

食品饮料

餐饮供应链：进可攻退可守，效率提升下的黄金赛道

我们认为餐饮供应链无论从短期还是中长期维度来看，不仅具备高景气，也符合中长期的产业趋势。而在下游连锁化率不断提升的背景下，上游供应链各环节的分工专业化将强化，预计会带来上游景气度的提升。**我们判断餐饮供应链在短中长期兼具行业 β 和个股 α 。**

1、大方向判断：对比东南亚等地区，看好疫后餐饮复苏带来的强 β ，且上游投资优于下游。我们选取了 2022 年上半年中国香港、中国台湾、新加坡三个地区作为案例进行简要分析，不同经济体在该轮疫情阶段前后消费基本面特征如下：随着疫情形势的缓解，不同经济体是否出现报复性消费以及报复性消费程度情况不同，但餐饮及食品饮料等率先出现了复苏。参考这三个经济体，我们认为疫后餐饮有望率先复苏，下游受益餐饮复苏 Beta 的行业增速较快，看好疫后复苏带来的餐饮产业链机会。

2、景气度判断：旺季叠加冷冬，产销或两旺，成本和费效有望改善。疫情对餐饮业及其供应链造成打击，行业整体有降本提效的大趋势。而疫情也催生家庭端对于速冻食品的消费需求快速增加，行业 BC 两端需求景气高。另一方面，四季度速冻食品需求呈增长态势，步入传统旺季，叠加冷冬趋势或推动旺季产销两旺。此外，去年四季度以来的原材料提价整体传导基本落地，叠加明年成本下行趋势，行业利润端弹性有望释放。

3、竞争力判断：企业核心价值持续强化，上游集中度有望不断提升。疫情期间需求端和供给端共同助力餐饮连锁化率提升，其对上游供应链带来了以下影响：1) 对产业链各环节的运营效率提出了更高的要求；2) 对菜品标准化程度提出更高要求；3) 促进餐饮产业链专业化分工的强化。疫情下，消费者、餐饮业及其供应链都在追求极致性价比，这也会使得上游细分赛道龙头公司的地位进一步提升。速冻行业和复合调味品行业内优质企业不断凭借自身独有优势，例如渠道规模等优势，在竞争中赢得市场份额，行业的集中度有望进一步提升。

投资建议：餐饮供应链属于“进可攻退可守”的板块。进可攻来自疫后复苏带来的餐饮强 β ，退可守主要是行业自身高景气，且龙头企业业绩稳定性强。**我们认为餐饮供应链企业的增长将来源于：**

1) 下游大 B 推新。下游餐饮推新为上游供应链公司带来新的增长机会。受疫情影响，餐饮企业推新进度放缓，我们预计从下半年开始推新速度将加速，明年或为餐饮行业推新大年，建议关注干味央厨、日辰股份和宝立食品；

2) 小 B 规模化竞争优势带来的强稳定性。速冻行业的竞争优势本质上是高性价比的规模化竞争，我们认为行业内部的细分龙头公司不仅在各自的细分领域跑出了相对竞争优势，同时在外环境承压的背景下，有望持续提升市场份额，建议关注安井食品、立高食品和干味央厨。

3) 企业 BC 并举提高企业经营韧性，业绩有望持续提升。疫情催化 C 端业务发展，且 BC 兼顾的企业在疫情期间表现出较强的经营弹性和稳定性，以安井和宝立为例，安井锁鲜装等在疫情期间快速增长，而宝立的 C 端业务也受益居家消费快速崛起。我们认为 BC 共同发展有望成为未来餐饮供应链企业的发展方向，建议关注安井食品、宝立食品。

✧ **重点推荐：**安井食品、干味央厨

✧ **建议关注：**立高食品、日辰股份、宝立食品

风险提示：宏观经济下行风险；食品安全风险；新冠疫情风险；行业竞争加剧风险；成本持续上涨风险。

证券研究报告

2022 年 11 月 13 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴文德

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520070003

wuwend@tfzq.com

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

薛涵

联系人

xuehana@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《食品饮料-行业专题研究:二季报风险落地，关注短期需求和成本的边际变化——非白酒行业 2022H1 财报总结》2022-09-20

2 《食品饮料-行业专题研究:啤酒：量升价增成本改善，行业发展可高看一线》2022-08-24

3 《食品饮料-行业深度研究:方便食品行业：阿宽食品：中高端方便食品后起之秀，新消费品牌标杆》2022-07-18

内容目录

1. 大方向：对比东南亚等地区，看好疫后餐饮复苏带来的强 β	4
1.1. 中国香港：疫后出现报复性消费潮，餐饮场所人流量大幅增加	5
1.2. 中国台湾：并未出现报复性消费潮	6
1.3. 新加坡：疫情形势缓解带动新加坡消费复苏潮	6
2. 景气度：旺季产销或两旺，成本和费效有望改善	7
3. 竞争力：企业核心价值持续强化，上游集中度有望不断提升	9
3.1. 企业专业化分工下，细分领域强者恒强，集中度持续提升	9
3.2. 重视餐饮推新对大 B 的贡献，BC 并举提高企业经营韧性	10
3.2.1. 下游餐饮大 B 推新品将促进上游餐饮供应链的增长	10
3.2.2. 小 B 规模化竞争优势显著，龙头公司强者恒强	11
3.2.3. 企业 BC 共举，经营韧性强，稳定性和成长性兼具	11
4. 投资建议：进可攻退可守，建议重点关注	13
5. 风险提示：	14

图表目录

图 1：餐饮供应链投资逻辑：兼具行业 β 和个股 α	4
图 2：中国香港当日新增新冠肺炎病例趋势（例）	5
图 3：中国香港零售业总销货额趋势	5
图 4：中国香港食肆总收益趋势	5
图 5：中国香港零售业细分板块 2022 年 4 月单月零售额同比/环比对比	5
图 6：中国台湾当日新增新冠肺炎病例趋势（例）	6
图 7：中国台湾批发、零售、餐饮业营业额趋势（亿元）	6
图 8：新加坡当日新增新冠肺炎病例趋势（例）	7
图 9：新加坡餐饮零售销售指数趋势	7
图 10：新加坡当日新增新冠肺炎病例趋势	7
图 11：新加坡餐饮服务指数（总计和食品供应商）趋势	7
图 12：我国餐饮行业收入	8
图 13：我国预制菜市场规模	8
图 14：速冻行业单季营收变动情况	8
图 15：速冻行业单季归母净利润变动情况	8
图 16：食品加工行业单季营收变动情况	8
图 17：面粉价格走势（元/公斤）	9
图 18：大豆价格走势（元/吨）	9
图 19：餐饮连锁化率提升对餐饮供应链影响	10
图 20：2020 年速冻细分赛道竞争格局	10
图 21：安井食品投资逻辑	12
图 22：安井食品营业收入（亿元）	12

图 23：安井食品预制菜收入（亿元）	12
表 1：行业内提价情况	9
表 2：日辰股份 2022 年上半年新品	11
表 3：盈利预测	14

我们认为餐饮供应链无论从短期还是中长期维度来看，不仅具备高景气，也符合中长期的产业趋势。而在下游连锁化率不断提升的背景下，上游供应链各环节的专业化分工将强化，预计会带来上游景气度的提升。我们判断餐饮供应链在短中长期兼具行业 β 和个股 α ，主要原因有以下三点：

1) 看好疫后餐饮复苏的强 β ，且上游投资优于下游。通过分析 2022 年上半年中国香港、中国台湾、新加坡三个经济体疫情前后的消费基本面，我们发现，随着疫情形势的缓解，不同经济体是否出现消费反弹以及反弹程度情况不同，但餐饮及食品饮料等率先出现了复苏。我们认为疫后餐饮业有望率先复苏，下游受益餐饮复苏 Beta 的行业增速较快，看好疫后复苏带来的上游餐饮供应链机会。

2) 景气度方面，冷冬或推动行业旺季产销两旺。疫情对餐饮业及其供应链造成了打击，行业有降本提效的大趋势，同时速冻产品消费者教育的深入，也提振了其 C 端需求。另一方面，预计 22 年四季度冬季气温较低，火锅成为消费者的重点餐饮场景之一，速冻食品步入传统旺季，叠加今年冷冬趋势，或推动旺季产销两旺，行业景气度有望进一步提升。

3) 企业竞争力持续强化，下游集中度有望不断提升。疫情下，餐饮连锁化率提升，促进了餐饮产业链专业化分工的强化；在外部环境承压的背景下，行业追求极致性价比；速冻行业和复合调味品行业内优质企业不断凭借自身独有优势，在竞争中赢得市场份额，行业的集中度进一步提升。首先，重视下游餐饮大 B 推新对上游餐饮供应链的贡献，建议关注干味央厨、日辰股份、宝立食品；其次，小 B 规模化竞争优势显著，建议关注：安井食品、立高食品、干味央厨；第三，企业 BC 并举，经营韧性强，稳定性和成长性兼具，建议关注安井食品、宝立食品、干味央厨。

图 1：餐饮供应链投资逻辑：兼具行业 β 和个股 α

为什么看好餐饮供应链？		
大方向	景气度	竞争力
看好疫后餐饮复苏的强 β	冷冬或推动旺季产销两旺	企业核心价值持续强化 下游集中度有望不断提升
- 参考中国香港、中国台湾、新加坡三个经济体，疫后餐饮业有望率先复苏； - 疫后餐饮复苏具备强 β，且上游投资优于下游。	- 疫情降本提效趋势下，行业 BC 两端需求高景气； - 四季度速冻食品需求呈增长态势，步入传统旺季，叠加冷冬趋势或推动旺季产销两旺； - 成本和费效改善带来利润弹性。	- 餐饮供应链专业化分工强化，行业追求极致性价比，上游龙头公司竞争力凸显； - 下游餐饮大 B 推新品将促进上游餐饮供应链的增长； - 小 B 规模化竞争优势显著，企业 BC 并举提高经营韧性。

资料来源：天风证券研究所

1. 大方向：对比东南亚等地区，看好疫后餐饮复苏带来的强 β

2020 年以来，由于疫情的原因，消费者信心受到一定压制，餐饮服务行业作为接触性、聚集性行业的代表，也面临着前所未有的挑战。疫情缓解后，由于餐饮是大众的基础性消费，也是其他住宿、旅游等行业复苏的前提，餐饮业率先复苏。以 2020 年 3 月为例，随着各地复产复工逐步提速，餐饮业率先恢复常态运营。据美团外卖 2020 年 3 月发布的疫期首份《餐饮外卖复工消费报告》显示，复工以来，外卖商户数、订单量、交易额等指标呈现稳定上升状态，三成商家外卖单量超疫前，餐饮经济已率先复苏。

2022 年上半年，全球多个国家和地区均遭受了最新一轮的新冠疫情来袭，部分地区疫情

得到了有效控制。我们选取了中国香港、中国台湾、新加坡三个地区作为案例进行简要分析，不同经济体在该轮疫情阶段前后消费基本面特征如下：随着疫情形势的缓解，不同经济体是否出现消费反弹以及反弹程度情况不同，但餐饮及食品饮料等率先出现了复苏。参考这三个经济体，我们认为疫后餐饮业有望率先复苏，下游受益餐饮复苏 Beta 的行业增速较快，看好疫后复苏带来的餐饮产业链机会。

- ✧ 中国香港与新加坡疫情均于 3 月前后达到高峰，并于 4 月疫情形势得到缓解。可以观测到，两地于疫情后阶段均出现了“报复性消费”现象。中国台湾疫情于 4 月下旬逐渐爆发，当前仍未完全恢复，疫情期间居民外出消费意愿加强并未带来“报复性消费”现象。
- ✧ 疫情实际得到控制，同时叠加一定的消费刺激政策会进一步带动疫后的消费增长。从中国香港和新加坡的疫情后消费趋势可以看出，大众品的消费增长较为明显，餐饮、食品饮料复苏迹象明显。

1.1. 中国香港：疫后出现报复性消费潮，餐饮场所人流量大幅增加

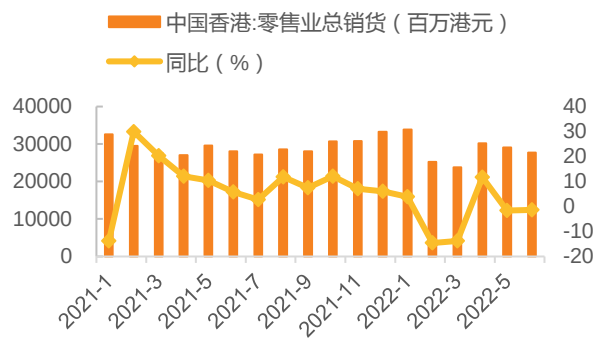
年初中国香港疫情历时 3 个月，消费行业受影响程度较大。2022 年 2~4 月中国香港受疫情影响较大，前后历时近 3 个月，2 月下旬至 3 月上旬期间最高单日新增病例数量达到 31368 例。此轮疫情的爆发对中国香港经济造成了较大影响，消费行业受影响程度较大。根据中国香港统计处数据，2、3 月中国香港零售业总销货额同比分别下滑 14.62%、13.79%，同时访港旅客人数也大幅下滑至单月两千人左右。

图 2：中国香港当日新增新冠肺炎病例趋势（例）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：中国香港零售业总销货趋势



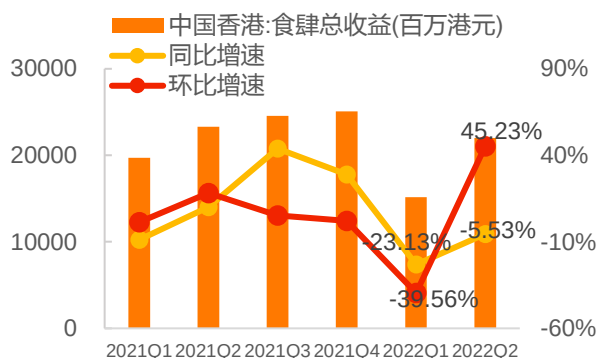
资料来源：wind，天风证券研究所

为促进消费，中国香港实施一系列优惠措施。首先，2022 年 4 月 7 日，中国香港特区政府公开向 630 万市民发放了 2022 年消费券计划第一阶段的电子消费券，人均 5000 港元。据此测算，该阶段消费券金额涉及金额约 315 亿港元。对于提振中国香港市场气氛、刺激本地消费、加速经济复苏有积极推动作用。其次，根据中国香港《2022-23 财政年度政府财政预算案》，特区政府在住宅租金、个人贷款等方面也采取了相应的优惠政策以缓解疫情下的市民经济压力。

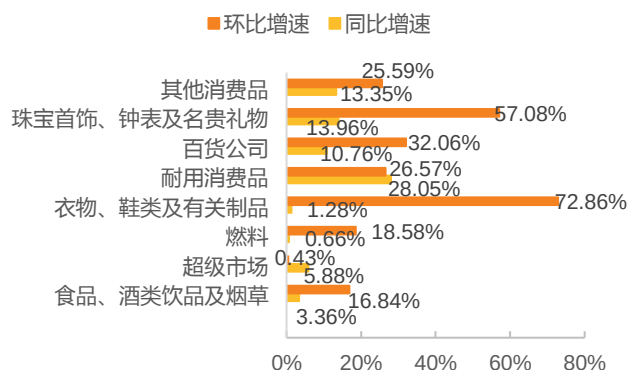
疫情缓解引发了报复性消费潮，食肆（餐饮）复苏情况明显。4 月，疫情得到缓解，单日新增病例数量大幅下降，大部分公共场所重开，直接引发了“报复性消费潮”，中国香港线下商场、餐厅等娱乐及消费场所人流量均出现大幅增加，食肆（餐饮）复苏情况明显，2022 年 Q1 中国香港食肆总收益同比及环比增速分别为 -23.13%/-39.56%，到 2022 年 Q2，同比及环比增速分别为 -5.53%/45.23%，同比及环比增速都有大幅改善。另外，中国香港 4 月零售额同比增长 11.68%，环比更是大幅增长 26.69%。2022 年 4 月，零售业各细分板块均有不同程度增长，食品、酒类饮品及烟草板块同比增长 3.36%，环比增长 16.84%，在疫后消费复苏中增长明显。

图 4：中国香港食肆总收益趋势

图 5：中国香港零售业细分板块 2022 年 4 月单月零售额同比/环比对比



资料来源: wind, 天风证券研究所

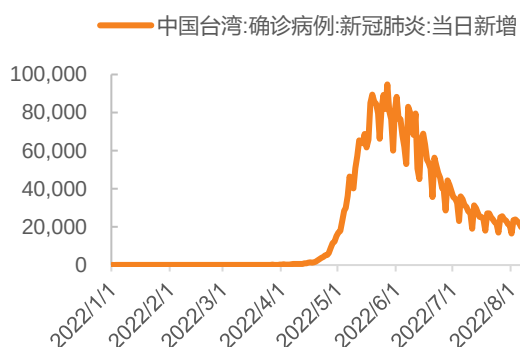


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 中国台湾: 并未出现报复性消费潮

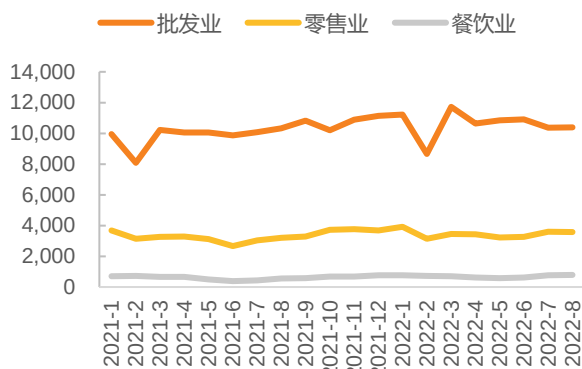
中国台湾本轮疫情持续时间较长, 相较于中国香港, 当前疫情形势仍未恢复。当日新增病例于 2022 年 4~5 月大幅增加, 由年初的低于 100 例增加至高点时期的 90000 例左右, 随后开始逐步下降, 目前为止, 仍未恢复常态。2022 年 4 月, 中国台湾批发业/零售业/餐饮业的营业额环比 -9.18%/-0.05%/-11.11%, 5 月, 批发业/零售业/餐饮业的营业额环比 +1.95%/-6.20%/-7.16%, 消费并未受到重大影响, 整体消费趋势保持平稳。

图 6: 中国台湾当日新增新冠肺炎病例趋势 (例)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 中国台湾批发、零售、餐饮业营业额趋势 (亿元)

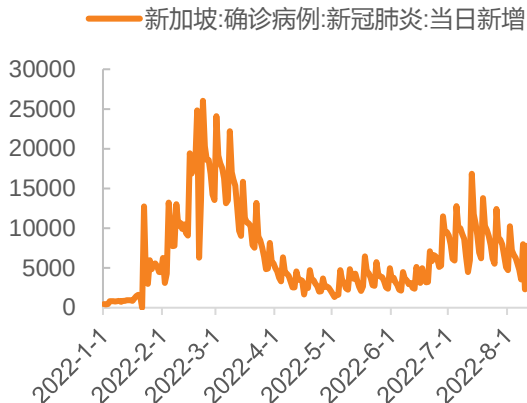


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 新加坡: 疫情形势缓解带动新加坡消费复苏潮

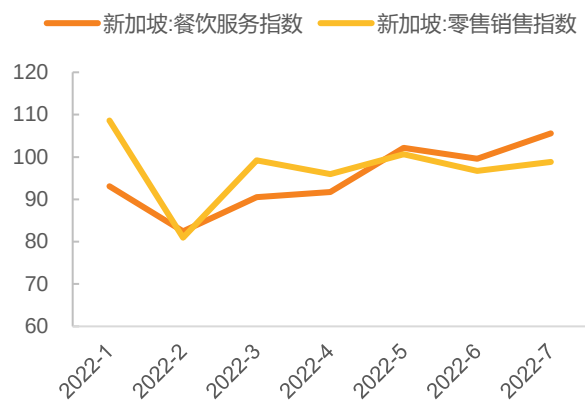
2022 年以来受 Omicron 病毒侵袭, 新加坡有两轮疫情。第一轮疫情于 2 月进入高峰, 单日确诊病例最高达到 25000 人左右。随后于 3 月下旬至 4 月上旬得到控制。从时间与趋势来看, 新加坡这轮疫情进程与中国香港基本相似, 经历两个月的严峻时期后于 4 月至今均处于可控范围内, 单日确诊病例维持在 2000~5000 人。第二轮疫情于 6 月下旬开始, 此次疫情弱于上一轮, 于 8 月下旬得到控制。疫情对新加坡消费造成了冲击, 2022 年 2 月餐饮指数同比/环比分别 -0.69%/-11.42%, 零售销售指数同比环比分别 -3.55%/-25.49%。

图 8：新加坡当日新增新冠肺炎病例趋势（例）



资料来源：wind，天风证券研究所

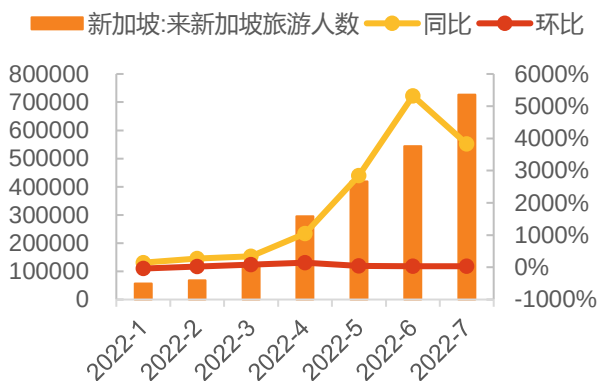
图 9：新加坡餐饮零售销售指数趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

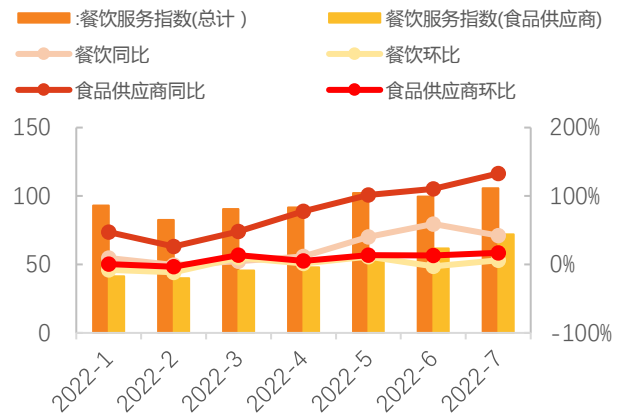
疫情缓解带动 4 月新加坡“报复性消费潮”。随着疫情形势得到缓解，4 月新加坡呈现出报复性消费趋势，餐厅、商超、娱乐场所以及各类景点均出现大量消费人群，同时入境放宽也吸引了大量旅客来新加坡旅游，入境旅游人数同比/环比分别+1046.58%/+143.46%，大幅带动新加坡本地消费。5 月，餐饮服务指数和零售销售指数同比及环比都有大幅改善。由新加坡第一轮疫情可以看出，食品供应商的同比及环比增速总是优于餐饮服务指数的增速，因疫情缓解带来餐饮服务消费的回暖时，食品供应商作为餐饮产业链上游，回暖迹象更强。

图 10：新加坡当日新增新冠肺炎病例趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：新加坡餐饮服务指数（总计和食品供应商）趋势

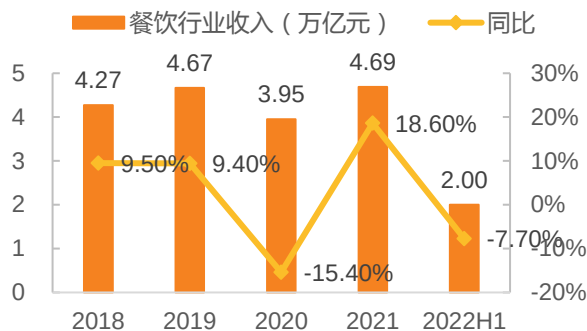


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 景气度：旺季产销或两旺，成本和费效有望改善

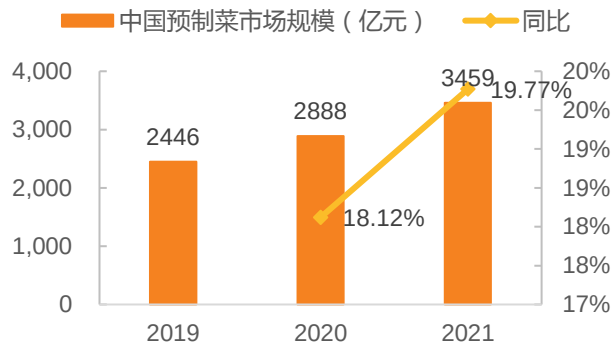
B 端降本增效需求高，C 端速冻品类接受度逐步提升。2020 年受新冠肺炎疫情影响，我国餐饮总营收跌破 4 万亿元，2021 年疫情恢复后反弹至 4.7 万亿元，同比增长 18.6%，有回暖趋势。但 2022 年初国内疫情出现散点频发状况，多地餐饮业受到较大影响，2022 年上半年，中国餐饮总营收 20040 亿元，同比下降了 7.7%。在此背景下，行业整体有降本提效的大趋势，人们外出就餐频率下降，家庭端对于速冻食品的消费需求快速增加，高性价比的速冻半成品成为首选。目前，速冻米面的市场格局已经打开，从速冻水饺到汤圆，从各种包子到点心，消费者对速冻米面的接受度也越来越高，这得益于企业不断推新的研发力和加工便捷的方法。速冻牛羊肉、速冻火锅底料也因火锅催生而成为大产业。2022 年上半年，速冻行业 BC 并举，板块经营韧性强。同时，居家消费的需求还促成了 C 端预制菜的快速增长。疫情下，速冻行业进入转型期，各大速冻企业纷纷布局预制菜，预制菜行业发展加速。2021 年，中国预制菜行业规模为 3459 亿元，同比增加 19.77%，红餐网预计 2022 年将超过 4000 亿。

图 12：我国餐饮行业收入



资料来源：红餐网《2022 中国餐饮产业生态白皮书》，天风证券研究所

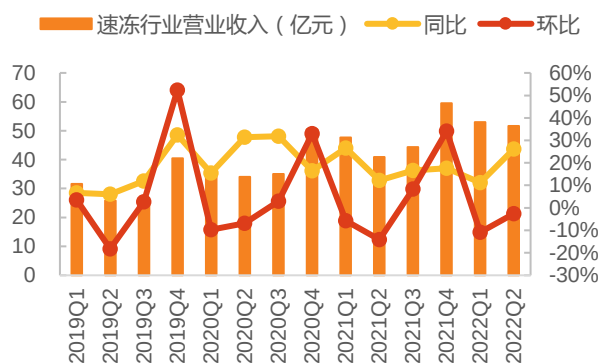
图 13：我国预制菜市场规模



资料来源：红餐网《2022 中国餐饮产业生态白皮书》，天风证券研究所

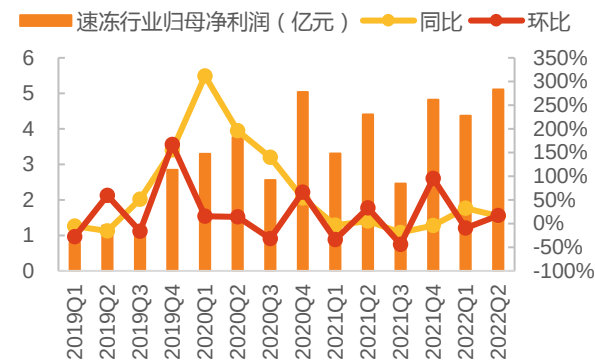
四季度为行业旺季叠加冷冬催化，行业景气度有望延续，并且预制菜行业有望加速。除 2019 年受疫情严重影响外，食品加工行业 20、21 年四季度营业收入同比/环比增速都为正，2021 年四季度营业收入环比增速达到了 35.60%。具体看速冻行业，营收端，2019Q4/2020Q4/2021Q4，速冻食品行业营业收入环比分别 +52.40%/32.97%/34.13%，环比改善明显；利润端，2019Q4/2020Q4/2021Q4，速冻食品行业归母净利润环比分别 +166.56%/+66.13%/+95.52%，环比改善明显，**速冻食品行业四季度旺季特征显著**。首先，四季度节日相对较多，聚餐场景中餐饮、家庭等消费市场对于速冻食品的需求更加旺盛；其次，冬季气温较低，火锅成为消费者的重点餐饮场景之一，因此，速冻丸子等食材的需求也呈增长态势，速冻食品步入传统旺季；而且国家气候中心预计，拉尼娜事件过后我国大部地区气温较常年同期偏低，今年冬季以冷冬为主，这将进一步促进速冻食品的消费。同时，预制菜在四季度的发展也十分乐观。每年从 7、8 月份开始，预制菜逐渐进入旺季，直到春节前达到销售顶峰。春节期间中，很多家庭将预制菜作为年夜饭首选，半成品菜、速食菜在内的预制菜销售状况良好。

图 14：速冻行业单季营收变动情况



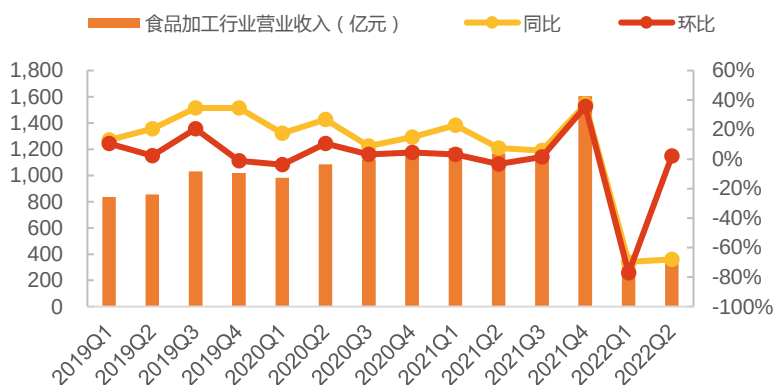
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：速冻行业单季归母净利润变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：食品加工行业单季营收变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

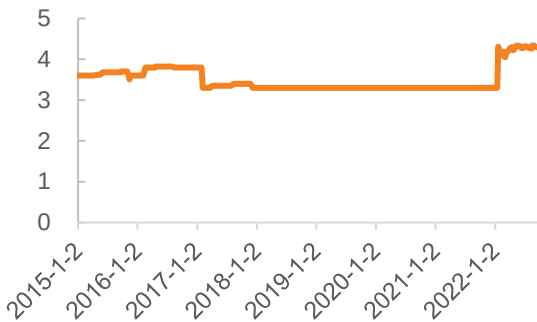
去年四季度以来的原材料提价整体传导基本落地，叠加成本下行预期，行业利润端有望反弹。2022 年上半年，餐饮供应链原材料成本虽处于较高位置，但是行业通过去年四季度和今年一季度提价缓解成本压力，安井食品、千味央厨等对主要产品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为 2%-10%不等。目前提价整体传导基本落地，渠道反馈良性，提价基本覆盖成本上涨幅度。在成本仍处高位的情况下，行业内公司缩减销售费用，精细化管理市场费用效率显著提升，扣非净利率有所改善。长期来看，原材料成本将有所回落，叠加提价效应，行业利润端有望反弹。

表 1：行业内提价情况

公司	调价执行时间	提价幅度
安井食品	2021 年 11 月 1 日	对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制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
千味央厨	2021 年 12 月 25 日	对部分速冻米面制品的产品促销政策进行缩减或经销价进行上调，调价幅度为 2%-10%不等
立高食品	2022 年 1 月 4 日	对部分主要的冷冻烘焙食品及烘焙原材料的产品出厂价格进行调整，上调幅度为 3%-8%不等
海天味业	2021 年 10 月 25 日	对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度为 3%-7%不等

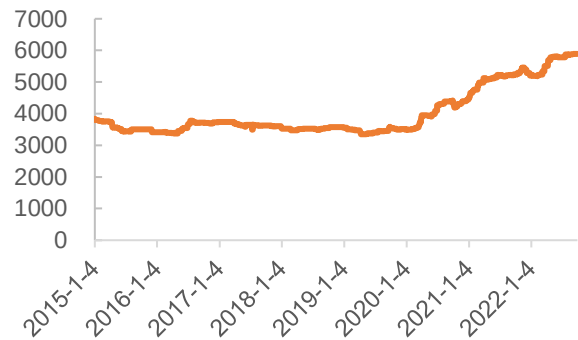
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：面粉价格走势（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：大豆价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

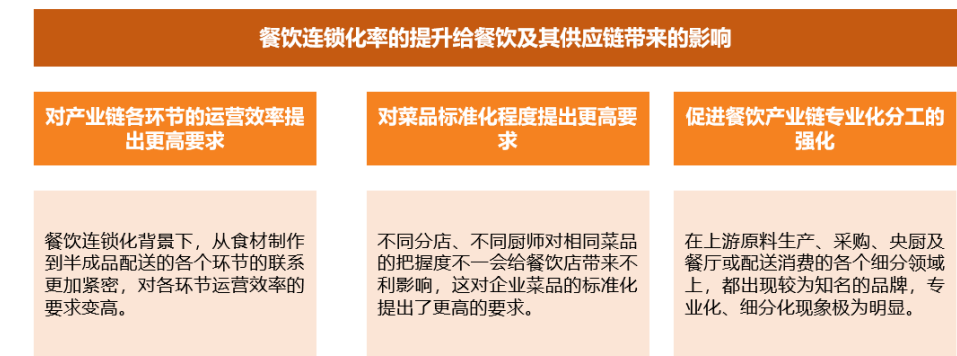
3. 竞争力：企业核心价值持续强化，上游集中度有望不断提升

3.1. 企业专业化分工下，细分领域强者恒强，集中度持续提升

疫情期间需求端和供给端共同助力餐饮连锁化。从需求端来看：食品安全问题频发，连锁餐企具有更高的标准化水平、更强的质量品控等，能最大程度满足消费者精致化、健康化诉求，是消费者外出餐食中的优先选择；此外，连锁化经营有助于餐企提前卡位优势地段，触及更多消费场景，并使品牌暴露于更多消费群体，进一步增强品牌力；而品牌势能越高，越容易实现全国扩张和门店下沉，也越容易形成拉新复购，不断增强客户粘性，构筑渠道壁垒。**从供给端来看：**随着商业模式的更迭、公司治理机制的成熟以及疫情期间数字化、冷链技术的发展，我国餐饮业迎来加速连锁化期，2018-2021 年，我国餐饮连锁化率从 13%提升至 18%。

餐饮连锁化率的提升给餐饮及其供应链带来了以下影响：1) **餐饮连锁化率的提升对产业链各环节的运营效率提出了更高的要求。**餐饮连锁化背景下，各环节之间的关系在逐步拉近，如央厨需求从原始食材到半成品，从基础调味料到复合调味料，包括统一采购平台的兴起，央厨到消费者之间的配送，均将各环节的联系变得更加紧密，对各环节的运营效率的要求也变高。2) **对菜品标准化程度提出更高要求。**连锁餐饮企业对菜品标准化程度的要求越来越高，而不同分店、不同厨师对相同菜品的把握度有着不可避免的差距，味道等不统一会给餐饮店带来的损失不可挽回，这对企业菜品的标准化提出了更高的要求。3) **促进餐饮产业链专业化分工的强化。**餐饮供应链包括从食材生产到消费者的整条产业链，包含上游原料生产、采购、央厨及餐厅或配送消费，几乎在每个单独的领域都已经出现了较为知名的品牌，专业化、细分化现象极为明显。

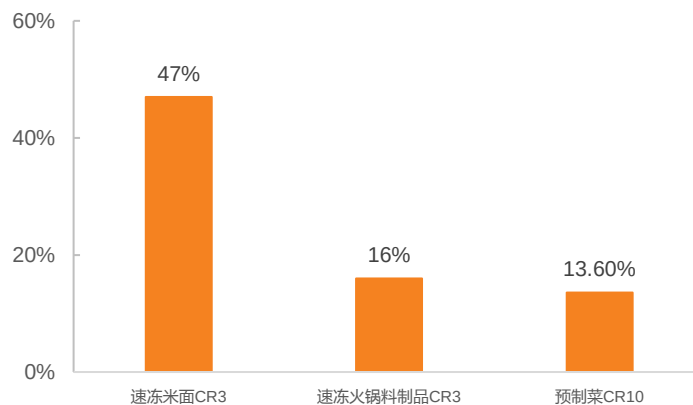
图 19：餐饮连锁化率提升对餐饮供应链影响



资料来源：天风证券研究所

疫情期间，餐饮企业及其供应链更注重经营效率，追求极致性价比，预计会进一步加速行业集中度提升。疫情期间，经济下行，消费者消费能力和消费欲望下降，更倾向于高性价比的产品；与此同时，行业竞争加剧，餐饮企业及其供应链也在向追求极致性价比的方向发展。行业内优质企业不断凭借自身独有优势，不断扩大经营规模，提高盈利能力，在竞争中赢得市场份额，逐渐成为行业内的龙头企业，行业的集中度进一步提升。以速冻行业和复合调味品行业为例，虽然目前行业集中度不高，但在品牌影响力、税收规范、食品安全监管、冷链技术等因素的催化下，集中度有望向龙头企业靠拢。

图 20：2020 年速冻细分赛道竞争格局



资料来源：中研网，天风证券研究所

3.2. 重视餐饮推新对大 B 的贡献，BC 并举提高企业经营韧性

3.2.1. 下游餐饮大 B 推新品将促进上游餐饮供应链的增长

中国餐饮业业态繁多、形式各异，不同消费场景下食材需求存在差异，下游餐厅对菜单更新、新品推出速度要求甚高。而优质餐饮大客户本身洞察消费者需求的能力强，更加注重新品开发。在此基础上，餐饮供应链公司增长来自于两部分，一是存量客户的增长，包括自身门店的扩张和品类的深耕，二是来自新客户的开拓，而新品是其突破的核心。下游餐饮推新能为上游供应链公司带来新的增长机会。今年上半年受到疫情影响，餐饮企业推新进度放缓，我们预计从下半年开始推新速度将加速，明年或为餐饮行业推新大年。

- ✧ **干味央厨**：2022 年上半年，干味央厨的第一大客户受制于疫情影响，在 1-6 月份有近三分之一门店不能正常营业，所以对公司的采购相应减少，对公司业绩造成了影响，但是 2022 年上半年公司仍然积极加大研发力度，服务好现有客户，同时也努力拓展新客户，为 2022 年下半年蓄势。展望下半年，公司作为疫后产业链，下游大 B 餐饮有望率先恢复，弹性较大。同时伴随新客户的开拓，例如瑞幸等的逐步放量，大 B 增长可期。
- ✧ **日辰股份**：2022 年 2 月份以来，青岛、上海和北京等重点城市受疫情影响，公司在

连锁餐饮渠道营业收入同比下降较大。在此背景下，公司坚持市场需求导向，持续加强产品研发力度，不断丰富产品品类，酱汁类复合调味品和粉体类复合调味品新增多款产品，并且公司为满足 C 端市场消费升级的需要，推出多款复合型调料，如蒜蓉小龙虾调料、黄焖鸡调料、奥尔良腌料、烧烤撒料等，抢抓预制菜行业快速发展的机遇。

- ✧ **宝立食品：**上半年，受疫情影响，公司餐饮渠道受影响严重。下半年，我们预计随着下游大 B 客户的修复，公司主业整体有望实现稳健增长。C 端业务，公司持续丰富产品口味，未来随着公司铺设线下渠道，有望凭借其精准定位和高端的品牌站位，业绩有望持续向好。

表 2：日辰股份 2022 年上半年新品

类别	产品
酱汁类复合调味品	国潮烤鸭酱、意式番茄拌面酱、蒜香炸鸡酱、石锅拌饭酱、山东炒鸡酱、零脂肪零蔗糖沙拉汁、胡辣汤等
粉体类复合调味品	韩式烤肉腌料、日式松饼预拌粉、名古屋唐扬粉、牛肉汤粉、鸡肉汤粉等
复合型调料	蒜蓉小龙虾调料、黄焖鸡调料、奥尔良腌料、烧烤撒料等

资料来源：日辰股份公告，天风证券研究所

3.2.2. 小 B 规模化竞争优势显著，龙头公司强者恒强

安井食品小 B 渠道韧性强，疫情缓解后，业绩有望持续提升。安井食品秉持“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略组合模式，公司的速冻火锅料制品和速冻菜肴制品的销售中 B 端占比略多，而且主要是小 B 端餐饮客户。公司通过小 B 渠道的培育和建设，逐步形成规模效应，实现较强的竞争优势。2022 年上半年，受疫情因素影响，公司传统 B 端速冻肉制品、速冻鱼糜制品的销售受到影响；但是一方面公司战略布局的预制菜板块快速发展，第二增长曲线初见规模，另一方面，公司重点发力速冻米面品类，疫情下面点类需求旺盛，叠加公司小 B 渠道实施渠道精细化管理，带来强势渠道能力，渠道韧性强，使得公司业绩在上半年疫情反复的情况下仍然保持较高增长，疫情缓解后，业绩有望持续提升。

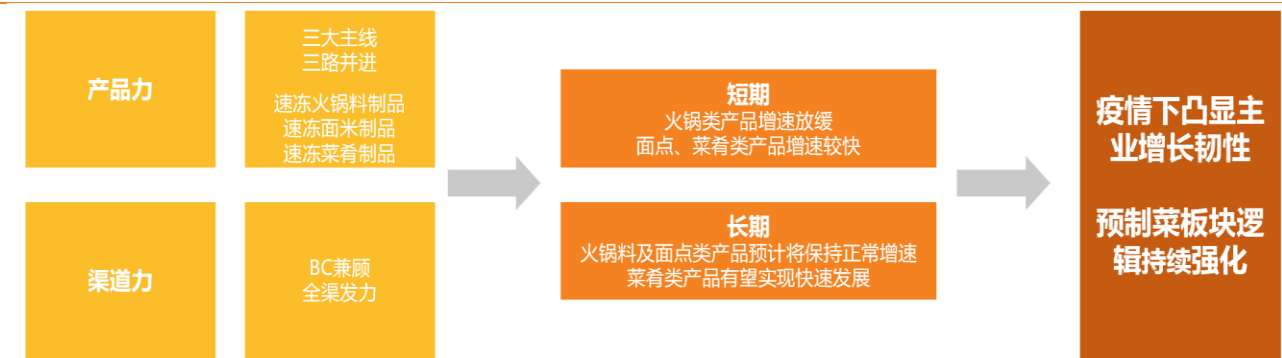
立高食品强渠道与多品类产生协同效应，具备规模优势。立高拥有雄厚的资金实力、先进的设备与技术、不断释放的产能，随着其渠道的深耕与扩张、产品结构的优化与产品矩阵的丰富，公司规模日益增大。同时规模化优势反哺渠道与产品的发展。在规模效应下，一方面公司能够更大限度地让利于经销商以更好地拓展渠道，从而进一步扩大自身规模及市占率；另一方面公司有较大的压价空间，能够应对同行业企业对同质化产品所采取的低价竞争策略，确保市场对公司同质化产品的接受度，促进营业收入的快速增长以及利润的持续上升，最终实现企业发展良性循环。未来公司将持续渠道深耕细作提升市占率，品类有序扩张提升产品使用率。伴随渠道、产品拓展及股权激励推动，公司有望持续快速增长。

千味央厨小 B 能力逐步建立，大单品逻辑持续验证。上半年，受疫情影响，大 B 受到影响较大，但小 B 渠道受影响较小，公司大经销商扶持战略成效显著，对冲疫情对大 B 造成的部分影响。长期来看，小 B 渠道增速较快，竞争力强，且新培育大单品表现较好，扩品逻辑持续验证。从利润率的角度来看，小 B 提价传导顺畅，今年大单品放量带来规模效应对冲成本上涨，盈利能力较为稳定。

3.2.3. 企业 BC 共举，经营韧性强，稳定性和成长性兼具

安井食品疫情下凸显主业增长韧性，预制菜板块逻辑持续强化。公司按照三大品类“三路并进，全渠发力”的经营战略和“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略组合模式，全面提升全渠道大单品竞争力，不断提高速冻食品市场占有率。“三路并进”是指在巩固和夯实传统火锅料和面米制品主业的同时，布局、进军、发力预制菜肴市场。短期看公司产品结构表现分级明显，火锅类产品增速放缓但面点、菜肴类产品增速较快，业绩有望保持稳健增长。长期来看，火锅料及面点类产品预计将保持正常增速，公司通过收购、投资建厂等方式持续加大在预制菜肴领域的布局，菜肴类产品有望实现快速发展。

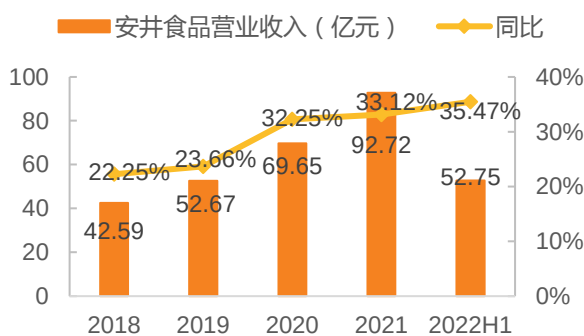
图 21：安井食品投资逻辑



资料来源：wind，天风证券研究所

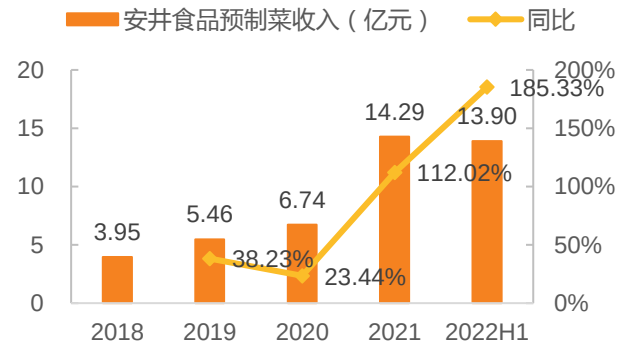
- ✧ **速冻火锅料制品方面**，目前火锅料制品需求仍在扩张，火锅、麻辣烫、烧烤等餐饮终端处于短期疫情受损，但中长期维度下渠道精耕叠加行业洗牌整合，行业复合增速仍有后劲；公司依托强产品力+渠道力，通过销地产、分区域精耕等完善布局，份额稳步提升，龙头地位愈发稳固。
- ✧ **速冻面米制品方面**，行业已处于成熟阶段，差异化创新成为新的增长点；安井聚集大单品战略，主打包子、馒头、手抓饼等发面类制品，推行“销地产”+“产地研”策略，不断推出新品，定位“高质中高价”，提升产品性价比，依托自身 BC 兼顾的强渠道力，通过产品渗透带来营收增量，同传统米面企业实现错位竞争。
- ✧ **速冻菜肴制品方面**，餐饮连锁化进程加快，加上外卖和团餐市场发展迅速，降本增效需求推动 B 端预制菜放量；社会结构变化驱动 C 端预制菜市场快速扩容，疫情加速渗透率提升。公司依照“自产+并购+OEM”的策略继续深化预制菜领域布局，预制菜营收占比逐年增大，也一直保持较高的收入增长速度，第二增长曲线初见规模。“安井小厨”预制菜事业部以自研自产为主，按照“B 端为主，BC 兼顾”模式聚焦调理类菜肴，已陆续推出了小酥肉、荷香糯米鸡、炸霞糕等品项，进一步丰富了公司产品线；子公司冻品先生和新宏业的业务亦有稳步增长。

图 22：安井食品营业收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：安井食品预制菜收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

宝立食品轻烹业务 C 端亮眼，具有较高成长性。宝立食品 C 端布局主要是轻烹解决方案的空刻意面。疫情反复下公司 B 端仍有一定压力，但 C 端空刻意面受益居家消费实现较高增长，保证了公司业绩的稳定性，目前空刻意面上市占率已达 60%。长期来看，公司 C 端业务卡位西式速食赛道，差异化定位寻求增量，产品端研发能力强，渠道端重营销，精准投放迅速抢占消费者心智，品牌端团队有创意，打造意面高端品牌形象，此三点构筑了公司目前 C 端业务发展的核心壁垒。未来空刻意面凭借其精准定位和高端的品牌站位，业绩有望持续向好。

千味央厨 C 端业务有望进一步打开成长空间。目前千味央厨以餐饮企业（酒店、团餐、宴席）等 B 端客户为主，疫情下 B 端经营面临很大不确定性，公司目前已经着手重点发展 C 端业务，相关团队组建完毕，也开发了适合 C 端的产品，相关渠道正在建设当中，未来 C 端业务有望进一步打开公司成长空间。

4. 投资建议：进可攻退可守，建议重点关注

我们认为餐饮供应链属于“进可攻退可守”的板块。进可攻来自疫后复苏带来的餐饮强 β ，且上游的投资机会优于下游；退可守主要是行业自身高景气，旺季叠加冷冻催化，且龙头企业业绩稳定性强，自身具备较强的业绩增长来源。我们认为餐饮供应链企业的增长将来源于：

- 1) **下游大 B 推新**。下游餐饮推新为上游供应链公司带来新的增长机会。受疫情影响，餐饮企业推新进度放缓，我们预计从下半年开始推新速度将加速，明年或为餐饮行业推新大年，关注千味央厨、日辰股份和宝立食品；
- 2) **小 B 规模化竞争优势带来的强稳定性**。速冻行业的竞争优势本质上是高性价比的规模化竞争，我们认为行业内部的细分龙头公司不仅在各自的细分领域跑出了相对竞争优势，同时在外环境承压的背景下，有望持续提升市场份额，关注安井食品、立高食品和千味央厨。
- 3) **企业 BC 并举提高企业经营韧性，业绩有望持续提升**。疫情催化 C 端业务发展，且 BC 兼顾的企业在疫情期间表现出较强的经营弹性和稳定性，以安井和宝立为例，安井锁鲜装等在疫情期间快速增长，而宝立的 C 端业务也受益居家消费快速崛起。我们认为 BC 共同发展有望成为未来餐饮供应链企业的发展方向，关注安井食品、宝立食品。

我们认为餐饮供应链无论从短期还是中长期维度来看，不仅具备高景气，也符合中长期的产业趋势。而在下游连锁化率不断提升的背景下，上游供应链各环节的专业化分工将强化，预计会带来上游景气度的提升，我们判断餐饮供应链在短中长期兼具行业 β 和个股 α ，建议积极关注行业的投资机会。**重点推荐安井食品、千味央厨，建议关注立高食品、日辰股份、宝立食品。**

- ✧ **安井食品**：三季度来看，主业表现稳健，且 9 月份以来，逐步进入旺季备货，弹性较大。叠加并表和盈利能力提升，三季度业绩弹性强。全年来看，我们预计公司或通过费用收窄、技改等方式提升效率，利润率有望改善。长期来看，菜肴类产品近年来增速较快，公司通过收购、投资建厂等方式持续加大在预制菜肴领域的布局，有望实现快速发展。预计公司 22-24 年实现营收 123.15/155.40/198.49 亿元，同比增长 32.82%/26.18%/27.73%，实现归母净利润 10.38/14.09/18.58 亿元，同比增长 52.09%/35.77%/31.86%，EPS 分别为 3.54/4.80/6.33 元。
- ✧ **千味央厨**：公司基本面情况持续向好，环比改善显著，建议重点关注。上半年受到疫情影响，餐饮企业推新进度放缓，预计从下半年开始下游餐饮客户推新速度将加速。同时伴随新客户的开拓，例如瑞幸等的逐步放量，大 B 增长可期。小 B 渠道来看，公司推行项目制，协助经销商实现销售增量，上半年大经销商实现较快增长，下半年疫情缓解下有望延续高增。成本方面下半年仍较难控制，但公司通过产品结构的调整及效率提升使利润率保持相对稳定。预计公司 22-24 年实现营收 15.14/19.01/23.88 亿元，同比增长 18.83%/25.55%/25.64%，实现归母净利润 0.97/1.32/1.81 亿元，同比增长 9.70%/36.14%/36.72%，EPS 分别为 1.12/1.52/2.08 元。
- ✧ **日辰股份**：短期来看，公司业绩仍有一定压力，但伴随下游餐饮的逐步恢复，我们认为三季度环比改善趋势不改：一是公司存量客户的稳定性，餐饮行业复苏的 β 确定性较强，公司基本盘的重塑较为确定；二是增量客户的开拓，疫情一定程度影响了客户开拓和新品上市的进程，但不影响客户和产品的储备，预计疫情好转，整体增量业务有望快速放量。长期来看，连锁化趋势支撑公司稳定性和成长性，公司有望保持较高的盈利水平，我们看好公司的中长期发展空间。预计 22-24 年，公司实现营收 3.51/5.04/6.56 亿元，同比增长 3.75%/43.43%/30.17%，实现净利润 0.68/1.12/1.52 亿元，同比 -16.21%/+64.78%/35.20%，EPS 分别为 0.69/1.14/1.54 元。
- ✧ **立高食品**：随着疫情的好转，公司整体改善趋势不改，且成本下降预期带来较高弹性。我们认为公司所处赛道景气度高，且长期发展路径清晰，逐步验证。冷冻烘焙赛道迎来快速渗透期，公司在烘焙产业链上游领域深耕多年，已具备较大技术优势

和规模优势。未来公司将持续渠道深耕细作提升市占率，品类有序扩张提升产品使用率。伴随上游布局、产能释放，公司渠道、产品拓展及股权激励推动，公司有望持续快速增长。预计 22-24 年，公司实现营收 30.50/40.31/50.48 亿元，同比增长 8.26%/32.18%/25.24%，实现归母净利润 1.68/2.97/4.35 亿元，同比-40.52%/+76.59%/+46.32%，EPS 分别为 0.99/1.76/2.57 元。

- ◇ **宝立食品：**主业方面，我们预计随着下游大 B 客户的修复，公司主业整体实现稳健增长。C 端业务方面，空刻整体仍维持快速的增长态势，收入端表现强劲。我们认为公司主业随着新品的扩张以及客户的开拓，有望实现稳健增长，而 C 端业务未来随着公司铺设线下渠道、通过分众强化消费者品牌认知等方式，有望凭借其精准定位和高端的品牌站位，业绩有望持续向好。我们预计 22-24 年，公司实现营收 21.00/26.42/32.40 亿元，同比增长 33.08%/25.84%/22.61%，实现归母净利润 1.99/2.58/3.26 亿元，同比增长 7.54%/29.40%/26.52%，EPS 分别为 0.50/0.64/0.82 元。

表 3：盈利预测

股票 代码	股票 名称	收入增速				归母净利润增速			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603345	安井食品	33%	33%	26%	28%	13%	52%	36%	32%
001215	千味央厨	35%	19%	26%	26%	16%	10%	36%	37%
603755	日辰股份	29%	4%	43%	30%	0%	-16%	65%	35%
300973	立高食品	56%	8%	32%	25%	22%	-41%	77%	46%
603170	宝立食品	74%	33%	26%	23%	38%	8%	29%	27%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示：

宏观经济下行风险：宏观经济下行导致消费疲软，可能会影响复合调味品公司销售情况。

食品安全风险：食品安全事件的爆发对复合调味品公司名誉会带来较大影响。

新冠疫情风险：若疫情反复影响物流，可能会影响复合调味品公司销售情况。

行业竞争加剧风险：行业竞争加剧会导致行业格局恶化，有产能过剩风险。

成本持续上涨风险：若原材料价格波动较大，可能会对利润端产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com