

食品饮料行业深度研究报告

餐饮变革的十年风口：供应链能力筑就强者

推荐（维持）

- **餐饮变革产业机遇：长尾品类连锁化&上游食材工业化。**餐饮供应链变革是近年来非常大的产业趋势，下游门店连锁化加速带来“长尾品类连锁化”及“食材半成品需求增加”。在消费者追求效率和体验感、外卖快速发展、成本压力倒逼运营效率提升等驱动下，餐饮连锁化发展明显提速，火锅及快餐小吃等长尾品类加快步入品牌化连锁化，同时连锁化餐饮对效率及成本的追求及冷链物流的成熟更驱动食材工业化生产进入黄金窗口。2018年餐饮行业规模达4.27万亿元，复合增速保持在10%以上，其中食材采购规模达8000亿元，预计2020年餐饮业营收将超5万亿元，食材采购规模达1.2万亿元。
- **食材工业化进入黄金窗口，速冻食品和复合调味品赛道成长性佳。**下游餐饮连锁化加速带动上游食材需求增长，驱动上游食材工业化、标准化及规模化发展，我们看好速冻食品及以火锅底料为代表的复合调味品两条核心赛道。**1) 复合调味品 B 端快速增长：**以火锅底料为例，连锁火锅餐饮快速起势，火锅底料需求保持15%以上增长，B端火锅底料潜在市场规模约180亿，集中度继续提升，其他针对餐饮的复合调味品品类及定制餐调需求也在快速增长；**2) 速冻食品需求增长稳健，B 端空间更大：**整体速冻食品行业保持10%以上增速，餐饮规模更大，业态更丰富，未来B端需求空间预计持续增长，相比日本等国仍有较大提升空间。
- **下游长尾品类步入连锁化品牌化，快餐小吃及卤品早点趋势明显。**我国餐饮行业大众消费占比超过80%，结构呈现以大众餐饮为主的纺锤型，长尾效应明显，连锁化率相比美日等国具备较大提升空间。消费升级驱动下，在高端品类实现品牌化之后，一些单价较低、竞争激烈、工业化程度较低、散装为主及品牌化程度不高的长尾品类也加快品牌连锁化，特色品类需求同步快速崛起，品牌化代表品类包括火锅、麻辣烫拉面酸菜鱼、卤制品及中式早点等。
- **寻找风口下的强者：供应链能力为王。1) 食材工业化机遇：B 端采购决策的核心要素在于产品性价比、口味及品质稳定性，因此上游食材企业取胜的核心在于供应链管理能力和规模优势，包括规模采购优势、产品反应能力、渠道配送效率及渠道掌控力等。C 端与 B 端业务在生产柔性程度、销售能力及研发要求均存在差异，且下游餐饮渠道开发具备粘性，易守难攻，因此长期深耕 B 端上游企业更具优势，积极关注切入转型 B 端公司变化。2) 长尾品类品牌化机遇：品类龙头具备全国化产能布局及规模优势，凭借强大的供应链管理能力和支撑门店数量持续扩张，供应链亦可赋能品类扩张，代表如卤制品绝味食品及中式早点巴比馒头门店稳步扩张。**
- **行业投资逻辑及推荐标的：**在餐饮连锁化提速趋势之下，上游相关食材品类持续受益将是中长期产业逻辑，我们看好上游速冻半成品和复合调味品以及下游部分长尾品类扩张的赛道成长机遇，看好具备强供应链管理能力和深耕 B 端龙头，最终通过规模优势强化来构筑竞争壁垒。**标的方面，继续推荐安井食品、中炬高新、颐海国际、天味食品、绝味食品，积极关注三全食品、广州酒家、日辰股份及后续上市的中饮股份。**
- **风险提示：**餐饮行业增速不及预期，食品安全问题，扩张不及预期等。

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：于芝欢

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com
执业编号：S0360519090001

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	96	2.58
总市值(亿元)	39,177.28	6.39
流通市值(亿元)	35,639.6	7.92

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	2.18	16.83	74.43	
相对表现	1.45	12.21	51.21	



相关研究报告

《食品饮料行业 2020 年度投资策略：行稳致远，剩者为王》

2019-11-09

《食品饮料行业 10 月线上数据专题报告：茅台高增验证电商放量，休闲食品龙头增势良好》

2019-11-11

《食品饮料行业周报（20191103-20191110）：餐饮连锁化趋势明显，食品板块核心成长赛道》

2019-11-11

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
安井食品	57.98	1.43	1.75	2.14	40.55	33.13	27.09	7.01	强推
中炬高新	45.19	0.9	1.15	1.38	50.21	39.3	32.75	9.99	推荐
天味食品	48.9	0.81	1.02	1.25	60.37	47.94	39.12	17.75	推荐
绝味食品	44.92	1.39	1.66	1.95	32.32	27.06	23.04	8.64	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年11月11日收盘价

目录

一、餐饮供应链风起：下游餐饮连锁化加速，上游食材工业化提升.....	6
（一）下游：餐饮连锁化提速，长尾品类步入连锁化.....	8
（二）上游：B端食材工业化生产进入黄金窗口.....	12
二、寻找风口下的强者：具备强供应链管理能力的强者.....	15
（一）复合调料：餐饮连锁化驱动B端增长，龙头凭借品质及性价比突围.....	18
（二）速冻食品：餐饮渠道空间大，深耕餐饮、强规模优势龙头具备潜力.....	24
（三）卤制品：品牌连锁化加速，全国化工厂及门店是致胜法宝.....	31
（四）行业投资逻辑思考.....	37
三、重点个股推荐.....	38
（一）安井食品：优秀管理能力筑就壁垒，受益产能持续扩张.....	38
（二）天味食品：川调龙头发力定制餐调.....	39
（三）绝味食品：供应链优势助力门店拓展.....	41
（四）产业链受益标的一览.....	42
四、风险提示.....	42

图表目录

图表 1	餐饮供应链环节	6
图表 2	我国餐饮行业规模及食材采购规模	7
图表 3	餐饮行业大众品类进入品牌化	8
图表 4	高端、大众餐饮增速对比	8
图表 5	我国餐饮市场构成	9
图表 6	我国中式快餐市场快速增长	9
图表 7	我国酸菜鱼市场快速增长	9
图表 8	快餐连锁餐饮门店数量快速增加	9
图表 9	我国餐饮连锁化率相比美、日具备提升空间	9
图表 10	外卖规模及增速	10
图表 11	人工&租金成本上行	10
图表 12	外卖成本中人力及房租成本占比大幅节省	10
图表 13	特色品类需求崛起	10
图表 14	长尾品类步入品牌化、连锁化	11
图表 15	火锅餐饮门店数量迅速扩张	11
图表 16	麻辣烫门店数保持持续扩张	11
图表 17	连锁卤制品门店数迅速扩张	12
图表 18	巴比馒头连锁门店数近两年迅速扩张	12
图表 19	连锁餐饮的供应链模式类型	12
图表 20	冷链物流体系	13
图表 21	冷链物流设施相较欧美仍存在较大差距	13
图表 22	冷链物流基础设施持续提升	13
图表 23	餐饮连锁门店扩张拉动上游食材端变化全景图	14
图表 24	双汇推出双汇筷厨品牌	15
图表 25	三全针对餐饮渠道推出绿标商品	15
图表 26	餐饮变革趋势下产业链受益细分梳理	16
图表 27	B 端/C 端消费对上游食材企业要求存在差异	16
图表 28	供应链管理指标归纳	17
图表 29	子行业 B 端诉求及供应链关键能力	17
图表 30	预计底料、中式复合料复合增速保持领先	18
图表 31	火锅底料市场复合增长率达 15%	18
图表 32	底料主要销售渠道为零售、餐饮	19
图表 33	火锅底料市场整体集中度较低	19

图表 34	中高端底料市场份额较为集中	19
图表 35	火锅餐饮市场规模持续增长	20
图表 36	火锅底料 B 端市场渗透率仍有较大提升空间	20
图表 37	主要公司 B 端渠道占比及增速	20
图表 38	天味&颐海收入及增速	21
图表 39	天味&颐海净利润及增速	21
图表 40	颐海非关联方收入于 18 年超越天味	21
图表 41	天味毛利率略高于颐海	22
图表 42	天味费用率高于颐海	22
图表 43	日辰股份收入、利润及增速	22
图表 44	日辰股份毛利率、净利率	22
图表 45	日辰客户大部分以餐饮连锁、食品加工厂为主，将显著受益餐饮连锁提速趋势	23
图表 46	我国速冻食品市场规模及增速	24
图表 47	我国速冻食品以米面、火锅料为主	24
图表 48	2018 年速冻火锅料市场格局	24
图表 49	2018 年速冻米面市场格局	24
图表 50	火锅餐饮占中式餐饮比重逐年上升（亿元，%）	25
图表 51	海底捞、呷哺呷哺门店数量快速扩张	25
图表 52	2018 年日本冷冻食品消费量达 289.3 万吨	25
图表 53	日本速冻食品以速冻米面、丸子为主	25
图表 54	日本速冻食品餐饮渠道用量占比达 56.7%	26
图表 55	速冻行业主要竞争者渠道结构对比	26
图表 56	安井渠道结构（2019 年前三季度）	26
图表 57	安井、海欣、惠发销售人员数量对比	27
图表 58	安井和三全渠道模式对比（2018 年）	27
图表 59	速冻食品主要公司生产及销售模式对比	27
图表 60	安井食品未来产能测算	28
图表 61	安井、三全、海欣、惠发收入及增速对比	29
图表 62	安井、三全、海欣、惠发毛利率对比	29
图表 63	安井火锅料制品吨成本稳步下行	29
图表 64	安井、海欣、惠发运输费用率对比	29
图表 65	安井、三全、海欣、惠发销售费用率对比	29
图表 66	安井、三全、海欣、惠发管理费用率对比	29
图表 67	三全食品收入、利润及增速	30

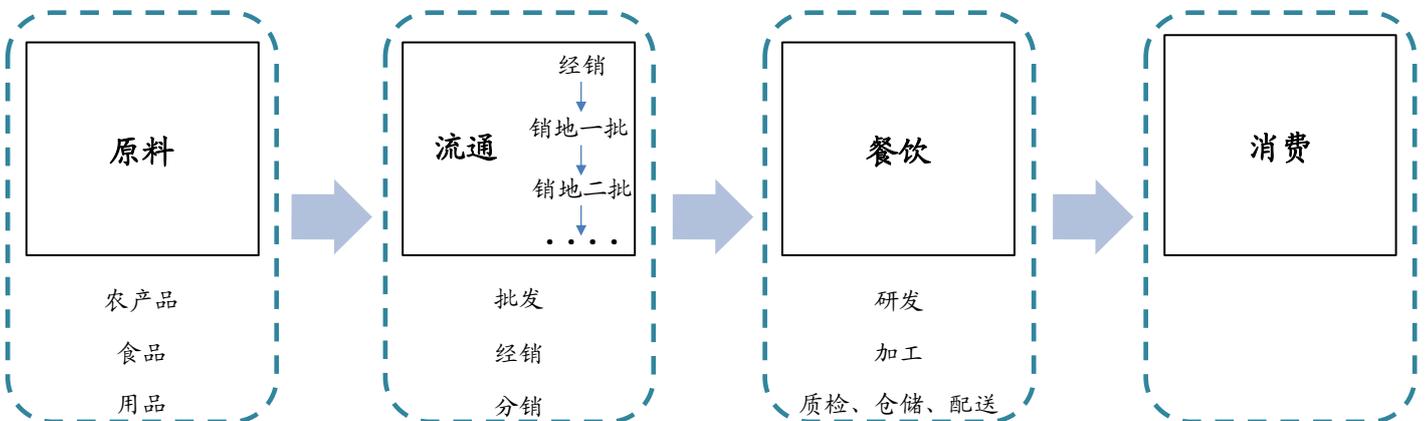
图表 68	三全食品毛利率、净利率	30
图表 69	休闲食品行业规模及增速	31
图表 70	休闲卤制品行业规模及增速	31
图表 71	休闲食品行业中市场份额与增速	31
图表 72	休闲卤制品子行业规模及增速	31
图表 73	卤制品行业经营模式	32
图表 74	休闲卤制品行业集中度有待提升	32
图表 75	行业主要公司对比	32
图表 76	休闲卤制品行业渠道占比	33
图表 77	休闲卤制品行业渠道增速	33
图表 78	休闲卤制品品牌产品增长明显	33
图表 79	休闲卤制品包装产品增长明显	33
图表 80	绝味、周黑鸭生产基地对比	34
图表 81	绝味、周黑鸭门店变化对比	34
图表 82	直营加盟门店差异	35
图表 83	绝味、周黑鸭单店收入对比	35
图表 84	绝味、周黑鸭单店利润对比	35
图表 85	绝味、周黑鸭、煌上煌收入及增速对比	36
图表 86	绝味、周黑鸭、煌上煌毛利率对比	36
图表 87	绝味、周黑鸭采购数量对比	36
图表 88	绝味、周黑鸭采购单价对比	36
图表 89	历年采购价格波动	36
图表 90	绝味、周黑鸭、煌上煌运输费用率对比	36
图表 91	绝味、周黑鸭、煌上煌管理费用率对比	37
图表 92	绝味、周黑鸭、煌上煌净利率对比	37
图表 93	公司营收及增速	39
图表 94	公司归母净利及增速	39
图表 95	营销架构覆盖全国	39
图表 96	渠道结构以经销商为主	39
图表 97	定制餐调客户数量稳步增长	40
图表 98	分渠道毛利率情况	40
图表 99	公司产能季节性短缺（2018 年）	40
图表 100	募投项目新增产能明细	40
图表 101	餐饮变革趋势下产业链受益标的一览	42

一、餐饮供应链风起：下游餐饮连锁化加速，上游食材工业化提升

餐饮供应链包括从食材生产到消费者的整条产业链，包含原料生产、食材流通、餐饮加工、终端消费者环节。我国餐饮产业链呈现终端消费规模大、多元化，流通以传统分销为主，原料标准化困难、安全难控，终端消费差异化大的特性，因此餐饮供应链整体的可靠性及稳定性存在挑战，受两端挤压，餐饮环节整体呈现集中度较低、盈利水平不高的特征。

- **消费环节：**需求量大，需求变化快，口味、区域差异大；同时消费者对餐饮安全重视程度正逐步提高，使得餐饮企业对从食材到加工各个环节的要求不断提高，而中小餐饮企业采购食材溯源能力弱，价格波动大，采购流程不规范，存在一定食品安全风险。
- **餐饮环节：**竞争激烈，集中度低（根据欧睿数据，中美餐饮连锁化率 10%vs54%），中小餐饮占比 65% 以上，成本高居不下（房租/人工/原料/水电等），盈利能力低（毛利率约 50%，净利率约 5%）；其中大型、连锁餐饮采购渠道较为成熟，而占比较高的中小餐饮因采购规模小、议价能力弱，常依赖传统渠道，对所购食材质量控制有难度。
- **流通环节：**相比美日拥有成熟的供应链企业，国内原料端到餐饮端的流通环节仍以传统批发、分销为主，当地经销商向农户采购，销售至销地批发商，销地批发商分销至门店，存在成本高、效率低、损耗大、信息不对称等问题，目前国内尚无较大规模的供应链企业。
- **原料环节：**包含农业、食品加工企业；规模庞大，产地分散，标准化程度低，质量参差不齐。

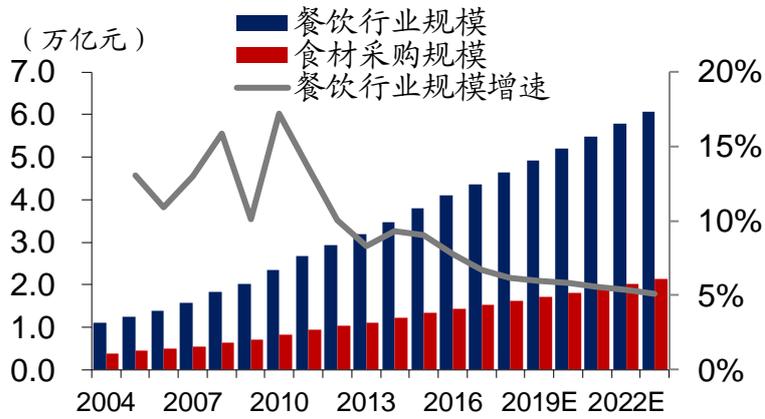
图表 1 餐饮供应链环节



资料来源：华创证券整理

根据欧睿数据，2018 年我国餐饮业规模 4.63 万亿元，近五年复合增速达 7.4%，假设原料采购占收入比 35%，食材采购规模达 1.62 万亿元，预计至 2023 年餐饮业规模达 6.07 万亿元，五年复合增速达 5.5%，食材采购规模达 2.13 万亿元。

图表 2 我国餐饮行业规模及食材采购规模



资料来源：欧睿咨询，华创证券

(一) 下游：餐饮连锁化提速，长尾品类步入连锁化

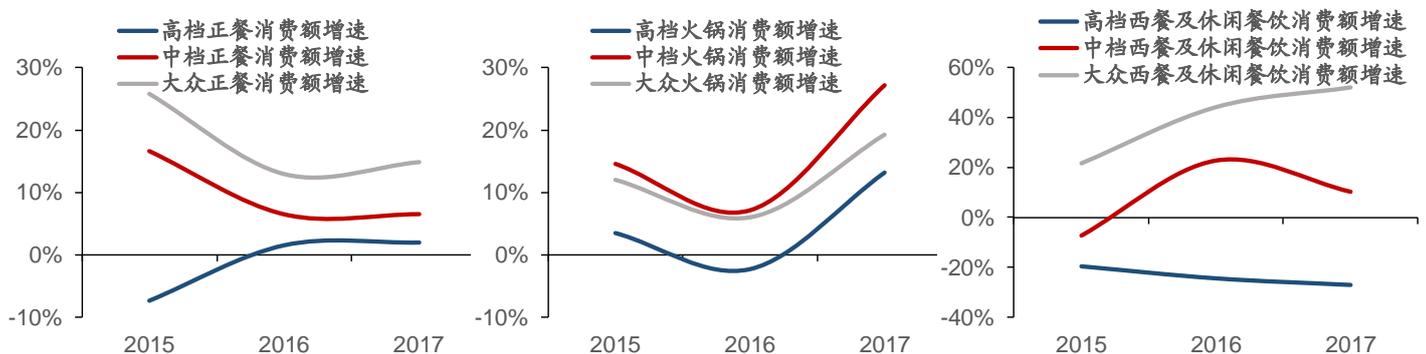
餐饮连锁化提速，连锁化率具备提升空间。我国餐饮行业消费近年来保持 10%左右的复合增速，餐饮企业具备竞争激烈，差异化程度高、利润率低的特征，连锁化率相比美、日具备较高提升空间。2012 年前，餐饮业保持两位数的高速增长，高端餐饮迅速扩张，湘鄂情、全聚德等高端餐饮品牌不断涌现；2012 年 12 月八项规定出台打击高端餐饮消费受，餐饮业结构由高端、低端为主，转变为以大众餐饮（刚需、休闲属性，面向大众群体，以火锅/快餐/小吃为代表）为主，大众餐饮品牌化加速。根据中国饭店协会数据，我国大众消费占比超过 80%，火锅、快餐、麻辣烫、小龙虾、酸菜鱼、小吃等品类逐步加快品牌化、连锁化和规模化。

图表 3 餐饮行业大众品类进入品牌化



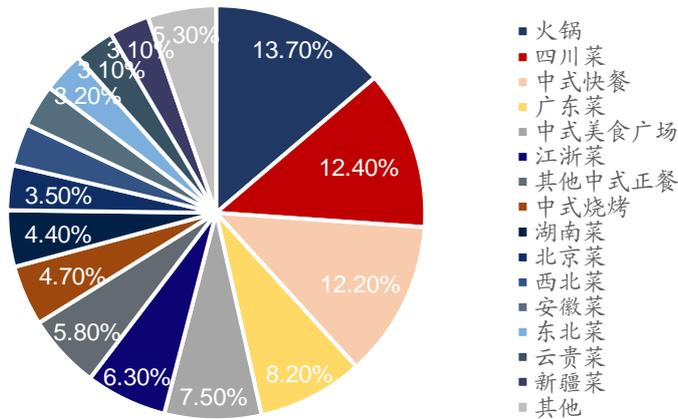
资料来源：公司官网

图表 4 高端、大众餐饮增速对比



资料来源：中国饭店协会，华创证券

图表 5 我国餐饮市场构成



资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券 (我国餐饮市场包括中式餐饮、西式餐饮及其他。中式餐饮分为中式正餐 (如火锅、四川菜及粤菜)、中式快餐及其他 (如中式烧烤及街头食品))

图表 6 我国中式快餐市场快速增长



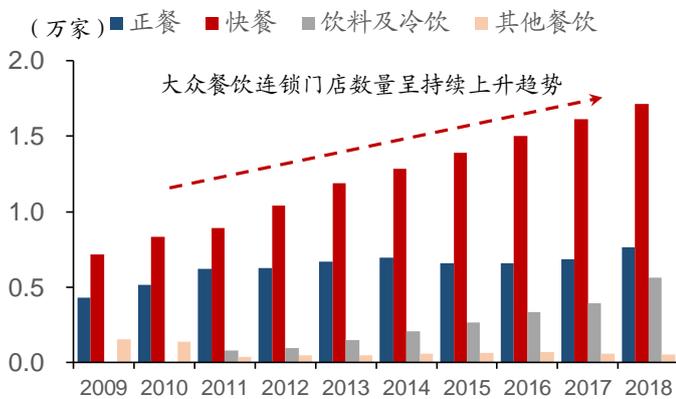
资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

图表 7 我国酸菜鱼市场快速增长



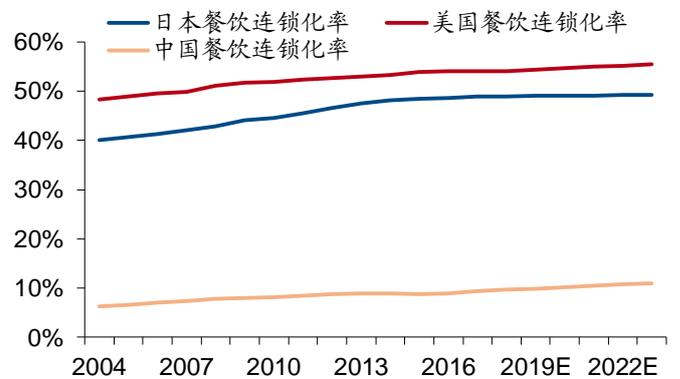
资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

图表 8 快餐连锁餐饮门店数量快速增加



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 9 我国餐饮连锁化率相比美、日具备提升空间



资料来源: 欧睿, 华创证券

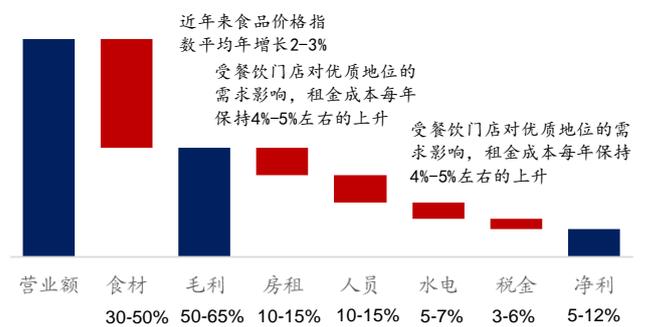
餐饮连锁化加速为什么是现在？ 餐饮连锁化近年来明显加速，源于快速复制的条件更加具备，同时部分品类需求快速崛起。1) **扩张能力：外卖快速发展提升餐饮坪效，中小餐饮复制能力提升。** 互联网、冷链物流的快速发展，将餐饮企业的生产制作、外卖平台的导流、物流平台的配送能力连接起来，整合需求及配送环节，大幅提升了餐饮门店的运营效率和坪效，使餐饮企业具备快速复制的能力，2018年外卖市场规模为3000亿元，近五年复合增速为23%。2) **扩张意愿：人工、租金持续上涨，去厨师、去厨房意愿提升，运营效率提升势在必行。** 随着门店租金、人员工资持续上涨，厨房面积和厨师成本对餐饮业盈利掣肘大幅提高，餐饮门店去厨房、去厨师化意愿迅速提升。3) **特色品类需求的崛起：** 在消费者追求效率及体验感的背景下，单一品类、追求高周转率的餐厅快速崛起，并形成爆款效应，如太二酸菜鱼、很久以前羊肉串等迅速扩张。

图表 10 外卖规模及增速



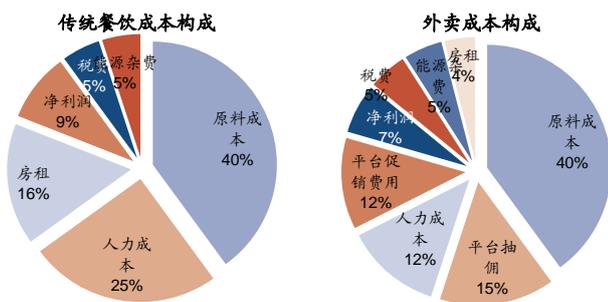
资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

图表 11 人工&租金成本上行



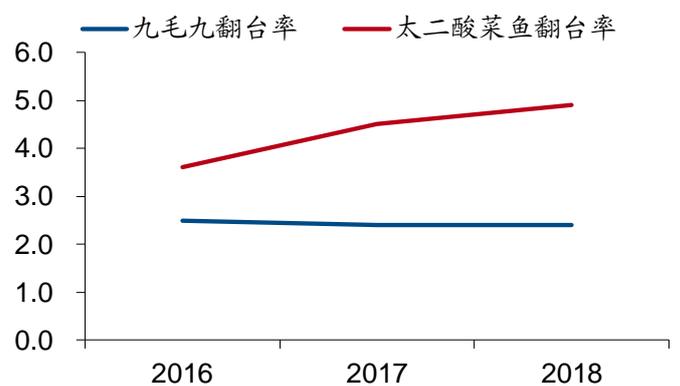
资料来源：《第三只眼看零售》调查，华创证券

图表 12 外卖成本中人力及房租成本占比大幅节省



资料来源：艾瑞咨询《餐饮行业报告》，华创证券

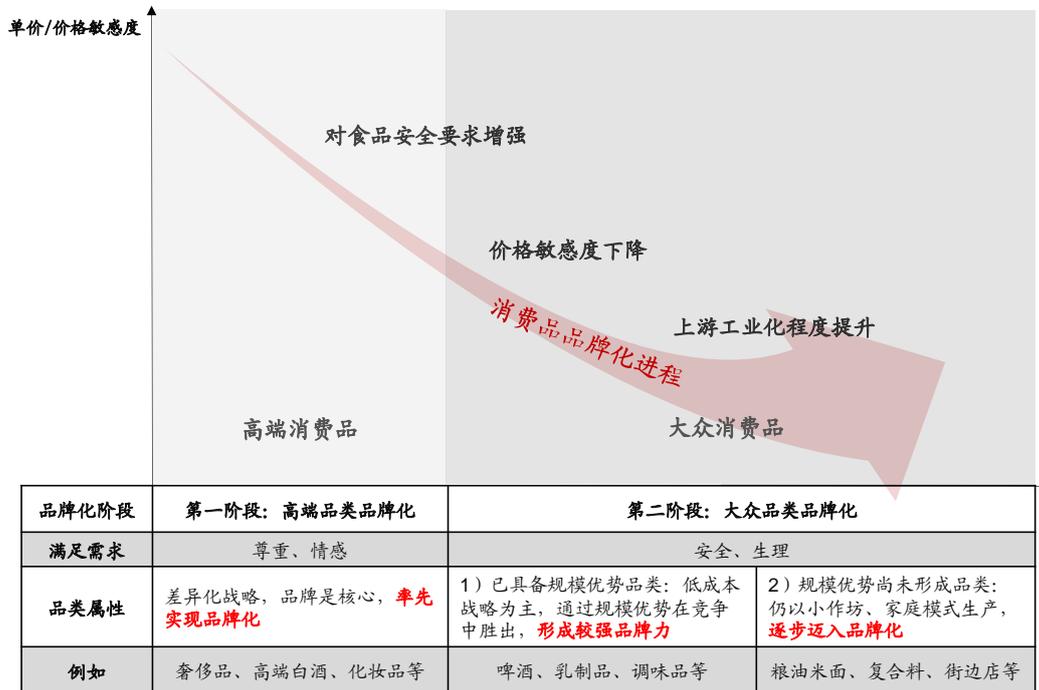
图表 13 特色品类需求崛起



资料来源：公司公告，华创证券

消费升级驱动下，大众品类步入品牌化、连锁化。 随着消费者对食品安全要求增强、价格敏感度下降及上游工业化程度提升，在高端品类实现品牌化后，很多原先单价较低、竞争激烈、工业化程度较低、散装、无品牌产品居多的长尾品类开始形成品牌化和连锁经营趋势，如腌卤制品、半制品（包子、馒头、油条等）、街边店（麻辣烫、拉面等）。

图表 14 长尾品类步入品牌化、连锁化



资料来源：华创证券整理

具体到细分行业可以看到，17年以来连锁餐饮如火锅餐饮新开店量加速提升，如海底捞17/18年新开店数分别达97/193家，而16年新开店数仅30家，呷哺呷哺17/18年新开店数亦分别达96/196家。麻辣烫、卤品连锁、早点连锁等17年后新开店数也明显加速，如杨国福麻辣烫保持每年新开店500家以上的速度，巴比馒头17年以来年新开店数分别为500/341家，此前三年新开店均为100家左右，扩张亦明显提速。

图表 15 火锅餐饮门店数量迅速扩张



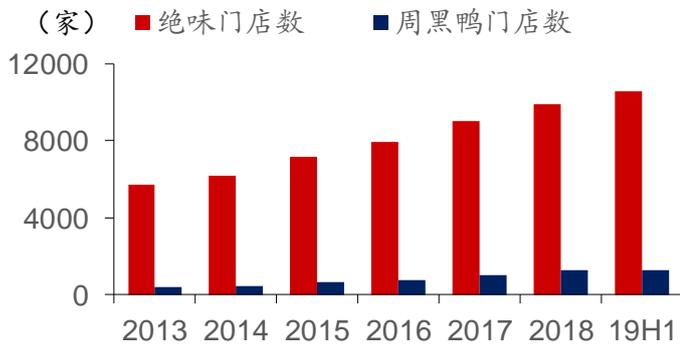
资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 麻辣烫门店数保持持续扩张



资料来源：公司官网，华创证券

图表 17 连锁卤制品门店数迅速扩张



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 巴比馒头连锁门店数近两年迅速扩张



资料来源：公司官网，华创证券

(二) 上游：B 端食材工业化生产进入黄金窗口

下游餐饮连锁化提速倒逼上游基础食材标准化、工业化、规模化。餐饮连锁快速扩张对食材把控、口味稳定性、配送效率等方面提出了更高的要求，其核心在于标准化（如原材料、调味料、加工过程等），从而催生了上游基础食材工业化、规模化生产的需求。目前连锁餐饮的采购模式大致分为四类，单独采购、统一采购、集采分送及供应链方式，个别规模餐饮企业已自建中央厨房和供应链系统，门店单独采购是最为初级的采购方式，存在高采购成本、低品控的问题，而后三者都是集团统一采购，对食材的品质把控更为严格、采购成本也较低，但中央厨房模式下管理成本较高，目前国内自建中央厨房的以龙头连锁餐饮为主。

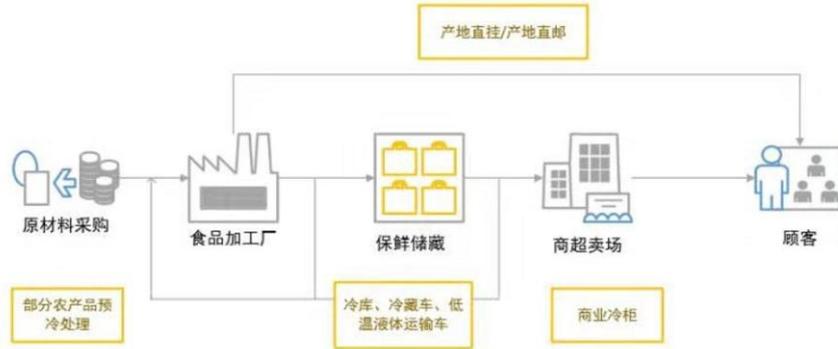
图表 19 连锁餐饮的供应链模式类型

类型	连锁餐饮供应链模式		环节				特点				
	模式	门店	配送中心	中央厨房	供应商	品控	采购成本	运输成本	管理成本	损耗率	
门店采购	各门店单独向不同供应商下单，各供应商分派车辆配送至各自订单门店	分别下单			配送至门店	低	高	中（送货分散）	低（无配送中心）	低	
统一采购	各门店下单至总部配送中心，配送中心汇总传递给供应商，供应商配送到总部配送中心，配送中心安排车辆配送至门店	下单至配送中心	1. 汇总至供应商 2. 配送至门店		配送至配送中心	中	低	低（集中配送）	中	高（采购环节长）	
集采分送	各门店下单至总部配送中心，配送中心汇总传递给供应商，供应商配送到各门店	下单至配送中心	汇总至供应商		配送至门店	低	低	中（送货分散）	中	低	
供应链管理	门店下单标准化半成品至配送中心，配送中心提交央厨，供应商原材料送至央厨，央厨做成半成品配送至门店	下单标准化半成品至配送中心	1. 汇总至中央厨房 2. 物流配送到门店	1. 汇总给供应商 2. 原料做成半成品	原料送至中央厨房	高	低	高	高	低	

资料来源：餐饮 O2O 之道《餐饮供应链变革带来的创新新模式》，华创证券整理

冷链物流的快速发展也是食材实现工业化的必要条件之一。我国的冷链物流体系相较欧美仍存在较大差距，根据《2017 年中国农业互联网化研究报告》，我国的预冷保鲜率仅为 30%，远低于美国和日本的 80%-100%，冷链流通率、冷藏运输率、人均冷库容量和冷库保鲜车保有量也较低，因此我国农产品腐损率远高于美日。近年来我国冷链物流基础设施持续提升，2016 年以来冷链百强冷藏车总量保持约 50% 以上的增速，至 2018 年达 112.9 万辆，同时冷链物流冷库总量亦保持 10% 以上的增速，至 2018 年达到 1405 万吨水平。

图表 20 冷链物流体系



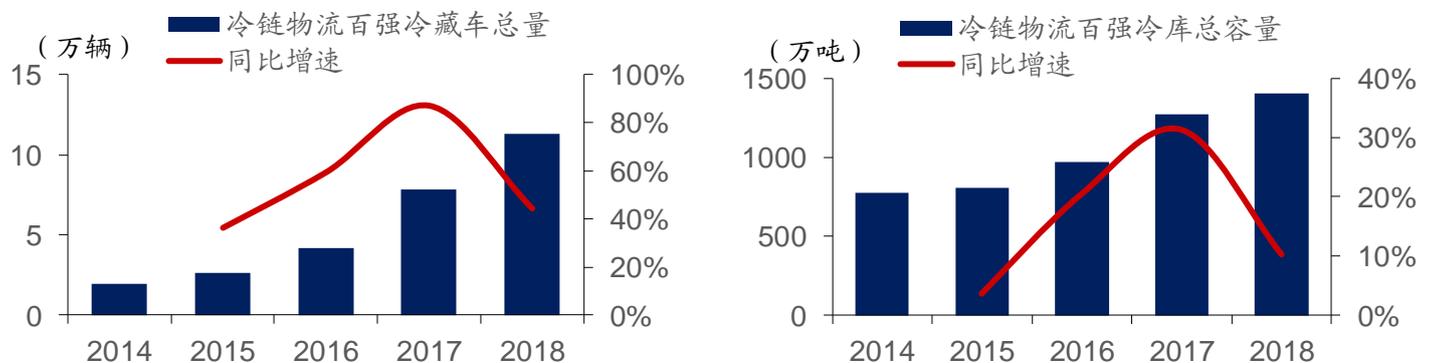
资料来源：华创证券整理

图表 21 冷链物流设施相较欧美仍存在较大差距



资料来源：品途《2017 中国农业互联网化研究报告》，华创证券

图表 22 冷链物流基础设施持续提升



资料来源：中物联冷链委《2018 中国冷链物流百强企业分析报告》，华创证券

餐饮产业上下游与 B 端相关的业态进入快速发展通道。我们梳理餐饮变革产业趋势中上下游业态发生的变化，如下表所示，主要业态变化表现为：**1) 餐饮龙头自建工厂（底料厂/央厨）发展加速：**如颐海国际（海底捞），千味央厨（思念旗下）、王家渡（眉州东坡），功夫鲜食汇、小龙坎等；**2) 食材公司 2B 业务发展加速：**如安井、天味、三全、日辰等；**3) 食材与餐饮公司互相向产业链上下游延伸有所加速；4) 定制餐调企业大量涌现：**如重庆聚慧、信良记等。其中可以看到与 B 端相关的业态进入发展快车道，如安井、三全等速冻龙头的 B 端业务近年来增长稳健，各类定制餐调公司涌现等，均表现出食材工业化进入快速发展的黄金期。

图表 23 餐饮连锁门店扩张拉动上游食材端变化全景图

餐饮变革趋势下的业态变化全景		例子
餐饮端	餐饮向上游食材业务延伸	广州酒家等
	餐饮龙头自建工厂（底料厂/央厨）发展加速	如颐海国际（海底捞），千味央厨（思念旗下）、王家渡（眉州东坡），功夫鲜食汇（真功夫旗下）、小龙坎底料等
	餐饮连锁化提速带动上游供应商发展	呷哺呷哺、杨国福、张亮等
	上下游一体品类连锁化提速带动上游发展	如绝味食品、巴比馒头
食材端	食材公司 TOB 业务发展加速	安井、天味、三全、日辰等
	食材公司向下游餐饮延伸	五芳斋等
	定制餐调公司涌现	重庆聚慧、信良记等
	OEM 代工厂高速发展	中小型餐饮找小型加工厂代工

资料来源：公司公告，华创证券整理

二、寻找风口下的强者：具备强供应链管理能力的者

餐饮连锁化趋势下，食品 2B 业务进入发展黄金窗口。餐饮连锁化加速带来原料规模化采购，半成品化供应的需求，对食材安全性、标准化、稳定性的要求不断提升，很多传统产品步入工业化生产，供应链快速标准化的过程正在不断发生。食品行业众多龙头公司加速拓展 B 端业务，如安井、三全、思念、颐海、天味、日辰等，B 端与 C 端消费对食材企业的要求具备差异，在产品特性、产品性价比、采购及结算周期、服务模式、中间商等方面均有体现，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，在产品研发、大单品打造、定价策略、渠道铺设等方面均有更强竞争优势。

供应链能力在餐饮产业变革机遇下尤为重要。餐饮企业尤其是中小型餐饮对采购产品的品质、价格更为敏感，因此下游食品企业取胜的核心在于强供应链管理带来的规模优势，体现在采购、研发、生产、运营、销售等环节中更高效的反应，更稳定的品质，以及更低的单位原料、制造成本、物流、分销费用。在诸如卤制品门店扩张、速冻食品 B 端渠道扩张过程当中，龙头的供应链管理优势其实是在持续强化。一旦建立起规模竞争优势，竞争壁垒将不断加强，盈利能力也有望得以提升。

深耕 2B 企业更具优势，积极关注转型发展。2B、2C 企业在多方面具备差异：1) 销售团队：2C、2B 销售团队面临的产品及客户类型具备差异化，2C 销售面临的主要是小型、分散化的单店，且产品主要为标品，转型做 2B 需要一定时间的积累；2) 产品研发：2B 生意需要较强的研发和配方调试能力，需要较长时间的经验积累；3) 生产线：2B 当中的定制产品生产线较为柔性，2C 生产线相对比较标准化。因此，深耕 B 端的企业具备优势，但也积极关注部分切入转型 B 端的企业经营变化。

图表 24 双汇推出双汇筷厨品牌



资料来源：公司官网

图表 25 三全针对餐饮渠道推出绿标商品



资料来源：公司官网

看好半成品、长尾品类赛道机会，如复合调料、速冻食品、卤制品等。在餐饮连锁化提升的产业大趋势下，一方面下游餐饮对半成品的采购需求日益爆发，尤以复合调料、速冻食品为典型，另一方面，长尾品类逐步实现品牌化、连锁化，替代传统的街边店、夫妻老婆店。我们看好这些赛道中具备强供应链管理能力的（如产能全国化布局、渠道掌控力突出等）、深耕 B 端的龙头，一方面，当前市场份额依旧较为分散，中长期凭借产能投入及供应链管控实现份额提升趋势确定，另一方面，盈利能力在规模优势逐步显现之后，亦有望稳步提升。

一方面，复合调味料、预制半成品需求增长：

- **火锅底料：**受益火锅餐饮持续增长，行业处于高速增长期，龙头开始发力 B 端市场，因餐饮具备口味稳定及经销商资源壁垒，具备较强产品、渠道及品牌力的公司有望持续受益；

➤ **速冻食品**：受益下游餐饮对预制半成品需求增加，具备规模、供应链优势的龙头有望脱颖而出；

另一方面，长尾品类逐步品牌化：

➤ **卤制品、中式早点小吃等**：龙头具备领先优势，凭借强大的供应链管理能力和品牌力，支撑规模持续扩张，如绝味、巴比馒头门店数量稳步增长。

图表 26 餐饮变革趋势下产业链受益细分梳理



资料来源：华创证券整理

图表 27 B 端/C 端消费对上游食材企业要求存在差异

	B端	C端
产品	特点	包装精美，针对家庭用餐需求，易于消费者后续加工
	研发	需要较强的产品研发和配方调试能力，需要较长时间的经验积累，如底料行业对客户底料配方的研发
	生产	敏锐把握终端消费者需求进行研发
	定价	B端定制产品的生产线偏柔性
销售	大单品	C端生产线较为标准化
	团队	价格受商超优惠影响浮动较大
	物流	B端大单品更易标准化、大批量生产，如安井天妇罗鱼虾、藕盒等，三全茴香小油条、捞面面节等；千味央厨油条、蛋挞及芝麻球等
盈利	团队	C端产品品类、规模更多元化，如安井手抓饼、核桃包等，三全食品状元水饺、炫彩小汤圆等；思念食品小小汤圆、金牌虾云吞等
	物流	依靠经销商或企业自身打通餐饮渠道，B端面临餐饮客户，B端销售团队在覆盖资源等方面与C端存在差异
盈利	毛利	2C销售面临的主要是小型、分散化的单店
	净利	公司配送至经销商处，逐级向下，基层经销商负责配送至餐饮企业
盈利	毛利	公司发货至商超，线上由仓库发消费者，部分公司有电商物流分仓
	净利	毛利润率相对较低
盈利	毛利	毛利润率相对2B端高
	净利	销售费用较低，净利率高
盈利	毛利	销售费用较高，净利率低
	净利	

资料来源：华创证券整理

我们将受益于餐饮趋势下各子行业公司的所需的供应链优势进行梳理得出结论如下图所示：1) 在供应链采购、研发、生产、配送、分销等各个环节均有关键竞争点，如采购端对应规模化产生的议价能力，研发端需要有对需求快速反应的研发力，配送端则与产销模式、工厂布局、物流体系相关，分销环节关键在于B/C端渠道占比、门店模式等，各环节分别影响企业的收入，成本及盈利能力；2) 底料、速冻品、卤制品因行业特点及B端诉求不同，相应需要的供应链关键能力不同，其中底料以规模化、产品研发力等为核心，速冻以规模化、冷链物流、全国化工厂布局为核心，卤制品则以冷链物流、全国化工厂为核心。

图表 28 供应链管理指标归纳

供应链环节	关键竞争点	影响指标
采购	规模化产生的议价能力	成本等
研发	对需求快速反应的研发力	收入、大单品规模等
生产	柔性生产能力	收入等
配送	产销模式	销售费用率（主要为运输费用率）等
	工厂布局	销售费用率（主要为运输费用率）等
	物流体系	销售费用率（主要为运输费用率）等
分销	B/C端渠道	收入、销售费用率等
	经销商管理	销售费用率等
	门店模式及布局	收入等

资料来源：华创证券整理

图表 29 子行业 B 端诉求及供应链关键能力

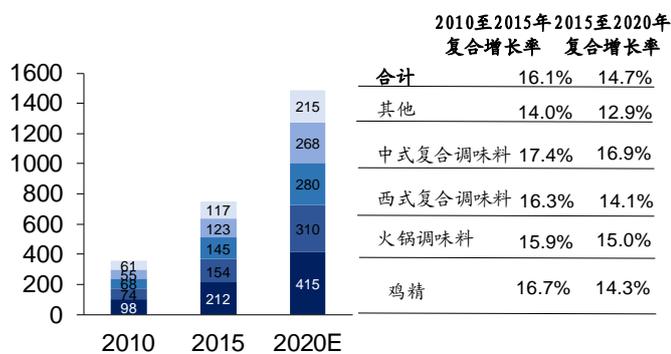
	B端诉求	供应链关键能力	典型企业
火锅料	性价比、品质稳定、研发与生产快速响应	规模化、产品研发、柔性生产线、分销能力	具备研发能力，率先开拓B端的天味食品
速冻品	性价比、高效冷链物流、完善分销渠道	规模化、冷链物流、全国化工厂布局、分销能力	规模化优势降低成本、全国化工厂布局的安井食品
卤制品	高效冷链物流、最优化门店与工厂选址	冷链物流、全国化工厂布局、全国化门店布局	具备全国化工厂、门店布局、高效日配物流的绝味食品

资料来源：华创证券整理

(一) 复合调料: 餐饮连锁化驱动 B 端增长, 龙头凭借品质及性价比突围

行业预计复合增速达 15%，底料及中式复合料增长最快。2017 年中国调味品市场整体销售收入为 3097.40 亿元，2010 年至 2017 年的 CAGR 为 10.9%，保持稳定增长。根据 Frost & Sullivan，2010-2015 年复合调味料市场复合增速达 16.1%，至 2015 年规模达 751 亿元，预计 2015-2020 年仍保持 14.7% 复合增速，增速高于调味品行业增速，至 2020 年市场规模达 1488 亿元。其中，预计中式复合调味料与火锅料复合增速保持领先，分别为 16.9% 和 15.0%，至 2020 年市场规模分别达 268、310 亿元。火锅调味料是复合调味料的第二大子品类，包括火锅底料（占 80%）和火锅蘸料（占 20%）。火锅调味料目前主要用于火锅，亦可用于烹饪其他中式菜肴，如麻辣香锅和麻辣烫。2018 年火锅调味料的市场规模为 237 亿元（火锅底料 194 亿元，火锅蘸料 43 亿元），预计到 2020 年火锅调味料的市场规模将达到 310 亿元（其中火锅底料 255 亿元，火锅蘸料 55 亿元），复合增长率 15%。

图表 30 预计底料、中式复合料复合增速保持领先



资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

图表 31 火锅底料市场复合增长率达 15%

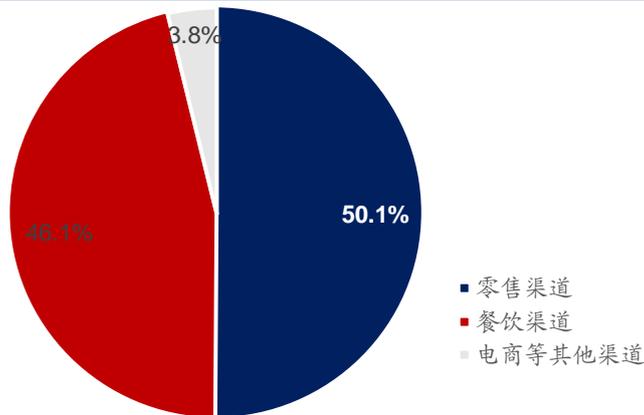


资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

零售和餐饮为主要销售渠道，行业集中度较为分散。目前火锅底料以家庭及餐饮消费为主，分别占比 50.1%/46.1%，其中餐饮端使用火锅底料分为四种模式，包括自制、采购/代工、定制、自营工厂。目前基本上以采购及定制为主，采取自制及自营方式生产底料的餐饮店较少。火锅底料市场 CR5 为 30.9%，前三大公司红九九、颐海、天味的市占率分别为 9.2%、7.9%、7.0%，而中高端火锅底料的 CR3 为 51.1%，远高于整体集中度。中高端火锅底料（10 元以上）占比在 2010-2017 年间从 14.6% 提升至 25.7%，预计到 2020 年达到 29.6%，反映消费者对品牌化、健康化消费诉求的提升。

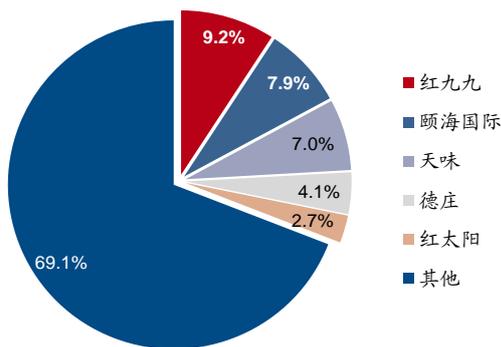
- 自制底料：一般为小规模店铺，餐饮店自行采购炒制原料，根据炒料频率雇佣固定炒料/流动炒料师傅进行炒制，一次炒制可满足几天用量；
- 采购/代工：小型餐饮店通过流通渠道或小型加工厂购买底料产品；
- 定制底料：较大型餐饮店定制化生产底料，如与天味、颐海等大型加工厂合作生产；
- 自营工厂：部分头部火锅店通过自营工厂解决底料需求。

图表 32 底料主要销售渠道为零售、餐饮



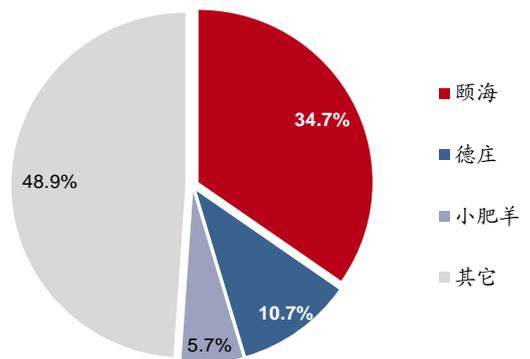
资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券整理

图表 33 火锅底料市场整体集中度较低



资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

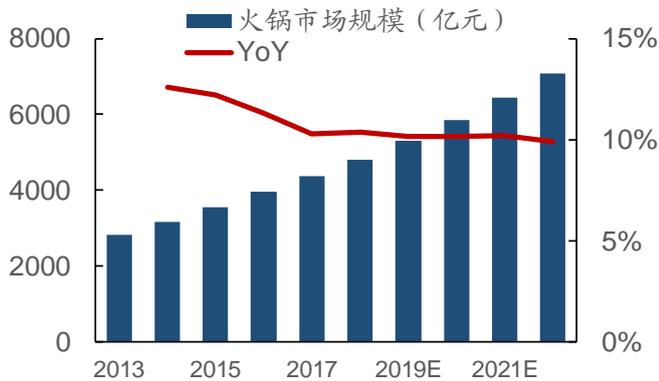
图表 34 中高端底料市场份额较为集中



资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

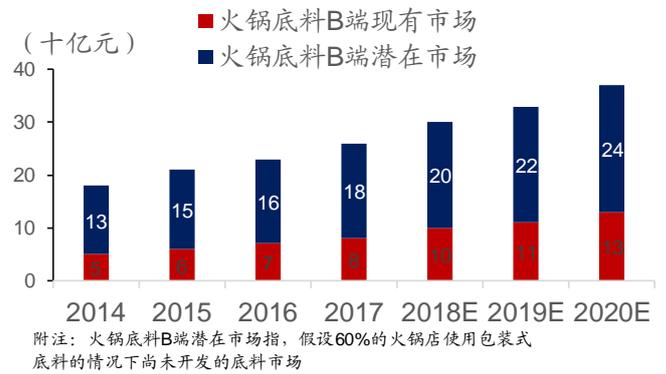
餐饮连锁化驱动 B 端增长，龙头凭借品质及性价比突围。 1) 下游火锅餐饮连锁化持续提升: 2016 年火锅餐饮收入为 3647 亿元 (占餐饮行业比例为 22%)，预计至 2020 年火锅餐饮规模达 5774 亿元，复合增长率达 12.17%，高于餐饮行业复合增速约 10%。2017 年 B 端火锅底料市场规模约为 80 亿，假设 60% 的火锅店使用包装调味品，2B 潜在市场约为 180 亿。2) 龙头凭借品质及性价比突围: 随着需求端餐饮加速连锁化，供给端对食品安全的要求日益提升，对底料的产品品质、稳定性及性价比都提出了更加严格的要求，非正规经营的小厂逐渐出清，越来越多的餐饮品牌使用大厂底料及定制产品，替代自制底料及小厂产品。大型底料厂产品一方面在品质、安全及口味稳定性上具备优势，另一方面在价格上由于规模效应带来的单位成本较低、技术/生产线优势带来的低损耗而更具性价比。

图表 35 火锅餐饮市场规模持续增长



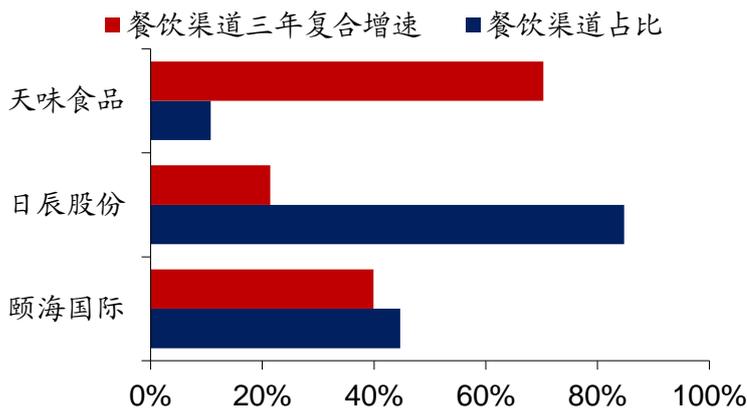
资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

图表 36 火锅底料 B 端市场渗透率仍有较大提升空间



资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

图表 37 主要公司 B 端渠道占比及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券整理 注: 日辰股份 B 端包括工业客户及餐饮客户

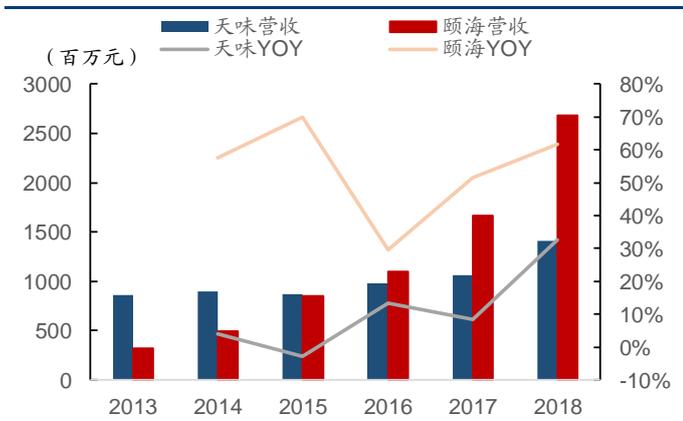
我们对底料行业龙头颐海、天味，颐海比天味更具备规模优势，品牌及研发亦处于行业领先地位，在餐饮变革趋势下，天味率先发力定制餐调，未来品牌及渠道也具备扩张潜力。

- **颐海规模为天味两倍，保持较高增速。**从规模上看，由于背靠海底捞，颐海总体收入和净利规模约为天味的两倍，2018 年天味、颐海收入分别为 14.13、26.87 亿元，净利润规模分别为 2.67、4.76 亿元；考虑非关联交易角度，颐海收入于 2018 年超过天味，主要源于火锅底料收入的提升，18 年颐海、天味底料收入分别为 8.12 亿元、6.85 亿元，而中式复合料方面天味仍领先颐海，18 年颐海、天味中式复合料收入分别为 2.56 亿元、6.35 亿元。从增速上看，受益于餐饮渠道增长，海底捞门店扩张及产品结构升级，颐海近五年收入、利润增速始终保持较高水平，复合增速分别达 40.05%、64.87%，天味复合增速相对较低，分别为 12.09%、12.49%。
- **天味毛利率较高，费用投放较高，净利率相当。**天味毛利率略高于颐海，主要源于颐海关联方交易及其他低毛利品类拉低毛利率，2018 年天味、颐海毛利率分别为 39.4%、38.7%；但天味费用率相对较高，主要由于销售费用率偏高，2018 年天味、颐海销售费用率分别为 13.0%、9.0%；最终两者净利率分别为 18.9%、20.4%，颐海盈利能力略高于天味。
- **天味产品更为多元，颐海品牌、研发领先。**产品方面，天味产品以川调和火锅底料为主，分别占比 48.5%，

36.6%，而颐海以火锅底料为主，占比 72.9%，自加热小火锅占比 16.8%，复合调味料占比仅 9.5%，相比颐海以火锅底料为主的模式，天味的产品分布更为多元。品牌力和研发力上，颐海主品牌“海底捞”为全国知名品牌，天味“好人家”、“大红袍”品牌正从区域性品牌走向全国性品牌，同时颐海研发因依靠更为市场化的产品项目制而领先。

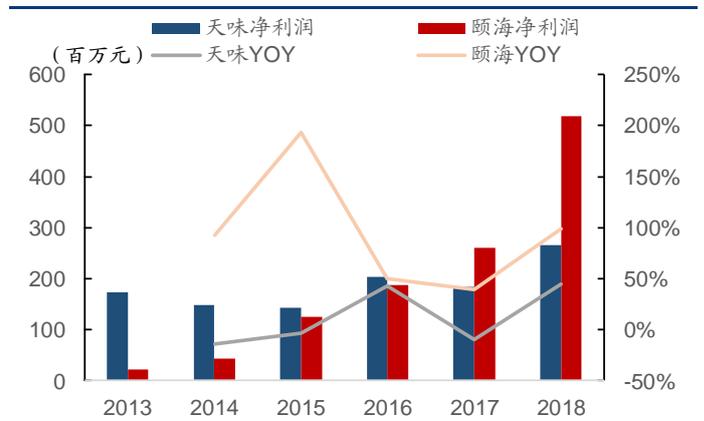
- **颐海 2B 渠道更强，天味 2C 端为主，发力定制餐调。**渠道方面，2018 年天味经销商收入占比 84.6%，随公司战略性发力定制餐调，近年来定制餐调占比由 2016 年的 5.4% 逐步提升至 10.8%；颐海面海底捞的关联方占比 43.9%，经销商占比 43.6%，并保持稳步提升态势。从经销商数量上看，2018 年颐海、天味分别拥有 1500、809 家经销商，但天味单经销商年销售额高于颐海，分别为 84.2/147.3 万元。

图表 38 天味&颐海收入及增速



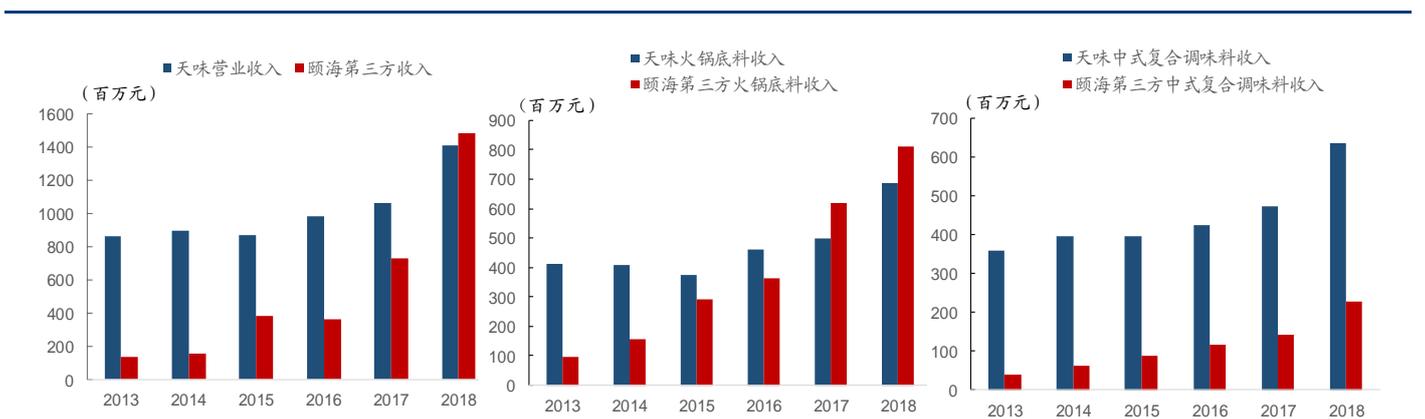
资料来源：各公司招股说明书，华创证券

图表 39 天味&颐海净利润及增速



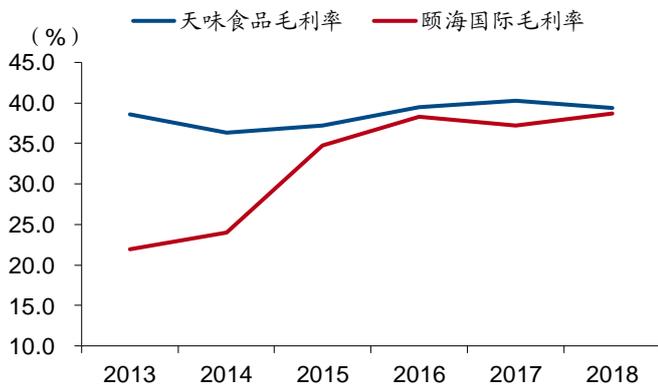
资料来源：各公司招股说明书，华创证券

图表 40 颐海非关联方收入于 18 年超越天味



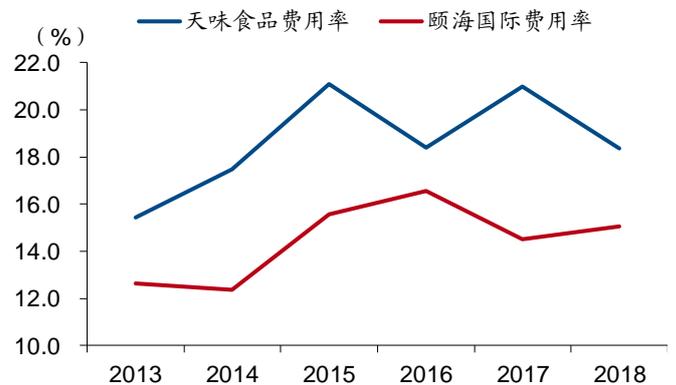
资料来源：各公司招股说明书，华创证券

图表 41 天味毛利率略高于颐海



资料来源：各公司招股说明书，华创证券

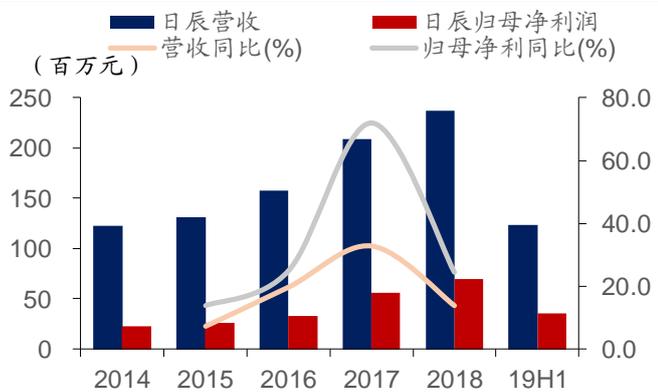
图表 42 天味费用率高于颐海



资料来源：各公司招股说明书，华创证券

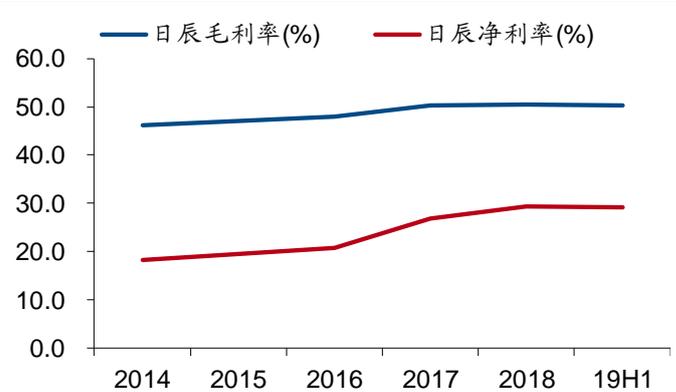
深耕 B 端的复合料企业也有望进入发展提速期，积极关注日辰股份。日辰股份为国内最早的专业复合调味料生产商之一，主要生产酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂，年产量 15,000 吨以上，主要客户为食品加工企业和餐饮企业，以及部分商超直销客户、电商自营客户和经销商客户，其中食品加工和餐饮客户占比高达 85%，同时公司优选配方推出“味之物语”系列，代表性产品黑椒烧汁、烤肉酱、照烧汁等进入零售终端，面向终端消费者。公司起家于出口日本市场，在食品安全、产品品质、产品研发方面有良好基础，现有客户包括圣农、正大、中粮肉食、味千、呷哺等，具备较高的市场知名度与地位。公司 2018 年实现收入、净利润分别为 2.38、0.70 亿元，过去五年复合增长率为 17.98%、32.84%，2018 年公司毛利率、净利率分别 50.49%、29.29%，盈利能力保持出色。

图表 43 日辰股份收入、利润及增速



资料来源：日辰股份招股说明书，华创证券

图表 44 日辰股份毛利率、净利率



资料来源：日辰股份招股说明书，华创证券

图表 45 日辰客户大部分以餐饮连锁、食品加工厂为主，将显著受益餐饮连锁提速趋势



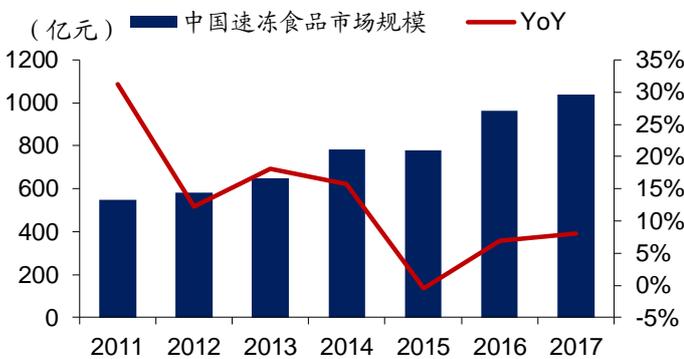
资料来源：日辰招股说明书、华创证券整理

(二) 速冻食品：餐饮渠道空间大，深耕餐饮、强规模优势龙头具备潜力

速冻食品行业规模稳健增长，以速冻米面及火锅料为主。随着餐饮市场的迅速发展、消费者需求提升及冷链的完善，速冻食品市场保持稳健增长，根据国家统计局数据，2017年我国速冻食品市场规模约1040亿元，保持稳健增长趋势，2011-2017年均复合增长率为11.3%。分品类看，速冻面米和速冻火锅料为两大主要品类，规模分别约600/400亿元，5年复合增长率约为3%/13%。

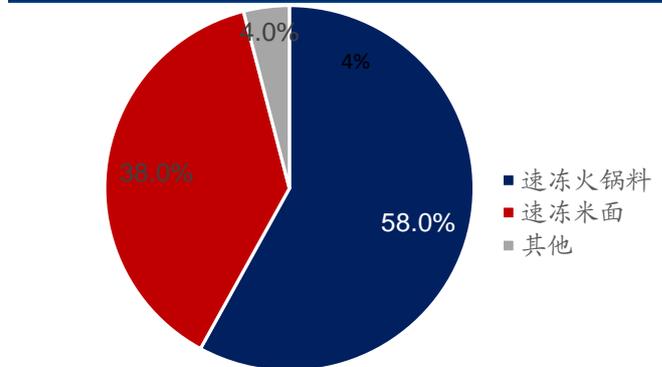
速冻米面格局稳定，火锅料集中度提升空间大。速冻行业整体格局较为分散，其中速冻火锅料/速冻米面CR3分别为19.4%/41.1%。1)速冻面米制品集中度较高。一线城市市场主要由全国性品牌三全、思念、湾仔码头等主导，在二三线城市还存在部分强势区域品牌，如五丰等。2)速冻火锅料市场较为分散，行业龙头与大量中小企业并存，但在福建、广东等东南沿海等市场龙头已形成了明显竞争优势，包括安井、海霸王、海壹、海欣等，以生产肉丸为主的惠发、佳士博等背靠肉类供应充分的山东地区，以长江以北为主要市场。随龙头产能及渠道优势更趋显著，供给端原材料及人力成本的上升，食品安全标准提高，中小企业正加速退出，市场集中度有望进一步提升。

图表 46 我国速冻食品市场规模及增速



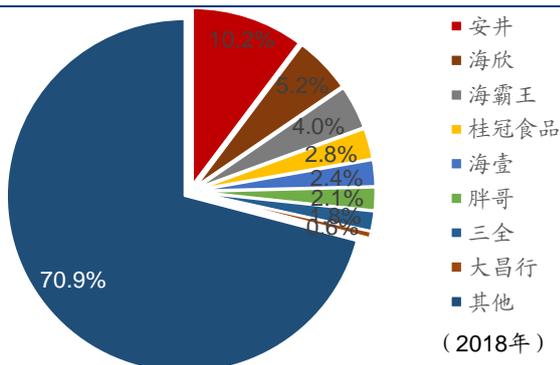
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 47 我国速冻食品以米面、火锅料为主



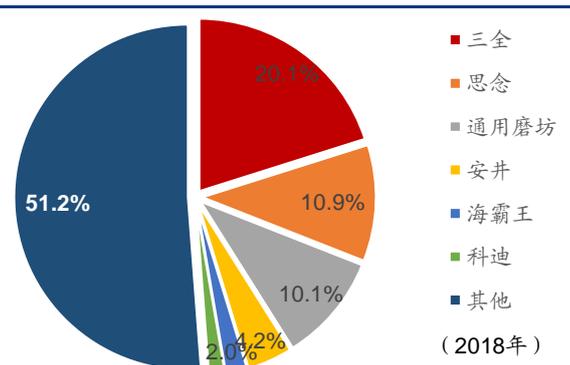
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 48 2018年速冻火锅料市场格局



资料来源：欧睿，华创证券

图表 49 2018年速冻米面市场格局



资料来源：欧睿，华创证券

受益下游餐饮连锁化及消费场景扩充，未来行业成长预期良好。目前我国速冻食品以C端商超、流通消费为主，我国大部分速冻火锅料龙头公司餐饮渠道占比在30%以下，仅以餐饮渠道起家的安井占比约35%。随火锅、早餐店等餐饮连锁化的提升，餐饮渠道规模预计将稳步增长，根据Frost & Sullivan，火锅餐饮规模占中式餐饮比重逐年提升，预计到2022年火锅餐饮市场规模为7077亿元，在整体中式餐饮的比重为14.5%，同时以海底捞、呷哺呷哺等连锁火锅品牌为代表的下游连锁化餐饮门店快速扩张，2018年上半年海底捞和呷哺呷哺门店数分别为362/780家，2014-2018年均复合增长率分别为29.8%/12.9%。

图表 50 火锅餐饮占中式餐饮比重逐年上升(亿元, %)



资料来源: 国家统计局, 华创证券

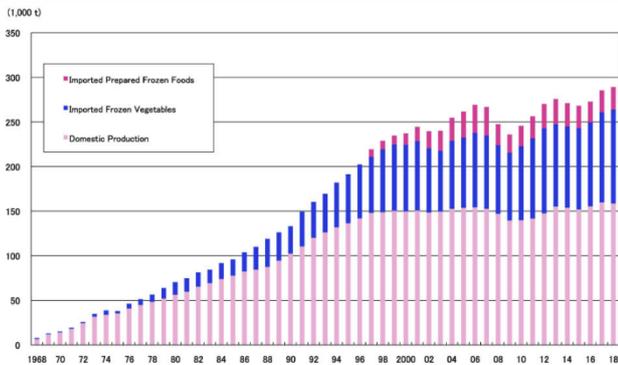
图表 51 海底捞、呷哺呷哺门店数量快速扩张



资料来源: 公司公告, 华创证券

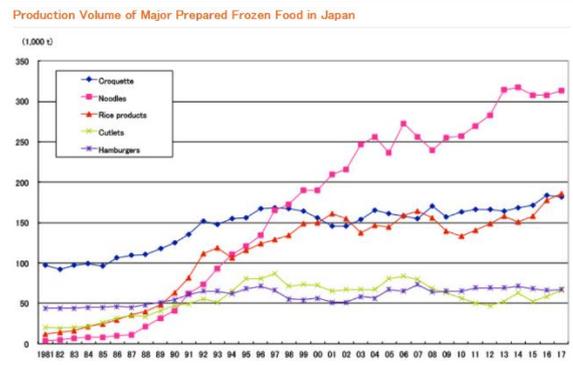
对标日本: 日本速冻品消费稳定, 结构以速冻米面、丸子为主, 餐饮渠道占比达 56.7%。根据日本速冻食品协会, 2018 年日本冷冻食品消费量达 289.3 万吨, 十年复合增速约 1.9%, 速冻食品市场容量预计仍有约 5% 增长。**分品类看,** 目前日本速冻食品结构以速冻米面、速冻丸子为主, 其中速冻米面产量在 90 年代持续增长, 1990 年-2000 年间速冻米产量从约 6 万吨增长到约 15 万吨, 速冻面产量从约 4 万吨增长到约 19 万吨, 速冻丸子、汉堡和肉片产量保持平稳;**分渠道看,** 日本 FoodService 为代表的 B 端渠道占比过半, 但在近 20 年主要受餐饮行业低迷影响, B 端渠道处在下滑之下, 但 C 端渠道仍保持持续稳健增长, 目前餐饮渠道产量占比 56.7%。对比中国, 国内餐饮业态更加丰富, 餐饮市场规模更大, 因而国内速冻的 B 端渠道的成长空间将明显高于 C 端家庭消费。

图表 52 2018 年日本冷冻食品消费量达 289.3 万吨



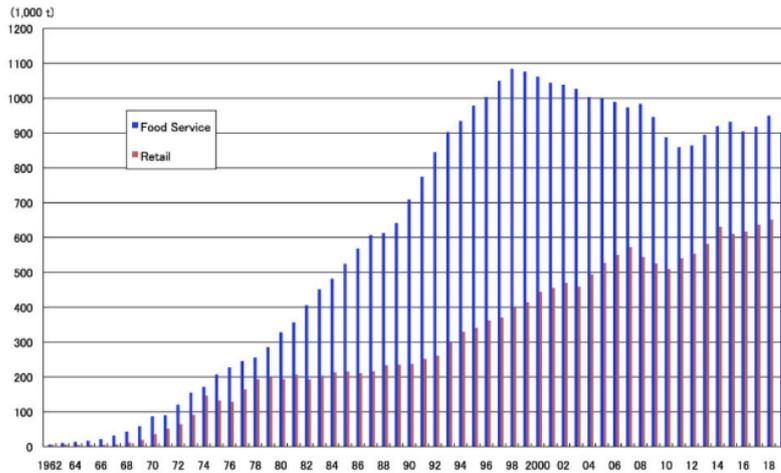
资料来源: 日本冷冻食品协会, 华创证券

图表 53 日本速冻食品以速冻米面、丸子为主



资料来源: 日本冷冻食品协会, 华创证券

图表 54 日本速冻食品餐饮渠道用量占比达 56.7%

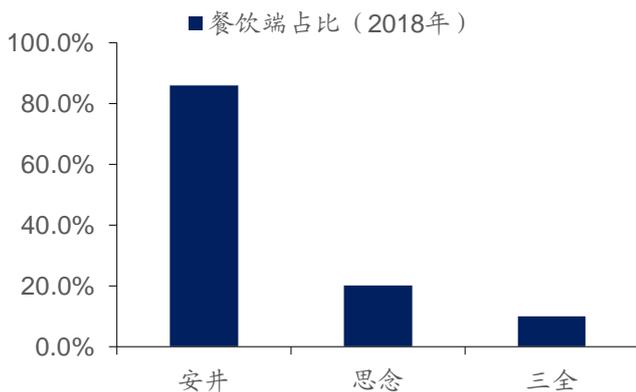


资料来源：日本冷冻食品协会、华创证券

我们对比速冻行业中的主要竞争者安井、三全、思念、海欣、惠发等，在餐饮变革趋势下，安井渠道结构以 B 端为主，销地产助力全国化扩张，产能和规模优势非常明显，具备较强的盈利能力及发展潜力。

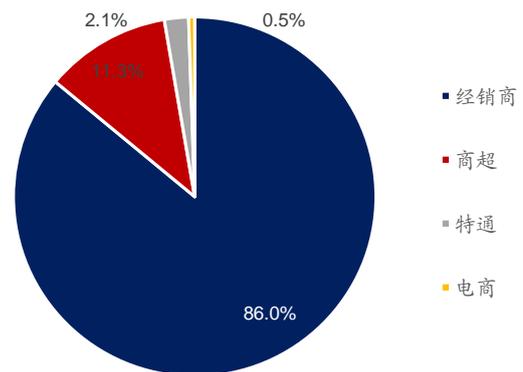
安井持续聚焦 B 端餐饮，三全积极转型发力。对比行业主要竞争者，安井持续聚焦 B 端渠道，其他公司 B 端占比相对较低，如三全、思念 B 端占比分别约 10%、20%，海欣亦是商超和流通渠道为主，18 年以来加大对麻辣烫、火锅、串串香等全国性餐饮特通渠道的渗透，惠发近年来加大对餐饮类终端产品的市场开发，打造中央厨房和中央工厂，如 16 年以来与呷哺呷哺、中商惠民等下游渠道合作进行定制化生产。安井采取餐饮流通渠道为主，商超渠道为辅的策略，管理层清晰认识到餐饮渠道做销量、商超渠道做品牌的商业模式，拥有经销商及大型商超近 600 个，产品辐射超过 4 万家终端店，营销人员高达 3388 人，远超前海欣和惠发，竞争优势明显。

图表 55 速冻行业主要竞争者渠道结构对比



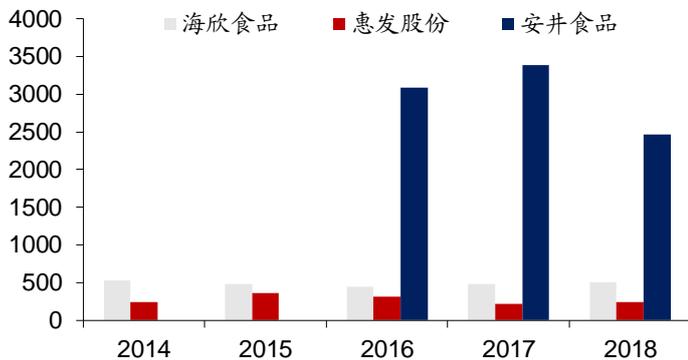
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 56 安井渠道结构 (2019 年前三季度)



资料来源：安井公司公告，华创证券

图表 57 安井、海欣、惠发销售人员数量对比



资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 58 安井和三全渠道模式对比 (2018 年)

	安井	三全
渠道模式	流通渠道为主	商超渠道为主
经销商数量	1000 多家经销商	30 多家分公司, 近千家经销商
产量 (万吨)	43.19	56.92
吨价 (万元/吨)	1.03	0.98
毛利率 (%)	26.51	35.52
销售费用率 (%)	13.41	28.57
净利率 (%)	6.35	1.83
特点	迅速扩大销量, 销售费用率低	高毛利率高费用率

资料来源: 各公司公告, 华创证券

- **安井销地产模式助力全国化布局, 产能及规模优势明显。** 1) **销地产模式助力安井全国化布局。** 安井采取销地产模式, 即在全国主要销售区域就地设厂并逐步扩大销售半径。该模式有利于: 企业开拓全国市场, 建立品牌影响力; 促进运输成本降低; 促进培育符合当地市场情况的大单品; 同时促进当地市场的渠道下沉。对比来看, 其他公司产能未实现全国化布局, 采取传统的生产销售分离模式, 相应抬高了运输费用。 2) **安井产能稳步扩张, 规模优势明显。** 目前安井共有厦门、辽宁、无锡、泰州、四川、湖北、河南 7 大生产基地, 年产能达 40 万吨以上, 其中厦门工厂 10 万吨, 泰州工厂 12 万吨, 辽宁工厂 7 万吨, 无锡工厂 11 万吨。随着四川、泰州二期、无锡三期以及湖北、河南的陆续达产, 预计未来安井产能释放增速在 15% 以上, 近期连续发行转债目的稳步推进全国化的产能布局。

图表 59 速冻食品主要公司生产及销售模式对比

	安井食品	三全食品	海欣食品	惠发食品
生产模式	共厦门、辽宁、无锡、泰州、四川、湖北、河南 7 大生产基地, 预计年产能达 40 万吨	共 8 个生产基地, 其中 6 个供餐饮事业部使用, 目前正在建设前置仓	总产能 8 万吨 (福州本部 4 万吨/东山 3 万吨/嘉兴 8 千吨), 舟山基地捕鱼为其他三厂提供鱼糜原料, 东山、福州、嘉兴为生产基地, 运费比竞争者高两个点	共 3 个生产基地
销售/物流	销地产模式 , 冷链物流、经销商体系均领先行业, 形成了以华东地区为中心, 辐射全国的营销网络	主要为零售渠道, 17 年以来发力餐饮渠道。省际间物流委托第三方运输, 省内市场运输包括各分子公司自有车辆运输, 及外包专业物流公司运输	以经销商模式为主, 商超模式为辅, 具有比较优势的区域为华北、华东等地区, 能够保证公司产品在 7 天之内即可推广到全国终端市场	营销网络以山东为中心, 覆盖全国大多数省市地区; 公司生产基地周围港口多, 经销商模式客户自提产品, 物流运费客户承担; 商超及部分终端客户, 公司安排配送, 物流运费由公司承担

资料来源: 相关公司公告, 公司调研, 华创证券

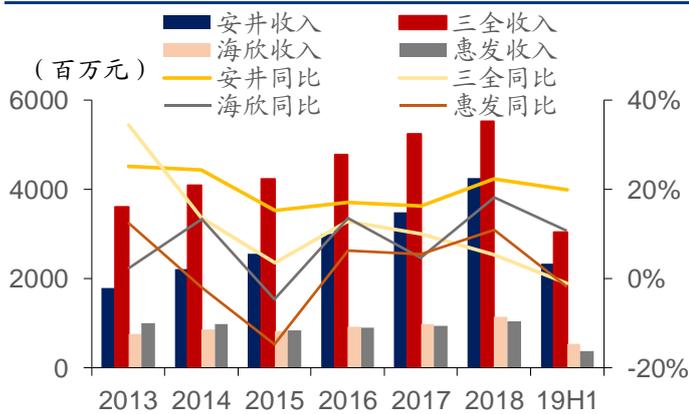
图表 60 安井食品未来产能测算

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
本部一厂	7	7	7	7	7	7
本部二厂	4	4	4	4	4	4
本部面点车间		0.5	1	1	1	1
辽宁	6	7	8	8	8	8
辽宁二期					2	4
无锡晓星一、二期	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
无锡晓星三期	3.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
无锡晓星新厂				3	6	7
泰州一期	8	8	8	8	8	8
泰州二期	-	4.8	6.4	8	8	8
四川一期	-	-	3	4.5	6	7.5
四川二期	-	-	-	-	-	4.5
湖北	0	0	1	2	4	7
河南		0	1	2	5	10
合计	35.1	42.3	50.4	58.5	70	87
YoY		20.5%	19.1%	16.1%	19.7%	24.3%

资料来源：公司公告、公司调研、华创证券预测 注：基于现有产能规划

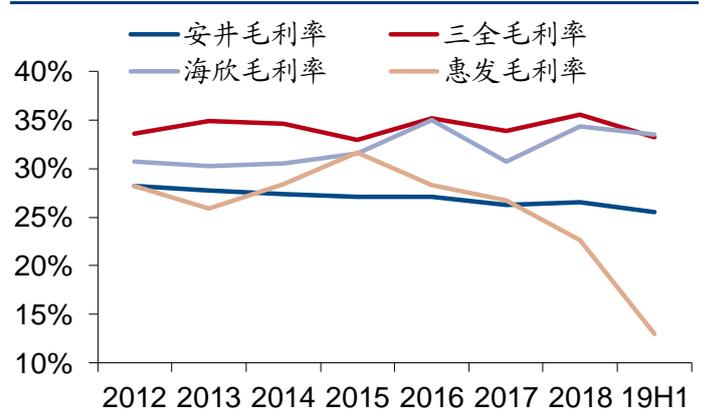
强规模优势下，安井采购成本及物流费用较低，且费用率稳步下行。安井鱼糜采购量占整体淡水鱼糜市场的一半，规模优势下具备议价能力。近年来，安井火锅料吨成本持续下行，从2013年0.97万元/吨下降至0.79万元/吨。运输费用占收入比重持续下降。公司充分利用销地产模式的优势，运输费用占收入比重逐年下降，自2014年来，公司运输费用收入比重逐年下降，2017年为3.6%，对标海欣，海欣自2014年开始运输费用占收入比重逐年上升，从2014年4.6%至2017年达5.9%。期间费用率稳步下行。安井费用率下行规模优势凸显，自2015年开始安井销售费用率和管理费用率稳步下行。

图表 61 安井、三全、海欣、惠发收入及增速对比



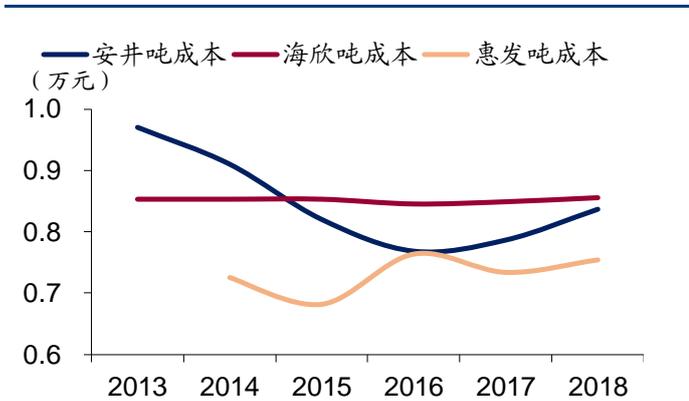
资料来源：公司公告，华创证券

图表 62 安井、三全、海欣、惠发毛利率对比



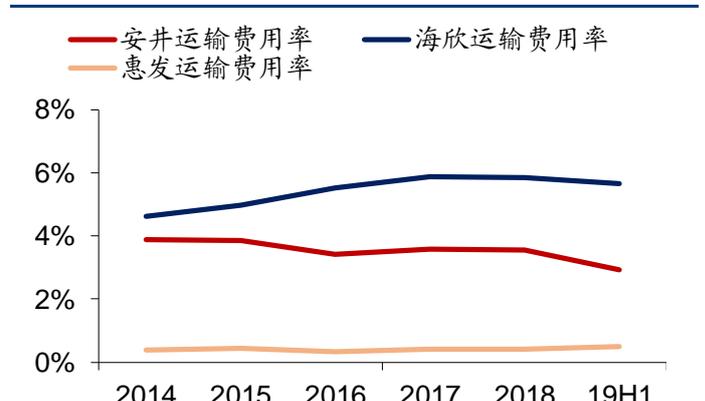
资料来源：公司公告，华创证券

图表 63 安井火锅料制品吨成本稳步下行



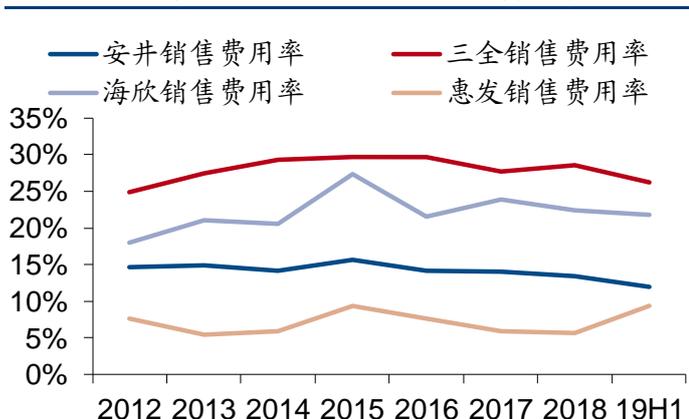
资料来源：公司公告，华创证券

图表 64 安井、海欣、惠发运输费用率对比



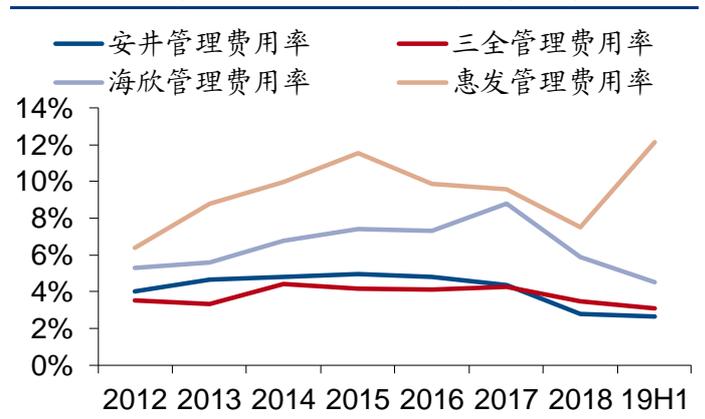
资料来源：公司公告，华创证券

图表 65 安井、三全、海欣、惠发销售费用率对比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 66 安井、三全、海欣、惠发管理费用率对比

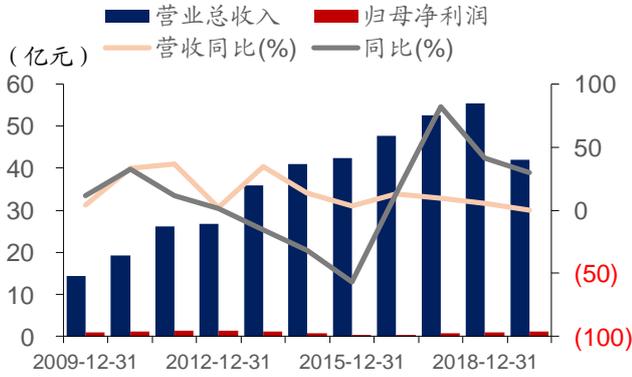


资料来源：公司公告，华创证券

三全转型切入 B 端现改善，建议积极关注。三全自 16 年以来对渠道结构进行调整，设立专门的餐饮事业部，并降低对直营商超渠道的投入，同时减少亏损业务（如三全鲜食）的投入，虽因主动收缩渠道收入增

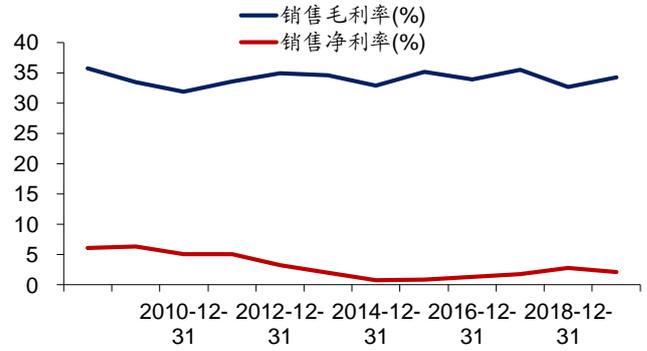
速有所放缓，但在盈利水平较高、费用较低的餐饮渠道带动下，净利率持续提升。2018 年公司实现收入 55.39 亿元，同比增长 5.39%，实现归母净利润 1.02 亿元，同比增长 41.49%，净利率为 1.84%。19H1 餐饮渠道收入同比+42.4%，净利润同比+130.6%。

图表 67 三全食品收入、利润及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 68 三全食品毛利率、净利率



资料来源：公司公告，华创证券

(三) 卤制品：品牌连锁化加速，全国化工厂及门店是致胜法宝

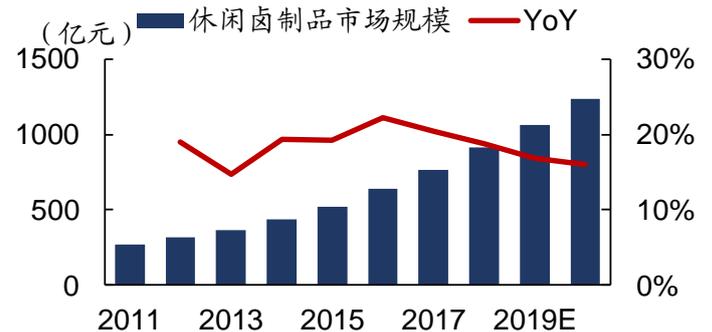
休闲卤制品成长性高，其中家禽卤制品增速最快。根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年我国休闲食品市场规模达 1.03 万亿元，近五年复合增速达 11.7%，并预计保持 12% 以上的复合增速，至 2020 年规模达 1.30 万亿元。其中休闲卤制品行业占比约 7%，2018 年规模为 911 亿元，近五年复合增速达 20.2%，预计至 2020 年规模达 1235 亿元。休闲卤制品包括家禽、红烧肉、蔬菜、豆腐卤制品，分别占比 43%/24%/21%/11%，15-20 年家禽卤制品复合增速达 21.6%。

图表 69 休闲食品行业规模及增速



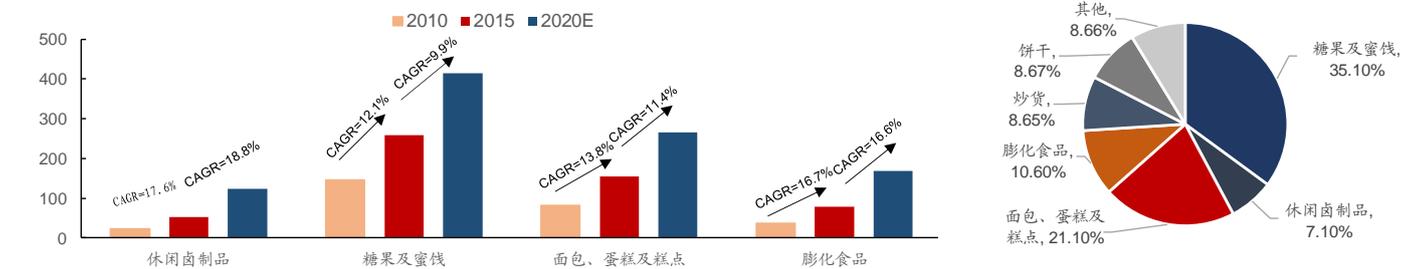
资料来源：Frost&Sullivan、华创证券

图表 70 休闲卤制品行业规模及增速



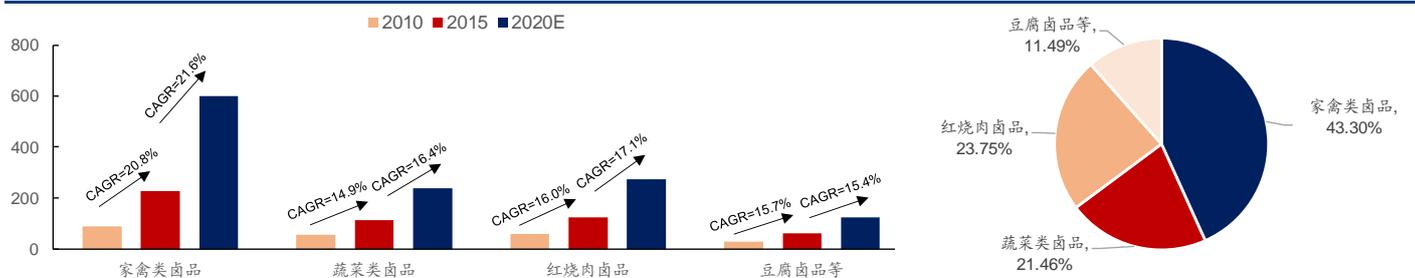
资料来源：Frost&Sullivan、华创证券

图表 71 休闲食品行业中市场份额与增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 72 休闲卤制品子行业规模及增速



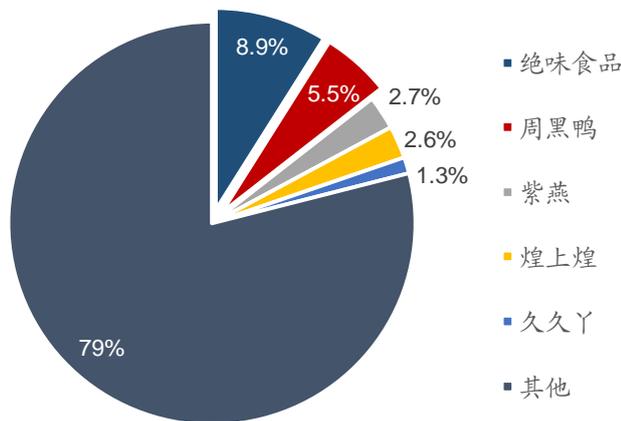
资料来源：公司公告，华创证券

格局以小作坊为主，龙头市占率较低。我国卤制品行业生产企业近万家，经营模式包括“小作坊”、“区域性”、“全国性”三种类型，其中小作坊模式占比达 90%。目前卤制品行业 CR5 为 21%，格局较为分散。两大龙头为全国性连锁品牌，绝味、周黑鸭市占率分别为 8.9%/5.5%，规模在 30 亿元以上；区域性品牌包括紫燕、煌上煌、久久丫等，规模在 20 亿以下，门店超过 1000 家，覆盖全国部分地区。

图表 73 卤制品行业经营模式

经营模式	特点	局限
小作坊经营模式	地域性强、品种相对较少、品制能力差、品牌知名度低，在本行业中仍占有较大比例	销售半径有限
区域性连锁品牌经营模式	中等规模，集中加工生产	规模化产能有限
全国性连锁品牌经营模式	品牌知名度较高、全国范围营销网点、工艺先进、食品安全体系较完善、品种丰富	—

资料来源：绝味食品招股说明书，华创证券

图表 74 休闲卤制品行业集中度有待提升


资料来源：Frost&Sullivan，华创证券

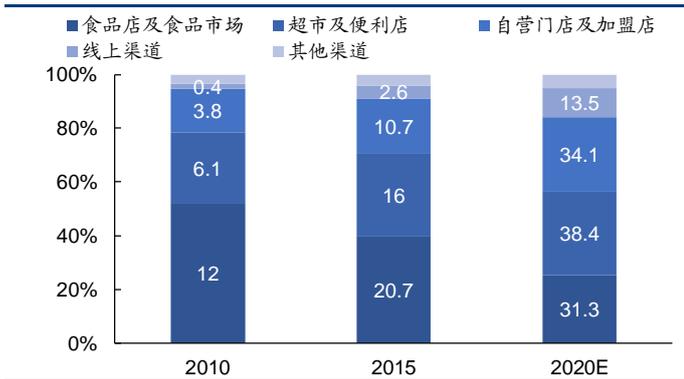
图表 75 行业主要公司对比

	2018年营收	主要销售区域	门店数量	经营模式	生产基地	
全国性	绝味食品	44亿	华东、华北、华南、华中、西南及新加坡、香港加拿大等	10598家	加盟为主	含在建共19座
	周黑鸭	32亿	华中为主，华南、西南亦有明显增长	1255家	直营为主，逐渐开放加盟	3座，3座在建
区域性	煌上煌	19亿	江西、广东、福建、辽宁等，向全国拓展	4000多家	加盟为主	6家
	紫燕百味鸡	18亿	华东、西南等地为主	3508家	直营为主	7家，2家在建
	久久丫	10亿	北京、上海、广州、成都等地	1300多家	直营为主	6家
	留夫鸭	5亿以下	江浙沪及武汉地区	近400家	加盟为主	1座

资料来源：Frost&Sullivan，华创证券

品牌化、包装化趋势下，品牌连锁替代空间巨大。随着品牌意识及对产品质量的要求持续提升，及消费者的习惯不断改变，品牌化及包装化是卤制品行业未来趋势，根据 Frost&Sullivan，包装卤制品收入占比从 10 年的 7% 提升至 15 年的 19.2%，预计 20 年占比将达 30% 左右，同时品牌卤制品收入占比从 10 年的 25.43% 提升至 15 年的 46.17%，预计 20 年占比将达 70% 左右。目前休闲卤制品销售渠道主要包括食品市场、超市/便利店、连锁门店及网上渠道，15 年占比分别达 40%/31%/21%/5%，在品牌化趋势下，具备产品标准化、质控、管理能力的品牌连锁店迅速扩张，逐步替代食品店，预计至 2015-2020 年将保持 20% 以上的复合增速，同时线上渠道占比迅速提升。

图表 76 休闲卤制品行业渠道占比



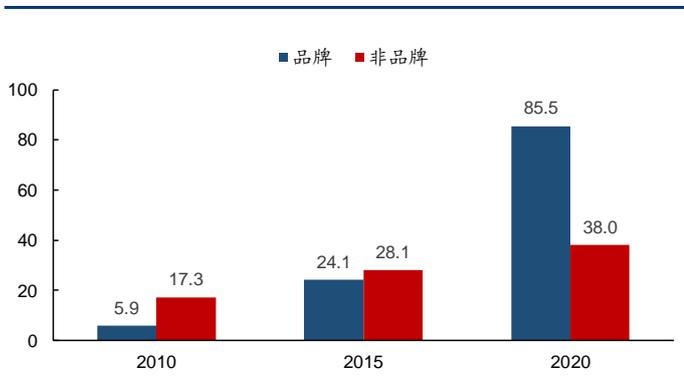
资料来源：Frost&Sullivan、华创证券

图表 77 休闲卤制品行业渠道增速

销售渠道	复合年增长率	
	2010-2015年	2015-2020年
食品店及食品市场	11.5%	8.6%
超市及便利店	21.1%	19.2%
自营门店及加盟店	22.9%	26.1%
线上渠道	44.1%	39.5%
其他渠道	20.9%	23.7%

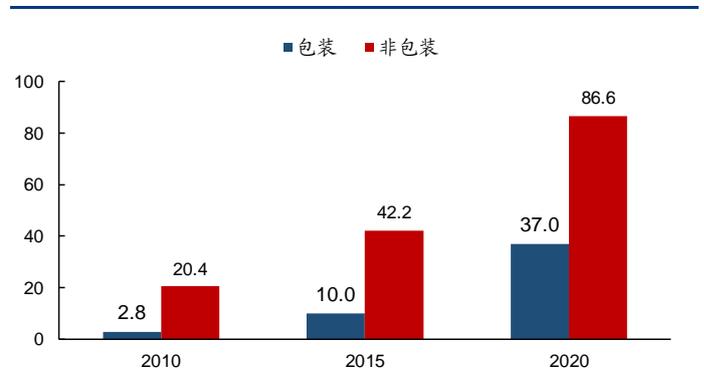
资料来源：Frost&Sullivan、华创证券

图表 78 休闲卤制品品牌产品增长明显



资料来源：Frost&Sullivan、华创证券

图表 79 休闲卤制品包装产品增长明显

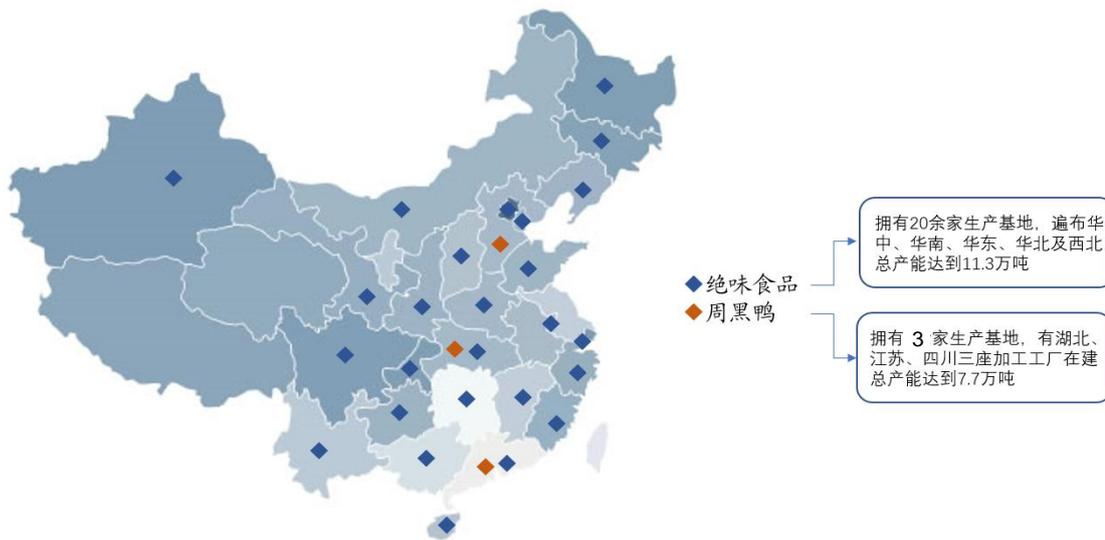


资料来源：Frost&Sullivan、华创证券

休闲卤品企业具备批量小、频次高、多点配送的物流特点，需要企业具备较高的规模优势、高效的物流体系、及效率最大化的产地和门店布局，以提升效率，降低成本。我们对比卤制品行业中的主要竞争者绝味、周黑鸭、煌上煌等，在卤制品连锁企业门店快速增长替代大量无品牌、街边店卤制品趋势下，生产基地布局及高效物流配送是支撑门店快速扩张、保畅供应的核心，绝味拥有全国化生产基地布局，采取加盟模式快速扩张全国门店，辅以高效的物流配送体系，盈利能力稳步上行。

绝味全国化布局生产基地，周黑鸭工厂较少。绝味产销模式为“销地产、当地配送”，生产基地全国布局，产品通过第三方物流冷链运输到门店，具备日配到店的能力。目前绝味拥有 20 余家生产基地，各工厂可覆盖半径在 300 公里范围内的门店。周黑鸭目前投产工厂仅有河北、湖北、广东 3 处，广东、江苏及四川工厂在建，产能约 7.7 万吨，同时在上海、武汉、深圳设立分仓点，通过高铁+顺丰模式配送。

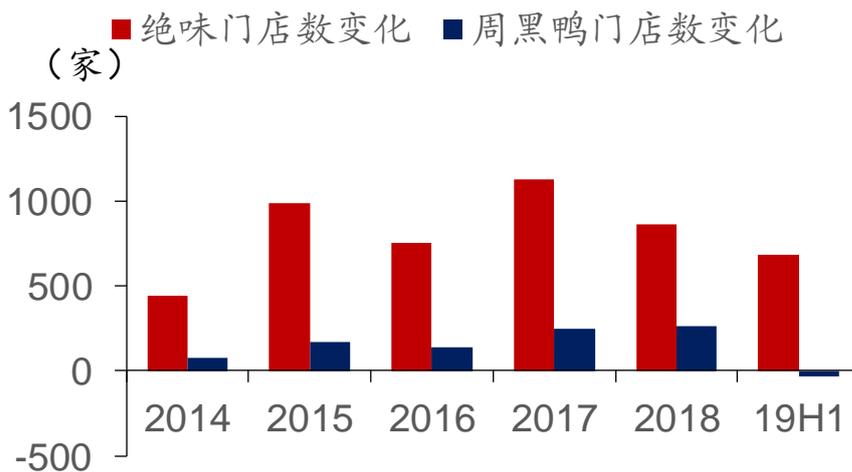
图表 80 绝味、周黑鸭生产基地对比



资料来源：公司公告，华创证券

- **绝味加盟模式迅速扩张，周黑鸭直营模式单店收入高。**绝味门店以加盟模式为主迅速扩张，选址集中在一、二线城市(约70%)，并向三四线市场下沉，截至19H1绝味门店共计10598家门店，年均新增约千家门店，收入保持稳步增长。周黑鸭门店以直营为主，通过维持高单店收入、高坪效保证收入增长，周黑鸭单店收入305万元，约为绝味6.7倍，坪效15.3万元/平，约为绝味6.1倍；截至19H1周黑鸭门店共1255家，19H1门店数相比18年减少了33家，并试水开放加盟门店；煌上煌虽门店扩张也以加盟模式为主，但是生产基地较少，门店数量约4000家，预计激励后扩张速度将有所加快。

图表 81 绝味、周黑鸭门店变化对比



资料来源：相关公司公告，华创证券

图表 82 直营加盟门店差异

项目	直营门店	加盟门店
权益归属	公司投资，拥有收益权	加盟商投资，拥有收益权
人员安排	公司聘请，纳入公司的人事体系	加盟商聘请，但须接受公司的培训和监管
生产方式	区域生产基地统一采购原材料并生产	
供货方式	区域生产基地统一供应	
物流模式	全程“冷链”统一配送至门店	
销售模式	公司通过直营门店以零售方式向顾客销售产品	公司对加盟商销售，加盟商通过门店向顾客销售
产品定价方式	地区统一零售价	

资料来源：绝味食品招股说明书，华创证券

图表 83 绝味、周黑鸭单店收入对比

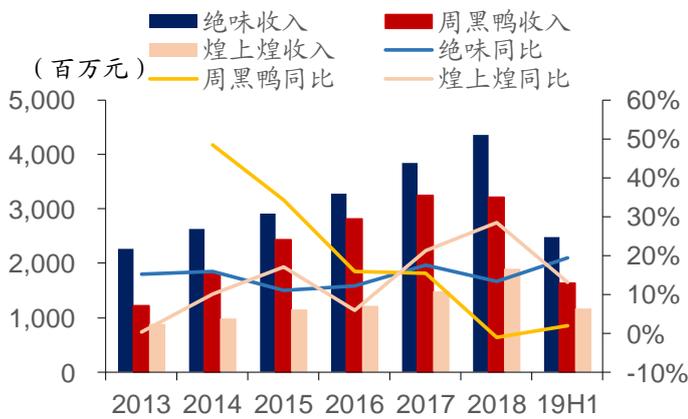

资料来源：相关公司公告，华创证券

图表 84 绝味、周黑鸭单店利润对比


资料来源：相关公司公告，华创证券

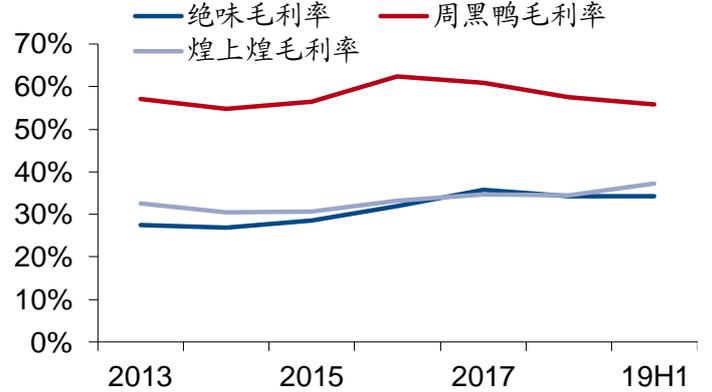
- 强规模优势下，绝味具备成本优势，盈利能力稳步上行。因商业模式差异，周黑鸭前期净利率较高，随规模效应加大，绝味盈利能力稳步上行，截至 19H1 绝味盈利能力超越周黑鸭。毛利率方面。因计算方式不同，周黑鸭远高于绝味，周黑鸭毛利为零售价扣除出厂价，绝味为批发价扣除出厂价，但绝味的采购规模约为周黑鸭两倍，规模优势明显，其鸭掌、鸭锁骨品类采购成本明显低于周黑鸭，随采购数量的上升，绝味采购成本亦稳步下行。16 年以来，绝味规模效应逐步显现，毛利呈现稳步上升，管理费用率及运输费用率逐步下降，而周黑鸭毛利略有下滑，费用率呈现上升趋势。

图表 85 绝味、周黑鸭、煌上煌收入及增速对比



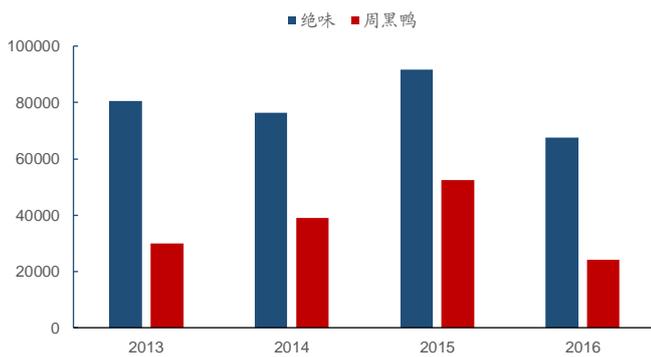
资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 86 绝味、周黑鸭、煌上煌毛利率对比



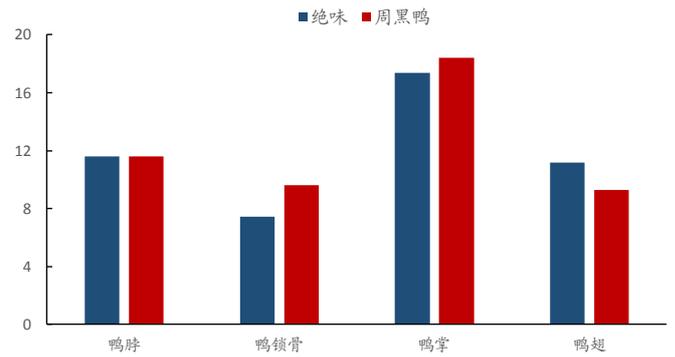
资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 87 绝味、周黑鸭采购数量对比



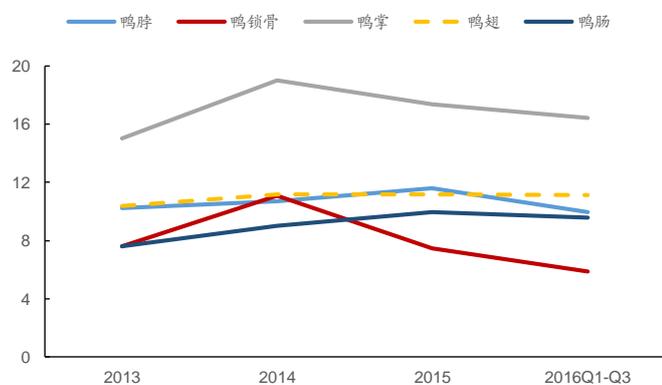
资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 88 绝味、周黑鸭采购单价对比



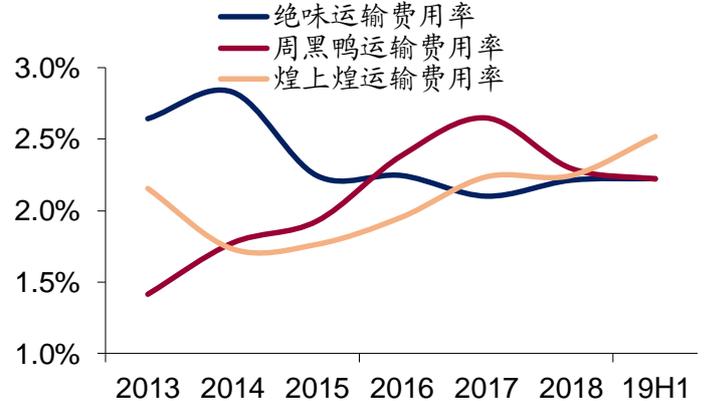
资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 89 历年采购价格波动

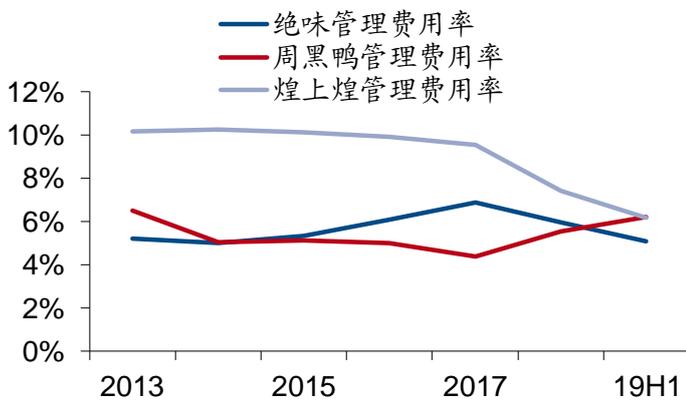


资料来源: 绝味食品公司公告, 华创证券

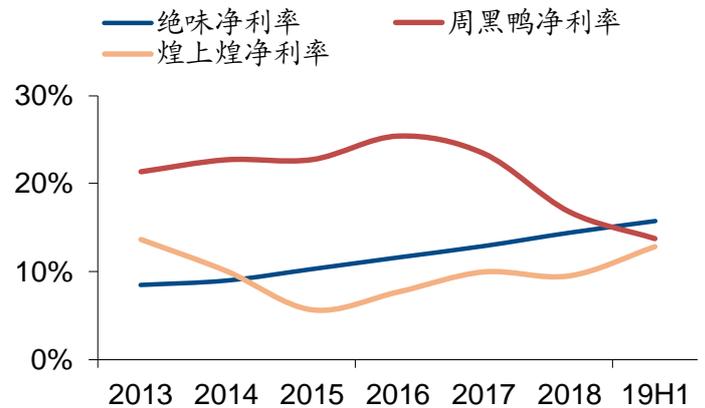
图表 90 绝味、周黑鸭、煌上煌运输费用率对比



资料来源: 各公司公告, 华创证券

图表 91 绝味、周黑鸭、煌上煌管理费用率对比


资料来源：各公司公告，华创证券

图表 92 绝味、周黑鸭、煌上煌净利率对比


资料来源：各公司公告，华创证券

（四）行业投资逻辑思考

在餐饮连锁化提速的大趋势之下，我们明确看好餐饮供应链环节上优秀公司持续成长，从投资逻辑上，我们从选产业、选赛道到选公司总结如下。

- 1、选产业：餐饮连锁化趋势提速，上游相关食材品类持续受益将是中长期产业逻辑。** 目前来看国内餐饮连锁化率不高，但近年来连锁化趋势正在明显提速，对比国外发达国家仍有很大提升空间，背后核心还是消费者在消费升级过程当中追求便捷化的趋势在持续强化，对应带来上游食材品类的规模化、工业化及标准化加快的产业机遇。在食品饮料行业多数子行业量增逻辑趋弱的背景下，餐饮供应链子产业成长性良好，发展空间值得中长期看好。
- 2、选赛道：我们看好底料为代表的复合调味品品类及速冻半成品两条核心赛道。** 餐饮变革之下带来整个餐饮产业链上下游各方受益品类，在上游环节，我们看好火锅底料为代表的复合调味品以及速冻食品两类赛道；在下游环节，除了中式传统餐饮连锁化之外，长尾品类也在加快品牌化连锁化进程，如卤制品、中式面点类门店等。竞争格局方面，相关品类龙头优势逐步显现，但市场份额中长期来看仍有较大提升空间，属于典型的大行业小龙头特征。
- 3、选公司：继续强调供应链管理将是核心竞争壁垒，B 端渠道并非看定价权，而应是供应链效率和规模优势。** 我们强调的供应链管理是围绕全产业链环节展开的，体现在采购成本优势、全国化布局带来物流配送优势、渠道营销能力以及新品反应速度等等，最终是通过规模优势的强化从而构筑竞争壁垒，同时龙头竞争优势依托长期聚焦生意而建立，新进入者面临一定的学习曲线挑战。中长期而言，我们看好复合调味料龙头颐海国际、天味食品，速冻食品龙头安井食品，卤制品龙头绝味食品，关注逐步转型切入到餐饮渠道的公司如三全食品等，聚焦 B 端复合调味品业务的日辰股份。

三、重点个股推荐

(一) 安井食品：优秀管理能力筑就壁垒，受益产能持续扩张

- **收入表现持续稳健，产品结构调整良好。**2019Q3 公司面米制品收入 3.24 亿元，同增 19.1%，鱼糜制品收入 4.29 亿元，同增 20.6%，菜肴制品收入 1.37 亿元，增速 30.3%，延续上半年良好增长趋势，多款大单品持续发力。肉制品收入 2.66 亿元，同增 2.8%，较 H1 增速（+4.93%）有所下降，公司针对猪价上涨主动调整产能结构，降低肉制品占比。分渠道来看，2019Q3 经销商渠道收入 10.17 亿元，同增 15.3%；商超渠道收入 1.05 亿元，同增 23.6%，上半年商超提前对账影响消除，环比提速；Q3 电商渠道收入 904 万元，同增 600.7%，主要系京东自营销售规模扩大。分区域来看，19Q3 华北、华南、西南地区较快增长，同增 37.3%/59.4%/47.6%，辽宁及四川工厂扩产辐射效应明显；东北地区 Q3 同减 22.6%，H1 高增后属阶段性区域政策正常调整。2019Q3 末经销商数量 668 家，较年初增长 50 家，Q3 华东、西南、华中地区招商效果良好，经销商数量分别增加 10/10/8 家。
- **成本仍可从容应对，规模效应持续显现。**19Q1-3 公司毛利率 25.0%，同降 1.3pcts，其中 Q3 毛利率 23.9%，同降 1.7pcts，预计部分系肉类等成本上行影响所致，公司已于 9 月采取提价动作，涨价幅度 3-10 元/件，后续判断仍有提价动作可能，同时积极调整产品结构，有助于 Q4 积极应对成本压力。费用率方面，销地产模式下产能逐步达产，规模优势稳步显现，2019Q1-3 销售费用率 12.0%，同降 1.0pct，其中 Q3 销售费用率 11.9%，同降 0.9pct。此外，公司首期转债完成后财务费用有所节省，19Q3 财务费用-284 万元，同期理财产生投资收益 955 万元，同增 233.5%，对 Q3 利润有所增厚。2019Q1-3 公司净利率 6.8%，同比提升 0.1pct，其中单 Q3 净利率为 6.3%，同比提升 0.9pct，规模效应持续显现。
- **产能全国化布局稳步推进，继续看好龙头竞争优势强化。**公司近年来产能全国化布局稳步推进，四川工厂陆续新增产能，泰州及辽宁工厂技改增量，4 月变更可转债募投项目，新增无锡民生 7 万吨速冻食品项目，8 月公司公告拟发行总额不超 9 亿元可转债，分别投入湖北 15 万吨、河南 10 万吨和辽宁 4 万吨速冻食品项目。我们认为，公司正处于产能全国布局的关键节点，预计未来 3 年产能释放增速为 15-20%。销地产模式下产能持续推进全国化布局，周边市场销售带动效应显著，凭借规模采购优势、配送效率提升、优秀的渠道营销能力及产品反应速度，体现更强的供应链管理能力和规模效应。
- **维持目标价 60 元及强推评级。**对于年初以来市场一直关注的成本压力，我们一直强调，公司已证明良好的应对能力，应对措施多样，包括积极调整产品结构及实施产品提价，市场不应过分担忧，更重要的是销地产模式下全国化布局及领先的供应链管理带来的规模优势持续显现，我们继续看好龙头竞争优势继续强化，盈利能力保持稳中向好。我们预测 2019-2021 年 EPS 为 1.43/1.75/2.14 元，对应 PE 为 41/33/27 倍，维持目标价 60 元及“强推”评级。
- **风险提示：原材料成本上涨超预期，产能扩张不及预期，食品安全风险。**

(二) 天味食品：川调龙头发力定制餐调

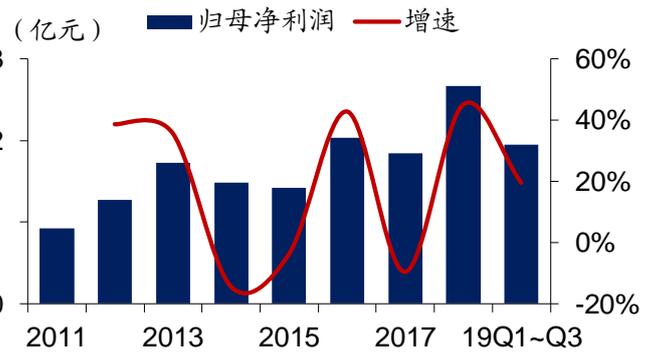
- 公司**为川味复合调味料龙头**。公司产品包括火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等9大类100多个品种（不包含定制餐调产品），主要收入来源为火锅底料、川菜调料，收入占比分别为48.6%、36.7%，公司核心品牌为“好人家”和“大红袍”，具备一定品牌知名度。2018年公司营业收入14.13亿元，同比+32.56%，归母净利润2.67亿元，同比+45.05%，毛利率/净利率分别为39.38%/18.87%，盈利能力良好。

图表 93 公司营收及增速



资料来源：招股说明书，华创证券

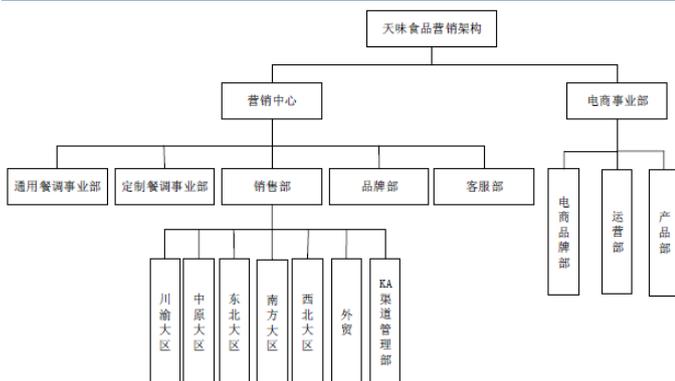
图表 94 公司归母净利润及增速



资料来源：招股说明书，华创证券

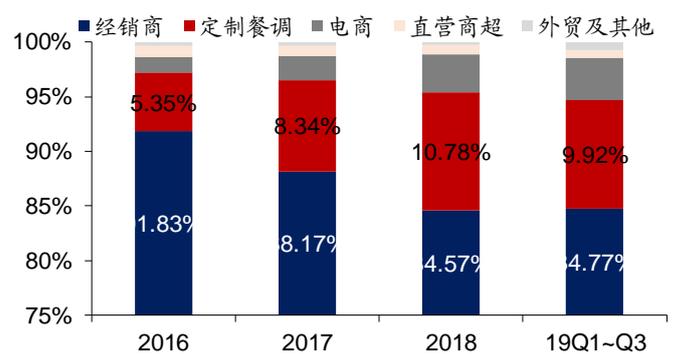
- 底料、川调稳健增长，以经销为主，发力定制餐调**。产品端，受益于渠道拓展及营销推广，2018年公司火锅底料、川菜调料、香肠腊味调料分别实现收入6.85亿元、5.18亿元、1.17亿元，同比+37.5%、34.1%、36.9%，同时在强研发能力支撑下，公司产品结构不断升级带动单价提升。渠道端，公司渠道结构以经销商为主，定制餐调、电商、直营商超为辅，并战略性发力定制餐调，与下游餐饮客户逐步形成稳定合作，未来有望持续贡献增量。

图表 95 营销架构覆盖全国



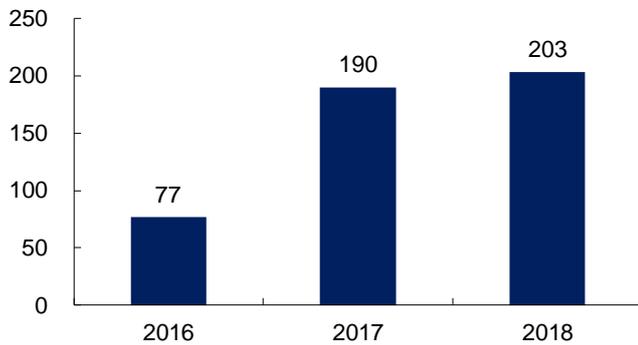
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 96 渠道结构以经销商为主



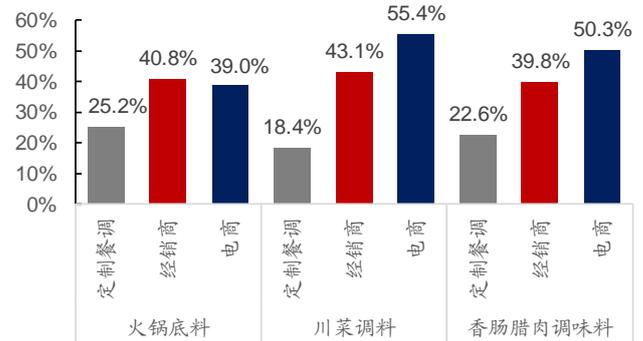
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 97 定制餐调客户数量稳步增长



资料来源：招股说明书，华创证券

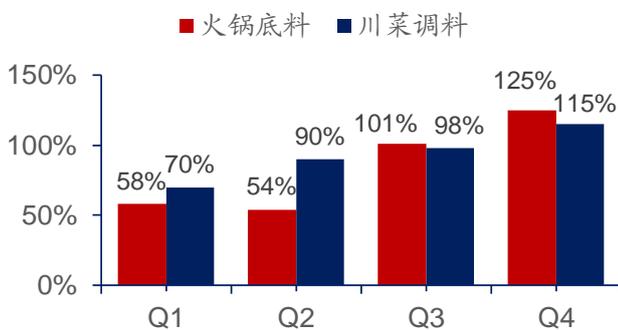
图表 98 分渠道毛利率情况



资料来源：招股说明书，华创证券

- ▶ **产能季节性短缺，募资扩大生产能力，提升营销配套。**公司近年来销量增长较快，且销售具备季节性，导致旺季产能不足，18Q4 公司火锅底料、川菜调料产能利用率均保持高位。公司募集资金主要用于扩大生产能力，及提升相应营销配套，项目计划产能 3.8 万吨，包括定制餐调 1.2 万吨/年、全型火锅底料 1.4 万吨/年、方便速食 0.4 万吨/年、其他川菜调料 0.8 万吨/年，项目达产后预计大幅提升公司生产能力，同时有利于公司发力营销，进一步提升品牌影响力。

图表 99 公司产能季节性短缺（2018 年）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 100 募投项目新增产能明细

序号	产品	募投项目新增产能 (万吨/年)	销售渠道
1	全型火锅底料	1.4	全渠道
2	方便速食	0.4	全渠道
3	其他川菜调料	0.8	全渠道
4	定制餐调产品	1.2	定制餐调渠道
合计		3.8	-

资料来源：招股说明书，华创证券

- ▶ **投资建议：**公司作为行业龙头有望持续受益复合调味料行业持续增长和行业品牌化、集中度的提升，短期看，公司拓展渠道、树立品牌需要较大市场投入，我们预测 19/20/21 年 EPS 为 0.81/1.02/1.25 元，对应 PE 分别为 60/48/39 倍，维持目标价 48.00 元。
- ▶ **风险提示：**食品安全问题；原材料价格波动；募投项目不及预期等。

（三）绝味食品：供应链优势助力门店拓展

- **收入保持较快增长，开店及同店节奏良好。**公司前三季度实现收入 38.86 亿元，同增 18.98%，单 Q3 收入 13.96 亿元，同增 18.21%，增速延续较快增长，预计 Q3 开店及同店增长仍维持良好节奏，预计全年完成开店 800-1200 家目标完成无虞。分地区看，前三季度华中、华东、华南、西南、华北、西北分别实现收入 10.05 亿元、9.63 亿元、7.15 亿元、5.45 亿元、4.47 亿元、6709.56 万元，分别同增 18.30%、14.57%、29.99%、16.71%、13.98%、11.11%，其中华中、华南市场增长较快。境外业务方面，新加坡及香港地区市场实现收入 5739.25 万元，同增 42.98%。
- **Q3 毛利率提升明显，盈利能力有所提升。**公司前三季度毛利率 34.70%，同比下降 0.21pct，单 Q3 毛利率为 35.52%，同比提升 1.60pcts，环比提升 0.49pct，毛利率提升推测来自于原材料成本回落，此前渠道调研反馈上半年鸭脖等成本有所上涨，三季度略有回落，预计全年同比保持平稳。费用率方面，公司 19Q3 销售费用率为 9.66%，同比提升 1.12pcts；管理费用率 5.40%，同降 0.78pct。综上，公司前三季度净利率为 15.81%，同比提升 0.89pct，Q3 净利率同比提升 0.99pct 至 15.38%，盈利能力有所提升。
- **短期关注门店稳步扩张，长期构建美食生态圈战略清晰。**短期来看，公司收入增长仍来自门店稳步扩张驱动，近年以每年 800-1200 家速度开店，目前已破万家，门店天花板尚远。长期来看，公司背靠全国化门店构建美食平台，对外投资卤味、轻餐、调味品、冷链物流等领域项目，依靠其供应链及门店管理能力打造美食生态圈。未来在门店规模效应、平台协同效应下，公司业绩增长具备看点，规模优势亦会稳步显现。
- **投资建议：**公司作为卤制品行业龙头，供应链管理及品牌渠道优势明显，当前门店保持良好扩张节奏，费用控制良好，业绩稳健增长可期。此外，公司开始布局串串业务以及供应链服务业务，并积极投资并购构建美食生态圈，海外布局亦在加快，中长期具备增长看点。我们维持预测 2019-2021 年 EPS 为 1.39/1.66/1.95 元，对应 PE 为 32/27/23 倍，暂维持 12 个月目标价 49.8 元，对应明年 30 倍 PE，维持“强推”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨，开店不及预期，食品安全风险等。

(四) 产业链受益标的一览

图表 101 餐饮变革趋势下产业链受益标的一览

代码	股价 2019/11/10	总市值 Rmb 100mn	EPS				市盈率				净资产收益率(%)				净利润 CAGR 18-21	PEG	
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
单一调味料																	
海天味业	603288	113.8	3,073	1.6	2.0	2.3	2.7	70.4	58.4	49.0	41.6	31.4	30.6	29.6	28.5	18.5%	3.2
中炬高新	600872	45.6	363	0.8	0.9	1.1	1.4	59.8	50.1	40.1	33.0	16.9	17.0	18.2	18.9	23.3%	2.1
恒顺醋业	600305	14.9	116	0.5	0.4	0.5	0.6	38.2	34.1	30.1	26.3	19.5	14.7	14.7	14.8	13.9%	2.4
复合料																	
颐海国际	1579.HK	54.0	565	0.5	0.7	0.9	1.2	109.1	77.7	57.2	43.8	27.9	27.2	27.5	28.2	32.1%	2.4
天味食品	603317	49.0	202	-	0.8	1.0	1.2	-	61.7	48.9	39.4	-	19.2	20.2	20.8	25.1%	2.5
日辰股份	603755	53.5	53														
速冻半成品																	
安井食品	603345	55.8	128	1.3	1.4	1.7	2.2	44.6	39.7	32.5	25.6	14.2	13.2	14.4	15.8	24.6%	1.6
三全食品	2216	11.7	94	0.1	0.2	0.2	0.3	93.1	67.1	48.9	35.6	4.9	6.4	8.1	9.8	37.3%	1.8
火锅																	
海底捞	6862.HK	36.3	1,921	0.3	0.5	0.7	0.9	116.7	75.2	51.9	39.3	20.3	24.2	26.9	26.9	40.9%	1.8
呷哺呷哺	0520.HK	10.5	113	0.4	0.4	0.5	0.6	24.5	24.9	20.3	16.7	20.9	17.9	19.3	20.0	13.0%	1.9
中西餐																	
广州酒家	603043	31.7	128	1.0	1.1	1.3	1.6	33.3	29.2	24.0	20.0	19.7	19.1	19.6	19.7	20.8%	1.4
百胜中国	YUMC.N	43.9	16,484	1.8	1.8	2.0	2.2	23.3	24.4	22.1	19.9	24.4	20.7	20.3	20.0	11.1%	2.2
中式小食																	
绝味食品	603517	44.6	259	1.1	1.4	1.6	1.9	28.5	23.0	19.2	16.2	14.9	21.4	21.5	21.4	19.1%	1.2
周黑鸭	1458.HK	4.0	95	0.2	0.2	0.2	0.2	39.2	48.3	44.9	41.5	13.3	9.3	9.5	9.1	-2.4%	n.m
中饮食品	19269	-	-														

资料来源：公司公告、华创证券 注：其中预测均使用 Wind 一致预测，港股及美股单位相应为本地货币

四、风险提示

餐饮行业增速不及预期，食品安全问题，扩张不及预期等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪莉琼	销售经理		wangliqiong@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500