



零售优势巩固, 餐饮大有可为

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司迎来高质量增长的外部+内部条件均已成熟: **1、速冻食品行业受益于疫情后的消费习惯留存加速扩容**, B/C 两端需求爆发, 整体规模或可快速翻倍至 3000 亿元, 公司作为行业龙头有望长期享受行业扩容+整合双份红利。**2、零售端持续优化渠道和产品可塑性**, 公司通过体制改革优化渠道结构, 直营占比从 50%降至 30%, 销售费用率降至 20%以下, 未来侧重产品发力: 传统米面高端化节奏清晰, 新式面点聚焦场景矩阵搭建, 涮烤汇等新业务有望接棒迎来爆发式增长。**3、餐饮业务持续战略性推进**, 公司利用优势米面制品切入餐饮, 积极布局大火锅类速冻调理食品, 定位多场景下的餐饮大供应链综合服务商。资源倾斜下, 餐饮端过去 3 年 CAGR 高达 35%, 渠道开拓可复制性强, 预计未来 3-5 年仍可保持 30%以上增速, 打开公司第二成长曲线。
- 疫情后消费习惯留存, 供需两端做支撑, 速冻食品赛道景气看长。** 1、速冻食品行业近十年来稳健增长, 疫情进一步增加消费量, 后疫情时代消费习惯留存, 正处于量价齐升的黄金时期。对标海外, 我国速冻食品市场还有翻倍空间, 叠加餐饮连锁化、家庭小型化等长期趋势, B/C 两端需求并起, 拉动行业未来 5 年保持 10%以上增速扩容。2、冷链物流系统维持 20%以上高增速发展, 向产地和餐桌两端不断延伸, 从供给端推动速冻食品的进一步渗透和下沉。3、整体行业仍处于扩容成长期, CR3 不足 15%, 龙头企业在品牌、产品、销售网络和供应链等方面优势明显, 强者恒强, 有望加速收割市场份额, 持续强化领导地位。
- 渠道结构优化+产品矩阵强化, 零售重焕活力。** 1、直营扭亏, 经销拓展加速, 公司 20 年新增 1300 余家经销商, 销售费用率降低至 14%, 盈利能力得以改善。2、产品结构升级, 推陈出新节奏加快, 不断用新品和高端产品替代利润率低的米面老品, 同时利用强品牌力开拓火锅料零售业务, 未来 1-3 年有望迎来爆发式增长。3、公司聚焦“早餐、备餐、涮烤”三大场景进行自下而上的产品研发, 提供热门消费场景下的联合选择, 依靠大单品突破, 带动产品群销量, 定位餐桌美食供应者, 平台属性初现。
- 餐饮业务势头正盛, 高增速拉动第二曲线。** 公司于 18 年末独立餐饮业务部, 确立重点发力餐饮战略。1、从产品、人员、渠道等方面进行差异化管理和资源倾斜, 业务拓展良好, 疫情压制下近三年 CAGR 仍达 35%。2、与零售端共享研发和供应链优势, 公司餐饮端净利率接近 8%, 无明显后发劣势, 并拉动整体利润率上行。3、速冻食品餐饮渠道仍以跑马圈地为主线, 竞争格局尚好, 预计公司餐饮业务未来 3-5 年仍有望保持 30%以上增速, 成为公司业绩增长新引擎。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2023 年两年归母净利润复合增速达 22.4%, 基于公司未来零售创新业务优势巩固和餐饮业务开拓加速, 给予 2021 年 32 倍估值, 对应目标价 24.32 元, 给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6926.08	7976.24	9225.41	10571.85
增长率	15.71%	15.16%	15.66%	14.59%
归属母公司净利润(百万元)	767.90	670.24	832.50	1014.17
增长率	249.01%	-12.72%	24.21%	21.82%
每股收益 EPS(元)	0.87	0.76	0.95	1.15
净资产收益率 ROE	25.65%	19.31%	20.13%	20.52%
PE	19	22	17	14
PB	4.83	4.17	3.50	2.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.79
流通 A 股(亿股)	6.30
52 周内股价区间(元)	16.44-40.25
总市值(亿元)	144.54
总资产(亿元)	58.29
每股净资产(元)	4.01

相关研究

投资要件

关键假设

1) 速冻米面制品类别中, 汤圆、水饺、粽子主要受益于产品升级节奏加速, 销量维持低速增长; 面点、点心系列伴随餐饮渠道开拓进行放量, 同时新品导入加快。预计 2021-2023 年速冻米面制品销量同比增长 11%、9%、7%, 吨价以 1%、2%、2% 增速稳步上行; 受益于产品结构升级+规模优势, 公司毛利率分别为 31.8%、32.4%、32.8%。

2) 涮烤汇等速冻调味品未来三年有望迎来爆发式增长, 叠加餐饮渠道的持续开拓, 全品类涮烤产品实现 B/C 两端互融, 预计 2021-2023 年速冻调理系列销量同比增长 50%、50%、45%, 吨价分别提升 4%、3%、2%, 规模效应带动毛利率呈现 22.2%、22.9%、23.7% 的上升趋势;

3) 鲜食类业务处于起步探索阶段, 渠道和范围皆有一定限制, 参考“摸着石头过河”的市场开拓模式, 预计 2021-2023 年冷藏短保类产品逐步放量, 销量分别同比增长 15%、20%、22%, 吨价同比增长 0%、1%、2%, 毛利率缓慢提升至 21.0%、21.8%、22.6%。

4) 新业务放量带来规模效应, 渠道结构不断优化降低销售费用率。

区别于市场的观点

市场认为三全食品过去依靠内部改革降费带来的红利期已告一段落, 公司业务的基本盘仍在传统汤圆、水饺的零售板块, 整体增速有限, 存在“船大难掉头”的问题, 业绩存在高基数挑战但成长性有限。

我们并不否认体制改革带来的利润高弹性已基本释放, 但“厉兵秣马”的成果是长期的费用减负和渠道结构优化, 使得本就内功深厚的速冻龙头得以轻装上阵, 具备在广阔赛道上施展拳脚的能力。看好公司业绩由内生驱动转为由业务带动的长期高质量增长, 主要从以下两个方面发力: 1) 餐饮端收入和利润均步入 35% 以上增速的快车道, 背后的基础是产品力和渠道能力。公司围绕早餐场景打造的速冻米面矩阵, 能够快速打入早餐店、粥铺、食堂等长尾小 B, 为其提升附加值; 在餐饮连锁化大背景下, 标准化通品在目前仍以夫妻老婆店为主的早餐业态整合空间十分广阔, 公司渠道扩张模式可复制性强, 预计未来 3-5 年仍可维持 30% 以上高增速。2) 公司涮烤汇采取店中店模式, 产品不局限于竞争最激烈的丸类, 做大火锅场景下的全品类一站式采购平台; 同时抓住了火锅料向家庭端渗透的趋势, 利用自身在零售板块积累的优势资源, 有望实现弯道超车, 剑指火锅料榜眼地位。2020 年涮烤类产品同比增长 60%, 终端动销良好, 常现供不应求的情况, 是公司下一个业务发力点, 有望接棒米面产品, 开拓第二品类, 带领公司迈入新的增长曲线。

股价上涨的催化因素

餐饮业务开拓加速; 新品放量、动销超预期。

估值和目标价格

预计 2022-2023 年两年归母净利润复合增速达 22.4%, 基于公司未来零售创新业务优势巩固和餐饮业务开拓加速, 给予 2021 年 32 倍估值, 对应目标价 24.32 元, 给予“买入”评级。

投资风险

原材料价格或大幅波动, 食品安全风险, 速冻食品渗透率提升不及预期等。

目 录

1 速冻食品开拓者，苦练内功走向复兴	1
2 疫情成窗口，千亿赛道加速扩容	4
2.1 行业稳态发展，结构分化明显.....	4
2.2 行业成长空间广，驱动力十足.....	6
2.3 龙头全品类布局，份额加速靠拢.....	14
3 品牌强势，产品丰富，供应链基础雄厚	20
3.1 三十年积淀，成就国民品牌.....	20
3.2 产品升级拓展加速，全品类平台属性初现.....	21
3.3 供应链基础雄厚，构建高壁垒.....	23
4 内部机制理顺，业绩弹性释放	25
4.1 存量改善，内生驱动降费提效.....	25
4.2 战略重塑，双轮拉动业绩加速.....	28
5 财务分析	34
6 盈利预测与估值	36
6.1 盈利预测.....	36
6.2 相对估值.....	37
6.3 绝对估值.....	38
7 风险提示	39

图 目 录

图 1: 三全食品发展历程	1
图 2: 三全食品股权结构	2
图 3: 公司 2016-2019 年主营业务收入结构	2
图 4: 面点及其他产品收入增速高于传统产品	2
图 5: 公司 2016-2019 年主营业务毛利结构	3
图 6: 2020 年公司主营业务收入结构	3
图 7: 公司 2012 年以来营业收入及增速	3
图 8: 公司 2012 年以来归母净利润及增速	3
图 9: 我国速冻食品发展历程	4
图 10: 中国速冻食品行业收入规模及增速	5
图 11: 中国速冻食品产量与吨价	5
图 12: 速冻食品产品分类	5
图 13: 2018 年速冻食品细分品类占比	5
图 14: 速冻食品子品类生命周期	6
图 15: 2019 中国速冻食品消费量明显低于其他国家	6
图 16: 中国速冻食品品类丰富程度较低	6
图 17: 日本速冻食品人均消费量和人均 GDP 推演	7
图 18: 日本速冻食品产量变化	7
图 19: 速冻食品产业链结构	7
图 20: 速冻食品企业疫情之下实现业绩高增	8
图 21: 传统非标生鲜采购安全成隐患	8
图 22: 2014-2019 中国餐饮市场规模	9
图 23: 2011-2019 连锁餐饮企业门店总数	9
图 24: 2011-2019 北上广深店铺租金 (元/月·平方米)	9
图 25: 2011-2019 餐饮行业就业人员平均工资	9
图 26: 日本速冻食品餐饮/零售产量对比	10
图 27: 预测餐饮渠道增速可达 15%+	10
图 28: 各国日均工作时长对比	10
图 29: 家庭小型化趋势明显	10
图 30: 日本主要速冻食品产量	11
图 31: 日本部分速冻食品“黑科技”	11
图 32: 中国与发达国家人均冷库容量对比	11
图 33: 2019 全国冷链物流企业区域分布	11
图 34: 中国冷链物流市场规模及增速	12
图 35: 全国冷藏车保有量及增速	12
图 36: 日本速冻食品吨价走势	13
图 37: 三全食品吨价已恢复增长	13
图 38: 城镇化率和第三产业占比持续升高	13
图 39: 居民可支配收入逐年提升	13

图 40: 海欣高中低端火锅料一站式陈列	14
图 41: 酱油与水饺产品结构对比	14
图 42: 日本速冻食品企业工厂在行业洗牌后大幅减少	15
图 43: 2019 年日本冷冻食品竞争格局	15
图 44: 2017 年以来当年速冻相关企业注册个数	15
图 45: 2015 年以来安井食品产能利用率	15
图 46: 2019 年中国传统速冻米面食品竞争格局	17
图 47: 2015 年以来传统速冻米面食品 CR3 缓慢上升	17
图 48: 2020 年中国传统速冻米面食品竞争格局	17
图 49: 三全思念竞争策略的博弈论简析	17
图 50: 2011-2018 速冻火锅料市场规模	19
图 51: 2019 中国速冻火锅料市场竞争格局	19
图 52: 三全连续五年成为中国最具价值百强品牌	20
图 53: 三全品牌深入人心	21
图 54: 汤圆水饺口味丰富且全价格带覆盖	21
图 55: 三全水饺毛利率改善	22
图 56: 洽洽蓝袋瓜子扭转老品颓势	22
图 57: 公司部分产品展示	22
图 58: 围绕早餐场景进行产品研发推广	22
图 59: 我国早餐市场规模	23
图 60: 水饺、汤圆到达规模后增速下滑	23
图 61: 公司 2015 年扣非后归母净利润为负	26
图 62: 2012-2016 年销售费用率上升, 净利率下滑	26
图 63: 自下而上研发新品, 渠道选择性铺货	26
图 64: 2020 年经销商开拓加速	27
图 65: 2020 年经销渠道收入高增	27
图 66: 公司减直营提经销, 渠道结构持续优化	27
图 67: 公司改革效果立竿见影	27
图 68: 餐饮端品类扩展迅速	29
图 69: 公司研发投入规模遥遥领先 (万元)	30
图 70: 公司研发费用率位居前列	30
图 71: 公司餐饮端净利率与安井基本持平	31
图 72: 餐饮端带来净利润高增	31
图 73: 2017 年以来公司餐饮端收入及预测	32
图 74: 涮烤汇采用店中店模式	33
图 75: 火锅料品类俱全	33
图 76: 三全成长曲线	34
图 77: 供需两端驱动力十足	34
图 78: 公司净资产收益率及增速	34
图 79: 可比公司 ROE	34
图 80: 公司 ROE 杜邦分析	35
图 81: 可比公司销售费用率	35

图 82: 公司净利率回顾与推演	35
图 83: 2019 年速冻食品制造企业资产负债率	36
图 84: 公司债务组成	36

表 目 录

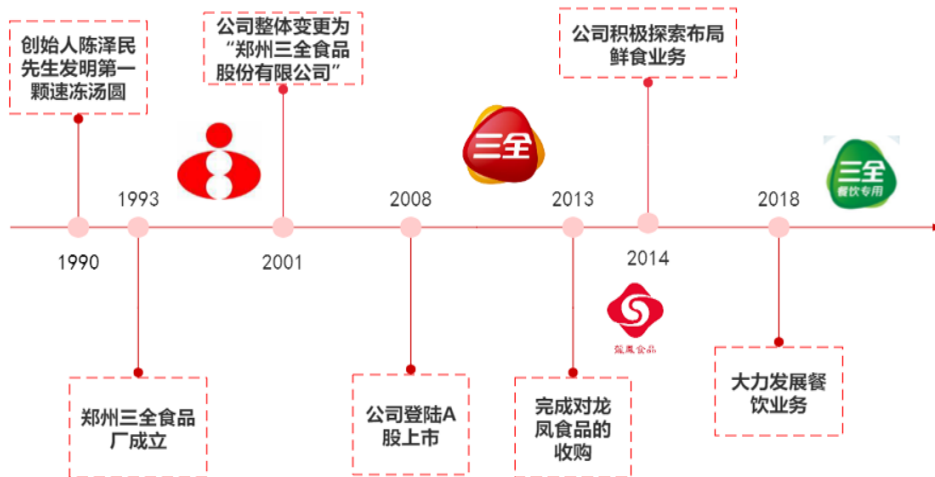
表 1: 2020-2021 国家和地方部分冷链物流相关政策	12
表 2: 水饺汤圆高端进程加快	14
表 3: 速冻食品企业全品类布局	16
表 4: 部分新式面点品牌及产品	18
表 5: 部分企业预制菜肴布局及竞争性分析	19
表 6: 公司与海天率先完成全国化销售网点建设	24
表 7: 公司产能布局充分	24
表 8: 公司供应链系统具备核心优势	25
表 9: 餐饮端定制品和通用品并行	29
表 10: 三全餐饮与千味央厨对比	30
表 11: 公司分渠道利润率拆解	31
表 12: 部分火锅食材堂食和零售价格对比	32
表 13: 锅圈食汇融资历史	32
表 14: 分业务收入及毛利率	37
表 15: 可比公司估值	38
表 16: 绝对估值假设条件	38
表 17: FCFE 估值结果	39
附表: 财务预测与估值	40

1 速冻食品开拓者，苦练内功走向复兴

三全食品创立于 1993 年，专注于速冻食品的研发、生产和销售，旗下拥有“三全”及“龙凤”两大知名品牌，发展至今已经构建了遍及全国的生产销售渠道，终端网点超 20 万个，整体业务规模及市占率连续多年位居行业第一。

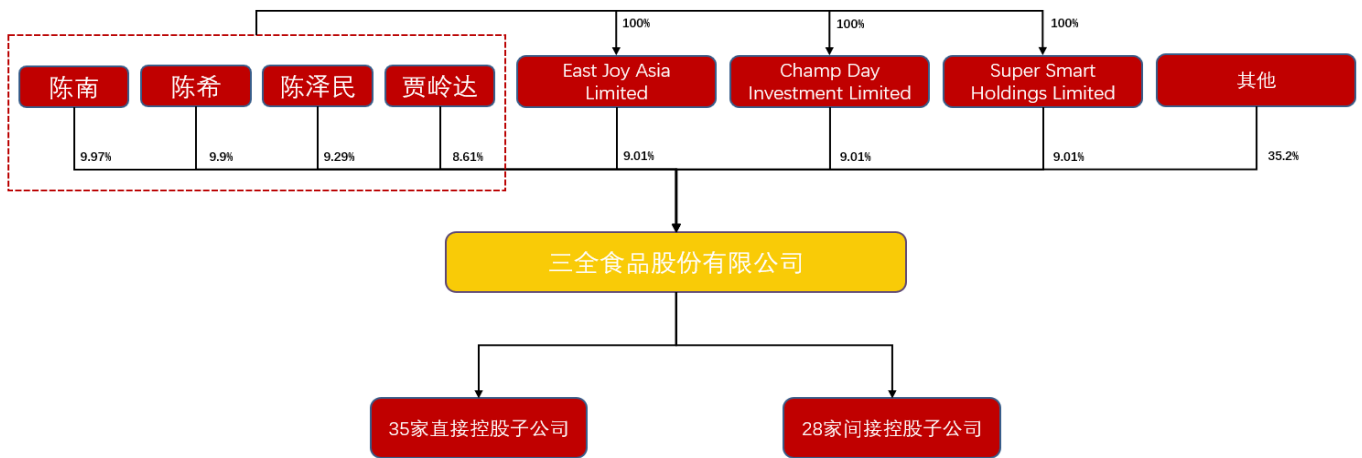
2012-2016 年，传统速冻米面赛道经历前期快速扩张后增速放缓，价格战进入白热化阶段，叠加公司在鲜食创新业务和整合龙凤资源方面投入过高费用等因素，三全曾一度陷入“创收不创利”的困境。2018 年后，公司重新调整品牌定位，致力于成为全渠道、全品类覆盖的“餐桌美食供应商领导者”，确立大力发展餐饮业务的战略规划，积极拓宽消费场景，丰富产品线。同时开展深度体制改革，激发组织活力，优化渠道结构，强化业务优势，降费提质增效成果显著。2020 年新冠疫情催生“宅经济”，成为居民消费观念转变的重要风口，速冻食品各方需求并起，公司有望借助行业二次扩容与内部改革红利兑现走向复兴，未来成长可期。

图 1：三全食品发展历程



数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

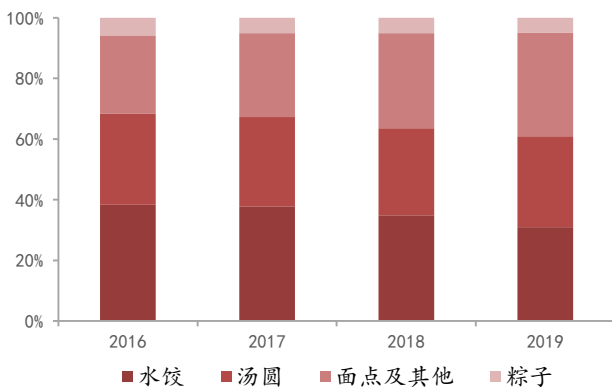
股权集中稳定，激励充分。公司实际控制人为创始人陈泽民家族，通过直接和间接的方式合计持股 64.8%。公司曾于 2014、2016 年分别实施股权激励计划，其中 2016 年计划授予高管及核心业务人员合计 1473 万股，占公司总股本的 1.80%，现已完成解锁，积极性调动充分。

图 2：三全食品股权结构


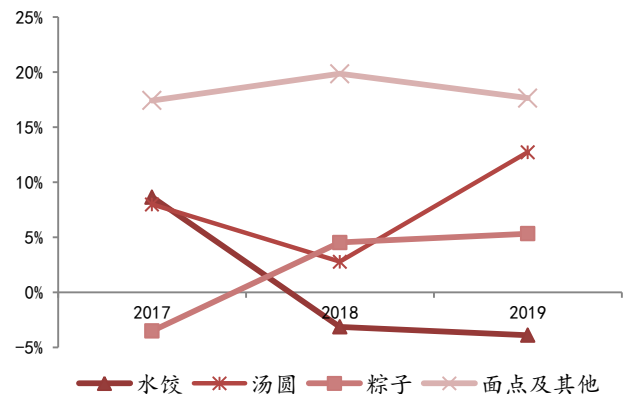
数据来源：公司公告，西南证券整理

水饺汤圆比重下降，品类扩张打造平台。从产品结构看，水饺、汤圆、面点系列（包括火锅料、鲜食等其他类产品）为公司三大主要产品系列，合计占比超 90%。近年来，公司积极研发导入新品类，推出“茴香小油条”、“酥脆油条”、“薄皮馅饼”等过亿大单品，面点系列占比提升明显，2016-2019 年该系列收入复合增速达 18.3%，占比由 25% 提升至 34%；其传统强势的水饺系列占比有所下滑，汤圆系列基本保持不变。从毛利端看，过去主要采取商超直营的汤圆水饺毛利率较高，贡献比重大；主要依靠经销商铺货的面点系列毛利率较低，贡献占比小。

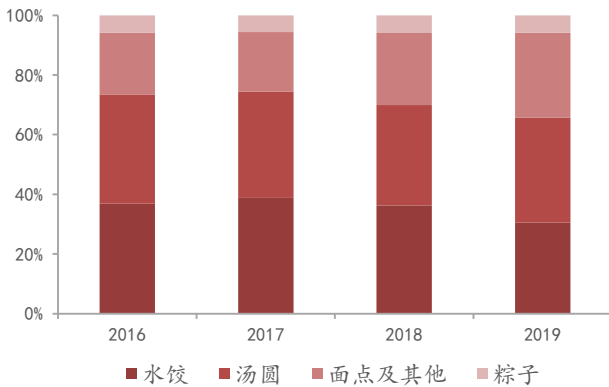
随着餐饮业务的持续推进和涮烤汇等零售创新业务的打造，公司品类扩张加速，非传统速冻类产品战略地位持续提升。2020 年公司年报首次将水饺、汤圆及粽子合并，并将面点、涮烤类和冷藏短保类单独列示，公司全品类、全温区的“餐桌美食供应者”平台属性日益显现。

图 3：公司 2016-2019 年主营业务收入结构


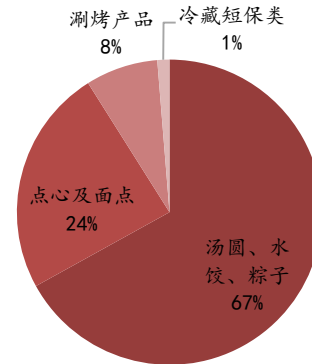
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：面点及其他产品收入增速高于传统产品


数据来源：公司公告，西南证券整理

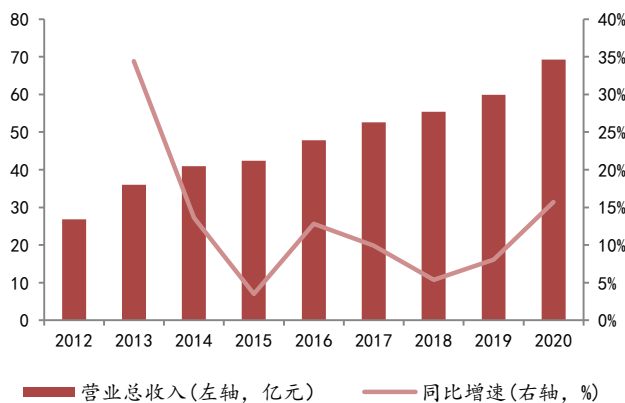
图 5：公司 2016-2019 年主营业务毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

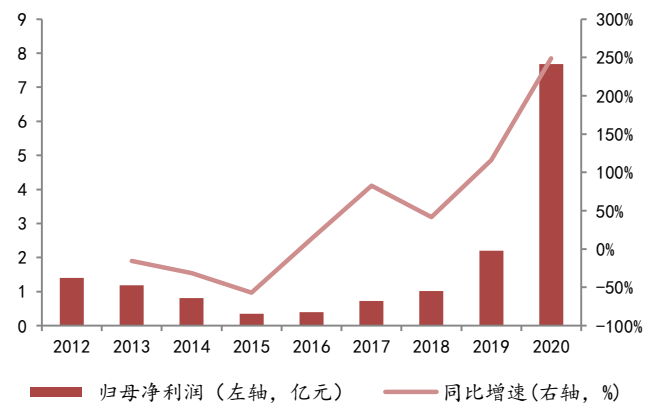
图 6：2020 年公司主营业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

营收稳健增长，改革红利变现，利润触底回升。2012-2016 年，三全同思念等其他零售巨头展开激烈价格战抢占市场份额，虽然公司的营收规模仍保持稳定增长，但高额的费用投放致使净利润下滑严重。2016 年后，价格战放缓，三全净利润探底回升，2016-2019 年 CAGR 达 78%，尤其是 2019 年公司采取的一系列降费提效举措和餐饮渠道的发力，带来净利润同比增长 116%，净利率由 2016 年的 0.8% 恢复至 3.7%。2020 年疫情带来速冻食品零售端销量高增，公司分别实现营收/净利润 69.3 亿/7.7 亿，同比增长 16%/250%，净利率达到 11.1%。其中利润端涉及 1.97 亿元的子公司股权转让和政府补贴等非经常性损益影响，调整后实现净利润 5.7 亿，同比增长 193%。后疫情时代，消费习惯留存使得速冻食品需求并起，公司内部逻辑理顺，方向规划清晰，伴随零售渠道的优化降费以及餐饮市场的开拓，未来有望长期维持高质且高速的业绩增长。

图 7：公司 2012 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2012 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

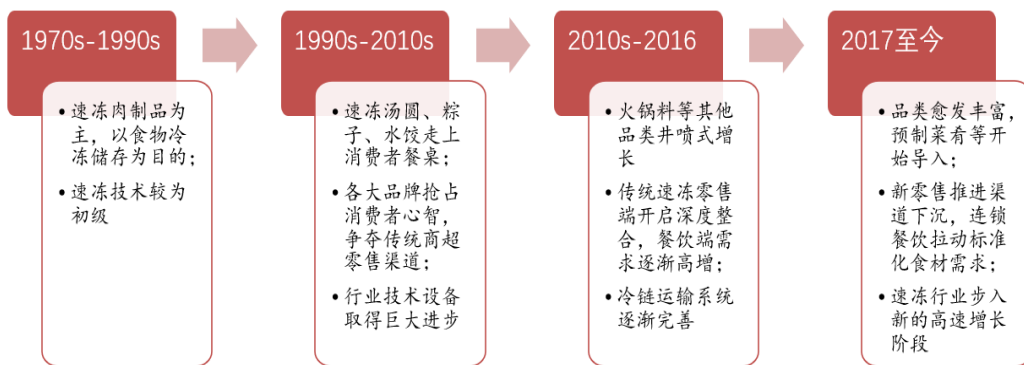
2 疫情成窗口，千亿赛道加速扩容

2.1 行业稳态发展，结构分化明显

被误解的速冻：古今食客皆追求食材的新鲜和口感，传统观念中的冷冻食品只是应急所需，而生鲜食材在运输、售卖过程中易损耗变质的特性却往往被忽略。**真实的速冻：**区别于一般的冷冻食品，速冻食品特指在低于-30℃的环境下进行急速冻结，并保持在-18℃以下进行储存流通的产品，能最大程度地保留食物的营养和口感，在不借助任何添加剂的情况下减缓食物变质。随着速冻技术和冷链设施的完善，速冻食品正缓缓脱下被误解的外衣，蓬勃发展。

速冻食品行业经历快速扩容和部分整合后，进入新的发展阶段。我国速冻食品的历史可以追溯到上世纪 70 年代末期，历经第一阶段的快速发展，便宜又便捷的汤圆、水饺、粽子等早已从节假日消费成为居民的日常选择；2010 年后，速冻汤圆水饺进入深度整合期，同时速冻火锅料接棒迈入快车道；2017 年至今，品类日益丰富的速冻食品既能满足个性化需求，也易于实现食材标准化，开始步入新的高速增长阶段。

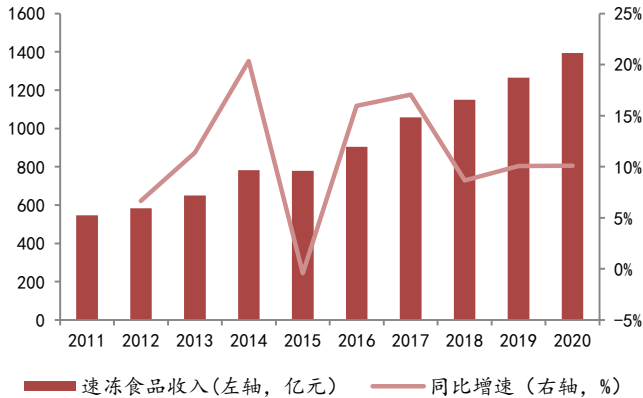
图 9：我国速冻食品发展历程



数据来源：公开资料，西南证券整理

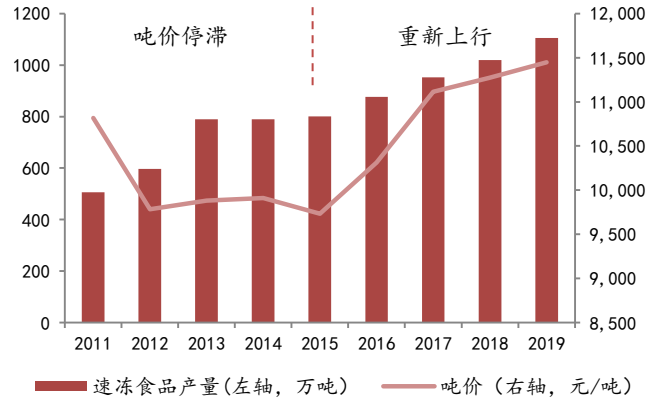
量增为主线，吨价恢复增长。2020 年行业收入规模接近 1400 亿元，产量由 2011 年 506 万吨翻倍至 2019 年 1105 万吨，2011-2019 年 CAGR 分别为 11%/10%，整体维持高景气度。2012-2016 年间，传统速冻品类陷入激烈价格战，行业吨价陷入负增长；2016 年后，各企业意识到价格战难以为继，转而进行产品升级和品类拓展，行业重新迎来量价齐升的黄金时期。

图 10: 中国速冻食品行业收入规模及增速



数据来源: 艾媒数据中心, 西南证券整理

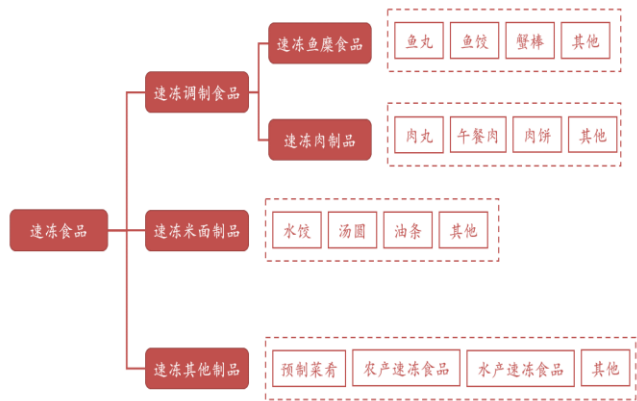
图 11: 中国速冻食品产量与吨价



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

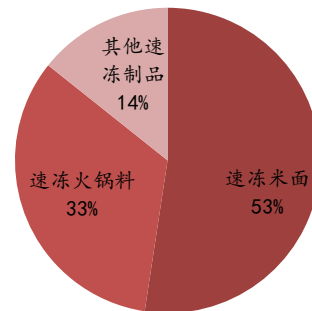
细分赛道差异大, 结构分化明显。我国的速冻食品主要分为速冻米面制品、速冻调制食品 (俗称速冻火锅料)、速冻其他制品三大类, 其中以水饺汤圆为代表的速冻米面是最大的细分子品类, 占比超 50%。

图 12: 速冻食品产品分类



数据来源: 千味央厨招股说明书, 西南证券整理

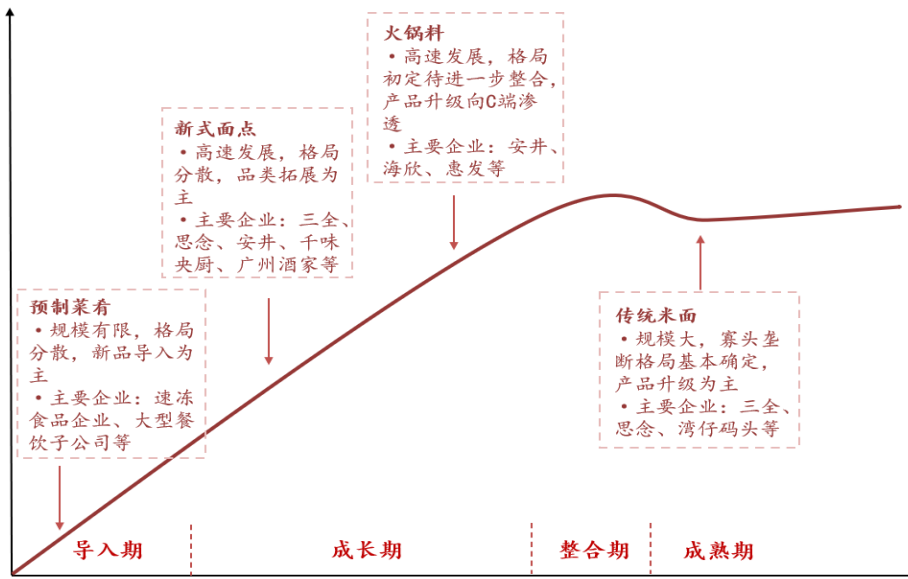
图 13: 2018 年速冻食品细分子品类占比



数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

由于发展时间不同, 细分赛道所处周期有很大差异: 1) 水饺汤圆等传统米面制品经历 30 年发展早已完成全国化进程, 深度洗牌后迈入成熟期, 已形成寡头垄断格局, 未来以产品升级为主线。2) 鱼丸、肉丸等速冻火锅料近十年来由火锅类餐饮带动井喷式发展, 处于势能正盛的成长期, 目前小龙头格局初步确定但集中度较低, 依然存在较大整合空间。3) 油条、奶黄包、手抓饼等新式面点一般由区域性小吃逐步推广至全国, 是近年来由于需求个性化、KOL 带货等驱动的创新型品类, SKU 丰富且新品频出, B/C 端产品各有侧重; 目前格局分散, 地域特征明显, 各企业通过明星单品跑马圈地, 以量增为主。4) 预制菜肴及半成品是速冻行业新蓝海, 各企业抓住食材标准化、餐饮去厨房化等趋势纷纷入局, 但我国饮食烹饪难度高, 菜系众多, 预制菜肴难以实现工业化和全国化, 仍处于萌芽导入期。

图 14: 速冻食品子品类生命周期

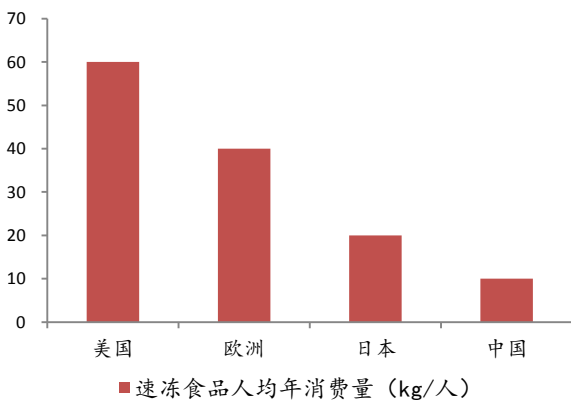


数据来源：西南证券

2.2 行业成长空间广，驱动力十足

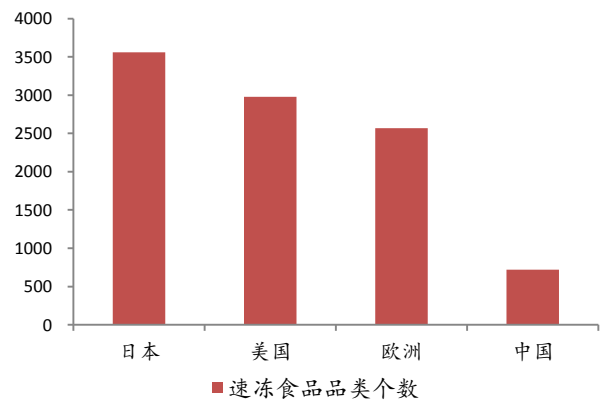
对标海外市场，我国速冻食品起步较晚，上升空间明显。速冻食品于 1928 年起源自美国，现已在发达国家居民的饮食结构中占据不可或缺的地位；我国速冻食品起步晚 50 年，虽发展迅速，但渗透率、消费频次、消费量等均有明显上升空间。目前中国速冻食品人均年消费量约为 9 千克，仅为美国的八分之一，欧洲的四分之一，日本的二分之一。品类丰富程度方面，我国速冻食品 SKU 数不足 1000，而欧、美、日均超过 2500 种，仍有较大差距。

图 15: 2019 中国速冻食品消费量明显低于其他国家



数据来源：中国食品监督局，西南证券整理

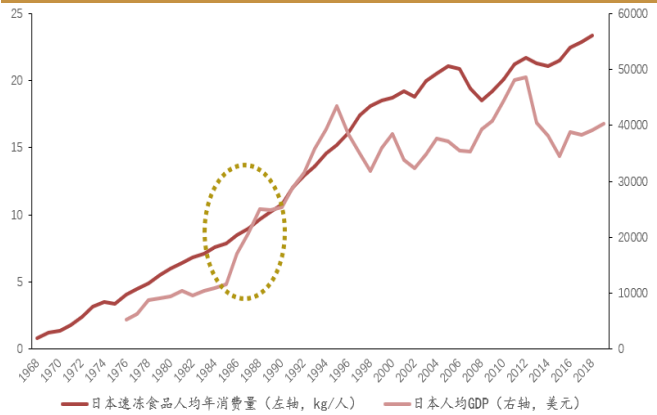
图 16: 中国速冻食品品类丰富程度较低



数据来源：智研咨询，日本冷冻协会，西南证券整理

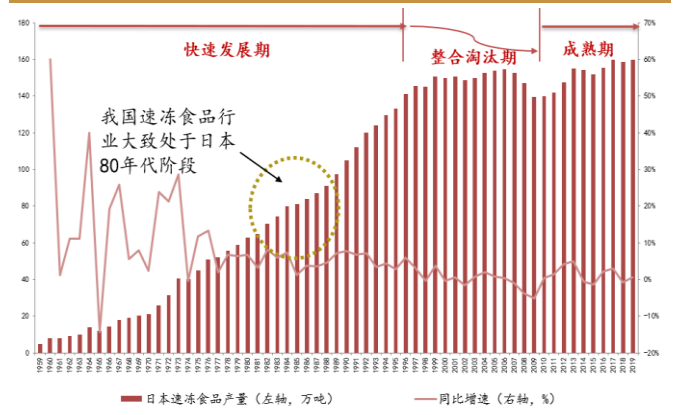
若以饮食结构相近的日本为对照，综合考虑我国经济发展水平（人均 GDP 超过 1 万美元关口）和人均消费量等因素，我国速冻食品行业可以大致类比日本 80 年代阶段，势能正盛，未来还有翻倍空间。

图 17: 日本速冻食品人均消费量和人均 GDP 推演



数据来源: 日本冷冻食品协会, 世界银行, 西南证券整理

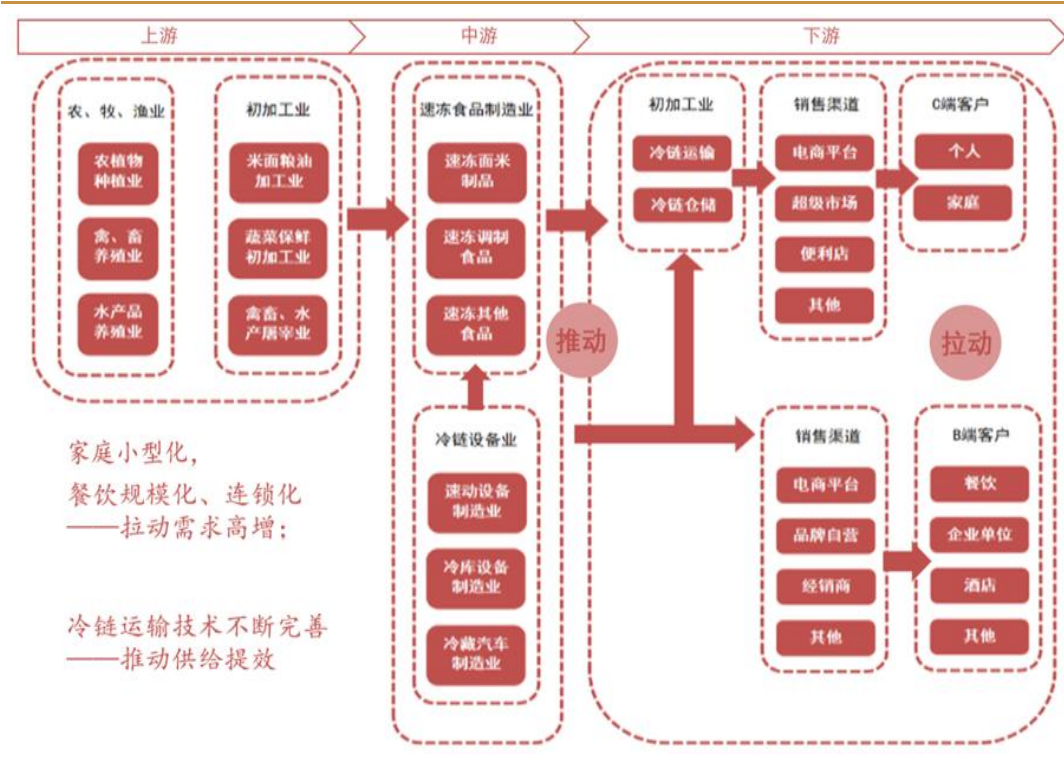
图 18: 日本速冻食品产量变化



数据来源: 日本冷冻食品协会, 西南证券整理

从产业链视角出发, 抛开中西饮食菜品差异等因素, 我国人均消费量与发达市场的巨大差距主要源于: **1) 需求端:** 居民消费习惯尚未形成, 对速冻食品的营养健康存在质疑; 我国餐饮连锁化率较低, 对速冻半成品的需求尚未完全释放; **2) 供给端:** 我国冷链物流目前仍处于初级阶段, 依然存在损耗率高、覆盖率低等问题, 限制速冻食品的流通和下沉。

图 19: 速冻食品产业链结构



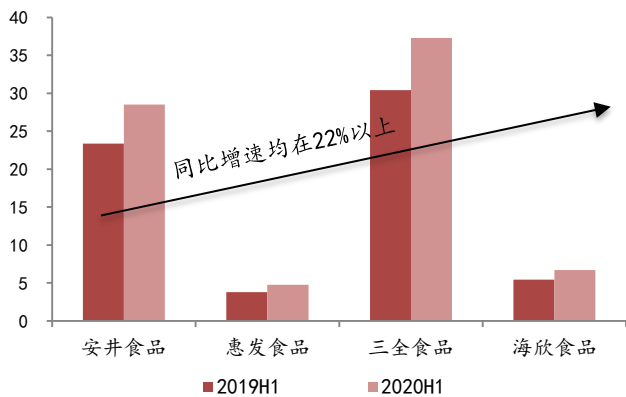
数据来源: 千味央厨招股说明书, 西南证券整理

当下, 速冻食品在后疫情时代多方需求并起, 冷链系统在政策引领下蓬勃发展, 供需两端驱动力十足, 行业持续向上动力充沛:

2.2.1 多方需求并起，速冻势能正盛

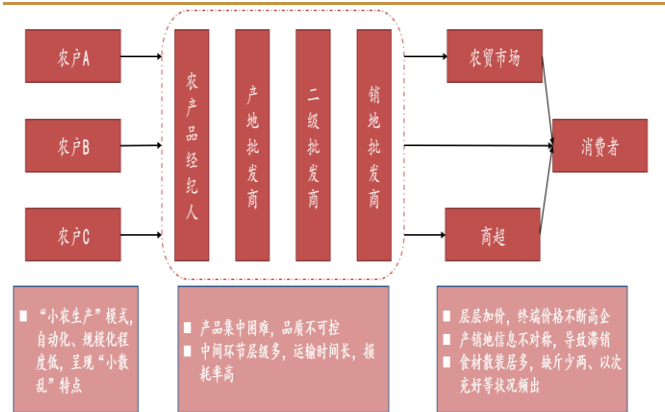
疫情成为消费者教育的重要窗口，1) 短期来看，疫情增加宅家时间，速冻行业直接受益。随着疫情反反复复，居民已养成家中屯粮的习惯，各速冻食品制造企业 2020 年业绩均实现高增。根据《凯度消费者指数》，截至 2020H1，速冻食品家庭端渗透率提升 8%，速冻食品的消费人群中 30% 为首次购买。2) 长期来看，疫情加速消费者健康意识养成。传统生鲜采购溯源困难，存在渠道乱、货源杂、品质不可控等弊端，且中间流通环节冗长，食材新鲜度降低，安全成隐患；而速冻食品使用纯物理保鲜技术的健康性逐渐被消费者正视，在国家速冻食品检验标准背书和相关品牌赋能下，品质更稳定，食品安全更能得到保证。

图 20：速冻食品企业疫情之下实现业绩高增



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：传统非标生鲜采购安全成隐患



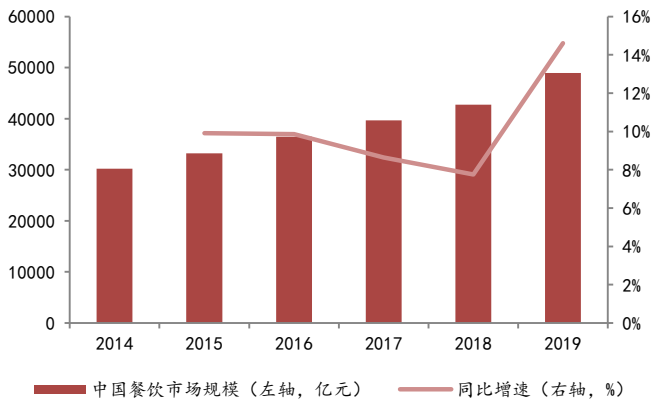
数据来源：西南证券

从根本上来说，速冻食品可以满足人们降成本的需求：这其中包括 B 端餐饮企业和单位食堂“去厨房化”降低人工、房租等显性成本，也包含 C 端消费者减少烹饪时间等隐性成本。拆分消费场景来看：

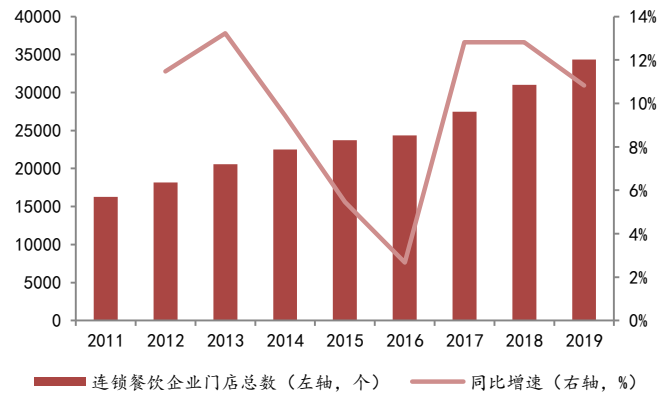
➤ 餐饮端

(1) 餐饮规模化、连锁化趋势拉动食材标准化需求。2014-2019 年间，我国餐饮业持续高景气，市场规模在 2019 年接近 5 万亿，CAGR 达 10.1%。随着疫情得到控制，餐饮行业恢复良好，未来有望保持高增长。同时，疫情等因素也使得消费者对食品安全的担忧加速升温，催动餐饮连锁化发展。2019 年我国餐饮连锁化率达到 10%，对比发达国家(美国 54%、日本 49%) 仍有很大空间，未来餐饮连锁化率提升是必然趋势。

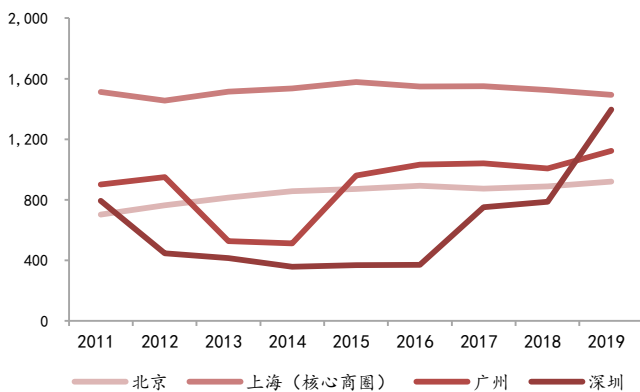
而连锁餐饮一般要求标准化的食材供应以保证稳定的质量和口味，外卖渠道的爆发对餐饮门店快速出餐能力提出考验，加之店铺租金、店员工资等费用的升高，“去厨房化”趋势应运而生。速冻食品是未来餐饮业降低成本、简化烹饪流程、加强门店复制能力的必要手段。

图 22: 2014-2019 中国餐饮市场规模


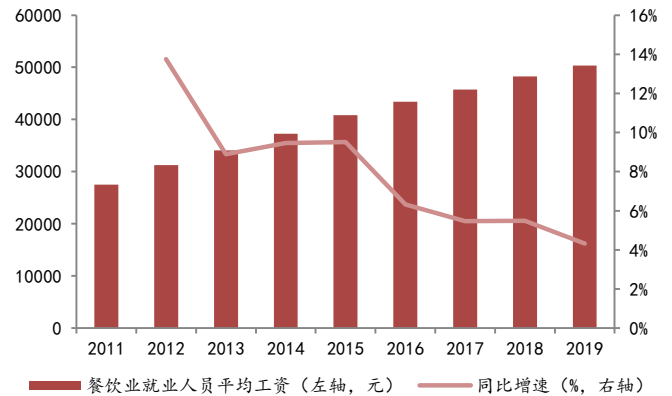
数据来源: 中国餐饮业年度报告, 西南证券整理

图 23: 2011-2019 连锁餐饮企业门店总数


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 24: 2011-2019 北上广深店铺租金 (元/月·平方米)


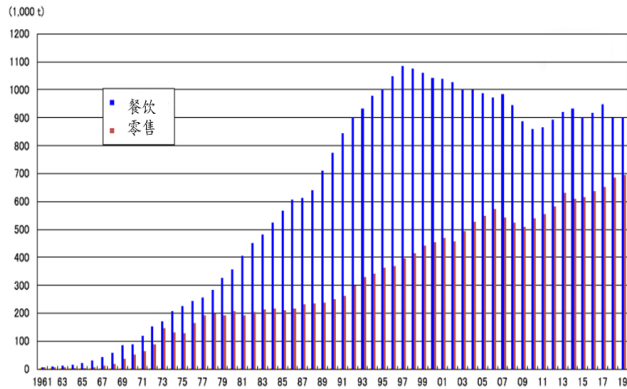
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 25: 2011-2019 餐饮行业就业人员平均工资


数据来源: Wind, 西南证券整理

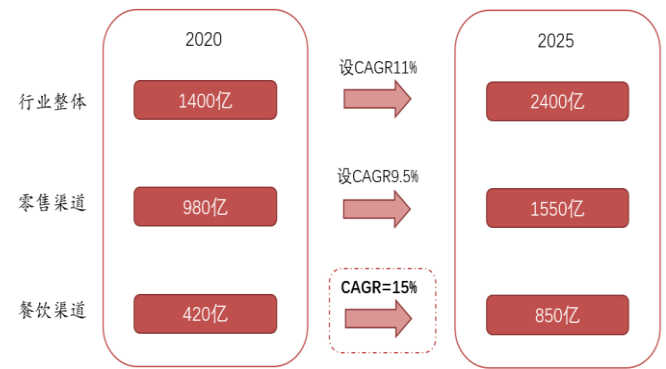
(2) 餐饮渠道占比低, 加速渗透可确立。对比日本速冻市场结构, 餐饮/零售渠道占比约为 6:4, 而我国速冻食品餐饮渠道仅占三成, B 端需求尚未得到完全释放。预计未来 5 年速冻食品 B 端收入的复合增速在 15% 左右, 主要原因为: 1) 假设整体行业仍保持 11% 增速增长, 预计 2025 年规模达到 2400 亿; 零售端由于基数大, 水饺汤圆占比高, 假设增速略低于整体, 维持 9%-10%, 预计 2025 年收入 1550 亿; 2) 餐饮端收入或可从 2020 年 420 亿翻倍至 2025 年 850 亿, CAGR 可达 15%+; 3) 参考日本 1978-1983 年餐饮端复合增速 16%, 具有合理性。

图 26: 日本速冻食品餐饮/零售产量对比



数据来源: 日本速冻食品协会, 西南证券整理

图 27: 预测餐饮渠道增速可达 15%+

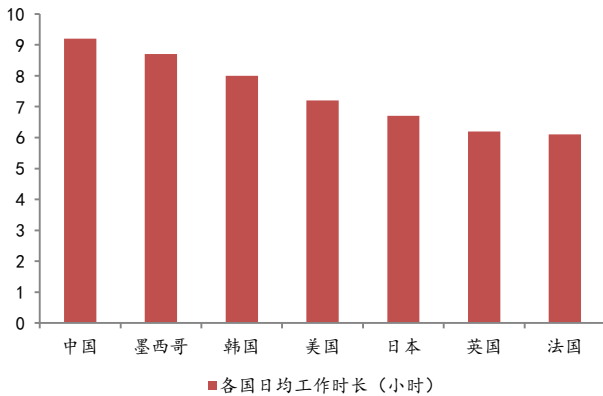


数据来源: 西南证券

零售端

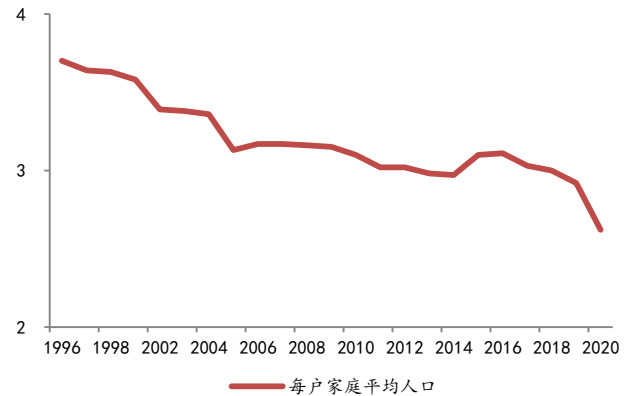
(1) 速冻食品无需较高烹饪技术,“从冰箱到餐桌”所需时间短,便捷性是核心诉求。随着城镇化的推进,居民生活节奏加快,工作时长持续提升,80%的年轻人每天在吃饭上的时间不超过 60 分钟。另一方面,我国家庭小型化趋势明显,根据我国第七次人口普查,平均每个家庭户人口由 2010 年 3.1 人减少至 2020 年 2.62 人,烹饪的时间和劳力单位成本增加,年轻人多为独生子女,从小下厨次数有限,不擅做饭。速冻食品的便捷性和时效性是家庭端的核心驱动力,符合现代年轻人的生活习惯和消费趋势。

图 28: 各国日均工作时长对比



数据来源: OECD, Expedia, 西南证券整理

图 29: 家庭小型化趋势明显



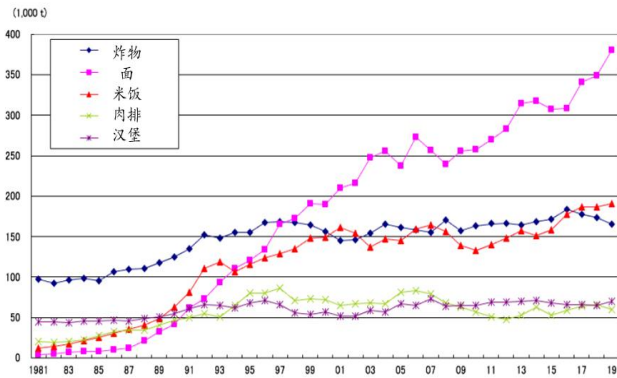
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

(2) 新渠道变革加速零售端渗透。社区生鲜电商等新零售模式崛起,解决了传统商超采购“最后一公里”的痛点,为消费者提供更加便捷的购物体验。期间涌现出一批满足中小餐饮和家庭端采购需求的线上平台,如美菜、快驴等,为本行业线上销售打开了新的增长点,渗透率提升有望加速。

(3) 品类扩张或可拉动零售端的二次高增。日本等成熟市场的速冻食品种类呈现“万物皆可冻”的特点,除调理类食品和肉类食材外还包括水果、蔬菜、甜点等,而我国目前仍以米面和火锅料为主,品种丰富程度仍有较大差距。观察日本主流速冻食品的消费量,以乌冬面、炒饭为首的主食类预制品占比极大,且呈逐年升高的态势,背后仍是“宅文化”对食品便捷性的需求在推动。

参考日本速冻行业进入成熟期后主要靠零售端拉动增长，我国速冻食品的零售端空间受制于冷链配送和品类单一等瓶颈，存在被低估的可能。未来，各企业若从差异化、多样化进行品类扩张和大单品培育，从颜值、营养等方向加强消费者教育，辅以增加便利、趣味性的黑科技，或可拉动 C 端消费更上一层楼。

图 30：日本主要速冻食品产量



数据来源：日本冷冻食品协会，西南证券整理

图 31：日本部分速冻食品“黑科技”

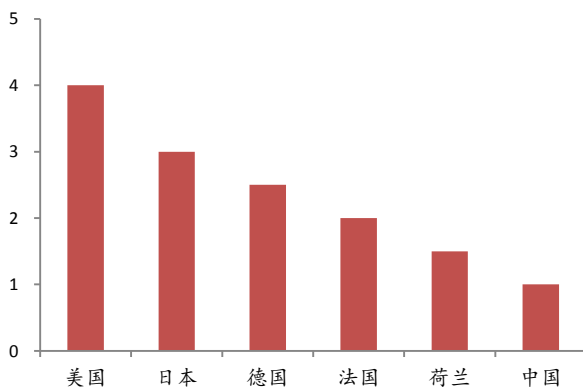


数据来源：西南证券

2.2.2 冷链供给推动，保驾护航速冻下沉

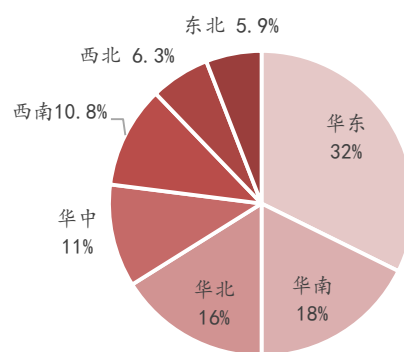
速冻食品需要在 -18°C 的条件下进行仓储和运输，对冷链运输系统有较高要求。速冻食品的物流呈现小批量、高频次和多点配送的特点，需要完善的仓储物流体系和先进的食品保质保鲜技术来支撑。我国冷链物流市场起步较晚，人均冷库保有量还不足世界平均水平，且其中存在许多老旧冷库，设备利用率低，现代化程度较为落后。东北、西北等地区的冷链基础设施相比沿海城市仍有较大差距，限制速冻食品的进一步下沉和渗透。

图 32：中国与发达国家人均冷库容量对比



数据来源：智研咨询，西南证券整理

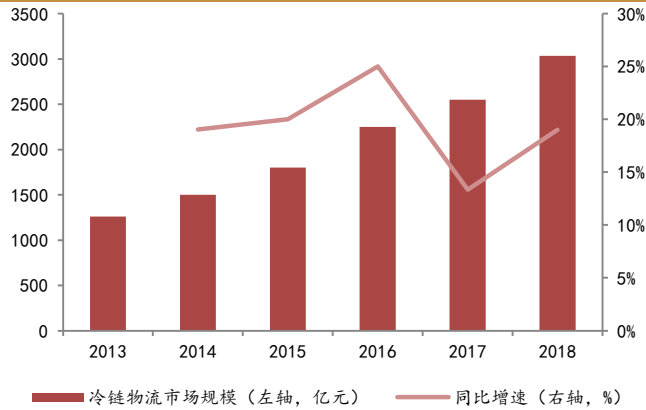
图 33：2019 年全国冷链物流企业区域分布



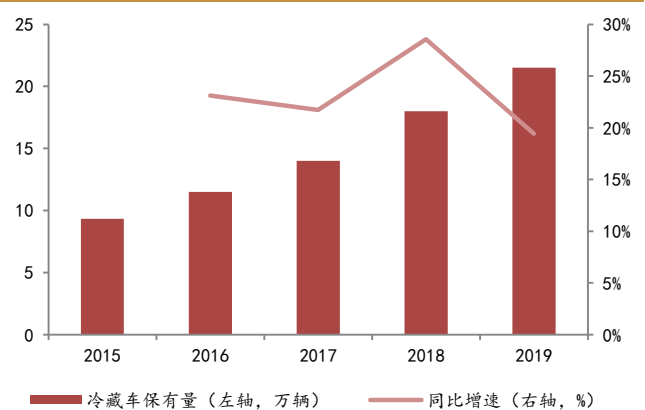
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

我国冷链物流行业发展迅速，为速冻行业保驾护航。2013-2018 年，我国冷链物流市场规模已经突破 3000 亿元，CAGR 高达 24.6%，冷藏车保有量也以超过 20% 的复合增速增长。近几年以来，尤其是 2020 年，国家对冷链物流的建设发展密切关注，政策意见出台密集，各省市也积极响应国家号召，针对各地具体情况进行落实。我国冷链物流有望持续高增长，

并逐步实现智慧现代化转型，不断向产地与餐桌两端延伸，助推速冻食品行业降费提效，市场的宽度及深度将得到有效扩张。

图 34：中国冷链物流市场规模及增速


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 35：全国冷藏车保有量及增速


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

表 1：2020-2021 国家和地方部分冷链物流相关政策

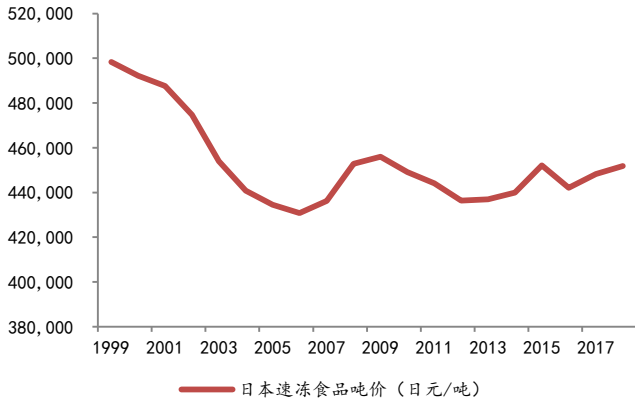
发布单位 (省市)	政策名称
发改委	《关于开展首批国家骨干冷链物流基地建设工作的通知》、《关于进一步优化发展环境促进生鲜农产品流通的实施意见》等
国务院	《关于进一步降低物流成本的实施意见》、《冷链食品生产经营新冠病毒防控技术指南》、《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴和加快农业农村现代化的意见》等
上海市	《促进在线新经济发展行动方案》、《关于做好交通运输促进消费扩容提质有关工作的通知》等
河南省	《关于进一步降低物流成本的若干措施》、拨付 1.2 亿元服务业发展资金物流等行业稳定发展等
吉林省	关于下达城乡冷链和国家物流枢纽建设项目 2020 年中央预算内投资计划的通知、关于申请猪肉流通冷链 2020 年中央预算内投资计划的请示等

数据来源：西南证券整理

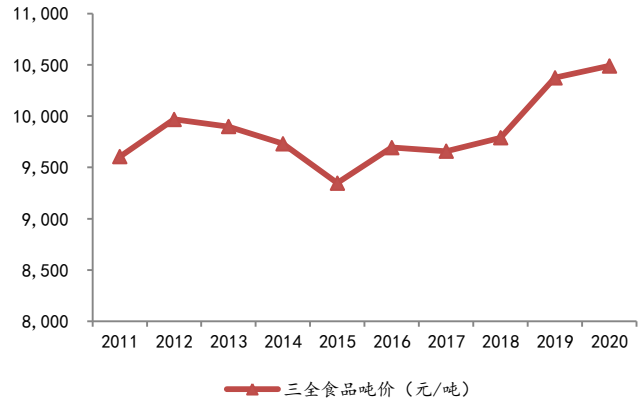
2.2.3 消费升级是方向，吨价提升是趋势

翻看邻国日本的速冻食品发展史，可以发现自 90 年代末期日本经济陷入泥沼之后，速冻食品行业也由前期的快速成长期转入淘汰整合阶段，2000-2010 年期间吨价呈下行趋势，2011 年后，价格战基本结束，速冻食品吨价开始恢复上行。行业剧烈洗牌后，头部企业坐拥品牌和渠道优势，享有足够范围的自主定价权，叠加需求回暖，整体行业虽早已处于成熟期，却再次迎来量价齐升的可持续发展阶段。

我国速冻食品吨价虽曾陷入停滞，但已恢复增长趋势。2011-2019 年行业整体吨价复合增速为 0.7%，相对保持平稳，主要是期间速冻汤圆水饺价格战所致，从三全食品吨价连续三年下滑的现象中可见一斑。而 2016 年后，国内主要速冻食品企业开始纷纷诉诸品类拓展、消费升级路线，从“要收入”向“要利润”转变，2015-2019 年行业整体吨价 CAGR 达 4%。

图 36: 日本速冻食品吨价走势


数据来源: 日本冷冻食品协会, 西南证券整理

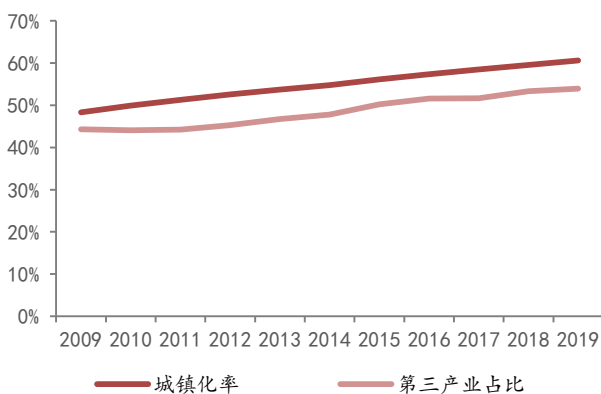
图 37: 三全食品吨价已恢复增长


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

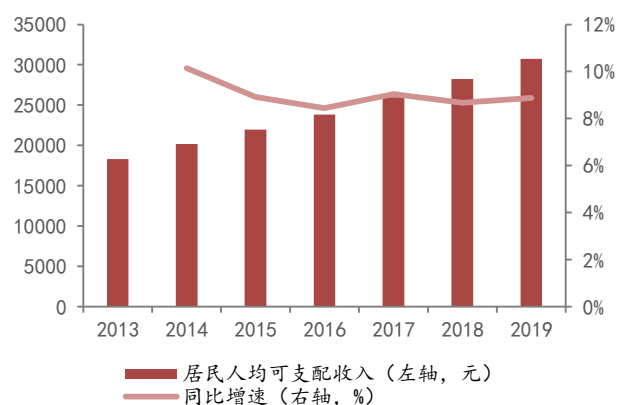
消费升级大背景, 品质品牌意识崛起。我国城镇化率在过去十年稳步提升, 2019 年城镇化率达到 60.6%, 但相比发达国家平均 80% 以上的城镇化率还有很大空间, 长期向上趋势不改。随着居民人均可支配收入的稳步提高, 消费者品质意识和品牌意识持续崛起, 对食品价格敏感度持续降低, 由过去“吃饱”向“吃好”发展, 消费升级仍是未来十年的大主题。

参考其他食品饮料行业, 速冻价升有望加速。虽然当前速冻食品同质化严重, 口感差异不大等因素在一定程度上制约了价格的提高, 但发展较为领先的传统速冻和火锅料已在产品结构升级上做出了初步尝试: 三全、思念的水饺和汤圆已细分裂变出上百 SKU, 高中低端结构清晰, 近年高端产品推出节奏加速, 单价已经拉开差距; 海欣食品的鱼糜类制品在商超已按“散装、普通袋装、高端鱼极”清晰陈列, 标准化通品正逐步转向“价格歧视”产品。

结合酱油、啤酒等相对成熟的食品饮料市场经验, 低端产品市场份额减少, 中端腰部产品成为市场主力, 高端市场是未来发展方向。速冻食品消费升级虽较为落后, 目前产品结构仍呈“金字塔形”, 但随着居民健康意识的提升, 部分长保储备需求也渐渐被短保锁鲜代替, 速冻龙头企业有望培育出更多高粘性、差异化产品, 享受更高的品牌溢价, 价升加速趋势基本确立。

图 38: 城镇化率和第三产业占比持续升高


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 39: 居民人均可支配收入逐年提升


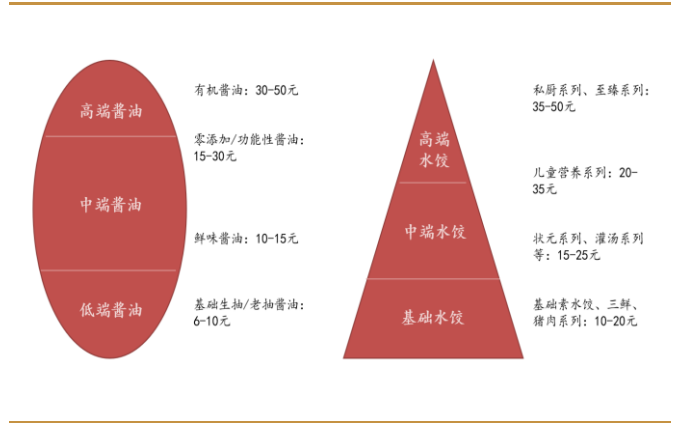
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 40: 海欣高中低端火锅料一站式陈列



数据来源: 草根调研, 西南证券整理

图 41: 酱油与水饺产品结构对比



数据来源: 天猫商城, 公司公告, 西南证券整理

表 2: 水饺汤圆高端进程加快

品牌	产品	价格/规格	单价 (元/100g)	
三全	传统老品	三全凌汤圆	15.8 元/1000g	1.6
		灌汤猪肉水饺	16 元/1000g	1.6
	近年新品	30 周年黑芝麻汤圆	30 元/360g	8.3
		炫彩甜品汤圆	23.9 元/260g	9.2
		儿童虾皇海苔水饺	33.9 元/300g	11.3
	私厨超级海鲜系列水饺	49.9 元/360g	13.9	
思念	传统老品	宁波风味汤圆	16.9/400g	1.7
		灌汤猪肉水饺	28.8/2500g	1.2
	近年新品	无糖玉汤圆	32.8/400g	8.2
		彩趣汤圆	35.9/520g	6.9
		儿童成长营养水饺	29.9/300g	10
		金牌至臻虾皇饺	46.9/480g	9.8

数据来源: 京东商城, 西南证券整理

2.3 龙头全品类布局, 份额加速靠拢

2.3.1 行业整体集中度低, 疫情后整合有望加速

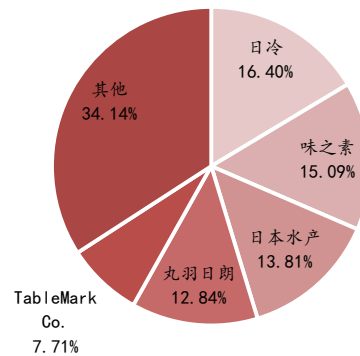
从行业整体来看, 目前我国速冻食品行业集中度较低。对比日本速冻食品市场, 在前期白热化竞争下, 企业数量急剧减少, 龙头企业找准市场需求, 逆周期培育差异化、高端化产品, 增强用户粘性, 加强自身壁垒, 使得市场份额不断向龙头集中, 2019 年 CR3/CR5 达到了 45%/66%。我国速冻市场拥有全国性强品牌力的企业不多, 第一梯队企业为传统零售端强势的三全、思念和餐饮端崛起的安井, 按销量口径估算, CR3 不足 15%, 未来整合空间广阔。

图 42: 日本速冻食品企业工厂在行业洗牌后大幅减少



数据来源: 日本速冻协会, 西南证券整理

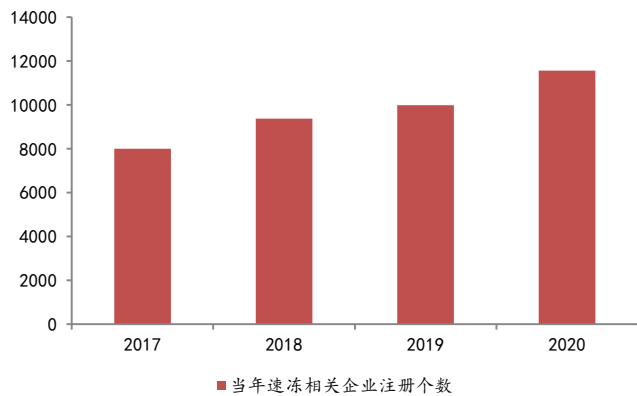
图 43: 2019 年日本冷冻食品竞争格局



数据来源: 日本冷冻食品业界, 西南证券整理

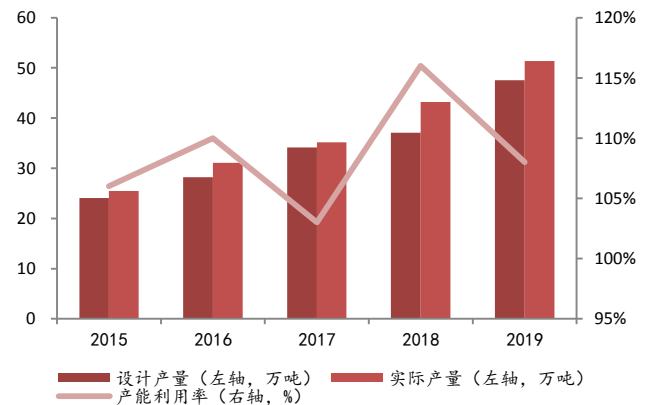
疫情下众多企业入局，龙头产销匹配有保障。2020 年，我国新增注册 11553 家速冻相关企业，较 2019 年同比增加 16%。速冻行业龙头之一的安井食品，自 2016 年以来产能利用率均超 100%，虽一直加大产能建设投入，却仍处于“供不应求”的状态，这表明目前行业仍处于快速扩容阶段，龙头企业产能的释放便基本意味着收入的同步增长。

图 44: 2017 年以来当年速冻相关企业注册个数



数据来源: 天眼查, 西南证券整理

图 45: 2015 年以来安井食品产能利用率



数据来源: 公司公告, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

后疫情时代集中度提升有望加速。疫情期间速冻食品销量高增，但龙头企业受制于产能瓶颈，导致部分销售流入小厂家。后疫情时代，速冻食品渗透率和消费频率的提升已经得到认证，产能、品牌力、产品力和渠道力将成为决胜因素。根据 2021 年 Q1 的动销情况，龙头企业综合实力优势明显，未来有望持续吸引销售回流，收割市场份额，集中度加速靠拢是大势所趋。

2.3.2 龙头企业全品类布局，细分赛道格局不同

龙头企业跨品类扩张优势明显，平台属性初现。不同于啤酒、乳制品等，速冻食品由于品类多样，行业天然分散，集中度提升将是缓慢而长久的过程。龙头企业依托现有品牌为基，以渠道开路，从大单品突破，进行跨品类发展，满足消费者一站式购物需求，以此拉动小品类扩张，同时强化客户黏性，实现品牌蜕变，最终形成全品类、全覆盖的速冻食品供应平台。

以三全和安井为例，两者起点不同，未来或有相汇趋势：1) 三全在品牌和渠道方面率先实现全国化，依靠汤圆水饺牢牢把控家庭市场，再凭借馅饼、蒸饺等米面制品进军餐饮，后续茴香小油条、拉面面节等大单品均实现快速导入，目前正在培育家庭装火锅料、便利店鲜食等业务，为 BC 两端消费者提供全品类速冻美食供应，实现业绩快速回暖。2) 安井食品则从餐饮端起家，以鱼丸大单品完成全国化通路渠道建设，并逐渐过渡至火锅料、米面、菜肴“三剑合璧”战略，加快 C 端市场推进步伐，双渠道协同，驱动业绩高增。

表 3：速冻食品企业全品类布局

	三全食品	安井食品
战略规划	2017 年前：围绕早餐场景切入餐饮，仍以米面为主 2018 年：独立餐饮业务部，重点发力餐饮 2019 年：围绕涮烤、团餐等热门场景进行产品研发 2020 年：拓宽消费场景，多业态多渠道发展	2016 年：火锅制品为主，米面为辅 2017 年：双剑合璧，餐饮发力 2018 年：三剑合璧（火锅料、米面、菜肴） 2019 年：主食发力，双轮驱动 2020 年：BC 兼顾，双轮驱动
SKU 数	400+	300+
传统速冻	炫彩汤圆、儿童水饺、龙舟粽等	/
新式面点	薄皮馅饼、茴香小油条、彩蔬蒸饺等	手抓饼、红糖馒头、紫薯包等
火锅料	开花牛肉丸、涮烤汇全品类火锅食材等	丸类、包陷类、仿蟹类、家庭锁鲜装等
预制菜肴	酥肉、鲜食等	天妇罗、梅菜扣肉等

数据来源：公司公告，西南证券整理

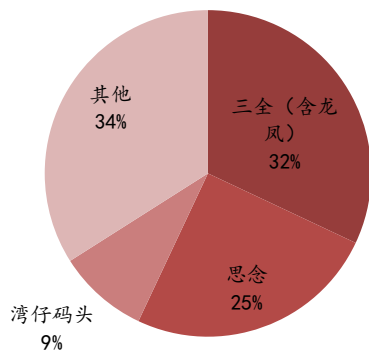
速冻食品细分子板块的市场格局不尽相同，但均有清晰的逻辑主线支撑其长久的发展：

➤ 传统速冻米面寡头垄断

以汤圆、水饺为代表的传统速冻米面制品规模接近饱和，格局稳定，市场以存量竞争为主，重点转向产品拓展升级和效益提升。零售市场是速冻米面制品的传统消费领域，进驻商超费用较高，小企业品牌认知度低、费用投入有限，在品牌和渠道两方面有难以跨越的行业壁垒。

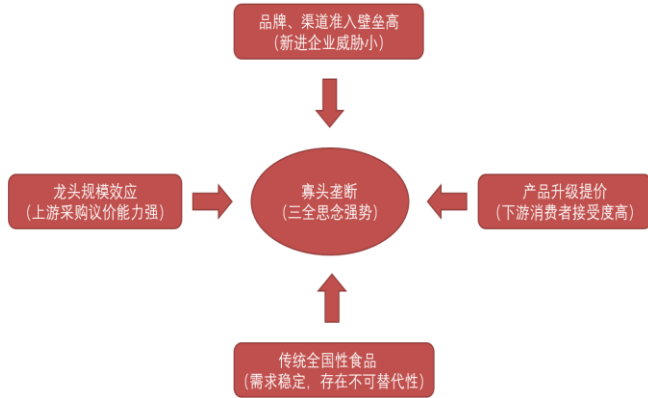
三大龙头企业三全食品(含龙凤)、思念食品和湾仔码头组成的 CR3 市场占有率超 60%，并且湾仔码头的市场份额正逐年被三全和思念蚕食。两家诞生自河南郑州同一条街道的巨头长年保持“竞争中合作”的微妙关系，展现双寡头垄断的市场特征。该赛道已完成深度整合步入成熟期，格局清晰，且龙头企业马太效应优势明显，集中度呈缓慢上升的趋势。

图 46：2019 年中国传统速冻米面食品竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 48：2020 年中国传统速冻米面食品竞争格局



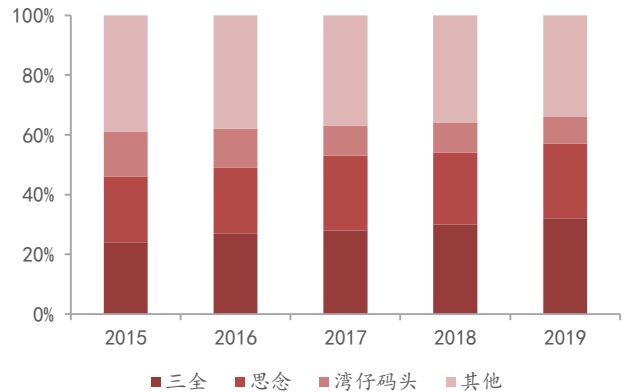
数据来源：西南证券

➤ 新式速冻米面机会大，企业寻求差异化突围

该细分品类目前格局分散，成长性强，产品创新空间大，存在弯道超车可能，未来看点颇多。与传统速冻米面制品不同，以包子、油条、手抓饼等发面点心为代表的新式面点处于快速成长期，以增量竞争为主，尚无绝对领导品牌。

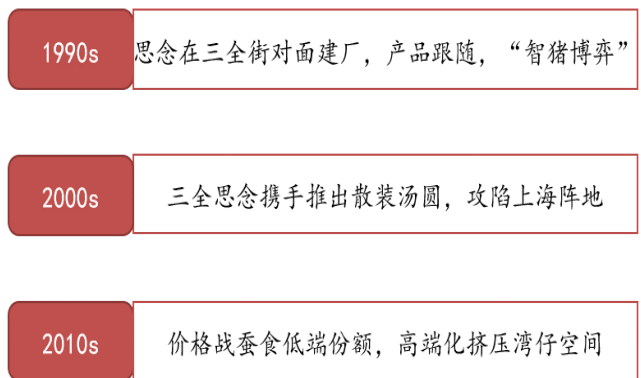
该赛道产品 SKU 丰富，并不断细分裂变形成矩阵，可适用消费场景广，零售餐饮皆有可为，吸引了众多企业入驻，力求寻找差异化突围：安井食品在进军速冻米面制品时，选择避开寡头竞争的水饺汤圆，培育出了红糖馒头、手抓饼等大单品，助力企业实现 BC 双轮驱动；巴比食品则占道早餐连锁店铺，利用终端自有特性推广标准化包子及馅料等，短保锁鲜是其差异化卖点，未来有望打开团餐场景第二曲线；三全食品凭借全国性品牌和渠道优势，丰富的品类在零售终端大面积陈列，并与巴奴火锅、海底捞等企业合作推出“茴香小油条”等爆款点心，大步进军餐饮场景；餐饮起家的广州酒家则依靠招牌的粤式早茶点心切入市场，形成“餐饮立品牌，食品创规模”的独特发展方向。

图 47：2015 年以来传统速冻米面食品 CR3 缓慢上升



数据来源：中国食品工业协会，艾媒数据，西南证券整理

图 49：三全思念竞争策略的博弈论简析



数据来源：西南证券

表 4：部分新式面点品牌及产品

品牌	产品
安井	
三全	
巴比	
广州酒家	

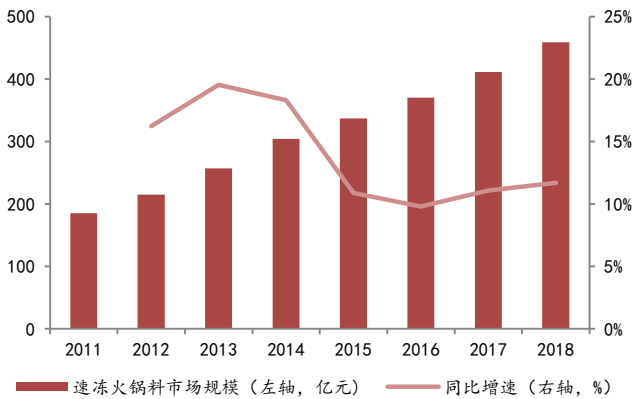
数据来源：公司官网，天猫商城，西南证券整理

➤ 火锅料制品高景气，格局初定待深化整合

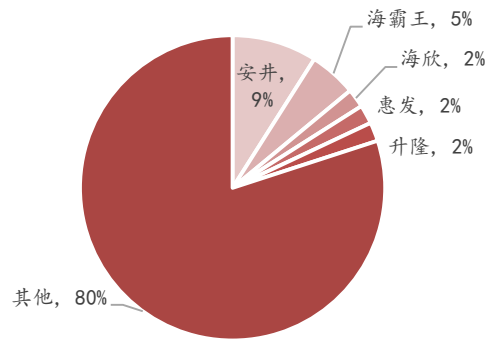
小龙头格局初显，集中度低。可应用于火锅、烧烤、麻辣烫、冒菜、关东煮等多种热门场景的速冻鱼糜制品、速冻肉制品受益于餐饮行业拉动，在过去十年保持双位数高增长。因其工业化程度高、技术壁垒较低等特点，导致目前产品同质化较为严重，市场格局较为分散，行业龙头与大量中小企业并存，2019年 CR3/CR5 为 16%/20%。

安井食品作为该赛道毫无争议的龙头企业，目前在规模、产能和渠道上均有较大领先优势，但 2019 年市占率仅为 9%，显现典型“一超多强”的小龙头格局。其余主要企业还有海欣、海霸王、惠发、升隆等，2020 年盒马火锅、三全等消费者品牌也宣布强势入局，看似初定的格局实则全是巨头虎视眈眈。

BC 两端皆有可为，综合考验加速行业洗牌。餐饮端是速冻火锅料过去的主要消费场景，由于食材性价比是餐饮企业的主要考虑因素，速冻食品制造企业的议价能力将成为未来 B 端的决胜因素之一，规模效应尤为凸显。同时，随着“在家吃火锅”的热潮兴起，速冻火锅料开始向 C 端加速渗透，这也将是一场对企业品牌力、产品力及渠道能力的综合大考。在 BC 兼顾的发展方向下，除安井有望继续领跑外，二三梯队的格局存在变数，中小企业的生存空间将受到各大企业挤压和蚕食，行业深化整合有望加速。

图 50: 2011-2018 速冻火锅料市场规模


数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

图 51: 2019 中国速冻火锅料市场竞争格局


数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

➤ 预制菜肴成风口, 众企业纷纷入局

速冻新蓝海, 导入加速。外卖、团餐、乡厨等多场景的快速发展对标准化食材提出了迫切需求, 具备“提高出菜效率, 降低后厨成本, 稳定品质口味”三大特点的预制菜肴极具发展潜力, 吸引了众多企业加紧布局。除速冻食品企业外, 大型餐饮连锁纷纷自建工厂(央厨)以满足其快速复制扩张的需求, 据统计, 连锁餐饮企业超过 60% 菜品为使用半成品菜肴制作。

集中度低、区域性强、品牌力弱。由于中华饮食菜系众多, 地区差异大, 烹饪复杂程度高, 现有的速冻菜肴大多为易于工业化的天妇罗、披萨、牛排等西方美食。中式预制菜较难实现标准化, 现有央厨一般专攻某一类产品(如川菜、西北菜、酸菜鱼等), 并且受到前期投入高、覆盖半径有限等因素压制, 预制菜肴目前仍处于萌芽导入期, 尚无全国性领导品牌。

C 端消费加速, 综合实力决胜。伴随宅文化的盛行, 预制菜消费也逐渐向 C 端转移, 2021 年春节期间天猫商城的预制菜销量同比增长 16 倍, 排名「十大新年货」第一。B/C 两端并重的情况下, 赛道成长有望迎来加速, 参照日本预制菜 60% 以上的渗透率, 空间十分广阔, 明星产品的培育, 全国化的渠道铺货, 品牌认可度的建立, 均可成为企业率先突围的路径。

表 5: 部分企业预制菜肴布局及竞争性分析

类别	代表企业	规划布局	竞争性分析
综合型	三全	与 711 合作进行鲜食供应, 餐饮端推出油面筋塞肉等预制菜	优势: 品牌、渠道、销售网络等基础雄厚 劣势: 目前体量占比较小, 共享资源有限
	安井	2018 年推出“冻品先生”, 主打产品天妇罗等	
	千味央厨	专攻餐饮, 现有荷叶包饭、千味豆腐等菜肴类产品	
	思念	爱烧饭冻品食材超市启动, 主打预制菜半成品	
专业型	味知香	“预制菜第一股”, 现有 200 余 SKU	优势: 专攻预制菜领域, 产品品类丰富
	信良记	速冻麻辣小龙虾成为网红, BC 两端齐发力	劣势: 品牌认知度较低, 研发等费用投入较少
餐饮央厨型	西贝	贾国龙功夫菜, 主打到家零售服务, 现有 30 余 SKU	优势: 消费者基础强大, 接受度高 劣势: 自有央厨研发生产规模有限
新零售型	盒马	盒马工坊, 现有 100 余 SKU	优势: 直接面对消费者, 契合度高 劣势: 代工生产为主, 自主性较低

数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

3 品牌强势，产品丰富，供应链基础雄厚

由于速冻食品复制难度低，不存在过高的技术壁垒，未来将是企业供应链+品牌力、产品力和渠道力的全方位综合比拼。三全食品作为我国速冻食品的开创者，在以上几个方面具有先发优势和稳固的根基，强者恒强，有能力在速冻行业及各细分领域持续受益。

3.1 三十年积淀，成就国民品牌

“三全”家喻户晓，“龙凤”锦上添花。三全是我国第一颗速冻汤圆、速冻粽子的发明者，自创立近 30 年来，专注速冻食品的研发、生产和销售，引领汤圆、水饺从节日特定消费走上千家万户的日常餐桌，是行业标志性品牌。2013 年，公司完成对龙凤的并购后，积极整合资源，实行“双品牌并行”的战略，在零售端市场占有率上稳坐头把交椅。

图 52：三全连续五年成为中国最具价值百强品牌

2014	2015	2016	2017	2018
76	70	79	81	99
				
\$308.00M	\$402.00M	\$418.00M	\$396.00M	\$346.00M

数据来源：BrandZ，西南证券整理

全国性品牌打造占领消费者心智，内容营销进行氛围培育。广告营销、品牌打造是大众消费品企业决胜的关键因素之一，公司前期通过投放电视广告等方式，打开品牌知名度；近期则精准定位当下热点，通过大力赞助综艺、电视剧、美食节目等方式，赢得消费者信赖，并顺利帮助公司进行产品结构升级转型。

知名度建设阶段：三全早在 90 年代就开启了全国性品牌建设，趁当时电视剧《凌汤圆》的热播，三全适时推出“三全凌汤圆”产品，一家三口唱着“左三圈（三全），右三圈（三全）”的广告登陆央视，一播就是七年，经典广告语“三全凌汤圆，味美香甜甜”流传甚广，“凌汤圆”也成为了基础口味汤圆的经典系列。快速打响知名度后，三全邀请“好母亲”形象的蒋雯丽进行明星代言，利用名人效应扩大品牌声量。

氛围培育阶段：2013 年后，三全转而进行更精细的内容营销。近年来，公司在《小欢喜》、《三十而已》等热门家庭都市影视剧进行产品植入，找准目标人群和消费场景，进行儿童系列等产品的推广；同时大力赞助《舌尖上的中国》、《十二道锋味》等优质美食节目，提出“吃点好的，很有必要”的宣传语切入消费者内心，将速冻产品从“应急储备”的传统定位切换为“生活不易的补偿”，培养消费氛围，强化公司产品优质高端、健康美味的形象。

图 53: 三全品牌深入人心



数据来源: 互联网公开资料, 西南证券整理

3.2 产品升级拓展加速, 全品类平台属性初现

3.2.1 老品生新枝, 把握消费升级趋势

经典升级创新, 全价格带覆盖。公司在传统速冻存量市场上引领高端化、差异化风向, 在基础口味上不断进行创新升级, 推出儿童系列、果然爱汤圆系列、私厨系列等, 定位年轻消费者, 进行口味裂变的同时提升产品颜值和品质, 市场反应良好。目前传统米面市场接近饱和, 主要由消费升级带动增长, 公司高中低端产品矩阵完善, 有效覆盖全价格带, 满足各类消费者需求, 形成合力助推产品结构优化。

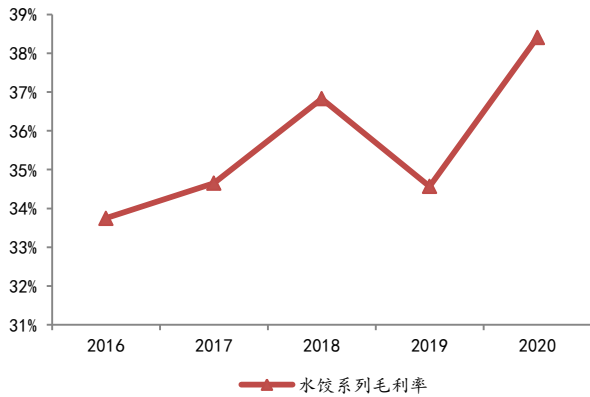
图 54: 汤圆水饺口味丰富且全价格带覆盖



数据来源: 三全官网, 天猫商城, 西南证券整理

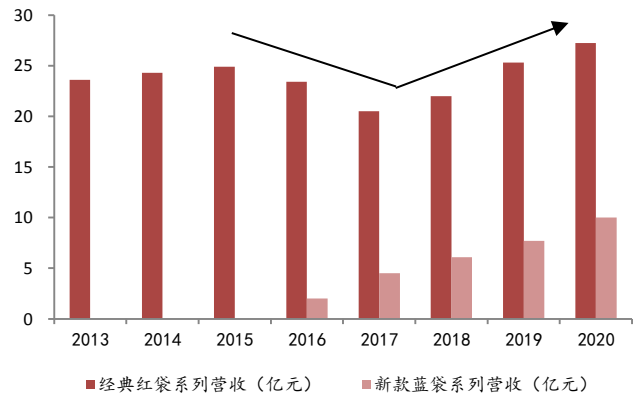
高端化带动作用明显，为有源头活水来。结合其他成熟食品赛道的老品升级经验，高端系列对于基础系列存在替代和补充的双向作用，主要体现在：1) 消费者教育方面：高端提价强化品牌形象，丰富口味易于因地制宜精耕区域，提升渗透率；2) 渠道活力方面：新品一般给到渠道返利更高，有效调动经销商积极性，进货新品的同时捆绑老品销量提升；3) 公司利润结构方面：三全水饺 2020 年毛利率相较 2016 年提升 4 个百分点，整体吨价提升 11%，高端产品转嫁成本压力，驱动盈利能力改善。

图 55：三全水饺毛利率改善



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：2019 受猪瘟影响，原材料涨价导致毛利率波动

图 56：洽洽蓝袋瓜子扭转老品颓势



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.2 围绕场景发展产品矩阵，平台属性初现

以场景为轴，打造产品矩阵。公司于业内率先从“品类聚焦”转为“场景聚焦”，从早餐、涮烤、备餐等核心消费场景切入，例如餐饮端最初定位“早餐点心集成服务商”，而后逐步延伸至火锅、小食、夜宵等用餐场景。从场景中汲取灵感，不断开发新的系列和品类，包括面点点心、火锅料、鲜食、西餐、方便速食等，目前已拓展至 400 余种 SKU，系行业内第一。

图 57：公司部分产品展示



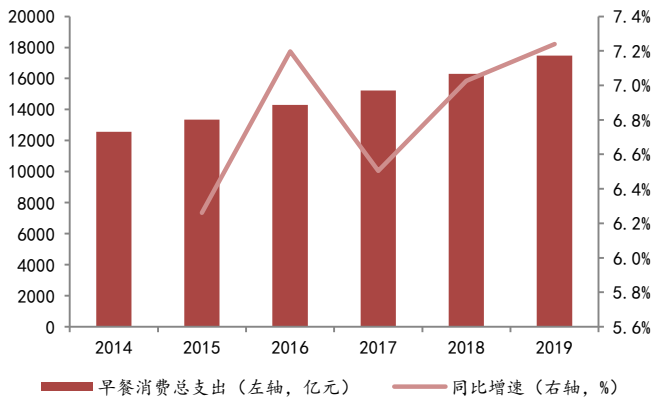
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 58：围绕早餐场景进行产品研发推广

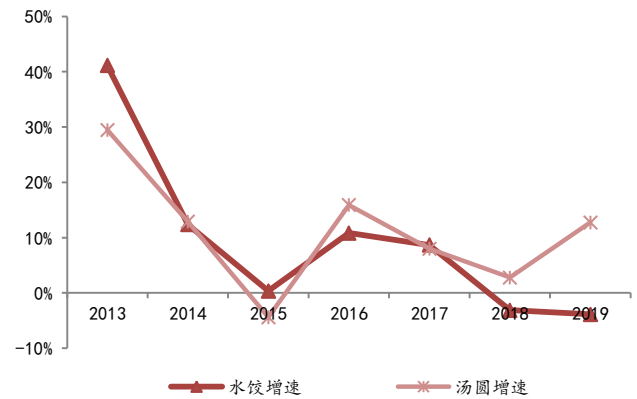


数据来源：公司公告，西南证券整理

场景机会大，促进产品联合选择。相比“品类聚焦”的模式，三全以场景为轴，挖掘产品机会，有如下优点：1) 单一品类存在天花板，根据消费品经验，单一品类如水饺、汤圆等到达一定规模后增速下滑。2) 热门场景空间大，细分品类丰富，以此切入机会多。例如我国早餐市场规模已突破 1.7 万亿，但早餐店仍以夫妻小店居多，存在“小、散、乱”特点，安全成隐患，大品牌的标准化产品的入驻空间巨大。3) 以场景为轴，构建丰富的产品矩阵，挖掘培育大单品突破，可提供场景下的联合选择，带动小品类销量。

图 59：我国早餐市场规模


数据来源：Mintel，西南证券整理

图 60：水饺、汤圆到达规模后增速下滑


数据来源：公司公告，西南证券整理

广路三全蜕变，定位餐桌美食供应者。公司的场景培育战略有助于升级品牌内涵，从单一品类的品牌，蜕变为广路场景的品牌。例如，以往消费者只有选择水饺、汤圆时会想到三全；未来有望一提到早餐食品，消费者第一个想到的也是三全。

公司定位“餐桌美食供应者”战略下，有利于突破单品限制，打开想象空间，推进全品类、全场景、全渠道，甚至全温区的覆盖，打造食品大供应链平台。

3.3 供应链基础雄厚，构建高壁垒

3.3.1 销售网络布局深广，兼顾线上线下

全国化销售网络覆盖，扁平化管理提效。公司经过近 30 年在零售端的深耕，旗下销售子公司 40 余个，经销商 5600 多家，销售终端超 20 万个，已建立起覆盖全国各省市县级的销售网络。目前的渠道模式以直营+经销商为主，通过直营覆盖大型连锁商超和餐饮企业，是重要的消费者教育窗口，易于产品放量 and 品牌宣传；其余零售终端和长尾小 B 由经销商铺货，利于推进水平开荒和垂直深耕。公司采取扁平化管理模式，缩减销售层级，由分公司直接对接部分二批商和县级市场，在信息流通和费用管控方面更有效率，加强直营经销的联动：例如将直营 KA 渠道接受度高且利润空间可观的产品逐步引导给经销商，提升销售意愿与赚钱效应。

铺市广度上三全优势明显，同时也不断进行渠道下沉增加市场深度：1) 从发达乡镇切入，积极开发镇级经销商，填补空白网点；2) 在传统产品线增速有限的情况下，加大研发，不断创新开拓品类，从新品发力带动销售，增加经销商利润，提高铺货积极性；3) 将渠道进一步下沉到便利店、夫妻店等小型终端。跨行业来看，公司与海天作为各自领域的老牌龙头已率先完成销售网络的全国化建设，并基本完成省地级市和县级市场的渗透，基础雄厚。

表 6: 公司与海天率先完成全国化销售网点建设

	三全	安井	海天	中炬高新
收入规模	69 亿元	69 亿元	228 亿元	51 亿元
渠道模式	直营+经销	经销为主	经销为主	经销为主
优势区域	省、市、县级基本全覆盖， 推进乡镇市场	地级市全覆盖，加大区县、 乡镇市场开拓	省、市、县级基本全覆盖， 推进乡镇市场	华南优势明显，存在一定空 白市场
经销商数量	5600+	1000+	6500+	一批商 1300+
终端网点	20 万+	/	近 30 万	8 万+

数据来源：公司公告，西南证券整理

除传统电商渠道外，公司积极加码线上渠道。2020 年，公司线上业务实现收入约 3 亿元，同比增加 205%，占总营业收入的 4%。除天猫等传统电商渠道外，公司与每日优鲜、兴盛优选、京东到家等社区生鲜电商、到家业务的合作也得到加强，兼顾了线上和线下业务的统筹协调。在线下消费整体疲软的大环境下，公司已将线上渠道的建设纳入战略层级，是未来销售增长的重要发力点之一。

公司设立电商部门，整合全国电商工作，根据市场需求调整产品投放侧重：例如叮咚买菜主要服务于一线市场，对高端升级类产品，如私厨系列需求旺盛；而兴盛优选的主战场在三四线市场，则更需要传统类型的大包装，以促销等方式吸引消费者。公司全价格带产品优势得到彰显，新渠道服务发展趋势向好，渠道下沉推进节奏加快。

3.3.2 产能+冷链布局充分，先发优势壁垒高筑

产能充足，抢占行业扩容红利。近年来，众多速冻食品企业受制于产能瓶颈：安井食品连续多年产能利用率超过 100%，巴比食品、千味央厨通过（或计划通过）IPO 募投资金补充产能短板，其他企业或还受产能布局的区域性影响，限制其全国化扩张。公司产能布局充分，在郑州、成都、天津等地共建有八大生产基地，能够有效、快速地覆盖全国各级市场，目前设计产能 77 万吨，在建产能 18.5 万吨，其生产能力和技术设施水平均处于国内领先地位，能够充分享受行业扩容红利，收割中小企业市场份额。

表 7: 公司产能布局充分

	三全	安井	巴比	千味央厨 (2019)
产能布局	全国	全国	主要为华东，新增华北、华南	主要为华中
设计产能	76.9 万吨	57.8 万吨	7.1 万吨 (华东 4.4 万吨)	10 万吨
实际产量	63.9 万吨	60.6 万吨	5.7 万吨 (华东 5.3 万吨)	8.1 万吨
产能利用率	83%	105%	81% (华东 120%)	81%
在建产能	18 万吨	41.3 万吨	约 4.1 万吨	8 万吨 (若成功上市)
产能规划 (设计+在建)	95 万吨	100 万吨	11 万吨	18 万吨

数据来源：公司公告，西南证券整理

冷链物流系统建设完善，为多元发展保驾护航。速冻食品的生产、仓储、运输和销售等流通环节均有严苛的温度要求，冷链物流是企业核心竞争力之一，国外食品巨头如 Sysco、味之素、日冷等均有完善的自建物流系统。公司通过“自建+第三方”构建了覆盖全国各大城市、1700 多个中小城市和县城的全冷链系统，拥有五大基地的自建智能化冷库和支线 70%

的自有冷藏车，相比全部委托第三方冷链物流的模式，能够有效降低仓储运输成本。同时，公司将优势冷链资源积极整合，成立物流公司，打造专业综合的冷链物流供应平台，为后续中央厨房、便利店鲜食等多元化的业务发展保驾护航。

核心都市圈建厂，配合冷链系统快速响应，共同构筑高壁垒：1) 公司生产基地紧邻我国主要区域的大型城市中心，能有效缩短单位配送时间和运输成本。2) 生产基地彼时布局建设较早，占据优越地理位置，若其他企业如今想要在类似位置布局则需要大量的资本、土地投入。3) 各基地可根据当地市场口味需求进行研发生产，配合全覆盖的物流系统和深广的终端网络进行配送和销售，助推新品快速放量。

表 8：公司供应链系统具备核心优势

项目	优势
自建智能化冷库	节约人工成本，产品损耗率低
自有 70% 支线冷藏车	节约运输成本，可实现偏远地区自由配送
核心都市圈生产基地	缩短运输时间和距离，类似地段需要极高资本投入
全国化终端、产能、冷链形成联动	快速响应、因地制宜、布局领先

数据来源：西南证券

4 内部机制理顺，业绩弹性释放

4.1 存量改善，内生驱动降费提效

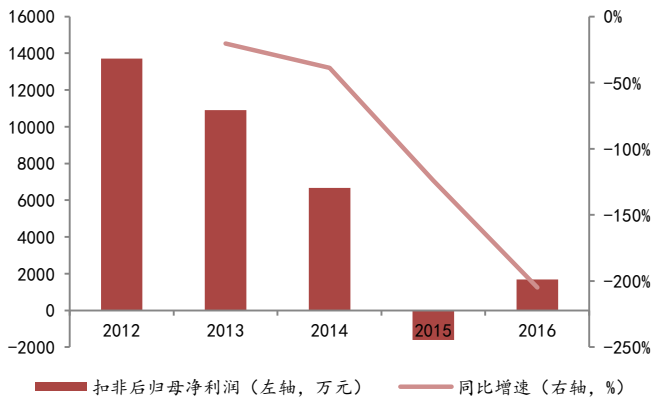
4.1.1 改革背景

1) 汤圆水饺规模接近饱和，行业进入存量竞争，开启激烈价格战：公司和思念、湾仔码头等企业通过降价促销拉动销量，抢夺市场份额。虽然收入保持上升，但利润下滑严重：2015 年公司实现营收 42 亿，但扣非后归母净利润为负。

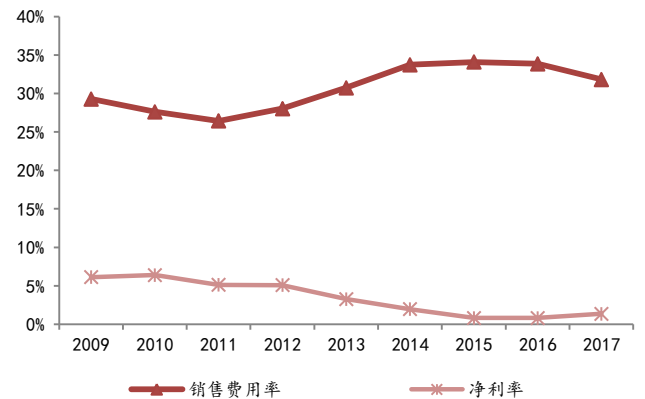
2) 直营商超拖累业绩：大卖场、大型连锁商超等直营 KA 渠道是汤圆、水饺等传统米面制品的重要宣传和销售阵地，过去在公司渠道结构中占比过高，导致费用投入较高，包括入场费、促销费、陈列费等。近年来电商新零售等业态兴起，消费者被分流而销售成本不降，致使三全在直营商超渠道处于亏损状态，原有零售模式成为公司拖累。

3) 渠道管理混乱，经销商动力不足：公司过去直营与经销渠道混合管理，费用投放不均，主要依靠成熟产品进行三四线城市的渠道下沉，价格体系透明，经销商利润偏低，动力不足，力度不够。

综合来看，由于业务自身模式限制及内部渠道管理等问题，公司过去主要症结在于销售费用率居高不下，长期保持在 33%+，导致净利率持续走低，2015 和 2016 两年低至 0.8%，改革减负刻不容缓。

图 61: 公司 2015 年扣非后归母净利润为负


数据来源：公司公告，西南证券整理

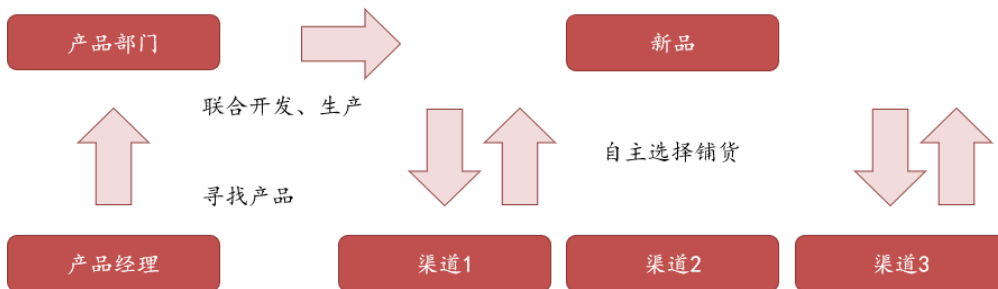
图 62: 2012-2016 年销售费用率上升，净利率下滑


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.1.2 多管齐下，降费提效显著。

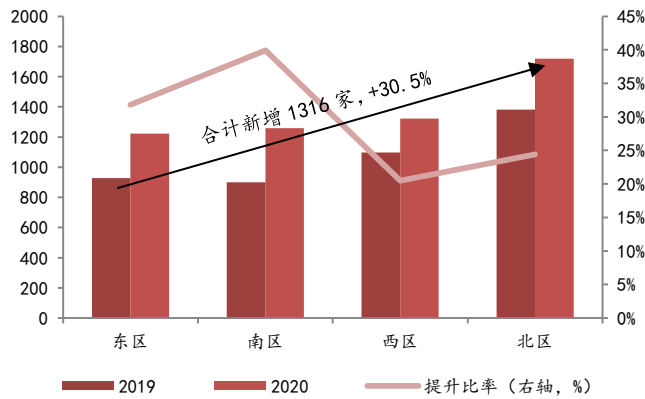
公司于 2019 年开启大刀阔斧的内部机制改革，通过考核激励调整、产品结构优化、调整直营经销比例等方式轻装上阵，销售团队积极性得到提升，内生驱动改善业绩已初见成效。

- 任务考核制度由任务导向转变为利润导向。**过去公司以销售任务是否达标进行考核，即“基本工资+绩效奖金”，员工积极性不高；19 年开始，销售团队薪资与销售利润挂钩，采取“基本工资+利润分成”方式，类似“生意伙伴”的模式充分调动个人积极性，提升组织效率。
- 公司组织架构按“3+1”策略设立，类阿米巴经营模式调动各部门积极性。**“3”即产品、渠道、生产三个经营单位，“1”指中后台成本部门。类似于阿米巴模式，三个与市场直接相关的经营单位实行量化分权，均设立不同模型考核绩效损益，提高组织灵活性，唤醒个人和小组参与运营的能动性。
- 自下而上研发模式，洞察市场需求。**过去公司采取自上而下的新品研发，由管理层及有关人员发起，研发新产品后进行推广铺货；改革后以深耕市场的产品经理为核心，洞察不同区域市场热点需求，借鉴绿标产品定制化模式，由产品经理和研发部门共同参与新品开发，渠道部门和产品经理自行决定费用投放、终端推广。各部门协同合作，虽存在多头试错可能，但也由此孕育许多大单品，带动销量增长。

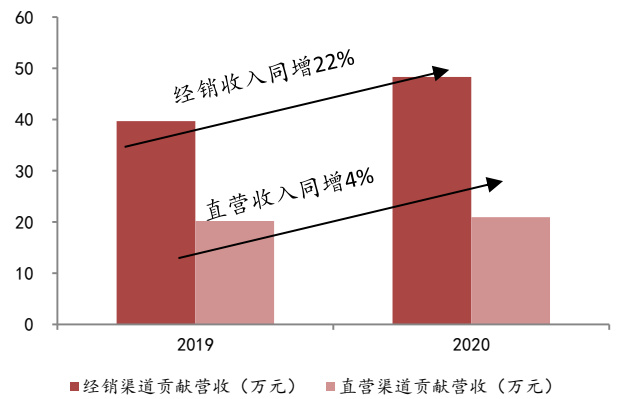
图 63: 自下而上研发新品，渠道选择性铺货


数据来源：公司公告，西南证券整理

- 直营减亏。**过去考核制度重“量”不重“利”，销售团队为了上量进行促销等活动，导致直营渠道亏损。改革后：**1) 公司对部分老品进行提价**，除应对 2019 年猪肉原材料上涨外，亦侧重盈利能力的提升。**2) 增加新品比例：**受益于自下而上的研发模式，公司积极推陈出新，果断下架亏损或微利老品，用净利率更高的新品替代，销售团队返点更高，铺货补货积极性强，动销顺畅。**3) 重新谈判，让利经销：**公司通过与商超重新签订合同，区分盈利产品和亏损产品的费用投放，将部分直营商超转至经销商覆盖，减少直营比例，提升经销渠道占比。
- 经销商开拓全方位加速。**2020 年，公司零售端继续贯彻“降直营提经销”的总体策略，叠加大力发展餐饮业务的战略规划，在全国各大区全方位扩充招商，加强经销渠道的推进覆盖。总体经销商由 2019 年的 4306 家提升至 5622 家，提升比率超 30%；经销渠道整体贡献营收 48 亿，同比增加 22%，占总营收的 70%，相较 2016 年占比提升 20%。

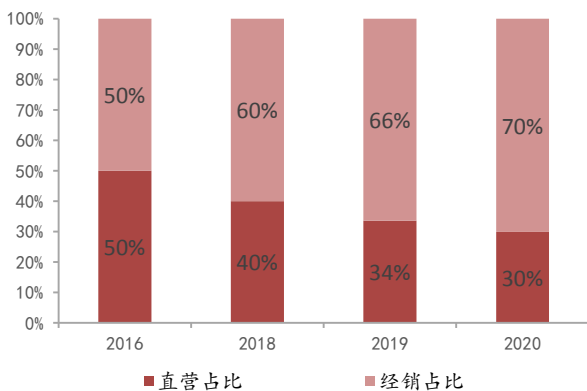
图 64：2020 年经销商开拓加速


数据来源：公司公告，西南证券整理

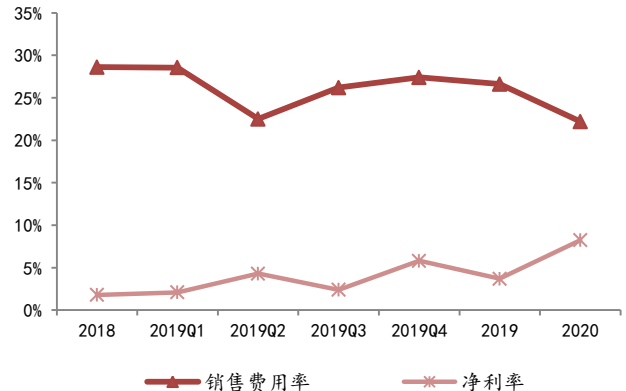
图 65：2020 年经销渠道收入高增


数据来源：公司公告，西南证券整理

改革后，公司内部管理和渠道结构得到优化，生产经营成本降低明显：2019 年期间销售费用率同比下降 2%，净利率同比提升 1.9%；2020 年排除会计准则和资产处置等影响后，销售费用率降低至 22%，净利率达到 8.2%，盈利能力改善显著。

图 66：公司减直营提经销，渠道结构持续优化


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 67：公司改革效果立竿见影


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 战略重塑，双轮拉动业绩加速

公司作为老牌速冻龙头，品牌力、产品力、渠道力皆有稳固根基，冷链设施及产能建设行业领先，“内功雄厚”有据可考；经历销售体制改革后，公司在费用投放上得以减负，盈利能力得到提高，“厉兵秣马”的效果已经得到验证；未来，公司剑指“餐桌美食供应者”的战略目标，积极向速冻食品集成型供应企业转型。我们认为，公司具备长期高质且可持续发展的潜力，有望在广阔赛道上大展拳脚，盈利能力有望继续提高：

4.2.1 大有可为的餐饮端

餐饮渠道尚未进入白热化竞争阶段，诸侯割据、跑马圈地是仍是主线。 1) 我国速冻食品餐饮端目前占比低，加速渗透趋势基本确立，参照本文行业部分分析，预计未来 5 年可维持 15% 以上增速，收入或将翻倍至近千亿规模。2) 目前餐饮端整体尚无绝对龙头，工业化程度最高、竞争最激烈的火锅料赛道也仅是小龙头格局，尚未形成寡头垄断；新式面点、预制菜赛道格局则更为分散，公司切入空间广阔。3) 从具体品类看，火锅料中仅有鱼丸、肉丸类格局较为清晰，其他产品例如毛肚、肉片、腐竹等目前仍是中小企业主导，多产品皆有可为，有望享受扩容+整合双份红利。

战略确立，资源倾斜，业绩加速。 公司 2013 年进入餐饮布局，直至 2018 年正式确立重点发展餐饮渠道的战略，将餐饮业务部从零售独立，实行差异化运营：产品、渠道、人员分别治理，在供应链和后台实现协同。

➤ 产品层面

餐饮产品差异化，品类拓展节奏加快。 公司选择避开竞争激烈的鱼糜类产品，以新式速冻米面和预制菜肴半成品切入，该领域利于发挥公司自身优势，餐饮生产线可与零售共用，帮助新品快速放量。

过去，公司餐饮端绿标产品与零售端红标产品除了包装规格和售价外，其他方面重合度高，产品渠道混乱，红绿标内部存在竞争。改革后，通过自下而上的研发模式为餐饮端加速导入产品并不断裂变，推出脆皮香蕉、馅饼、春卷等米面制品，进驻粥铺、食堂；同时积极与肯德基、海底捞等企业合作，开花牛肉丸、拉面等爆款频出；现已拓展至蒸、煎、油炸等 6 大产品线，100 余种单品，与红标产品重合度不到 1/5，除米面类之外还有酥肉、黑鱼片、猪油八宝饭、鱼香肉丝等，产品矩阵得到强化。

图 68：餐饮端品类扩展迅速



早餐

火锅

小食

数据来源：三全餐饮公众号，西南证券整理

定制与通品并行，合力打造综合供应链平台。公司餐饮端产品可分为定制品和通用品两大类：1) 通用品：由公司洞察市场通用需求进行自主开发的产品，主要通过经销商铺货，下游客户为早餐小店、单位团餐等小 B 端餐饮。一般要求口味普适度高，性价比高，强品牌力可为客户带来一定产品附加值。2) 定制品：针对大型连锁餐饮客户需求进行研发的产品，需保证品质和口味的稳定性，对公司的研发能力和服务能力有较高要求，一般由大企业对接大企业，长期来看存在集中趋势。定制与通品相互转化形成合力，助推公司树立餐饮大供应链全品类服务商定位。

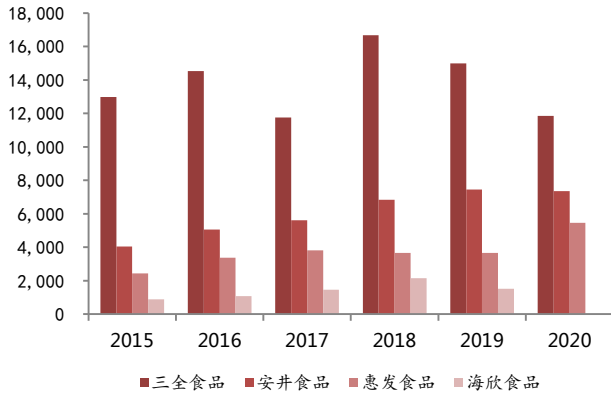
表 9：餐饮端定制品和通用品并行

	通用品	定制品
目标客户	小店餐饮	大型连锁
占比	90%	10%
产品需求	备餐便捷，口味普适性好，性价比高	品质和口味稳定性，性价比高
研发机制	公司主导	客户主导
决胜因素	经销商渠道力，品牌力	企业研发和服务综合能力，大企业对接大客户
代表产品	彩蔬蒸饺、薄皮馅饼、脆皮香蕉等	海底捞拉面、茴香小油条、火锅油条等

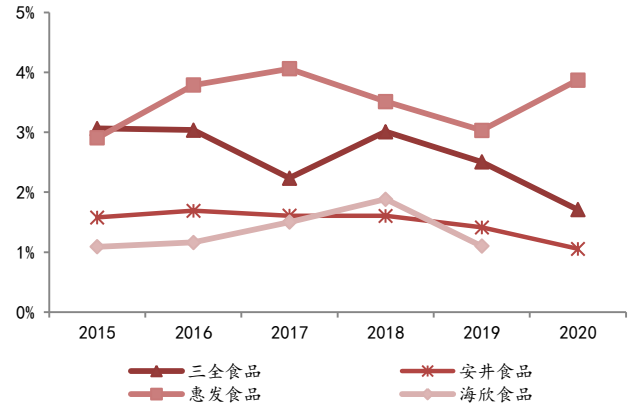
数据来源：西南证券

强研发服务能力，应对多元化需求。除品类丰富程度外，企业的研发能力和响应速度也是产品力的综合体现。公司拥有业内唯一博士后研究站，研发能力行业领先，其自下而上模式洞察市场需求的响应速度也有案例可循：1) 与巴奴火锅联合推出茴香小油条，其解辣又解腻的风味正好适配火锅消费场景，深得消费者喜爱，不仅推广至海底捞和个体火锅店，更从餐饮端导入红标小包装零售，成为 BC 两端畅销的大单品，也引得同行竞相模仿。2) 针对茴香小油条不耐煮，消费者更多把它作为小食直接吃的问题，公司立刻进行跟踪改进，推

出耐煮吸汁的火锅油条。3) 通用品方面：公司洞察到市场上速冻油条口感紧实的问题，开发酥脆油条，还原街边小店现炸口感，现已成为过亿单品；根据轻食趋势推出的彩蔬蒸饺，兼具颜值和健康性，渠道反馈积极，销量高增。

图 69：公司研发投入规模遥遥领先（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 70：公司研发费用率位居前列


数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 渠道层面

品牌产品渠道三位一体，可应用场景广。公司渠道路径广阔，中式快餐、粥铺外卖、食堂团餐、超市熟食、酒店自助早餐等多场景皆有成功推进案例，合作对象包括华住旗下酒店、永和大王、沃尔玛超市等知名企业，主要是由于公司过硬的产品质量和品牌知名度带来的附加值较高，助力餐饮企业和公司实现双赢。品牌、产品、渠道三位一体，形成良性互动机制，是公司在餐饮端的核心竞争力。未来有望加速学习复制成功渠道经验，以量变引起质变。

小商制加强覆盖下沉，街头小店整合空间广。公司在各地设立餐饮前置办事处，积极招商，加快餐饮空白市场的覆盖。公司在餐饮渠道引入的专职经销商，与零售业务不同，多采用小商制，充分下沉，实现对街头长尾小店的覆盖；自身和各地分支机构则充当大经销商，专门与连锁大餐饮对接，进行定制化供应服务。

目前公司餐饮端最直接的竞争对手为思念主导发起的千味央厨，双方产品结构类似，营收规模相当，但渠道结构有所分化。千味央厨直营经销结构约为 4:6，其中百胜贡献 30% 营收，大客户持续开店助推收入稳健增长；三全绿标餐饮业务直营经销占比约 1:9，主要通过街头小店进行切入，抢占下沉市场，渗透率提升空间极大。两种模式各有所长，餐饮市场规模天花板高，有足够空间供双方施展拳脚，实现业绩高增。

表 10：三全餐饮与千味央厨对比

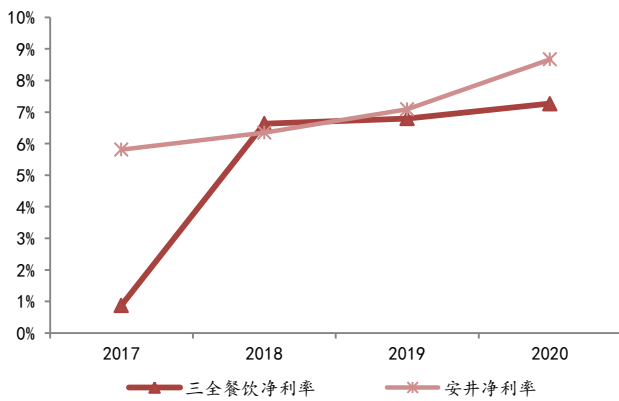
	三全餐饮	千味央厨
2019 年营收	7.84 亿	8.89 亿
直营：经销	1:9	4:6
主打产品	米面类、粥烤类、菜肴类	油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类
渠道特征	公司定价权充分，先款后货销售，经销商负责配送；通用品单价较低，毛利率较低	大客户主导定价，赊销方式为主，公司负责配送服务；定制品单价较高，毛利率较高
竞争性分析	优势：“小散乱”格局下，标品整合成长空间广阔	优势：易于放量，渠道稳定不易被攻占
	劣势：客户存在不稳定因素，渠道开拓能力成关键	劣势：过于依赖大客户，存在收入波动风险

数据来源：公司公告，西南证券整理

低毛利低费用，无明显后发劣势。由于公司餐饮端主要靠经销商推进，营销费用低，相比较零售端具有低毛利、高净利的特点。公司餐饮端净利率连续三年上升，2020年达7.3%，与安井食品的净利率相差无异。主要原因是餐饮端体量大、空间足，双方产品正面竞争不激烈，叠加公司后台生产能力协同，冷链物流建设完善，背靠河南粮仓成本优势凸显等因素，三全发力餐饮的成本投入不高，放量后易于形成规模效应，盈利能力良好，没有明显的后发劣势。

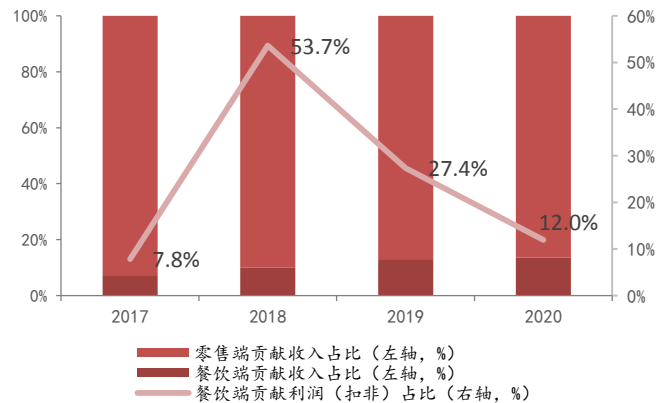
餐饮端贡献利润较为可观，改善公司净利率。2018-2020年，公司餐饮端贡献收入仅占10%-15%，贡献利润（扣除非经常性损益后）比重分别为54%、27%、12%（2019、2020年餐饮端贡献利润下降是由于C端渠道调整释放利润、疫情影响）。随着餐饮渠道放量，餐饮端利润占比快速提升，带动公司总体净利率上行，收入结构改善明显。

图 71：公司餐饮端净利率与安井基本持平



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 72：餐饮端带来净利润高增



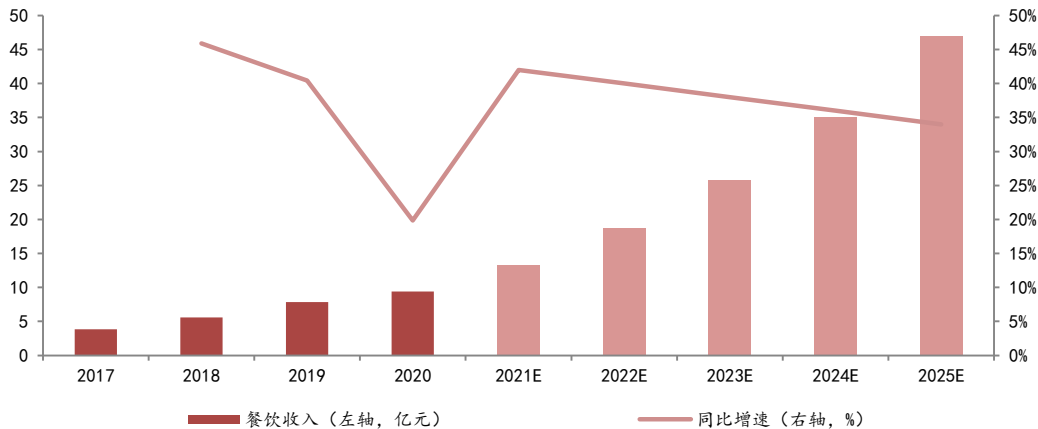
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 11：公司分渠道利润率拆解

	2017	2018	2019	2020
餐饮毛利率	17.3%	24.5%	27.3%	23.1%
零售毛利率	35.1%	36.6%	36.4%	30.9%
餐饮净利率	0.9%	6.6%	6.8%	7.3%
零售净利率	0.8%	0.6%	2.7%	8.4%
总体净利率	0.8%	1.3%	3.3%	8.2%

数据来源：公司公告，西南证券整理。注：所有数据均为扣除非经常性损益后的净利率测算，2020年零售净利率大幅提升主要由于疫情促销活动减少，销售费用率大幅降低导致。

综合来看，公司在餐饮端虽发力较晚，但积极投入资源，产品研发良好，渠道开拓加速。虽然2020年H1受到疫情压制，但下半年恢复良好，全年营收和利润分别同比增长20%/28%，显示出良好的韧性。由于基数较小，空白市场较多，参照2018-2019连续两年增速超40%，预计公司餐饮渠道未来3-5年仍有望保持30%-40%的高增速，2025年或可实现近50亿元的营收，成为公司业绩增长的新引擎。

图 73：2017 年以来公司餐饮端收入及预测


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2.2 或被低估的零售创新业务

2020 年，公司年报产品分类首次将水饺、汤圆、粽子合并，单独列示“速冻调理食品（涮烤类）”和“冷藏短保类”产品，彰显多业态发展的战略规划和决心。

疫情催使火锅迈入零售赛道。火锅作为全国范围内最受欢迎的餐饮品类，火锅食材在疫情期由门店堂食向外卖、社区电商等零售端加速渗透，“好吃不贵”是为零售端核心卖点。

表 12：部分火锅食材堂食和零售价格对比

	海底捞	锅圈
牛肉	78 元 (整份)	28 元 (250g)
虾滑	62 元 (整份)	18 元 (150g)
毛肚	74 元 (整份)	14 元 (150g)
豆皮	18 元 (整份)	6 元 (120g)
金针菇	32 元 (整份)	5 元 (250g)
鸭血	30 元 (整份)	3 元 (300g)

数据来源：草根调研，西南证券整理

公司于 2019 年投资的锅圈食汇，瞄准家庭火锅场景，区别大型商超，采用便利店模式扎根社区。2017 年创立至今门店增至 5000 余个，收入规模与增速均为该业态第一。

表 13：锅圈食汇融资历史

	时间	融资额	投资方
A 轮	2019.08	4500 万人民币	不惑创投
A+轮	2019.10	5000 万人民币	三全食品
B 轮	2020.02	5000 万美元	IDG 资本、嘉御基金、不惑创投
C 轮	2020.07	6000 万美元	启承资本、IDG 资本、不惑创投、嘉御基金
D 轮	2021.03	3 亿美元	招银国际资本、天图投资、不惑创投、三全食品、IDG 资本

数据来源：锅圈食汇官网，西南证券整理

三全自身以涮烤汇入局火锅料零售，强品牌开路，差异化抢夺火锅料零售版图。汲取锅圈经验后公司于 2020 年推出的涮烤汇，是三全首次尝试在零售终端按“店中店”模式布置进行分类推广，是为家庭火锅、麻辣烫等消费场景提供的一站式购买平台。

与其他企业的产品侧重丸类不同，公司以场景为轴，深挖、反推家庭聚会情境下的消费需求，蘸料、肉卷、丸类、毛肚类产品一应俱全。2020 年 8 月，涮烤汇系列一经推出便呈现供不应求的情况，带动涮烤类产品(包括餐饮端)全年实现收入 5.3 亿元，同比增长 62%。未来产能跟上的情况下，新品放量形成规模效应将进一步提升毛利率水平，释放利润弹性。目前公司初步计划开店 5000 个，有望凭借多年深耕的零售渠道和品牌优势快速打开市场，享受更高溢价；涮烤品类或可实现弯道超车，抢占火锅料赛道榜眼位置。

图 74：涮烤汇采用店中店模式



数据来源：三全食品公众号，西南证券整理

图 75：火锅料品类齐全



数据来源：三全食品公众号，西南证券整理

鲜食业务再出发。公司于 2014 年便开始布局鲜食业务，由于彼时正是外卖平台高速发展，发动价格战等争抢流量的时段，鲜食业务受到外部冲击呈亏损状态。根据《2018 年便利店发展研究报告》，7-11 鲜食商品的销售占店内总收入的 40%，毛利占比高达 60.4%，鲜食行业未来发展趋势仍在。

公司布局超前 5-6 年，虽然自动售货机走了弯路，但同时积累了较为丰富的研发和制造资源，有能力抢占先机。目前，公司已获得 7-11 河南省经营代理权，店内的便当、调理面、饭团、寿司、三明治等鲜食商品将由三全供应。2020 年 10 月，7-11 河南首店落户郑州，首日营业额 65 万，刷新全球便利店销售记录，其中销量最高的是关东煮，占当日销售额 60% 以上。2021 年，公司计划在河南开发 20+ 直营店，并于下半年开放加盟。公司将从门店开发、门店运营、商品管理、鲜食研发及物流配送等方面进行摸索，不断深化整合在全国的供应链及渠道优势，汲取上一次鲜食折戟的经验，冷藏短保类业务正有条不紊地推进，等待机遇厚积薄发。

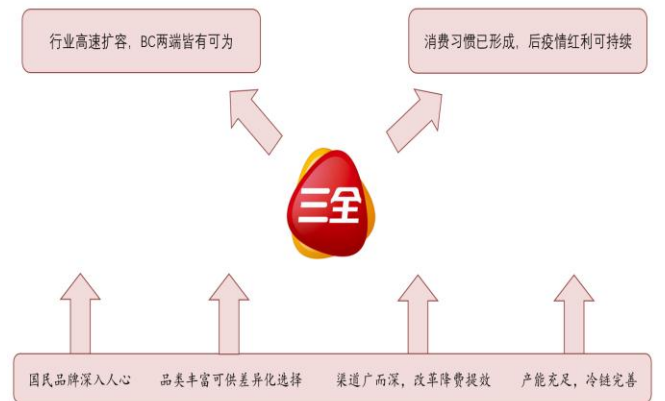
综合来看，公司已迈入可持续增长新阶段：1) 速冻行业受益于疫情后消费习惯的留存，BC 两端均将迎来需求高增；2) 公司内部治理逻辑已经理顺，降费提效成果显著，叠加品牌有力、产品丰富、供应链完善等多年积累下来的优势保驾护航，安全边际凸显；3) 全渠道发力战略方向清晰，餐饮业务和新兴品类驱动力十足，带来业绩弹性释放。供需两端作浆，老速冻龙头有望乘风而上，实现长期高质量增长。

图 76: 三全成长曲线



数据来源: 西南证券

图 77: 供需两端驱动力十足

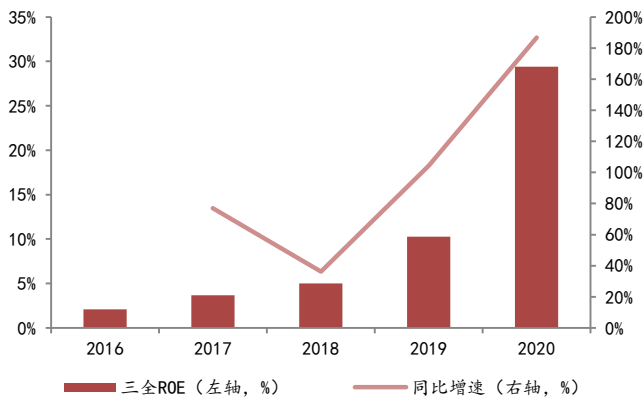


数据来源: 西南证券

5 财务分析

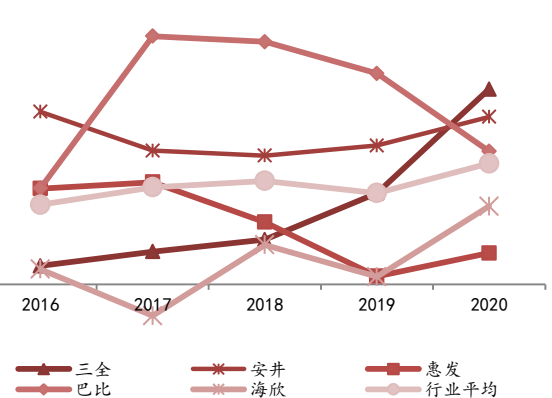
公司 ROE 快速回升, 未来仍有提升空间。公司 2016 年 ROE 仅为 2.1%, 受益于近年来产品提价、机制改革、B 端发力等举措, 公司盈利能力呈现快速回升态势, 2020 年净资产收益率达到 29.4%, 扣除非经常性损益后为 21.9%, 居行业榜首。2020 年疫情带来红利较大, 数据参考性较弱, 若以 2019 年为标, 公司 ROE 仍恢复至行业平均水平。因巴比食品占道零售早餐连锁店业态, 其 ROE 水平相比快速消费品行业较高, 相关可比性较弱; 若抛开巴比食品, 公司 2019 年的 ROE 高于行业平均 3.5pp。

图 78: 公司净资产收益率及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

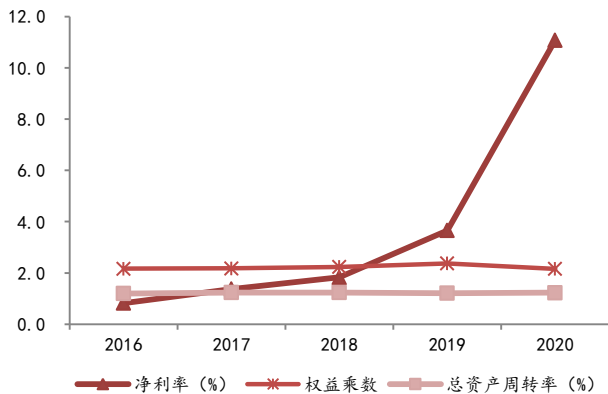
图 79: 可比公司 ROE



数据来源: 公司公告, 西南证券整理。注: 三全 2020 年 ROE 调整为扣非后数据

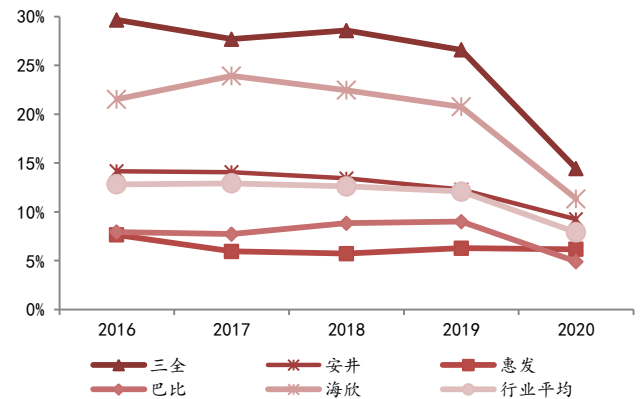
拆分来看, 净利率持续上行是公司收益率提升的主要驱动力, 究其根本是销售费用率的降低。公司销售费用率长期处于同行业高位, 近两年凭借机制改革, 发力低费用的餐饮端和零售经销渠道等举措, 销售费用率从 2016 年 29.6% 降至 2019 年 26.6%, 净利润率由 0.8% 增至 3.7%。2020 年销售费用率骤减至 14.4%, 除了持续的渠道优化外, 主要由于: 1) 会计准则调整, 运费计入营业成本, 商超费用对冲营业收入; 2) 疫情期间产品供不应求, 商超促销费用大幅降低。新口径下, 预计后疫情时代销售费用率比 2020 年稍高, 但未来仍将呈持续下降趋势。

图 80: 公司 ROE 杜邦分析



数据来源: Wind, 西南证券整理

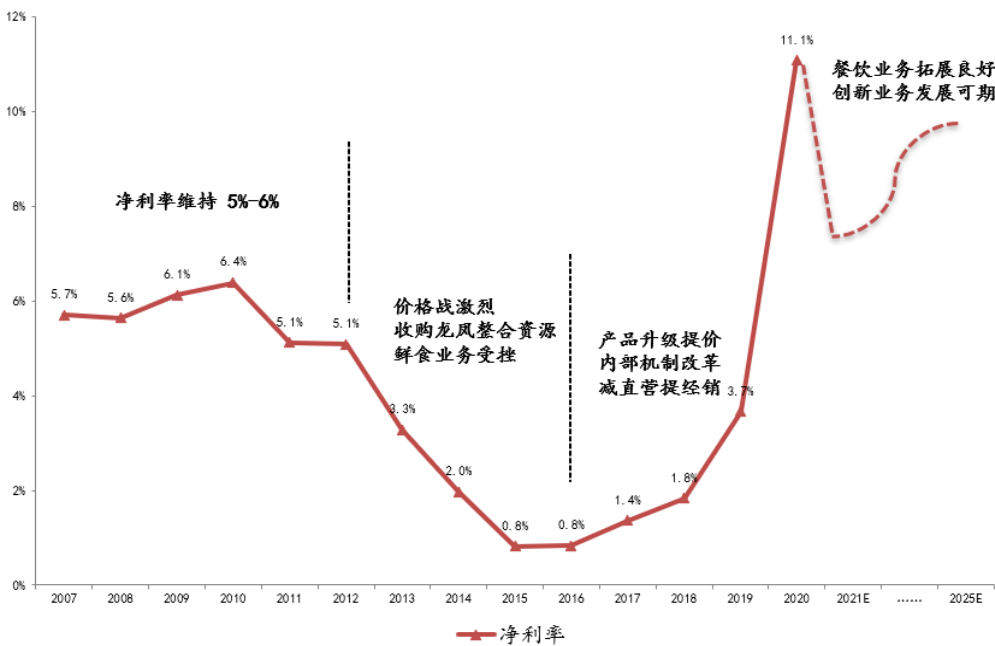
图 81: 可比公司销售费用率



数据来源: Wind, 西南证券整理

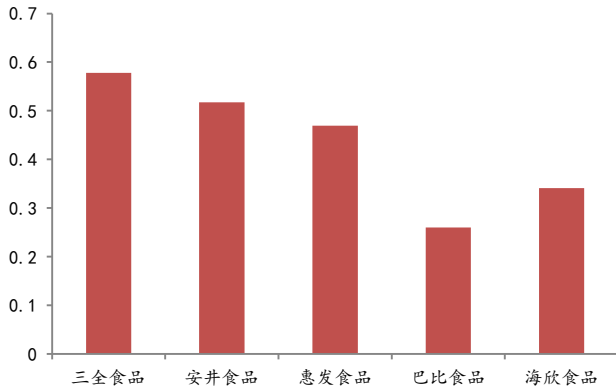
未来公司净利率仍有较大上行空间: 1) 渠道结构的持续优化, 销售费用率相比同行业公司仍有下降空间; 2) 创新业务和部分新产品仍处于起步阶段, 尚未形成规模效应; 3) 餐饮渠道占比提升, 拉动净利率持续增长; 4) 预计公司整体净利率有望达到 10% 左右。

图 82: 公司净利率回顾与推演

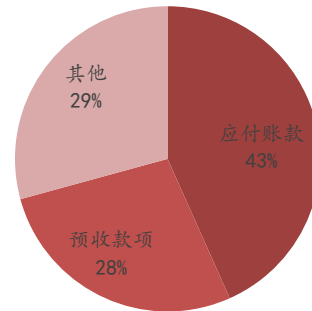


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

上下游话语权较强。公司资产负债率在 2019 年为 58%, 近年来一直高于业内可比公司, 观察其债务构成可发现应付账款与预收账款占比最大, 显示公司对上下游强有力的话语权。对于上游原材料采购企业, 公司早已形成规模效应, 议价能力强, 且地处河南粮仓, 成本优势明显; 对于下游经销商等, 公司采取先款后货形式, 现金流充裕, 营运能力稳中有升。

图 83: 2019 年速冻食品制造企业资产负债率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 84: 公司债务组成


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

关键假设:

1) 速冻米面制品类别中, 汤圆、水饺、粽子主要受益于产品升级节奏加速, 销量维持低速增长; 面点点心系列伴随餐饮渠道开拓进行放量, 同时新品导入加快。二者综合, 预计 2021-2023 年速冻米面制品销量同比增长 11%、9%、7%, 吨价以 1%、2%、2% 增速稳步上行; 受益于产品结构升级+规模优势, 公司毛利率分别为 31.8%、32.4%、32.8%。

2) 涮烤汇等速冻调制品未来三年有望迎来爆发式增长, 叠加餐饮渠道的持续开拓, 全品类涮烤产品实现 B/C 两端互融, 预计 2021-2023 年速冻调理系列销量同比增长 50%、50%、45%, 吨价分别提升 4%、3%、2%, 规模效应带动毛利率呈现 22.2%、22.9%、23.7% 的上行趋势;

3) 鲜食类业务处于起步探索阶段, 渠道和范围皆有一定限制, 参考“摸着石头过河”的市场开拓模式, 预计 2021-2023 年冷藏短保类产品逐步放量, 销量分别同比增长 15%、20%、22%, 吨价同比增长 0%、1%、2%, 毛利率缓慢提升至 21.0%、21.8%、22.6%。

4) 新业务放量带来规模效应, 渠道结构不断优化降低销售费用率。

基于以上假设, 预计公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 14: 分业务收入及毛利率

业务情况		2020A	2021E	2022E	2023E
速冻米面制品	收入 (百万元)	6,231	6,986	7,767	8,476
	yoy	13.0%	12.1%	11.2%	9.1%
	销量 (万吨)	60.6	67.3	73.3	78.5
	yoy	12.5%	11.0%	9.0%	7.0%
	吨价 (元/吨)	10,276	10,378	10,586	10,797
	yoy	0.4%	1.0%	2.0%	2.0%
	成本 (百万元)	4,294	4,766	5,247	5,699
	毛利率	31.1%	31.8%	32.4%	32.8%
速冻调制食品	收入 (百万元)	526	820	1,267	1,873
	yoy	61.9%	56.0%	54.5%	47.9%
	销量 (万吨)	4.7	7.1	10.6	15.3
	yoy	48.7%	50.0%	50.0%	45.0%
	吨价 (元/吨)	11,181	11,629	11,977	12,217
	yoy	8.9%	4.0%	3.0%	2.0%
	成本 (百万元)	417	638	976	1,430
	毛利率	20.6%	22.2%	22.9%	23.7%
冷藏短保类	收入 (百万元)	88	101	122	152
	yoy	4.9%	15.0%	21.2%	24.4%
	销量 (万吨)	0.55	0.6	0.8	0.9
	yoy	12.6%	15.0%	20.0%	22.0%
	吨价 (元/吨)	16,031	16,031	16,191	16,515
	yoy	-6.8%	0%	1.0%	2.0%
	成本 (百万元)	77	80	96	118
	毛利率	12.3%	21.0%	21.8%	22.6%
合计	收入 (百万元)	6,926	7,976	9,225	10,572
	增速	15.7%	15.2%	15.7%	14.6%
	毛利率	29.9%	30.7%	31.1%	31.1%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 80 亿元 (+15.2%)、92 亿元 (+15.7%) 和 106 亿元 (+14.6%)，归母净利润分别为 6.7 亿元 (-12.7%)、8.3 亿元 (+24.2%)、10.1 亿元 (+21.8%)，EPS 分别为 0.76 元、0.95 元、1.15 元，对应动态 PE 分别为 22 倍、17 倍、14 倍。

6.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取了速冻食品行业 3 家上市公司作为估值参考，其中三全食品和安井食品为行业龙头，已实现全国化布局，体量较大，且多品类覆盖；海欣食品、巴比食品是区域优势速冻食品企业，体量相对较小，品类相对单一。

表 15: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	最新价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603345.SH	安井食品	579	232.07	2.55	3.44	4.54	5.82	76	67	51	40
002702.SZ	海欣食品	31	6.40	0.15	0.19	0.24	0.26	58	37	28	24
605338.SH	巴比食品	86	35.57	0.71	0.81	0.98	1.18	53	44	36	30
平均值								51	43	33	54
002702.SZ	三全食品	144	16.44	0.87	0.76	0.95	1.15	27	22	17	14

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 公司 2021 年估值为 22 倍, 行业平均值为 43 倍, 显著低于行业平均估值水平。伴随公司未来零售创新业务优势巩固和餐饮业务开拓加速, 叠加渠道优化、效率提升和规模效应等因素, 业绩将呈现高质量增长趋势, 看好利润端进一步的弹性释放, 给予 2021 年 32 倍估值, 对应目标价 24.32 元, 给予“买入”评级。

6.3 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 3.2%;
- 2) 有效税率继续保持 20%。

表 16: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	6%
永续期增长率	2%
无风险利率 Rf	3.2%
市场组合报酬率 Rm	9.69%
有效税率 Tx	20%
β 系数	1.05
债务资本成本 Kd	0%
债务资本比重 Wd	0%
股权资本成本 Ke	10.01%
WACC	10.01%

数据来源: 西南证券

表 17: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值 (亿元)	114.50
净债务价值 (亿元)	(27.52)
股票价值 (亿元)	142.01
每股价值 (元)	16.15

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得,公司每股内在价值约 16.15 元。考虑近期板块市场情绪较为活跃,采用相对估值法更适合当下的市场投资环境,故不采用绝对估值。

7 风险提示

原材料价格波动风险: 公司生产经营所用原材料价格波动对公司生产成本影响较大。如果未来原材料价格产生大幅波动,而公司不能适时采取有效措施,可能会影响公司产品的市场竞争力,公司将面临利润下降的风险。

食品安全风险: 由于食品制造行业中间环节较多,原材料包含畜牧鱼类肉制品,可能因病毒、瘟疫等原因,出现食品安全问题,将对公司声誉和经营业绩产生重大不利影响。

速冻食品渗透率提升不及预期: 我国消费习惯和日本等市场有所不同,尽管消费者对速冻食品的接受度有所提升,但中式菜肴难以标准化等因素仍有可能压制速冻食品行业的发展。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6926.08	7976.24	9225.41	10571.85	净利润	767.69	670.05	832.27	1013.88
营业成本	4857.58	5524.16	6359.22	7286.44	折旧与摊销	145.25	139.40	150.67	163.43
营业税金及附加	57.89	67.80	78.42	89.86	财务费用	-6.53	-34.68	-43.47	-65.72
销售费用	998.92	1355.96	1522.19	1691.50	资产减值损失	-40.99	-30.00	-20.00	-20.00
管理费用	234.01	255.24	285.99	317.16	经营营运资本变动	365.05	-340.01	29.82	69.19
财务费用	-6.53	-34.68	-43.47	-65.72	其他	37.02	16.96	12.12	11.42
资产减值损失	-40.99	-30.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	1267.49	421.73	961.40	1172.20
投资收益	123.81	9.00	9.00	9.00	资本支出	-56.28	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	-0.30	-0.15	-0.18	-0.19	其他	-624.11	8.85	8.82	8.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-680.39	-291.15	-291.18	-291.19
营业利润	962.35	846.61	1051.89	1281.43	短期借款	-70.07	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.63	1.56	1.61	1.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	965.97	848.17	1053.50	1283.39	股权融资	44.53	0.00	0.00	0.00
所得税	198.29	178.12	221.24	269.51	支付股利	-47.93	-191.98	-167.56	-208.12
净利润	767.69	670.05	832.27	1013.88	其他	-52.28	33.79	43.47	65.72
少数股东损益	-0.21	-0.19	-0.23	-0.28	筹资活动现金流净额	-125.75	-158.19	-124.09	-142.41
归属母公司股东净利润	767.90	670.24	832.50	1014.17	现金流量净额	461.34	-27.60	546.14	738.61
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1045.98	1018.37	1564.52	2303.12	成长能力				
应收和预付款项	416.80	574.93	631.54	709.49	销售收入增长率	15.71%	15.16%	15.66%	14.59%
存货	1199.91	1615.48	1842.95	2071.17	营业利润增长率	280.69%	-12.03%	24.25%	21.82%
其他流动资产	948.72	945.41	960.40	976.56	净利润增长率	250.30%	-12.72%	24.21%	21.82%
长期股权投资	94.56	94.56	94.56	94.56	EBITDA 增长率	190.80%	-13.60%	21.84%	18.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1817.06	1984.55	2140.77	2284.22	毛利率	29.87%	30.74%	31.07%	31.08%
无形资产和开发支出	229.02	222.26	215.50	208.73	三费率	17.71%	19.77%	19.13%	18.38%
其他非流动资产	244.19	244.06	243.94	243.81	净利率	11.08%	8.40%	9.02%	9.59%
资产总计	5996.24	6699.63	7694.17	8891.67	ROE	25.65%	19.31%	20.13%	20.52%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.80%	10.00%	10.82%	11.40%
应付和预收款项	1619.20	2543.85	2812.93	3137.21	ROIC	78.00%	63.37%	60.17%	67.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.90%	11.93%	12.56%	13.05%
其他负债	1384.08	685.62	746.38	813.84	营运能力				
负债合计	3003.28	3229.48	3559.31	3951.05	总资产周转率	1.23	1.26	1.28	1.27
股本	799.26	879.18	879.18	879.18	固定资产周转率	4.12	4.62	5.05	5.44
资本公积	269.72	189.79	189.79	189.79	应收账款周转率	21.80	21.31	20.15	20.98
留存收益	1923.41	2401.67	3066.61	3872.65	存货周转率	3.67	3.87	3.64	3.69
归属母公司股东权益	2993.28	3470.65	4135.59	4941.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.59%	—	—	—
少数股东权益	-0.31	-0.50	-0.73	-1.01	资本结构				
股东权益合计	2992.97	3470.15	4134.86	4940.62	资产负债率	50.09%	48.20%	46.26%	44.44%
负债和股东权益合计	5996.24	6699.63	7694.17	8891.67	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.33	1.41	1.53	1.65
					速动比率	0.89	0.86	0.96	1.09
					股利支付率	6.24%	28.64%	20.13%	20.52%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1101.07	951.33	1159.09	1379.14	每股收益	0.87	0.76	0.95	1.15
PE	18.82	21.57	17.36	14.25	每股净资产	3.40	3.95	4.70	5.62
PB	4.83	4.17	3.50	2.93	每股经营现金	1.44	0.48	1.09	1.33
PS	2.09	1.81	1.57	1.37	每股股利	0.05	0.22	0.19	0.24
EV/EBITDA	9.99	12.97	10.18	8.02					
股息率	0.33%	1.33%	1.16%	1.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷毓	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn