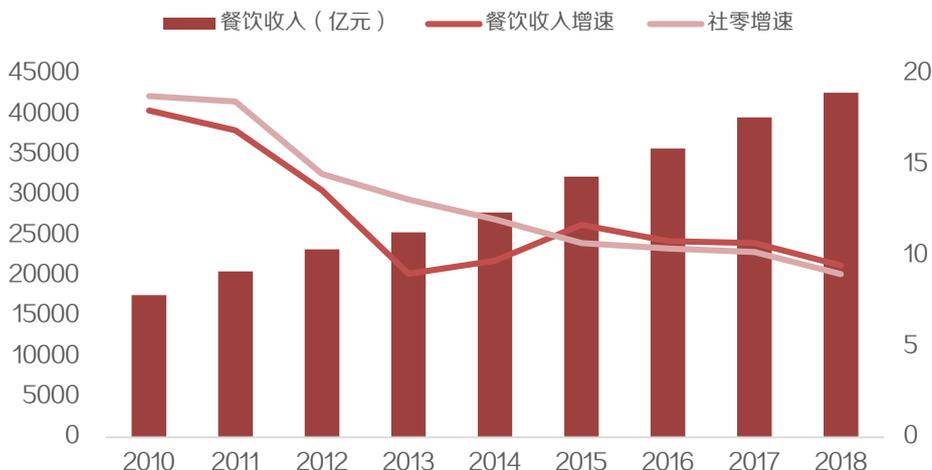
	整体市场规模	家庭通路比例	家庭通路市场规模	餐饮通路比例	餐饮通路市场规模
速冻食品	1235	64%	796.38	36%	438.62
速冻火锅料	411	40%	164.4	60%	246.6
速冻米面	647	84%	543.48	16%	103.52
其他	177	50%	88.5	50%	88.5

数据来源：IBIS，公司公告，东方证券研究所

在我们看来，目前速冻食品在餐饮渠道的布局正当其时。

1.餐饮行业市场广阔，食材供应链享受万亿市场空间。1)民以食为天，人们对于饮食的刚性需求塑造了餐饮行业广阔的市场空间，且保持着稳定的增长速度。18年我国餐饮行业收入达到42715亿元/+9.0%，15年以来始终保持着高于社零的增速。2)餐饮业的广阔市场，也自然带动了食材供应市场的发展，据亿欧咨询的统计，预计食材供应链亦享有万亿的市场空间。

图 19：我国餐饮业收入保持稳定增长的趋势 (%)



数据来源：wind，东方证券研究所

2.外卖的爆发，使得快速响应的食材供应需求不断提升。

互联网的快速崛起，逐渐改变并培养了居民新的生活方式，外卖就是典型的案例。根据易观智库的监测，18Q4我国外卖整体交易规模达到1406亿元/107.7%，自16年以来一直保持着100%以上

的单季增速，外卖的爆发式增长毫无疑问为餐饮业引入了越来越多的客流和订单。另外外卖的核心特点是便捷性，配送时间就成为了影响消费者消费行为的主要因素。这就要求外卖餐饮店要尽量缩短准备商品的时间。订单的快速增长+缩短配送时间的诉求，决定了外卖餐饮店急需快速响应的食材供应，也赋予了速冻食品的发展机会。

图 20：目前我国外卖市场整体交易规模依然保持 100%以上的单季增速

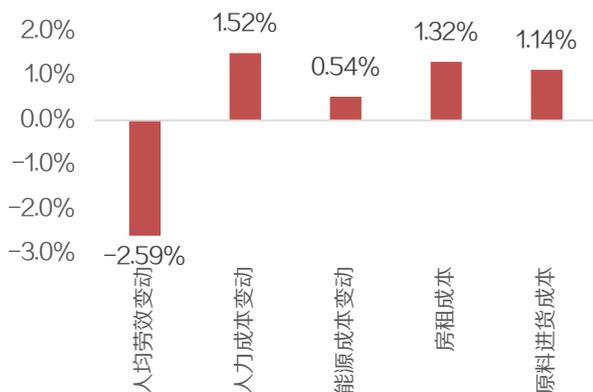


数据来源：易观智库，东方证券研究所

3.成本端的压力，需要速冻半成品来节约成本。

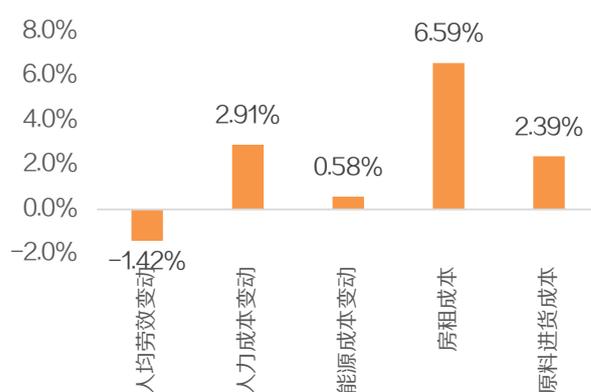
尽管餐饮行业的收入正稳定增长，但人工、租金、原料等价格也在不断攀升，成本压力压缩了餐饮企业的盈利空间。无论是正餐还是团餐，都可以看到人工成本/租金成本的上涨幅度远超过其他成本，由于中小餐饮企业缺乏规模效应和终端的议价能力，来自成本端的压力会更加明显。因此越来越多的餐饮企业开始尝试选择速冻预制半成品来替代部分人工/租金，达到控制成本的目的。

图 21：17 年正餐人力成本/房租变动分别为 1.52%/1.32%



数据来源：中国餐饮业协会，东方证券研究所

图 22：17 年正餐人力成本/房租变动分别为 2.91%/6.59%



数据来源：中国餐饮业协会，东方证券研究所

我们以信良记的预制小龙虾为例，来看速冻半成品控制成本的力度。1) 原材料成本方面，两种模式相同；2) 人工成本方面，信良记的预制半成品可以为餐饮店省去厨师等环节，可以节省 83% 的成本；3) 租赁成本方面，预制半成品也可以减少操作间的空间，降低租金的成本。综合来看，采用预制小龙虾可以较传统模式节省 42% 的人工成本。

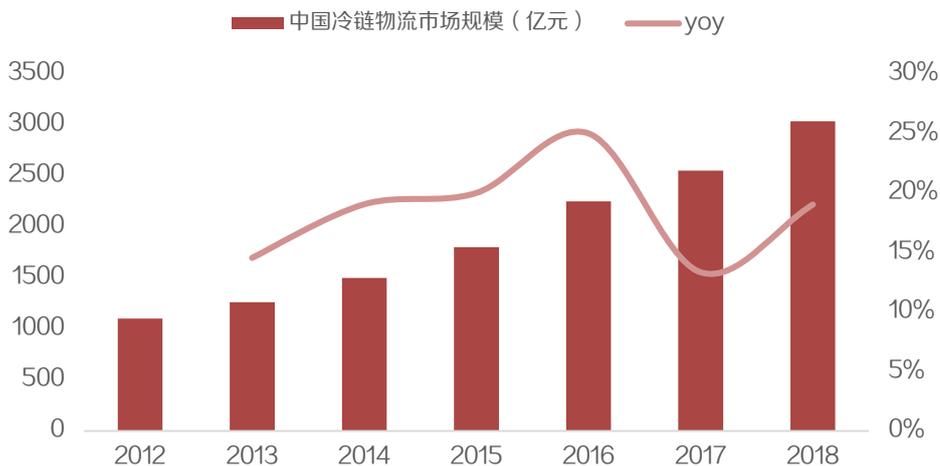
表 3：信良记月度成本对比表，采用预制半成品可以节省 42% 的成本（元）

项目	传统模式	信良记模式	增减
原材料	15000	24000	9000
配料	3000	0	-3000
原材料损耗	2500	0	-2500
进项税抵扣	0	-3500	-3500
原材料成本合计	20500	20500	0
烧虾大厨	10000	0	-10000
洗虾师傅	5000	0	-5000
小工	3000	3000	0
人工成本合计	18000	3000	-15000
操作间租赁费	2000	0	-2000
租金成本合计	2000	0	-2000
合计	40500	23500	-17000

数据来源：公开新闻资料，东方证券研究所

3.2 供给端：冷链进步+产品创新，行业变化正在发生

冷链运输的快速发展，带动速冻行业的辐射半径提高。当下生鲜电商、蔬果宅配已近成为当下消费市场的热门选择，也驱动了国内冷链物流市场快速发展。1) 据统计，18 年我国冷链物流市场规模已经达到了 3035 亿元/+19%，预计冷链物流规模仍将保持着 20% 左右的增长速度；2) 由于冷链物流在我国发展空间仍大，不少巨头公司开始布局冷链物流，特别是对物流市场反应迅速的电商及快递公司，如顺丰、京东等。3) 我们认为，随着冷链运输的快速发展，能够扩大速冻食品的销售半径，辐射范围进一步提升。

图 23：18 年我国冷链物流市场规模达到 3035 亿元/+19%


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

表 4：快递/电商巨头公司纷纷布局冷链物流

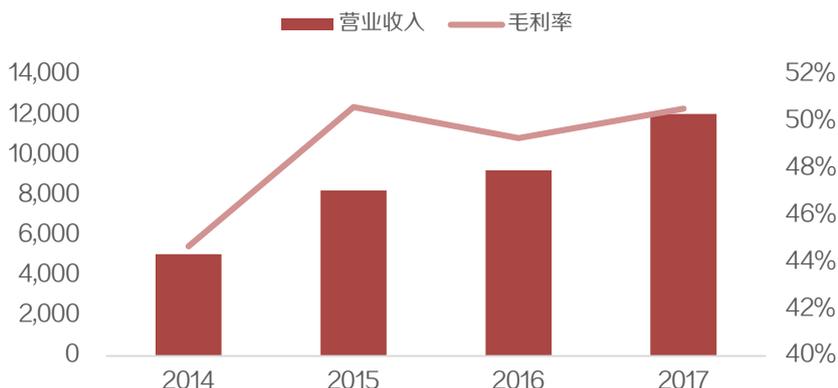
快递公司	冷链物流业务布局情况
顺丰控股	目前布局冷运最为完备，提供生鲜速配、大闸蟹专递、冷运到家、冷运到店、顺丰冷运零担、冷运专车、冷运仓储等冷运服务。
京东	2016 年 1 月就成立了生鲜事业部；与日本巨头雅玛多进行战略合作，发展冷链物流方面的项目；京东在冷链运输方面的布局相当完善，涵盖了纯配服务、仓配服务、原产地生鲜产品服务、B2B 服务等。
苏宁	2018 年，苏宁大力推进多城市冷链仓布局，2 月，已建成使用北京、上海、广州、南京、武汉、成都、沈阳、西安八个城市的冷链仓，5 月，杭州、重庆、深圳、济南、武汉、合肥、福州 7 个冷链仓全面建成并投入使用 6 月，位于南京的冷链仓完成搬仓升级，仓库规模增大三倍，6 月底，新增徐州、天津冷链仓。“苏鲜生”精品超市和苏宁小店都是苏宁新零售布局中的项目。
圆通速递	2017 年，圆通速递推出“圆通冷运”，其主要产品包括冷链仓储服务，B2B 同城低温运输和 B2C 同城低温宅配，目前业务仅面向上海。
中通快递	未布局，仅提供“优鲜送”业务，主要针对于生鲜、水果等具有较高时效及安全要求的产品，保证产品优先中转、优先派送、在规定时效内完成对包裹投递的服务、满足全国市场优鲜保证寄递需求。
申通快递	申通推出“申雪冷运”，专注于第三方冷链仓储+配送服务，帮助生鲜客户解决供应链环节出现的需求问题。

数据来源：公开新闻资料，东方证券研究所

创新能力提升驱动品类爆发和品质升级。经历了前期同质化竞争的“拼杀”以及速冻技术不断改良，速冻食品企业开始不断提升产品的创新能力，走上差异化的道路；**1) 一方面是新品类的爆发。**对

于速冻食品这样的日常消费品而言，品类的创新是产生新需求的重要手段。从 19 年火锅食材年度爆品评选可以看到，获奖品类多达 20 余种，越来越多的品牌开始依靠特色的新品和爆品来获取市场份额；**2) 另一方面是品质的升级。**速冻产品的品质升级，更迎合当下消费升级的大趋势，仍以速冻火锅料为例，近几年高端鱼糜产品开始逐渐体现出优势，如海欣的“鱼极品牌”即市场上高端产品的代表，17 年鱼极产品营收达到 1.2 亿元，年复合增长率达到 33.5%，毛利率也高达 50.6%，高端产品亦存在着非常大的空间。

图 24：17 年海欣食品的高端品牌“鱼极”实现营收 1.2 亿元/+33.5%（单位：万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 5：2019 年火锅食材年度爆品评选名单

公司	爆款产品
福建安井食品股份有限公司	V 形仿蟹肉
海欣食品股份有限公司	鱼乡鱼籽福袋
福建升隆食品有限公司	金典渔仔爆蛋
佛山市顺德区津津食品有限公司	黄金鱼蛋
山东佳士博食品有限公司	珍品撒尿肉丸
山东齐汇食品有限公司	玉米风味烤肉肠
福建富邦食品有限公司	墨斗贡丸
福建御冠食品有限公司	福州府鱼丸
厦门市源香食品工业有限公司	墨斗鱼香肠
三全食品股份有限公司	茴香小油条
郑州干味央厨食品股份有限公司	火锅油条
山东福春园食品科技有限公司	丸之珍潮汕牛肉丸
漳州兴威食品有限公司	耐煮水晶包
全利食品有限公司	火锅雪蟹
泉州坤宴食品有限公司	坤宴香铃卷

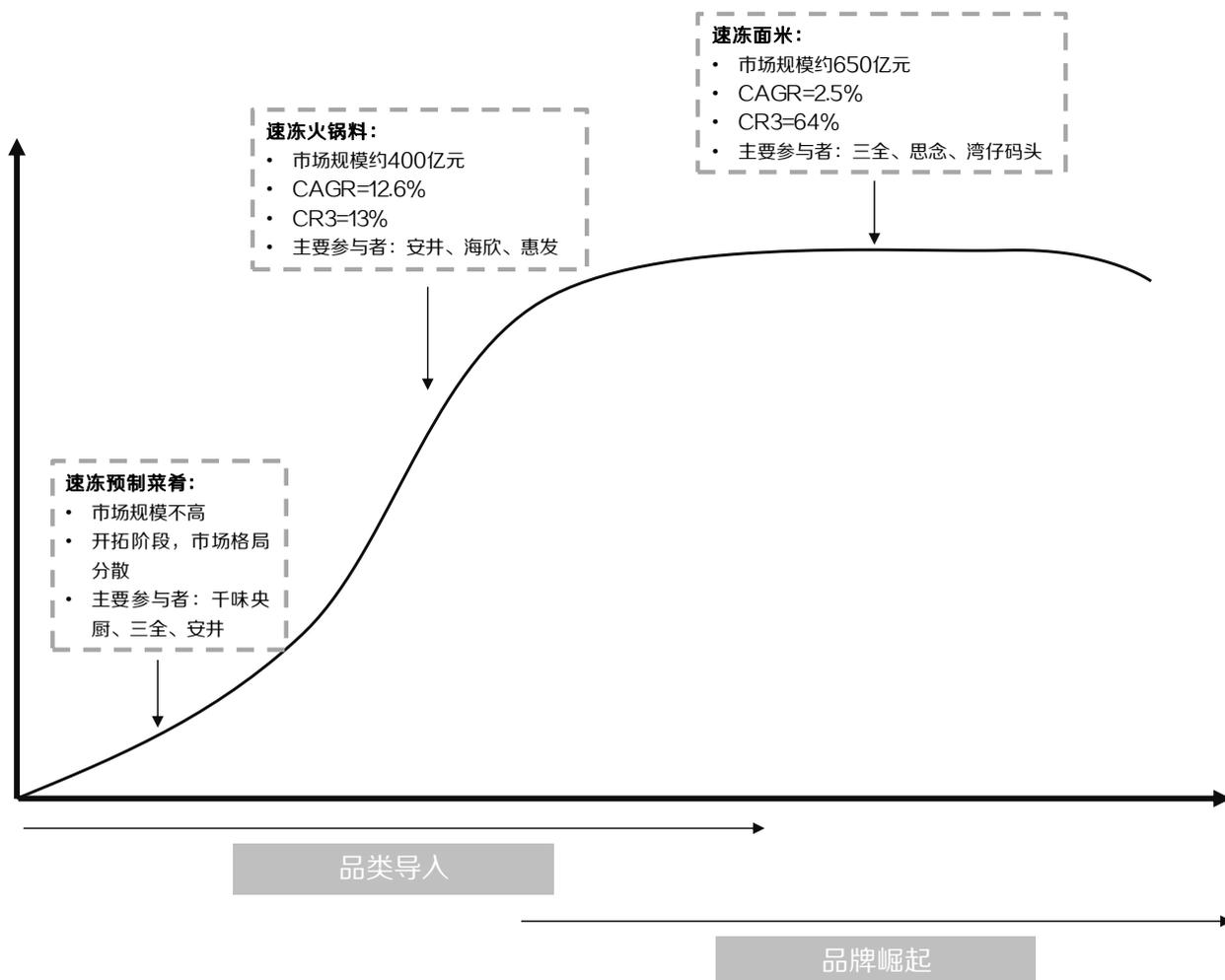
汕头市潮庭食品股份有限公司	潮庭功夫牛肉丸
潮乡人食品（汕头）有限公司	潮汕牛肉丸
汕头市六记雄食品有限公司	潮汕牛肉丸
上海世达食品有限公司	桂冠芝士年糕
广东真美食品股份有限公司	潮汕牛肉丸
世纪狮（福建）供应链管理有限公司	咸鸭蛋酱
厦门更加好食品有限公司	3秒铃铃卷
洪彝（上海）食品有限公司	小牛肉串
厦门银祥豆制品有限公司	黄金腐皮卷

数据来源：冷冻食品网，东方证券研究所

二、各细分品类分析：面米规模大，火锅料风头劲，预制菜潜力高

目前市场上占比较大的是速冻面米和速冻火锅料两大品类，此外各家龙头公司开始针对餐饮通路，纷纷推出速冻菜肴产品，可以将我国速冻食品分为速冻面米、速冻火锅料、速冻菜肴三大品类。根据行业的生命周期（综合行业增速及市场集中度），我们认为这三大品类正处在行业生命周期的不同阶段：1）速冻面米处在较为成熟的阶段，行业规模大，龙头品牌优势明显，市场集中度较高；2）速冻火锅料处在成长阶段，行业增速较面米更快，龙头品牌正稳步提升市占率水平；3）速冻菜肴作为刚刚崛起的品类，正处在市场开拓阶段，潜力较高。

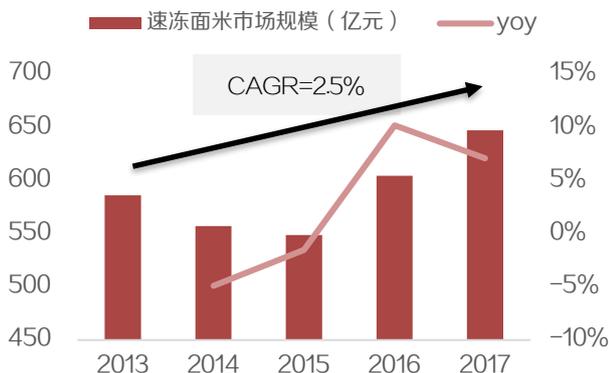
图 25：不同品类的速冻产品所处的产业周期是不同的



数据来源：东方证券研究所

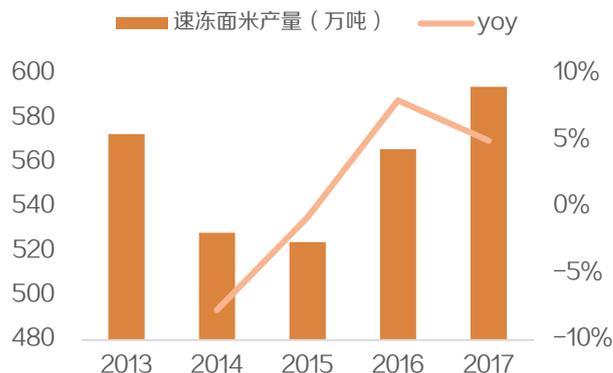
1.速冻面米：规模最大，龙头突出

市场规模：17 年速冻面米的市场规模达到 647 亿元。1) 囿于数据的可得性，我们这里用产值来衡量市场规模。根据统计局及中商产业网的数据，17 年我国速冻面米的市场规模约为 647 亿元/+7.1%，5 年的 CAGR 为 2.5%，表现出行业生命周期中成熟阶段的特征。2) 尽管速冻面米行业增速有所放缓，但是近些年亦不乏新兴品类成为大单品，比如手抓饼、油条、广式面点等。行业逐渐显现出明显的品类分化，新兴品类开始推动行业趋势有所抬升。

图 26：17 年我国速冻面米的市场规模约为 647 亿元


数据来源：国家统计局，中商产业研究院，东方证券研究所

注：17 年为预测值

图 27：17 年我国速冻面米的产量约为 594 万吨


数据来源：国家统计局，中商产业研究院，东方证券研究所

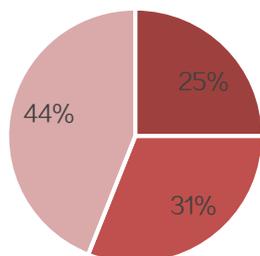
注：17 年为预测值

应用场景：传统主食替代品。1) 广义的主食是指人们日常三餐中食用频度较高，即为人们提供主要能量、营养来源的食物。我国传统主食包括米饭、粥、馒头、面条、米粉等。随着生活节奏的加快，越来越多的人开始选择速冻面米食品作为传统主食的替代品。2) 以速冻面米企业集中的河南省为例，居民从超市购买工厂化主食产品的居民占 25%，从市场购买手工作坊主食产品的占 31%，家庭制作主食的占 44%，证明从商超购买速冻主食的居民仅占四分之一，仍有提升的空间。

主要品类：流通于市场的主要速冻面米食品包括速冻汤圆、水饺等，其中汤圆和水饺是最主要的两大品类，分别占速冻面米制品的 31.6%和 30.8%。随着创新力度的加大和消费需求的升级，速冻面米的品类也呈现百花齐放的态势，不断有新的细分领域爆发大单品，如手抓饼、奶黄包、红糖馒头等，我们认为传统速冻面米已经接近饱和，后续行业的成长将由不断导入的细分行业的新大单品来驱动，分化会更加明显。

图 28：商超购买速冻主食的居民仅占四分之一

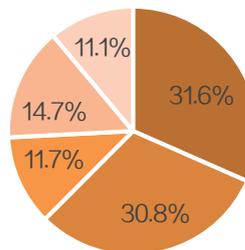
- 从超市购买工厂化主食
- 从市场购买手工作坊主食
- 家庭制作主食



数据来源：《我国产业化主食的发展与瓶颈》，东方证券研究所

图 29：速冻汤圆/水饺是速冻面米的最大品类

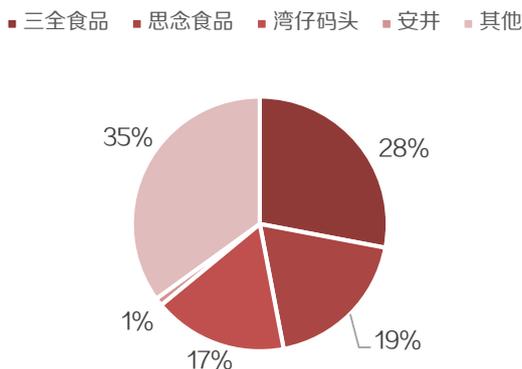
- 速冻汤圆
- 速冻水饺
- 速冻粽子
- 速冻面点
- 速冻馄饨



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

速冻面米市场格局基本稳定，CR3 市占率接近 64%，市场集中度较高。由于速冻面米目前主要定位是主食替代品，更加适合在商超渠道铺货。大品牌如三全、思念等通过多年的深耕，凭借着品牌认可度和渠道优势，已经逐渐构筑了一定壁垒，整个速冻面米的市场格局基本稳定，TOP3 三全、思念、湾仔码头市占率分别为 28%/19%/17%，三大龙头企业已经占到 64%的市占率水平。

图 30：速冻面米行业 CR3 已经达到 64%

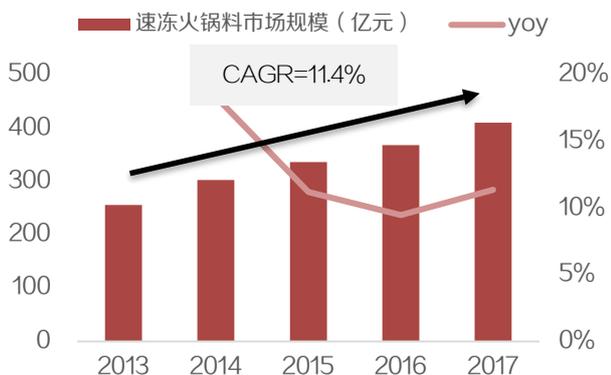


数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

2.速冻火锅料：速冻食品的赛道风口

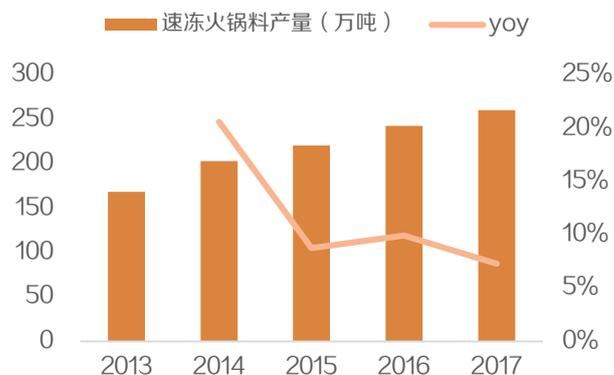
市场规模：17 年速冻火锅料的市场规模约为 411 亿元。根据统计局及中商产业网的数据，17 年我国速冻火锅料（包括速冻鱼糜和速冻肉制品）的市场规模约为 411 亿元/+11.4%，5 年的 CAGR 为 12.6%。

图 31：17 年我国速冻火锅料市场规模约为 411 亿元



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

图 32：17 年我国速冻火锅料产量约为 261 万吨



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

应用场景：餐饮+便利店+家庭，较速冻面米的应用场景更加丰富。速冻火锅料是速冻食品中少有的拥有休闲食品属性的品类，除了广泛地用于火锅行业之外，还可以用在麻辣烫、关东煮、烧烤等餐饮形式，应用场景非常丰富。这些应用场景的发展，带动了速冻火锅料的需求增长，使得速冻火锅料的渗透率有望进一步提升。

图 33：火锅场景下的速冻火锅料



数据来源：百度图片，东方证券研究所

图 34：便利店场景下的速冻火锅料



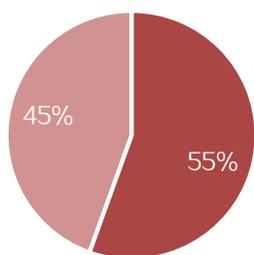
数据来源：百度图片，东方证券研究所

主要品类：流通于市场的速冻火锅料制品主要包括两大类，速冻鱼糜制品和速冻肉制品，其中速冻鱼糜制品约占 55%，速冻肉制品约占 45%。

速冻火锅料市场格局尚处在整合阶段，市场集中度较低，品牌崛起有望成为下一阶段主题。相较速冻面米，速冻火锅料的市场格局比较分散，其中安井作为速冻火锅料的绝对龙头，市占率约为 9%，海欣、惠发市占率分别为 3%和 1.5%，分列 2-3 位，CR3 市占率仅为 13%。因此目前速冻火锅料市场格局还比较分散，市场集中度较低，还尚处整合阶段，**品牌崛起有望成为下一阶段主题。**

图 35：速冻鱼糜制品约占 55%，速冻肉制品约占 45%

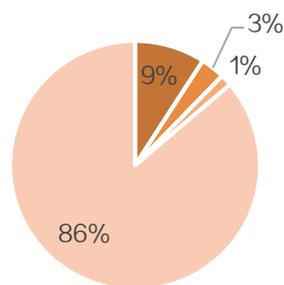
■ 速冻肉制品 ■ 速冻鱼糜制品



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

图 36：速冻火锅料 CR3 仅为 13%

■ 安井食品 ■ 海欣食品 ■ 惠发股份 ■ 其他

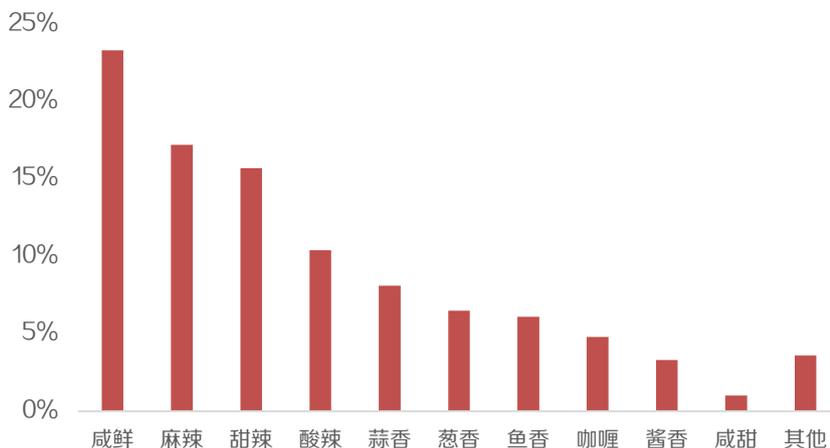


数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

我们认为，速冻火锅料是目前速冻食品中的赛道风口。

首先，速冻火锅料味道鲜咸，亦能够很好应用于辣味餐饮场景，符合多数人的口味习惯，拥有庞大的潜在消费人群。1) 根据对我国饮食口味调查，咸鲜味是最受欢迎的口味（占比达到 23.3%），麻辣为第二受欢迎口味（占比达到 17.2%），因此咸鲜和麻辣口味在我国拥有最庞大的消费人群。2) 速冻火锅料（特别是速冻鱼糜），由于原料上带有的特性，本身就具有咸鲜的特点，而且速冻火锅料的主要应用场景是火锅/麻辣烫等，也能够很好的应用在辣味场景中。因此速冻火锅料更加符合多数人的口味习惯，拥有庞大的潜在消费人群，有望成为居民饮食的主要食材。

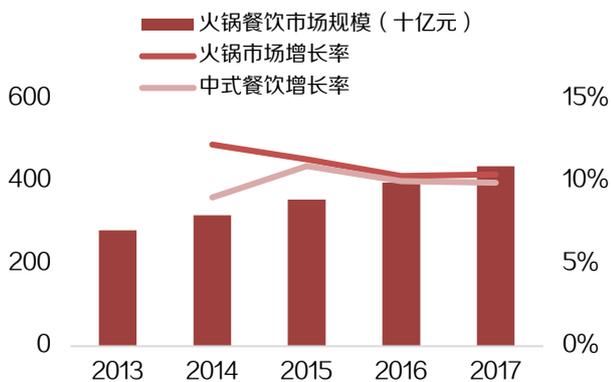
图 37: 根据调查, 咸鲜和麻辣是最受欢迎的两种口味



数据来源: 《2017 年美食消费报告》, 东方证券研究所

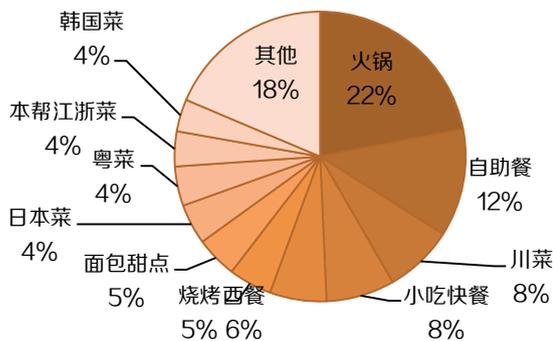
其次, 搭乘火锅好赛道, 享受火锅市场的广阔空间。火锅作为中餐投资好赛道已经成为共识, 根据《中国餐饮报告(白皮书 2017)》, 火锅是我国餐饮业的第一大品类, 占到餐饮业营业额的 22%, 是我国市场认可度最高的餐饮品类。17 年火锅市场的规模达到 4360 亿元/+10.40%, 始终保持着领先于中式餐饮行业的增速。这主要是由于不需要厨师环节, 火锅具有很强的标准化属性。火锅对于食材的标准化要求较高, 这也给速冻火锅料带来了巨大的需求, 伴随着火锅市场的快速增长, 速冻火锅料也将在火锅盛宴之下享受广阔的市场空间。

图 38: 火锅行业始终保持领先于中式餐饮行业的增速



数据来源: 海底捞招股说明书, 东方证券研究所

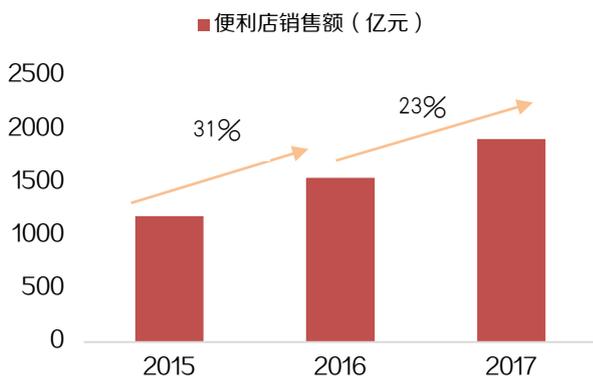
图 39: 火锅是餐饮业第一大品类, 占餐饮行业收入的 22%



数据来源: 《2017 年中国餐饮报告白皮书》, 东方证券研究所

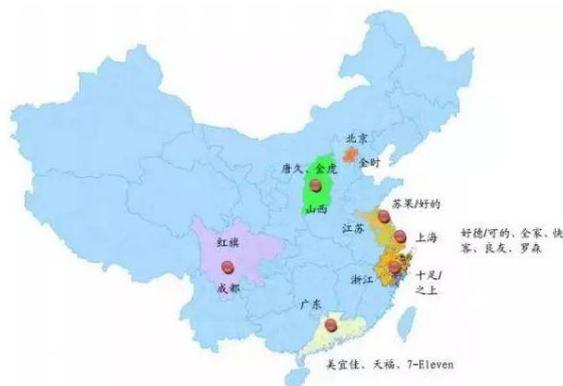
最后, 便利店快速发展, 为速冻火锅料带来新的增量需求。生活节奏的加快和消费水平的提高, 催生了居民对便利店的需求。17 年便利店行业的销售额达到 1905 亿元/+23%, 门店数 10.6 万家/+13%, 便利店行业正经历快速发展。目前我国连锁便利店主要集中在二线城市, 全国化布局尚未出现, 便利店市场还拥很大的成长空间。鉴于速冻火锅料是便利店关东煮、麻辣烫产品的主要原材料, 便利店的全国化进程也将为速冻火锅料带来新的增量需求。

图 40：17 年便利店行业的销售额达到 1905 亿元/+23%



数据来源：CCFA，东方证券研究所

图 41：目前我国便利店还主要集中在二线城市



数据来源：互联网，东方证券研究所

3.速冻预制菜肴：速冻食品的下一个蓝海

根据国外的定义，预制菜肴(ready meal)是指只需要简单处理即可食用的食品，包括速冻调理肉、鱼、蔬菜、意大利面、冷冻披萨等。从这个定义来看，我们前文所讨论的速冻食品都包含在这个品类中。因此在本部分我们着重讨论的是针对于餐饮渠道的速冻预制菜肴。

我们以“入场”较早的干味央厨为例。2008 年，思念食品的油条开始与肯德基合作，开启了餐饮油条的爆款时代。2012 年，思念集团成立独立公司干味央厨，开始开拓冷食餐饮流通市场，成立当年即实现亿元销售大关。目前干味央厨的餐饮客户已经包括肯德基、必胜客、麦当劳、真功夫、德克士、永和豆浆等，

图 42：干味央厨主要定位于餐饮流通渠道



数据来源：公开新闻资料，东方证券研究所

图 43：干味央厨部分合作伙伴



数据来源：公开新闻资料，东方证券研究所

干味央厨的成功，体现出专供餐饮渠道的速冻预制菜肴拥有巨大的市场，也引起资本的关注。1) 作为我国速冻菜肴的先行者，干味央厨自成立以后，一直保持着年交易规模与利润总额 20%-30% 的增长，17 年销售额已经达到 6.1 亿元，净利润近 4700 万元。干味央厨的成功意味着速冻预制菜

着拥有着巨大的市场空间；2）18年12月，京东、绝味食品共同出资1亿元投资了干味央厨，整体估值10亿元，也体现出资本市场对于速冻预制菜肴的关注。

而国内其他的速冻龙头公司亦对速冻菜肴市场进行开拓。1）三全食品在16年成立子公司郑州快厨，以开拓国内餐饮用速冻菜肴市场，18年公司餐饮渠道的营业收入已经达到5.6亿元/+45.9%，占到总营收的10.1%，成为公司重要的营收贡献来源；3）18年底，安井食品也调整了经营策略，提出“三剑合璧、餐饮发力”，并推出了副品牌“冻品先生”，专门定位于餐饮食材类，从而开始切入到餐饮渠道。目前主力产品包括天妇罗鱼、天妇罗虾、腐竹等。

图 44：18 年三全食品餐饮渠道的营收已达 5.6 亿元/+45.9%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 45：安井亦推出专耕餐饮渠道的副牌“冻品先生”



数据来源：公开新闻资料，东方证券研究所

速冻预制菜肴目前尚处在发展前期，市场规模还不高，但依靠着广阔的餐饮市场，速冻预制菜肴享有非常大的发展空间，也成为速冻食品龙头开始竞相进入的赛道，是速冻食品下一个蓝海市场。

三、展望未来，什么样的公司能够脱颖而出？

前文我们已经详细地分析了速冻食品以及各大速冻品类的发展前景和驱动要素，那么如何在趋势中挖掘优质公司，将成为投资者所关心的主要问题。我们认为，具备以下特质的公司，能够有望在行业发展的浪潮中脱颖而出。

1. 短期：布局餐饮通路的蓝海

前文已述，随着餐饮端对半成品食材的需求日益增强，餐饮通路将成为速冻食品新的蓝海，赋予速冻行业新的发展机遇。然而不同通路对速冻食品有着不同的需求，餐饮适销/终端适销的产品亦是不尽相同的。比如餐饮适销产品需要满足出餐速度快的要求，产品需要具备解冻时间短、品相稳定的特点，但对于终端适销产品这样的需求并不明显。那么为了能够在餐饮通路上抢得先机，速冻食品企业首先要具备生产餐饮适销产品的能力，我们认为应当具备三个优势：产品性价比高；产能充足；渠道力突出。

图 46：业务用速冻食品和家庭后厨用速冻食品的要求是不同的

业务用后厨	包装	食客需求	价格需求	个性需求
B2B	业务用包装：根据每桌的量或加工设备的限量设计包装规格	时间需求：要求出餐速度快 使用方法：无需	价格需求：根据公司制定毛利要求采购适合成本及性价比的产品，一旦确定，很难调整	品质安全保障 品相稳定 出品快 趣味性、体验感强
家庭后厨	家庭用包装：根据家庭成员的数量设计包装规格，如1人份、2人份、4人份	时间需求：不要求出餐速度 使用方法：需求明确	价格需求：根据喜好或心情随时选择不同价位的产品	品质安全保障 以主食产品为主注重口味

数据来源：公开新闻资料，东方证券研究所

1.1 产品性价比高，满足餐饮降成本需求

对于餐饮企业来说，采购速冻半成品的主要动机就是为了降低成本，**因此餐饮适销的速冻产品需要较高的性价比**，维持餐饮门店的盈利空间。我们以安井新推出的餐饮适销品牌冻品先生为例，天猫平台上冻品先生藕盒的单价为 17.5 元/kg，天妇罗虾单价为 82.6 元/kg，与部分家庭适销品牌相比单价更低，更能满足餐饮企业的需求。

表 6：对比来看，餐饮适销产品较家庭适销产品的单价更低

	重量	价格	单价（元/kg）
藕盒			
冻品先生	800	14	17.5
洪湖	1400	69.5	49.6
鸿润	2500	49.5	19.8
天妇罗虾			
冻品先生	230	19	82.6
贡来	690	84.5	122.5
玖嘉久	300	35.8	119.3

数据来源：天猫，东方证券研究所

1.2 产能充足，保证稳定供应

对于餐饮通路蓝海的先行布局者，我们认为具备生产能力强，产能充足的公司，才能率先在市场中建立先发优势：1) 一方面，对于餐饮渠道而言，由于需求和周转的频率较高，需要及时而稳定的货源，这就要求供应商拥有足够的生产能力，以保证稳定的食材供应；2) 另一方面，生产能力强，产能充足，意味着公司能够有足够的空间，在保证现有核心产品生产不受影响的情况下，进行新品的开拓，亦给予了足够的试错空间。一旦新品尝试成功，也有机会短时间内大规模投产，迅速抢占市场份额的能力。

1.3 渠道力突出，执行力强

“得渠道者得天下”，一个优秀的消费品公司，必然离不开成功的渠道网络。我们认为，无论是处在相对成熟阶段的速冻面米，还是依然处在成长阶段的速冻火锅料，亦或是正在崛起的速冻预制菜肴，拥有突出渠道能力的公司才能够掌握市场：**1) 传统经销渠道稳定且广泛，执行力强。**经销渠

道的稳定，可以保证产品的稳定消化能力和市场推广能力，布局的广泛亦可以保证新品大规模铺货覆盖市场，特别是对处在发展初期的速冻菜肴制品而言，稳定而广泛的经销商渠道，执行能力更强，能够满足餐饮通路稳定和及时的供货需求；**2) 全渠道布局能力。**一方面，经销商下游往往只覆盖某一类通路，因此切入到餐饮通路，速冻食品企业需要拥有全渠道布局的能力，能够同时覆盖并管理好 ToB 端餐饮经销商和 ToC 端零售经销商；另一方面，以电商、社区团购为代表的新零售渠道的兴起，成为消费品竞争的新战场。为了把握新的消费趋势，速冻食品企业也需要拥有切入或协助经销商建立新零售渠道的能力。

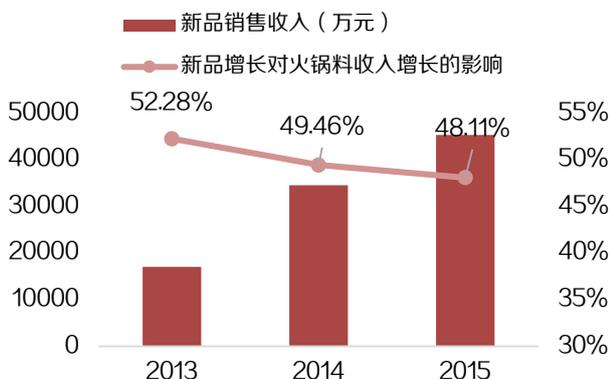
2.长期：顺应习惯变迁，把握需求端趋势

经济的持续发展和人口结构的变化，将进一步推进我国家务劳动社会化的进程，同时随着人们对于速冻食品健康观念的改善，未来我国速冻食品的人均消费量将得到提升。然而我们亦不可忽视消费升级的趋势下，传统速冻产品已经无法满足消费者日益变化的消费需求，这意味着未来要实现人均消费增长，需要靠不断更新换代的新品类推动。我们认为，为了能够紧紧把握这一消费趋势，优秀的速冻食品企业应当拥有两大能力：新品开发能力强+丰富的品类组合及品牌优势。

2.1 新品开发能力强

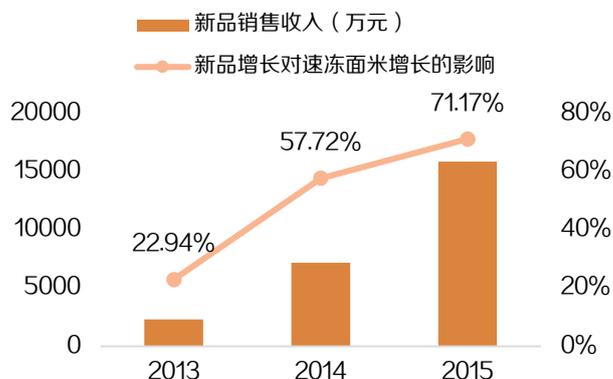
在消费升级的趋势下，消费者对差异化产品的需求日益增大，那么无论对于市场份额较为集中的速冻面米，还是市场份额仍处在整合阶段的速冻火锅料，新品的开发能力是迎合当下消费趋势的核心竞争力。我们可以从安井的例子可以看到，新品对于总体营收增长的贡献是非常大的，15 年公司速冻火锅料新品对营收增速贡献率达到 48.1%，速冻面米甚至达到 71.2%。因此无论在存量洗牌还是增量拓展，具备较强新品开发能力的公司将能够继续保持强大的竞争力。

图 47：15 年火锅料新品对营收增速的贡献率达到 48.1%



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 48：15 年速冻面米新品对营收增速的贡献率达到 71.2%



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2.2 丰富的品类组合及品牌优势

消费者的消费习惯和口味的变化速冻很快，也给速冻产品的生命周期带来很大的不确定性，市场也将走向更加细分的分化格局。为了能够保持稳定、持续的长期竞争力，需要速冻食品企业拥有丰富的品类组合和产品矩阵：1) 在已经形成一定市场规模的品类中（如速冻面米等）要拥有品牌的优

势，保证市场地位和盈利能力的稳定（奠定基础）；2）在尚未形成稳定市场的领域（如速冻菜肴等），不断推出新品类，迎合新市场需求，满足消费者变化的消费习惯（获得成长）。在不断变化的市场环境中，只有拥有丰富的品类组合及品牌优势，才能通过品类间的轮动保持企业稳定、长期的竞争力，避免“昙花一现”。

四、相关投资标的

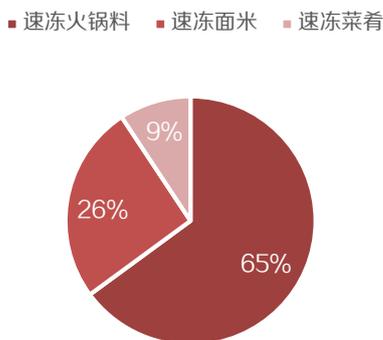
我们看好速冻产业在中国家务社会化下的长期机遇，特别看好在餐饮供应链的蓝海市场带动下、速冻产业供需双发力的即期机会。面米子品类龙头突出（三全食品、广州酒家），火锅料中龙头气质初具（安井食品），预制菜潜力高、面米及火锅料龙头已有身位领先，均值得关注。

投资标的：推荐产能+渠道+新品能力突出的安井食品，推荐品牌突出+产能区域扩张中的广州酒家，建议关注加码餐饮预制菜的速冻面米绝对龙头三全食品

1. 安井食品：优质赛道优质龙头，三大核心竞争力奠定市占率提升动能

安井食品成立于 2001 年，主营业务包括火锅料制品、米面制品和菜肴制品，营收占比分别为 64%/26%/9%。18 年公司实现营收 42.6 亿元/+22.2%，实现归母净利润 2.7 亿元/+33.5%，继续延续着近些年快速增长的趋势。其中公司于 2018 年将产品组合重新归类，推出“菜肴制品”大类，并创建副牌“冻品先生”（主要生产餐饮食材类，产品与安井现有的产品不重合，专门定位餐饮市场），开始发力餐饮渠道。

图 49：三大主营业务分别占比 64%/26%/9%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 50：18 年公司实现营收 42.6 亿元/+22.2%



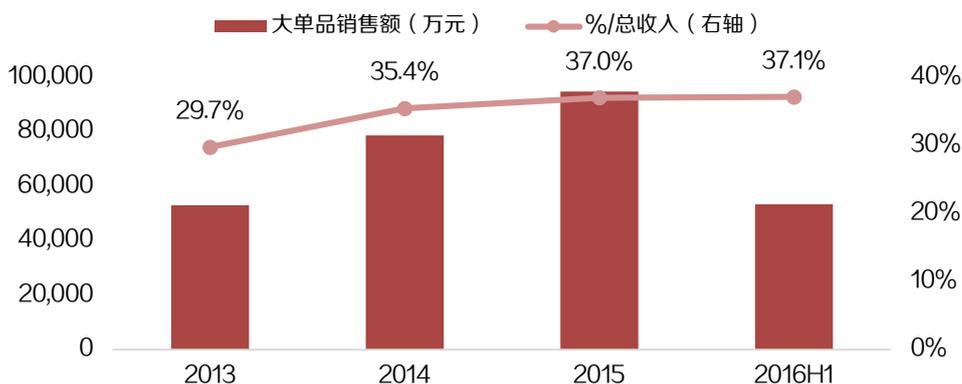
数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，公司具备三大核心竞争力：敏锐的市场嗅觉+优秀的渠道力+快速而清晰的产能扩张节奏。在速冻火锅料这样的优质赛道中，公司拥有更强的市占率提升的动能。

1) **敏锐的市场嗅觉。**回溯公司过去的几款大单品：在健康饮食的风口之下，公司推出紫薯包（膳食纤维高，热量低，是健身届公认的优质主食）、红糖馒头（富含丰富的维生素和铁等微量元素，营养价值更高）等大单品，成功满足了人们对健康食品的需求；2) 生活节奏加快，人们对手抓饼

等便利食品的需求增加，应此需求公司在 2012 年推出手抓饼单品，已成为天猫平台上相关品类的第一大单品。紫薯包、红糖馒头、手抓饼等大单品的成功，反映出公司敏锐捕捉市场需求、把握新品机会的嗅觉，这是使得公司产品能够在激烈的竞争中脱颖而出的关键优势。

图 51：16H1 大单品收入占到总收入的 37.1%，较 13 年提高了 7.4pct，显著促进了营收增长



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

2) 优秀的渠道力。

全国化布局，营销网络覆盖全国。作为面对市场的重要一环，公司一直注重营销渠道的建设，目前公司营销驻外机构拥有 5 个分公司（上海、南京、合肥、厦门、北京）、42 个联络处（广州、沈阳、郑州、成都、福州等主要城市）和 5 个独立站，除西藏、台湾以外，全国各省份都设有营销网点，营销网络已经覆盖全国。

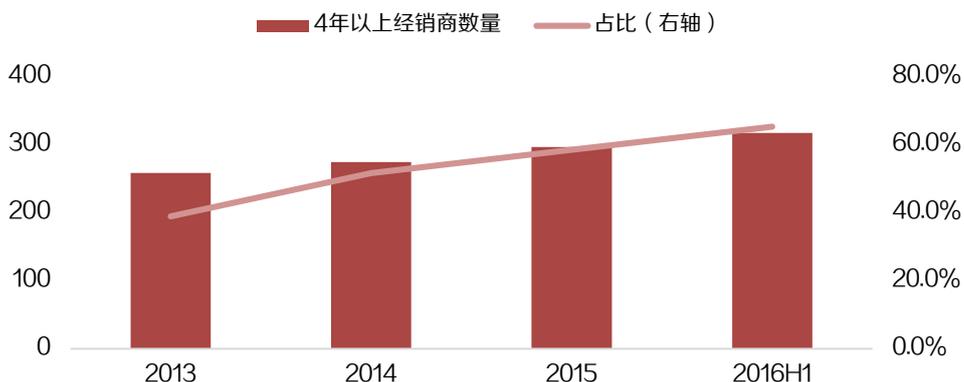
图 52：公司营销网络已经覆盖全国



数据来源：公司官网，东方证券研究所

经销体系稳定，经销商粘性高。公司经销网络经过多年的锤炼和打磨，已经建立了稳定的经销体系，与公司合作的长期客户占比持续提高，16H1 与公司合作 4 年以上的经销商占比达到 65.2%，较 13 年提升了 26.3pct。经销商的粘性增强，其核心是对经销商“贴身支持”，实现与经销商的共同成长，增强经销网络的稳定性，为开拓市场奠定基础。

图 53：与公司合作 4 年以上的经销商数量占比在持续提升



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

3) 快速而清晰的产能扩张步伐。

为了缓解产能瓶颈带来的增长压力，公司以“销地产”的模式，新建了几大生产基地：1) 利用IPO募投资金，新建泰州安井和无锡民生项目，达产后分别新增产能16万吨（包括速冻肉制品10万吨，速冻面米制品1万吨、速冻鱼糜制品5万吨）和4.5万吨；2) 利用可转债募集资金，新建四川安井项目，达产后可新增产能15万吨（包括速冻肉制品9万吨、速冻面米制品1万吨、速冻鱼糜制品5万吨）；3) 同时公司在辽宁、河南等地落子新产区。截止到目前，公司已在全国布局7个生产基地，19-21年是公司产能逐步释放阶段，生产能力和运输能力将得到明显提升。

图 54：目前公司在全国已经布局 7 个生产基地

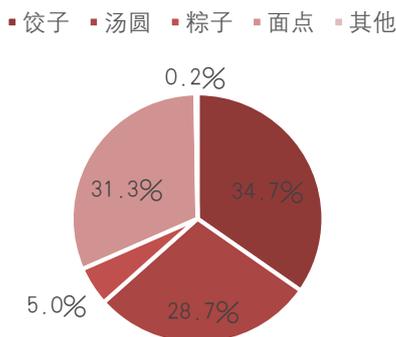


数据来源：互联网，东方证券研究所

2.三全食品：速冻面米绝对龙头，品牌优势明显，先行布局餐饮渠道有望构筑先发优势

三全食品在 1993 年于河南郑州成立，主要产品是以速冻水饺、汤圆等面米为主的中式速冻及常温食品，经历二十余年的深耕细作，已经成为我国速冻米面食品的知名品牌，在全国有 35 个分公司、办事处及分厂，在收购龙凤以后，多年来稳居速冻面米市占率第一。18 年公司实现营业收入 55.4 亿元/+5.4%，实现归母净利润 1.0 亿元/+41.5%。

图 55：公司主营饺子/汤圆营收占比分别为 34.7%/28.7%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

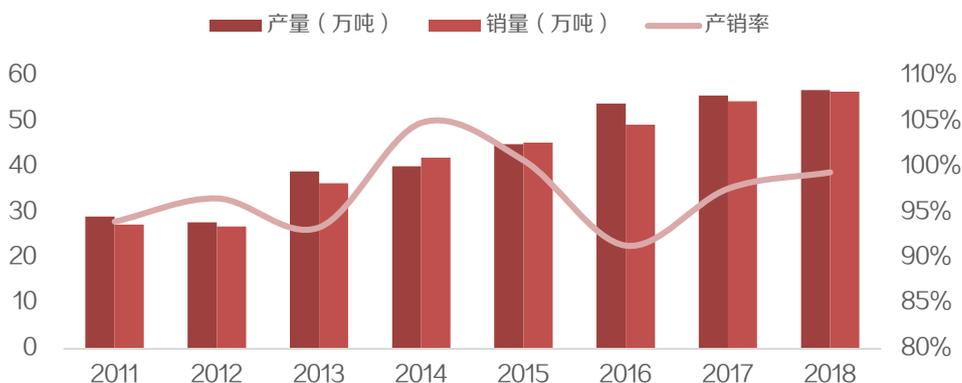
图 56：18 年公司实现营业收入 55.4 亿元/+5.4%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

产能充足，生产能力全国领先。1) 公司作为国内速冻食品的多年龙头，上市以来积极布局产能，目前已经在郑州（约 29.8 万吨）、成都（约 11 万吨）、天津（约 5.5 万吨）、太仓（约 7 万吨）、佛山（约 11.76 万吨）等地建有生产基地，合计产能达到 65 万吨，产能充足，产品线丰富。此外公司于 18 年公告拟在武汉建设新基地，投资总额 8 亿元，预计 5 年内年产值可达到 13 亿元（约为 13 万吨），全国布局再落一子，产能有望得到进一步扩充；2) 从生产量来看，2018 年公司年产量达到 56.9 万吨，产销率高达 99.4%，速冻食品的生产能力在全国遥遥领先。

图 57：公司年生产量接近 57 万吨

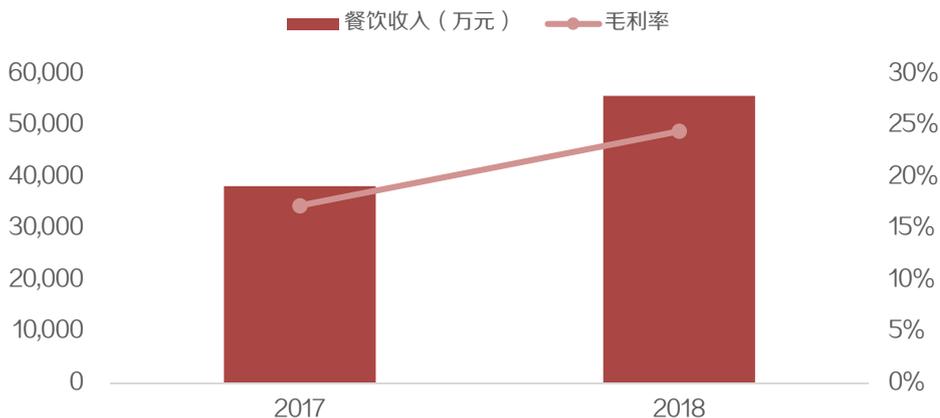


数据来源：公司公告，东方证券研究所

餐饮渠道先行布局，抢占先发优势。三全食品已经开始在餐饮通路先行布局，公司早在 2012 年就成立了餐饮事业部，并推出绿标产品，16 年又在餐饮事业部基础上，成立了郑州快厨，对餐饮渠

道进行深耕。18 年公司在餐饮渠道实现营业收入 5.6 亿元/+45.9%，占公司总营收的比例从 7% 提升至 10%，毛利率亦提升了 7.2pct，成为公司成长新引擎。同时公司餐饮事业部已经根据餐饮渠道发展对应经销商，未来开拓空间仍大。我们认为公司作为速冻面米的绝对龙头，品牌优势明显，经销商渠道力强且分布广泛，随着餐饮适销的新品逐渐投入，有望在餐饮通路上率先奠定先发优势。

图 58：2018 年公司餐饮市场收入达到 5.6 亿元，毛利率提升 7 个 pct



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. 广州酒家：广式面点龙头、品牌突出，细分市场空间大

公司作为历史悠久的粤菜老字号，品牌优势突出。广州酒家最早成立于 1939 年，前身为西南酒家，发展至今已历经 80 载，历史悠久。公司在传统粤菜领域拥有很强的品牌优势，是最为成功的粤菜经典品牌之一。

TO C 端：借助餐饮品牌优势，打造速冻新品。为了抹平公司营收的季节性影响，公司正在积极发展速冻食品加工业务。公司“广州酒家”和“利口福”在粤菜和月饼市场都拥有较高的品牌影响力，因此公司速冻产品业务能够借助集团的品牌优势，主打广式速冻面点，并迅速扩大销售量。18 年公司速冻食品营业收入已经达到 4.1 亿元/+29.8%，增速创近几年新高，已经成为公司重要的盈利增长点。

图 59：18 年公司速冻食品营业收入已经达到 4.1 亿元/+29.8%


数据来源：公司公告、东方证券研究所

TO B 端：公司广式面点工艺精湛，品质优良，更能满足粤菜餐厅对速冻面点半成品的品质需求。目前速冻面点在餐饮渠道的渗透率还较低，原因在于手工制作的面点口味新鲜，出品效果比速冻要好。而广州酒家作为粤菜高端酒楼品牌，品牌认可度高，广式面点的工艺精湛，品质出众。将广式面点的制作工艺嫁接到速冻产品上，口味度和新鲜度能够更接近餐厅的标准，更能满足一般的粤菜餐厅对于速冻面点半成品的品质需求。

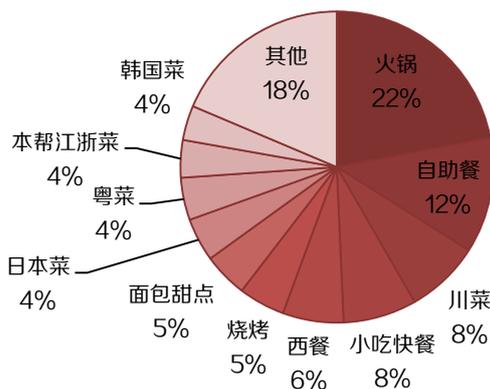
图 60：公司速冻产品以广式点心类为主


资料来源：公司官网、东方证券研究所

随着产能扩张的逐步落地，公司未来 TO B 端的成长空间更大。为了解决目前遇到的产能瓶颈，公司采用新建生产基地的方式，来扩张自己的产能。公司利用 IPO 的募投资金，对广州的生产大本营进行扩建。此外公司还在梅州、湘潭两地新建了两个生产基地，完全达产后，公司月饼、速冻、腊味食品的产能将有显著的增厚。我们认为，随着公司未来产能的逐步释放，产能瓶颈问题缓解，生产能力将再上新台阶，公司将有更多空间进行新品的研发和生产，能够为餐饮渠道打下坚实的基础。

公司有望成为广式面点全国性龙头，享受百亿市场带来的翻倍以上空间。根据《2017年中国粤菜产业发展报告》的数据，粤菜的营业额占餐饮业务营业额的比例为4.4%，以目前全国接近40000亿的收入和粤菜接近4.4%的市占率水平做静态推算，粤菜行业的市场规模约1760亿元。假设广式点心占到粤菜整体收入的15%，对应264亿元的规模。18年公司速冻产品的销售额为4.1亿元，仅占1.5%。面对百亿蓝海的规模，公司有望凭借着餐饮和食品制造的双品牌优势，率先成为广式面点的全国性龙头，获得更高的市占率水平，带来翻倍以上的增长空间。

图 61：2016 年粤菜营业额占到餐饮业务营业额的 4.4%，市场规模较大



数据来源：《2017年中国餐饮报告白皮书》，东方证券研究所

投资建议

根据前文我们对于行业趋势的判断，推荐安井食品(603345, 买入)、广州酒家(603043, 买入)，建议关注三全食品(002216, 未评级)。

表 7：相关公司盈利预测表（三全食品为 wind 一致预测）

证券代码	证券简称	收盘价 /元	总市值/亿元	EPS 2017A	EPS 2018A	EPS 2019E	EPS 2020E	PE 2019E	PE 2020E
603345.SH	安井食品	47.30	108.82	0.94	1.25	1.45	1.79	32.62	26.42
603043.SH	广州酒家	31.42	126.94	0.84	0.95	1.14	1.38	27.56	22.77
002216.SZ	三全食品	9.83	78.82	0.09	0.13	0.19	0.26	51.74	37.81

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

食品安全的风险。食品行业对于安全要求非常高，一旦生产的某个环节出现安全问题，会对速冻食品公司造成很大负面影响。

产能扩张不及预期。目前速冻龙头公司均在扩张产能，一旦某个项目的建设不达预期，将会对公

司后期生产过程造成不利影响。

产能消化不及预期。产能的消化需要渠道扩张来进行消化。如果渠道扩张不及预期的，产能的消化会严重受阻，那么速冻食品公司的业绩将不及预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

