

弱于大市

速冻 2021 年 三季报综述

提价将有效缓解成本压力，速冻企业积极调整多点布局

季报收官，3Q21 营收/净利分别+12.9%/+0.5%，环比+2.8pct/+51.1pct。

- **进入 3Q 速冻食品销售旺季，行业内公司表现分化，安井、广酒尽管受到限电限产影响，但速冻业务增长仍高于行业整体。** (1) 速冻食品上市公司 1-3Q 收入+15.7% (1Q/2Q/3Q 分别+24.3%/+10.1%/+12.9%)，安井收入稳健增长带动行业增长。(2) 从上市公司表现来看，安井食品 3Q 新宏业并表带来增量，剔除并表影响，内生增长在 20%-25%，增速略降，主要原因为①上年同期基数效应；②3Q 厦门疫情等影响工厂生产；③限电限产对开工率造成一定影响。广州酒家速冻业务 3Q 收入+22%，梅州工厂逐步投产对产能有很大贡献，但也由于限电限产，一定程度影响释放节奏，公司将在原有基地上挖潜提高产能。千味央厨 3Q 增速 32.4%，公司向第一大客户百胜中国提供较多新品，促使大幅增长，此外其他大客户和经销商也稳健增长，大 B 小 B 双轮驱动。
- **成本压力下，速冻企业在 3Q 盈利水平低于上年同期，剔除利润较大的广州酒家影响，3Q 整体利润-19.6%。** (1) 在油脂、蛋白类、包材等普遍上涨情况下，企业成本承压，3Q 毛利率除千味央厨仅+0.4pct 外，均出现下降，中位值同比-4.8pct。其中，广州酒家下降幅度仅有 0.4pct，主要为月饼业务影响，单纯速冻业务毛利率我们判断同比基本持平。安井食品剔除运输费用影响，毛利率仍有大幅下滑，除了原材料成本上涨外，还有促销加大和速冻菜肴拉低整体毛利原因。(2) 从销售费用率来看，仅有海欣和惠发同比增加，其他企业均下降。(3) 毛销差除广州酒家外，均低于上年同期，3Q 整体利润-19.6%，企业盈利水平也显著低于 3Q20。
- **安井食品率先提价，广州酒家控股股东变更，千味央厨股权激励落地，速冻企业多点绽放积极调整。** (1) 安井食品宣布从 11.1 日起对部分产品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为 3%-10% 不等，将有效缓解成本压力，我们判断行业内其他公司将跟进。限电限产将在明年初减弱，叠加企业提价效应，将会对收入增长带来正向促进。(2) 广州市国资委拟将持有广州酒家的 51% (即 288,453,276 股) 无偿划拨至广州城投。国有股份划拨后，公司的控股股东变更为广州城投，实际控制人不发生变化。股东变化我们判断利于与城投下属企业合作和国企改革。(3) 千味央厨股权激励落地，拟授予股票 156.84 万份，约占股本总额的 1.84%。激励对象包含董事长孙剑，高级管理人员白瑞、王植宾、徐振江，核心研发、业务等骨干人员共 80 人。考核目标以 2020 年营业收入为基准，2021-2023 年营业收入增长率不低于 35%/67%/101%，同比增速分别为 35%/23.7%/20.4%，三年收入复合增速 26.2%。股权激励费用较高，共计 4748 万元分四年摊销。餐饮供应链处于爆发期，公司以规模扩张为目标，激励落地将有效激发团队积极性与动力，保障中长期稳定发展。
- **强烈推荐低估高增的广州酒家，建议关注安井食品、千味央厨。** 广州酒家盈利水平突出，梅州工厂产能逐步释放和陶陶居并表，为短期业绩增长带来动力。22 年利润+23%，对应 20 倍估值，性价比突出强烈推荐。此外，火锅料龙头安井食品通过推速冻菜肴以及锁鲜装、玲珑装等打造新增长点，深耕餐饮 B 端的速冻企业千味央厨空间广阔，建议关注。
- **风险提示：**疫情影响时间超预期、行业竞争加剧、原料成本大幅上涨。

相关研究报告

《3Q21 食品饮料基金仓位点评：食品饮料仓位环比回落，白酒重仓比例下滑》20211104

《乳制品 2021 年三季报综述：乳制品需求恢复平稳期，龙头伊利利润弹性大》20211103

《调味品 2021 年三季报综述：需求疲软和成本压力持续，提价为 22 年增长奠定基础》20211103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：毕翘楚

(8610)83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520040001

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

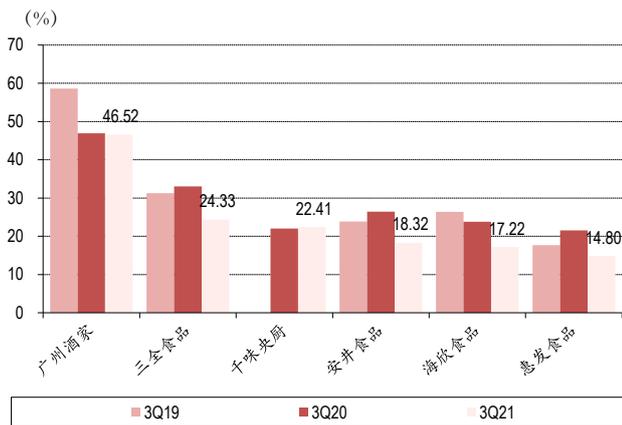
图表1. 速冻食品上市公司业绩概览

公司简称	营收增速(%)				净利增速(%)			
	1Q21	2Q21	3Q21	1-3Q21	1Q21	2Q21	3Q21	1-3Q21
广州酒家	28.7	33.0	10.2	17.7	289.6	续亏	16.7	23.4
安井食品	47.3	27.7	34.9	35.9	97.8	1.2	22.4	30.3
三全食品	5.2	(13.6)	(2.3)	(2.4)	(31.7)	(47.6)	(9.0)	(32.4)
海欣食品	26.5	(19.8)	(1.4)	1.4	(41.2)	首亏	首亏	首亏
惠发食品	85.6	37.0	4.5	31.3	续亏	首亏	首亏	首亏
千味央厨	-	-	32.4	45.9	-	-	(18.1)	16.0
上市公司总体	24.3	10.1	12.9	15.7	3.8	(50.6)	0.5	(13.2)

资料来源：万得，中银证券

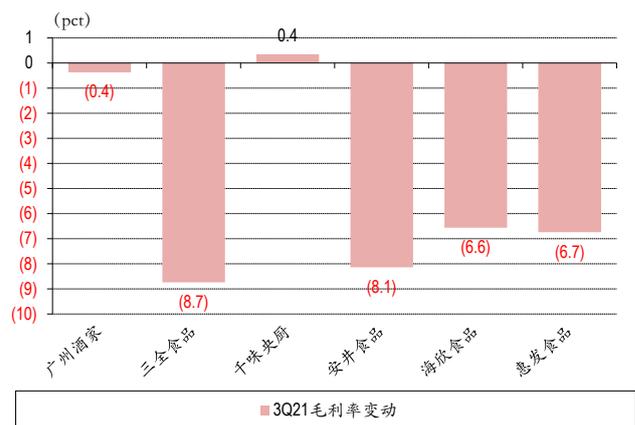
注：计算上市公司总体时，未纳入刚上市的千味央厨

图表2. 3Q21 速冻上市公司毛利率对比



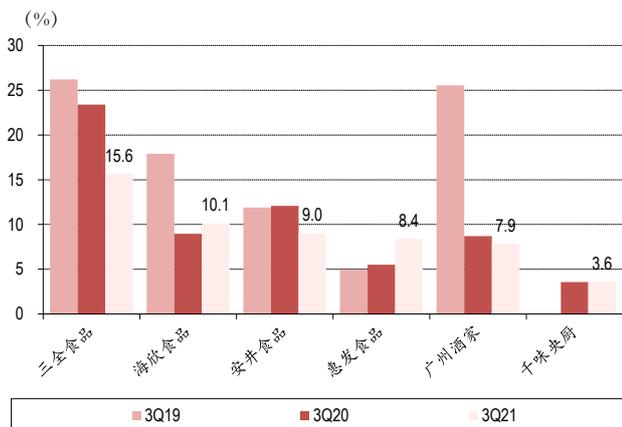
资料来源：万得，中银证券

图表3. 3Q21 速冻上市公司毛利率同比变动



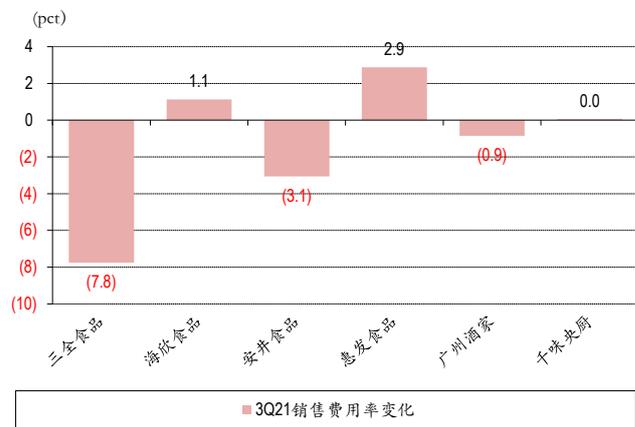
资料来源：万得，中银证券

图表4. 3Q21 速冻上市公司销售费用率对比



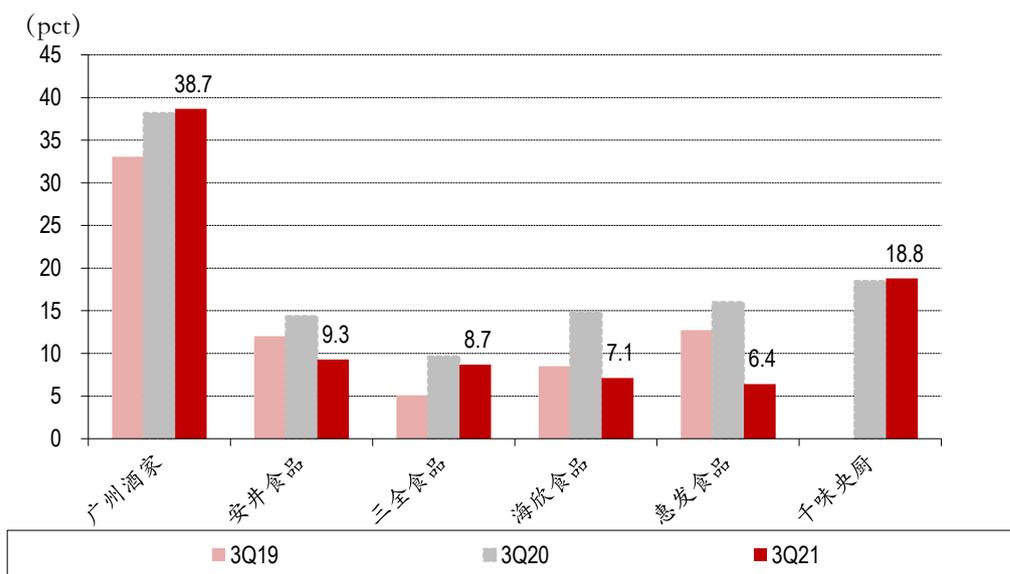
资料来源：万得，中银证券

图表5. 3Q21 速冻上市公司销售费用率同比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 3Q19-3Q21 速冻公司毛销差对比



资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371