

行业评级:

食品饮料

增持(维持)

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

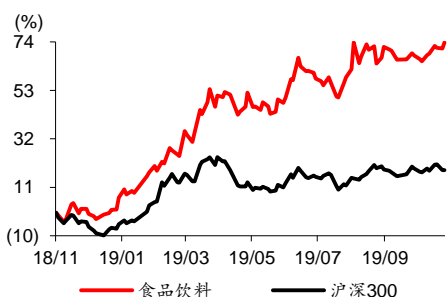
**李晴** 执业证书编号: S0570518110003  
研究员 021-28972093  
liqing3@htsc.com

**张晋溢** 执业证书编号: S0570519030001  
研究员 010-56793951  
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《食品饮料: 行业周报(第四十五周)》  
2019.11
- 2 《食品饮料: 行业周报(第四十四周)》  
2019.11
- 3 《元祖股份(603886 SH,买入): 坚持品牌定位, 门店稳健扩张》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 被忽略的餐饮供应链——食材领域

### 看好速冻食品餐饮渠道高增长

#### 被忽略的餐饮供应链——食材领域

好赛道: 餐饮需求有韧性, 且对标准化食材的需求快速提升, 孕育餐饮供应链万亿级别市场。我们认为, 市场对餐饮渠道食材供应企业议价能力低、没有品牌力、未来竞争格局可能恶化的担忧可能是不必要的, 应该更重视生产能力、仓储和物流供应能力以及客户的需求挖掘能力, 随着供应链的成熟, 可能最重要的不是餐饮供应的性价比, 重要的是考核产品、效率。我们认为, 当前更应该重视的是餐饮供应链-食材领域的成长性, 持续看好速冻食品餐饮渠道高增长, 推荐安井食品/三全食品。

#### 重视餐饮赛道, 需求有韧性

餐饮需求具备一定的需求韧性, 2014-2018年我国餐饮收入CAGR为11%, 火锅是第一大细分餐饮行业, 18年占据餐饮市场22%份额。餐饮对预制半成品、速冻食品的需求不断提升: 在餐饮行业多元化, 团餐及外卖、便利店鲜食等快速发展背景下, 出于时效性/经济性/安全性考虑, 对标准化食材的需求快速提升。且在成本端, 由于原材料/人工成本/物业成本的上涨压力, 餐饮客户有优化供应商结构的需求, 采用标准的供应链企业服务有望给餐厅带来盈利改善, 而在选择供应商时, 根据中物联冷链委餐饮供应链调查问卷, 餐厅最看重的前3要素是: 食品安全(41%)、质量(20%)和信誉(9%)。

#### 餐饮供应链: 万亿市场, 具备成长性

根据中国饭店协会《2019中国餐饮业年度报告》, 中国餐饮企业2018年各项成本比例中, 原料进货占据41%, 则中国4.3万亿的餐饮业市场对应大概1.76万亿的餐饮原料供应链市场。我们看好餐饮供应链-食材领域的成长性, 我们认为面向B端餐饮渠道的速冻火锅料制品(18年市场规模460亿, 13-18年复合增速12%)、预制菜肴有望维系高增长, 速冻面米行业本身处于成熟阶段, 但餐饮渠道2019-2023年有望维系15%的复合增速, 成长性依然较快。我们认为生产能力、仓储和物流供应能力以及客户的需求挖掘能力是当前餐饮供应链行业的重要竞争维度。

#### 看好速冻食品餐饮渠道高增长, 推荐安井食品/三全食品

推荐安井食品: 1) 后周期提价开启, 顺价能力强, 利于后周期利润率提升; 2) 猪价周期采购成本增加, 小型企业会加速淘汰, 利于安井市占率提升; 3) 看好产品力(品类优势)+成本优势+渠道拓展带动收入规模扩大的同时还具有盈利能力提升潜力。推荐三全食品: 1) 速冻食品餐饮渠道行业增长加速, T-B端餐饮(绿标)板块有望维持高增长; 2) T-C端(红标)业务板块利润率改善: 着力推动直营商超减亏、经销扩张; 3) 机制改善: 事业部制改革, 目标任务导向改为损益结果考核, 激励重整。

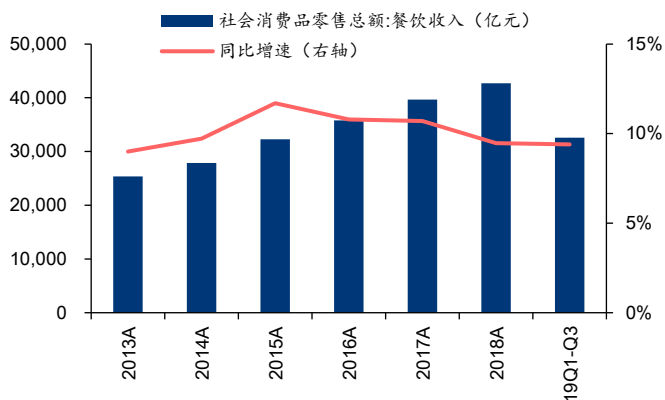
风险提示: 市场竞争加剧, 食品安全事件影响等。

## 被忽略的餐饮供应链——食材领域

### 重视餐饮赛道，需求有韧性

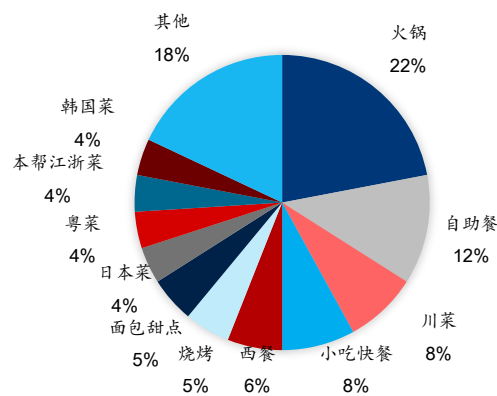
餐饮需求具备一定的刚性特征，2014-2018年市场规模CAGR为11%，火锅是第一大细分餐饮行业，占据18年餐饮市场22%的份额。根据国家统计局的数据，2018年餐饮收入为42716亿元，同比增长9.5%，2019年前三季度实现餐饮收入32565亿元，同比增长9.4%，略低于13-18年餐饮年均复合增速（10.9%），与18年增速基本持平，依然保持较快增长。

图表1：餐饮业收入仍然保持较高增速



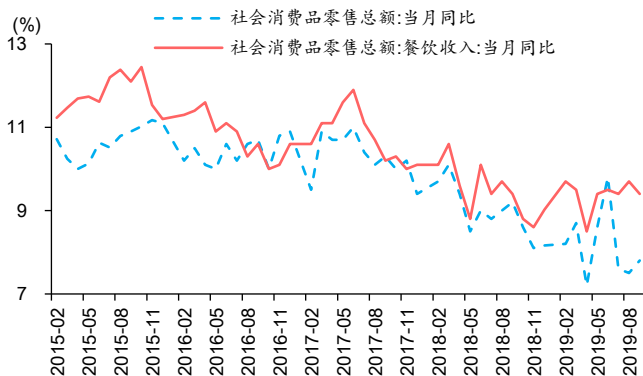
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：2018年餐饮行业细分领域市场规模



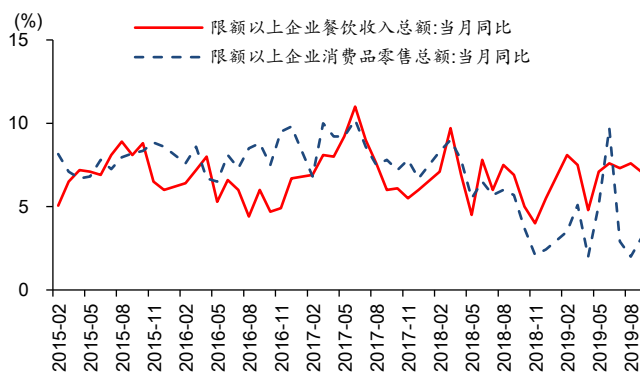
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表3：2019年餐饮收入维持平稳较快增速，且高于消费品零售增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表4：2019年限额以上企业餐饮收入增速高于消费品零售增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

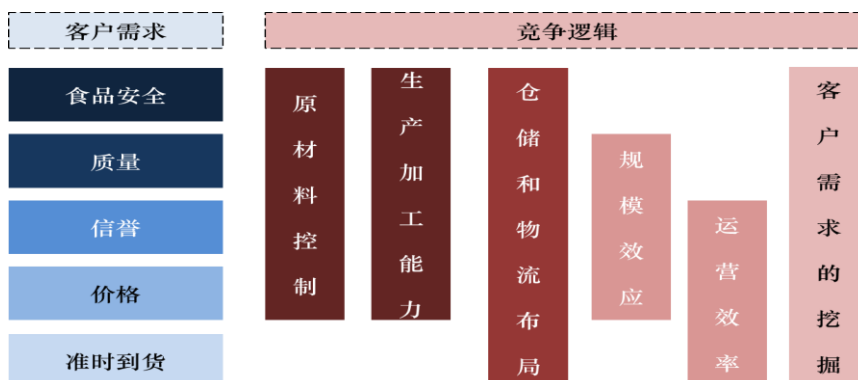
**餐饮行业竞争格局：极度分散，CR100为5.6%。**根据中国烹饪协会发布的《2018年度中国餐饮企业百强和餐饮五百强门店分析报告》，2018年中国餐饮百强企业总营业收入2410.7亿元，同比增速高达12.2%，餐饮百强企业营业收入占到全国餐饮收入5.6%，且所有品牌的市场份额均低于0.5%。

餐饮对预制半成品、速冻食品的需求不断提升，主要系火锅、团餐、外卖、便利店鲜食快速发展带来对食材标准化需求的提升。以火锅品类为例，根据中国饭店协会《2019中国餐饮业年度报告》，火锅品类近几年受市场需求增长及可扩张性的影响，高标准化的独特业务模式，成为餐饮细分中一大品类。火锅市场总收入2018年达到8757亿元，对比2014年涨幅超52%，预计2019年火锅营收达到9600亿元。在餐饮行业多元化、团餐及外卖、便利店鲜食等快速发展背景下，由于时效性、经济型考虑，对标准化食材的需求快速提升。

**餐饮供应链：万亿市场，具备成长性**

**客户诉求和竞争逻辑：**我们认为生产能力、仓储和物流能力以及客户的需求挖掘能力是当前餐饮供应链行业的重要竞争维度。

图表5： 餐饮供应链行业：基于客户需求特征的行业竞争逻辑

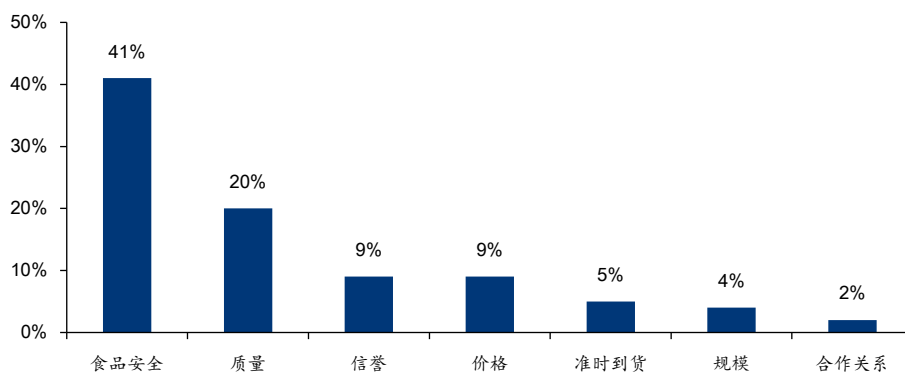


资料来源：华泰证券研究所

**1) 餐饮客户的需求特征：有优化供应商结构的需求，看重产品和服务。**根据中物联冷链委发布的《2018年餐饮供应链研究报告》中的餐饮供应链调查问卷，餐饮供应渠道多元，餐饮企业采用多供应商模式，超过70%的餐饮企业拥有100+个供应商；且餐厅与供应商有建立稳定关系的诉求，73%的采购通过长期合同形式。

**2) 在选择供应商的时候，餐厅既看重供应产品的品质，也看重服务的质量。**根据中物联冷链委餐饮供应链调查问卷，餐厅最看重的前3要素是：食品安全(41%)、质量(20%)和信誉(9%)。

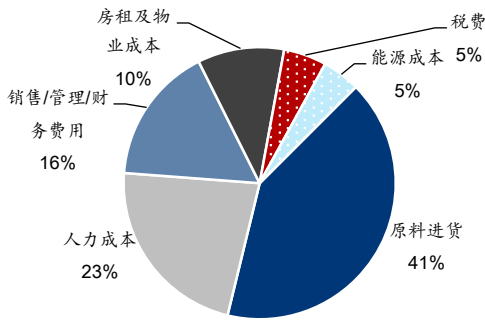
图表6： 食品安全、产品质量和信誉是餐厅选择供应商最主要的3个考量维度



资料来源：中物联、华泰证券研究所

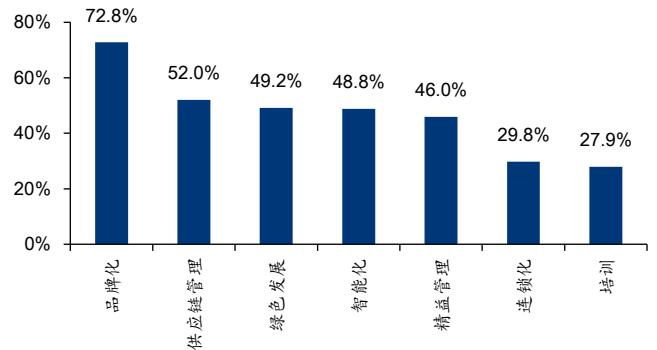
**餐饮供应链：万亿市场，具备成长性。**餐饮供应链供应的食材按照产品所属种类可以分为肉类、蔬菜类、粮油类、调味品类、饮料和酒类、卫生纸等耗材类；按照产品形态可分为生鲜类（比如在生鲜品类供应较强的美菜网等）、标品及冻品类（依托速冻食品的安井食品、三全食品等）。从行业规模来看，根据中国饭店协会《2019中国餐饮业年度报告》，中国餐饮企业2018年各项成本比例中，原料进货占据41%，则中国4.3万亿的餐饮业市场对应大概1.76万亿的餐饮原料供应链市场。且中国餐饮企业对供应链发展的重视程度提升，仅次于品牌化发展。

图表7：中国餐饮业企业平均各项成本比例



资料来源：中物联，华泰证券研究所

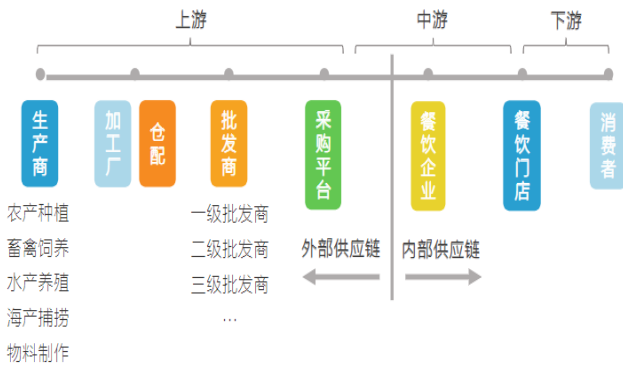
图表8：调查企业关注的餐饮企业发展方向



资料来源：中物联，华泰证券研究所

**餐饮供应链的重心由中下游往上游转移。**根据亿欧智库《2019餐饮供应链B2B服务行业研究报告》，2010年前餐饮供应链主要集中在中下游（即从餐饮企业、餐饮门店至消费者的过程），而在2015年后，针对供应链上游提供服务的企业开始快速发展，主要服务涉及生鲜品、半成品、冻品等。

图表9：餐饮供应链行业产业链条



资料来源：亿欧智库，华泰证券研究所

图表10：餐饮供应链B2B企业成立时间及模式分布



资料来源：亿欧智库，华泰证券研究所

**餐饮供应链市场主要参与者包括四类：**1) 餐饮企业的关联公司，以服务关联企业逐步面向全市场的蜀海为代表；2) 独立生鲜电商平台，以在生鲜品类供应较强的美菜网为代表等；3) 互联网企业的关联公司，凭借互联网平台粘性切入餐饮供应链的快驴进货等；4) 预制品、半成品及冻品类食品加工企业，以安井食品、三全食品等为代表。

图表11： 餐饮供应链行业的主要参与者

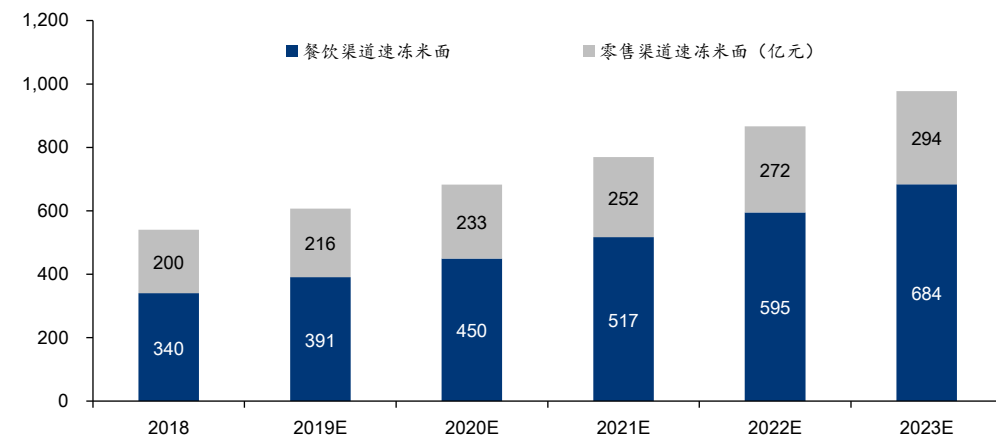


资料来源：蜀海供应链，美菜网，快驴进货，安井食品，三全食品，华泰证券研究所

看好餐饮供应链-食材领域的成长性，面向 B 端餐饮渠道的速冻火锅料、预制菜肴有望维系高增长。速冻食品包括：速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品等，其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品以及部分速冻其他制品俗称“火锅料制品”。火锅料制品和速冻面米制品是我国主要的速冻食品品种。

**速冻面米：**行业本身处于为成熟阶段，但我们预计速冻面米餐饮渠道 2019-2023 年有望维系 15% 的复合增速，成长性依然较快。根据中国饭店协会数据，2018 年速冻面米市场规模为 540 亿元，其中餐饮渠道 340 亿元，零售渠道 200 亿元。其中餐饮渠道：预计 2019-2023 年 CAGR=15%，到 2023 年规模达到 684 亿元；零售渠道：预计 2019-2023 年 CAGR=8%，到 2023 年规模达到 294 亿元。

图表12： 速冻面米餐饮渠道 2019-2023 年有望维系 15% 的复合增速



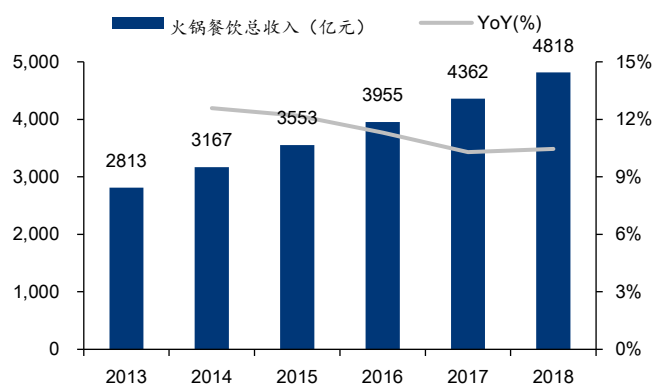
资料来源：中国饭店协会，华泰证券研究所

**速冻火锅料制品市场 2018 年市场规模 460 亿，13-18 年复合增速 12%。**2013-2018 年我国火锅餐饮行业收入由 2813 亿元增长至 4818 亿元，年均复合增速达 11%，在中国火锅餐饮行业需求的拉动下，我国速冻火锅料制品市场快速发展，根据中商产业研究院数据，我国速冻火锅料制品 2018 年市场规模 460 亿，13-18 年年均复合增速 12%。

**速冻火锅料应用场景丰富，有望维系较快增长。**速冻火锅料除了借助传统优势赛道火锅行业的高增长外，同时在麻辣烫、关东煮、便利店等餐饮形式均有非常合适的应用场景。

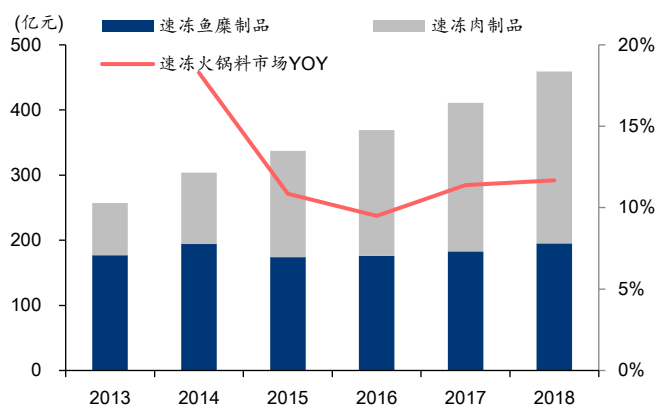


图表13: 中国火锅餐饮行业收入规模 13-18年复合增速 11%



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表14: 速冻火锅料市场 13-18年复合增速 12%

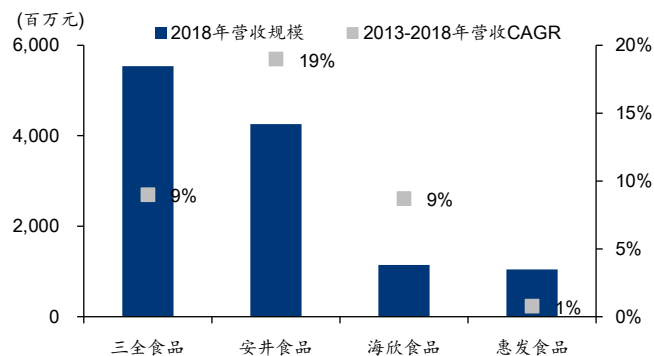


资料来源: 中商产业研究院, 华泰证券研究所

**推荐安井食品: 速冻火锅料龙头, 餐饮渠道维持高增长, 后周期提价显弹性**

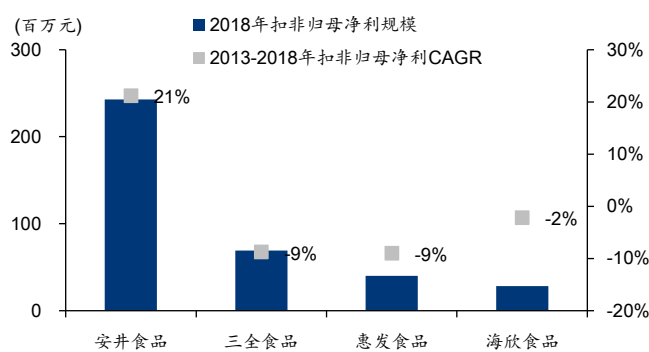
推荐安井食品: 1) 后周期提价开启, 顺价能力强, 利于后周期利润率提升; 2) 猪价周期采购成本增加, 小型企业会加速淘汰, 利于安井市占率提升; 3) 看好产品力 (品类优势) + 成本优势 + 渠道拓展带动收入规模扩大的同时还具有盈利能力提升潜力。

图表15: 安井 13-18年营收增速显著高于同业



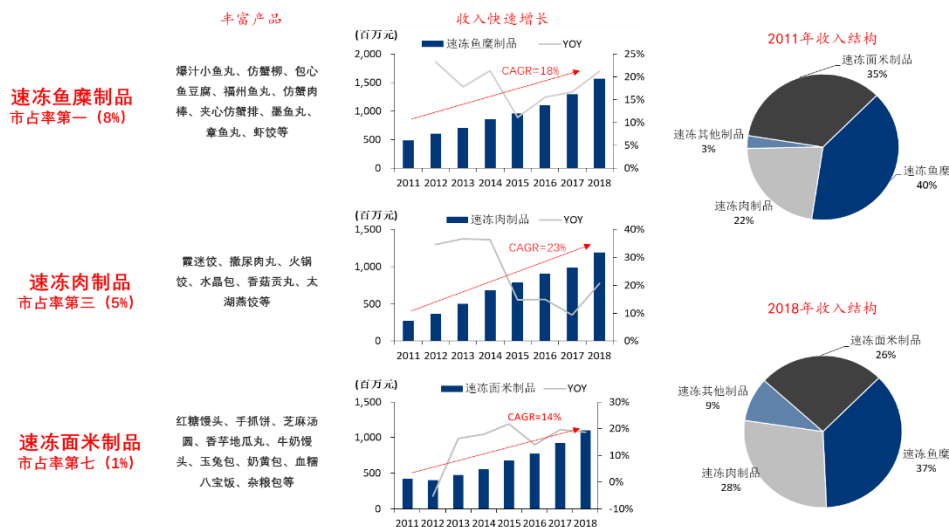
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 安井 13-18年扣非归母净利润增速显著高于同业



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 安井食品产品结构以速冻火锅料制品为主、速冻面食制品为辅

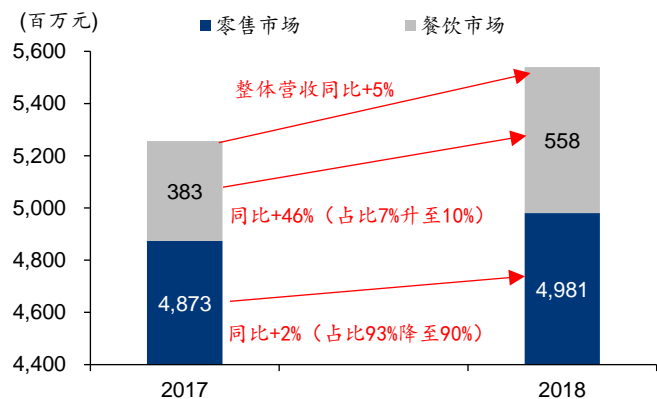


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**推荐三全食品：B端餐饮高增长，C端着力利润率改善**

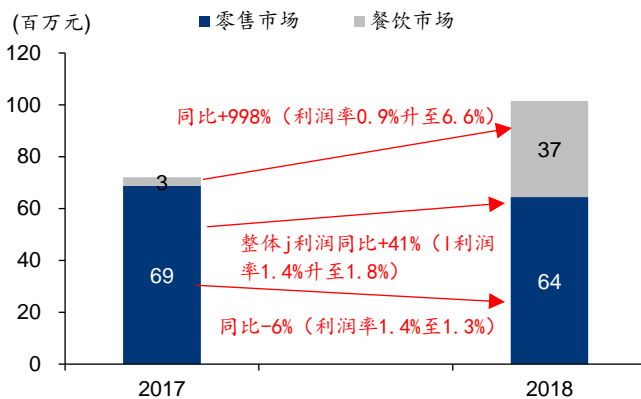
推荐三全食品：1) 速冻食品餐饮渠道行业增长加速，三全餐饮（绿标）板块有望维持高速增长；2) T-C端（红标）业务板块利润率改善：主要着力推动直营商超减亏、经销扩张；3) 机制改善：事业部制改革，目标任务导向改为损益结果考核，激励重整。

图表18： 餐饮渠道快速增长，且受益于行业高增长



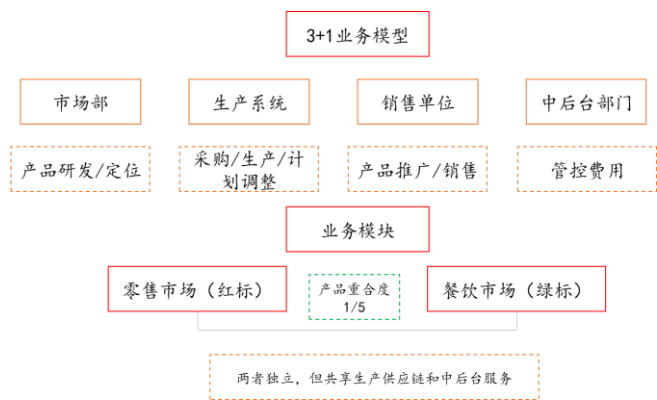
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表19： 餐饮高利润率及占比提升带动整体利润率改善



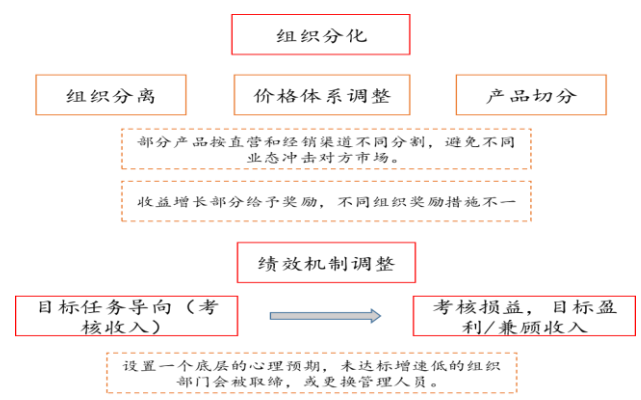
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表20： 业务结构调整调整为“3+1”模型，红标与绿标为独立事业部



资料来源：华泰证券研究所

图表21： 绩效机制调整（考核收入转为考核损益）



资料来源：华泰证券研究所

**风险提示**

- 1) 市场竞争加剧，如果行业竞争加剧会导致行业利润率面临下滑风险。
- 2) 食品安全事件影响，如果出现食品安全问题，则会对消费者的购买意向、公司产品销售产生负面影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com