

速冻面米行业专题

新兴面米行业成长正当时，优质龙头高成长可期

超配

核心观点

定性：传统面米行业已至成熟期，新兴面米行业尚处成长期，大厂有望凭借品类丰富度提升份额。速冻面米制品占据我国速冻食品市场半壁江山，近年市场规模增速在4%-5%。传统面米已至成熟期，呈“三足鼎立”格局，新兴面米尚处成长期，手抓饼为标志性大单品。新兴面米因单品众多，C端格局较为分散，精通全品类的品牌有机会提升份额。

定量：新兴面米未来五年增速中枢预计在15%，B端快于C端，景气度存在预期差。经测算，我们得到以下结论：①新兴面米景气度高，目前规模在235亿元左右，C端占六成、B端占四成，未来五年增速中枢预计在15%，B端增速高于C端。②传统面米市场规模接近饱和，但占比仍大，目前占速冻面米整体比例68%左右，对速冻面米整体增速造成拖累。③因速冻面米整体增速不高，新兴面米这一景气赛道的增长潜力或被市场低估。

竞争关键点：新兴面米B端规模约有9倍提升空间，定制化、SKU推新或为关键。我们测算新兴面米B端空间可达643-1094亿元，中枢825亿元，测算2021年新兴面米B端规模约为93亿元，提升空间在9倍左右。关键点之一定制化：餐饮连锁化率、零售自有品牌占比提升空间大，面米制品因薄利、制作复杂、SKU丰富，B端定制化增长潜力较大，研发能力和服务效率铸造壁垒。关键点之二SKU推新：SKU创新空间广阔，新兴面米大单品可期。

重点公司：建议关注千味央厨、安井食品。①**千味央厨**：起家于大B端的速冻米面制品龙头。公司深耕百胜供应链，爆品培育和定制化能力强，在定制基础上开发“走量”标品，持续发挥规模效应，打造性价比。现有大B客户扩张+新增连锁餐饮大B，预计未来增速在20%左右，中小餐饮客户持续开拓，有望贡献超30%的收入增速，C端开启第二增长曲线。②**安井食品**：已成功培育馅饼、发糕等潜力单品，在新兴面米赛道具备先发优势。公司管理层能力优秀、战略层面高瞻远瞩，长期看好公司凭借优秀管理能力后发制人。

投资建议：建议把握蓝海赛道优质玩家，分享长期超额成长。速冻面米制品占据我国速冻食品市场半壁江山，虽传统面米已至成熟期，增速趋缓，但新兴面米正处较快渗透期，我们认为“瑕或掩瑜”，市场或被传统面米的低迷表现所误导，对新兴面米景气程度有所低估。事实上，新兴面米SKU丰富、格局分散，蓝海赛道正处成长期，根据我们测算，新兴面米未来五年增速中枢预计在15%，B端增长空间9倍，定制化、SKU推新或为关键，具备较强定制化能力和新品研发、爆品培育能力的企业更有机会胜出。建议把握蓝海赛道具备先发优势的优质玩家千味央厨、安井食品，分享长期超额成长。

风险提示：行业竞争加剧的风险；新品研发风险；食品安全风险；公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险；疫情反复；政策风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
001215	千味央厨	买入	73.61	66	1.17	1.56	63.13	47.14
603345	安井食品	买入	161.34	479	3.63	4.61	44.43	34.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

食品饮料

超配·维持评级

证券分析师：陈青青

联系人：刘显荣

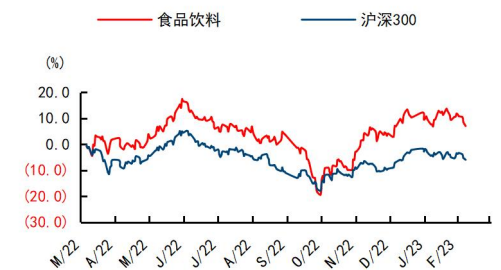
0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn liuxianrong@guosen.com.cn

S0980520110001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《食品饮料行业周专题（2022年第52周）-春节白酒表现值得期待》——2022-12-26
- 《食品饮料行业2023年投资策略-坚守龙头价值，把握复苏弹性》——2022-12-11
- 《食品饮料行业周专题（2022年第50周）-防控和经济预期改善，板块配置价值凸显》——2022-12-05
- 《食品饮料行业三季报业绩总结暨11月投资策略-基本面持续改善，关注需求复苏及成本回落节奏》——2022-11-16
- 《食品饮料行业周专题（2022年第41周）-基本面弱复苏趋势延续，持续关注业绩确定性强和疫情改善弹性大两主线》——2022-10-18

内容目录

行业定性分析：传统面米行业已至成熟期，新兴面米行业成长正当时	4
传统面米已至成熟期，行业增速较低约 4%-5%	4
新兴面米 SKU 丰富，格局分散，成长正当时	5
行业定量分析：新兴面米行业未来五年增速预计 15%，B 端快于 C 端	7
速冻米面细分赛道增速和规模测算	7
测算结论：新兴米面市场规模约 230 亿，B 端占比更低但增速更快	9
新兴面米 B 端市场空间测算：600-1000 亿元	9
制胜关键：定制化和推新能力是关键	13
制胜关键之一定制化能力	13
制胜关键之二 SKU 推新能力	17
重点公司：关注千味央厨、安井食品	19
千味央厨：起家于大 B 端的速冻米面制品龙头	19
安井食品：新兴速冻米面制品行业新秀，凭借优秀管理层能力后发制人	19
投资建议：建议把握蓝海赛道的优质玩家，分享长期超额成长	19
风险提示	20

图表目录

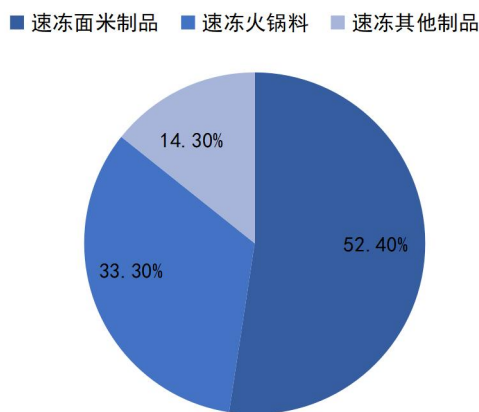
图 1: 2020 年中国速冻食品市场产品分布	4
图 2: 2015-2019 年中国速冻面米市场规模及增速	4
图 3: 中国速冻面米制品分类及所处发展阶段	4
图 4: 2019 年中国速冻面米产量品类结构	5
图 5: 2019 年中国速冻面米市场竞争格局	5
图 6: 2022 年 1 月新兴面米品类结构及竞争格局初步画像	6
图 7: 2022 年 11 月新兴面米品类结构及竞争格局初步画像	6
图 8: 2018 年中国、日本速冻行业渠道结构分布	8
图 9: 2016-2023 年中国团餐市场规模	10
图 10: 2015-2019 年中国外卖市场规模	10
图 11: 2008 年早餐在外消费结构	11
图 12: 2008 年消费者早餐常吃品类	11
图 13: 2019 年餐饮业各项成本费用占营业收入比例均值	12
图 14: 2019 年各国餐饮连锁化率	14
图 15: 2017 年各国餐饮连锁集中度	14
图 16: 2018-2020 年中国餐饮连锁化率	14
图 17: 2019 年千味央厨定制产品营收增速快于通用品	16
图 18: 定制化核心在于研发能力和服务效率	16
图 19: 我国部分地区特色面食制品	17
图 20: 速冻面米 SKU 推新维度研究框架	17
图 21: 速冻手抓饼制作工艺复杂度远超速冻包子	18
表 1: 2016-2020 年速冻面米市场规模拆分及预测	9
表 2: 2021-2025 年速冻面米市场规模拆分及预测	9
表 3: 2021 年全国乡厨市场规模测算	10
表 4: 2021 年各餐饮渠道市场规模测算	11
表 5: B 端早餐速冻新兴面米渗透空间敏感度分析	12
表 6: 各餐饮渠道毛利率假设	12
表 7: B 端其他渠道速冻新兴面米渗透空间敏感度分析	13
表 8: 中国、欧美零售渠道自有品牌占比	15
表 9: 各大连锁渠道定制化面食产品举例	15
表 10: 可比公司估值表	19

行业定性分析：传统面米行业已至成熟期，新兴面米行业成长正当时

传统面米已至成熟期，行业增速较低约 4%-5%

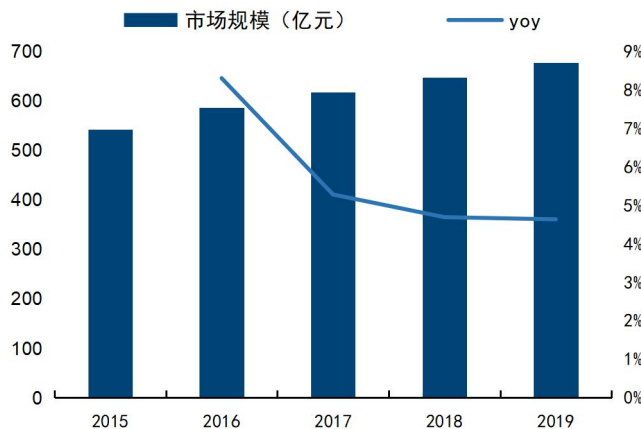
速冻面米制品占据我国速冻食品市场半壁江山，近年市场规模增速约为 4%-5%。从产品品类上看，速冻食品可分为速冻米面制品、速冻火锅料、速冻其他制品三大类。根据中商产业研究院，2020 年我国速冻面米制品市场规模占我国速冻食品总市场规模的 52.4%，撑起整个速冻食品市场的半壁江山。行业规模及增速来看，根据华经情报网，2015-2019 年我国速冻面米制品整体市场规模由 542 亿元增至 677 亿元，2017 年开始增速趋缓，增速约为 4%-5%。

图1：2020 年中国速冻食品市场产品分布



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

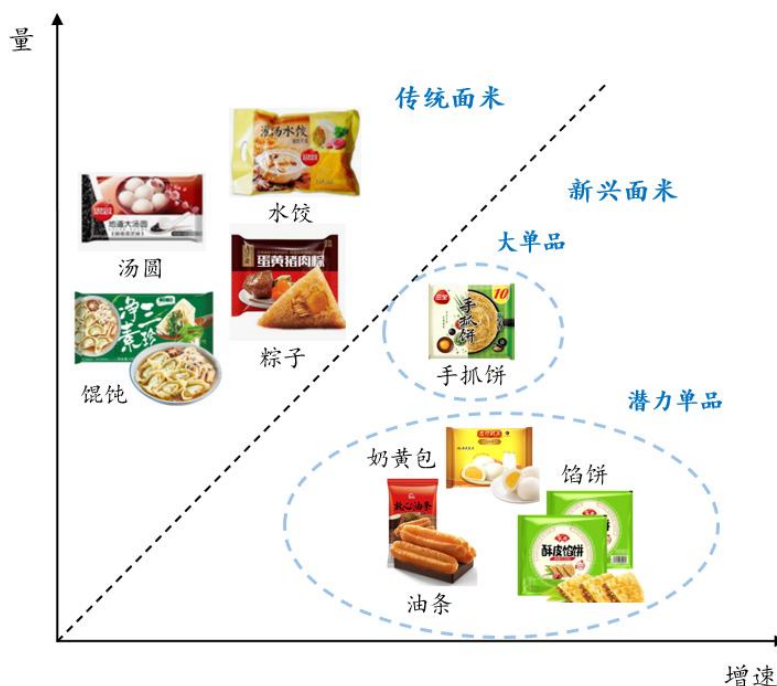
图2：2015-2019 年中国速冻面米市场规模及增速



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

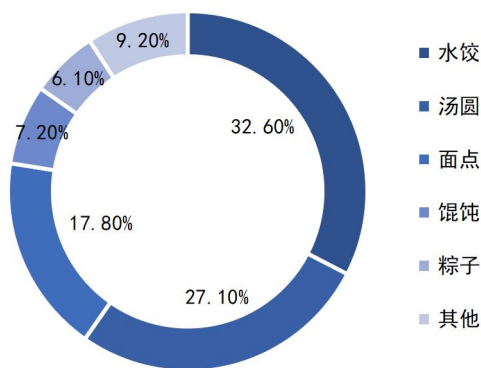
传统面米已至成熟期，呈“三足鼎立”格局，新兴面米成长正当时，手抓饼为标志性大单品。速冻面米可分为传统面米、新兴面米两大类，传统面米即水饺、汤圆、馄饨等“老三样”，新兴米米单品种类众多，可分为油炸、蒸煮等多种烹制类别，已培育出大单品手抓饼，潜力单品有奶黄包、馅饼等多种品类。速冻面米品类结构来看，根据华经情报网，2019 年水饺、汤圆、馄饨、粽子四大传统面米产量占比 73%，新兴面米产量占比 27%，而传统面米发展较早，已至成熟期，市场趋于饱和，由此可见，传统面米占比大且增速低，对我国速冻面米行业整体增速造成一定拖累，行业增速主要由新兴面米贡献。竞争格局来看，根据华经情报网，2019 年三全/思念/湾仔码头市占率为 29%/19%/17%，合计市占率达 65%，而传统面米总占比为 73%，三巨头合计占传统面米 89%，传统面米呈“三足鼎立”格局。新兴面米正处成长期，格局分散，创新方向广阔，呈多样化态势。

图3：中国速冻面米制品分类及所处发展阶段



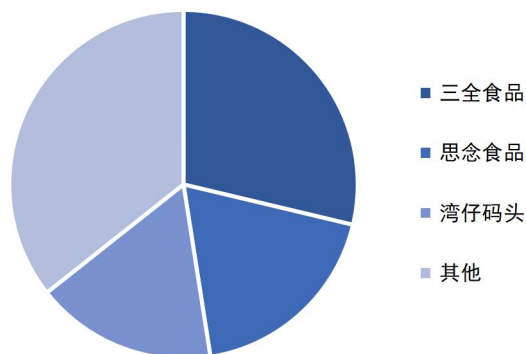
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图4：2019年中国速冻面米产量品类结构



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图5：2019年中国速冻面米市场竞争格局



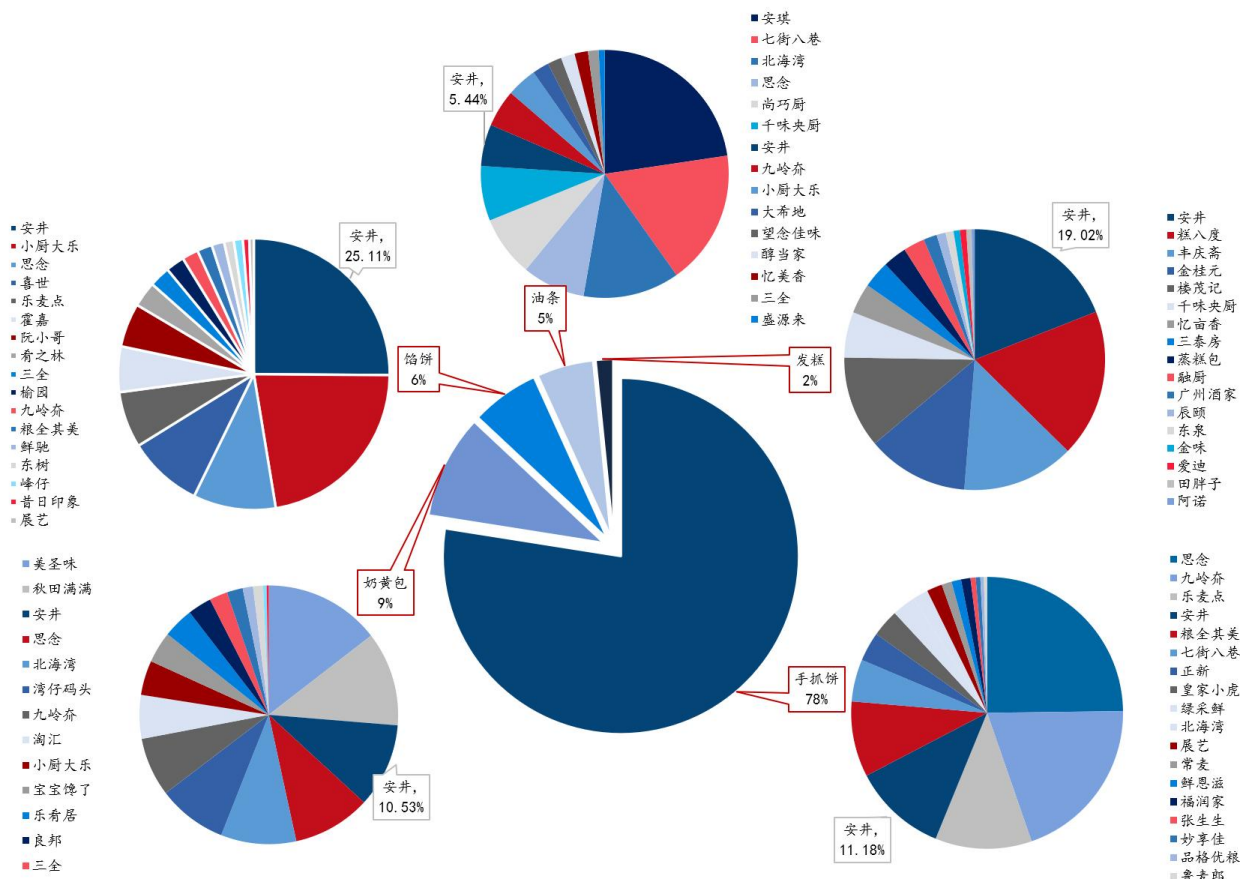
资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

新兴面米 SKU 丰富，格局分散，成长正当时

新兴面米因单品众多，C端格局较为分散，精通多品类的企业竞争优势突出。为获取新兴面米品类结构和竞争格局的初步画像，我们通过淘宝，以手抓饼、奶黄包、馅饼、油条、发糕5个单品为例，搜索单品关键词，获取各单品销量排名前30的商品价格、销量、品牌信息，汇总测算得到新兴面米品类结构和竞争格局的初步画像。**基本结论为：**1) 手抓饼大单品已培育成功，馅饼增势亮眼，有望接棒手抓饼，成为下一款爆品；2) 单个单品来看，C端格局相对集中；3) 整体来看，

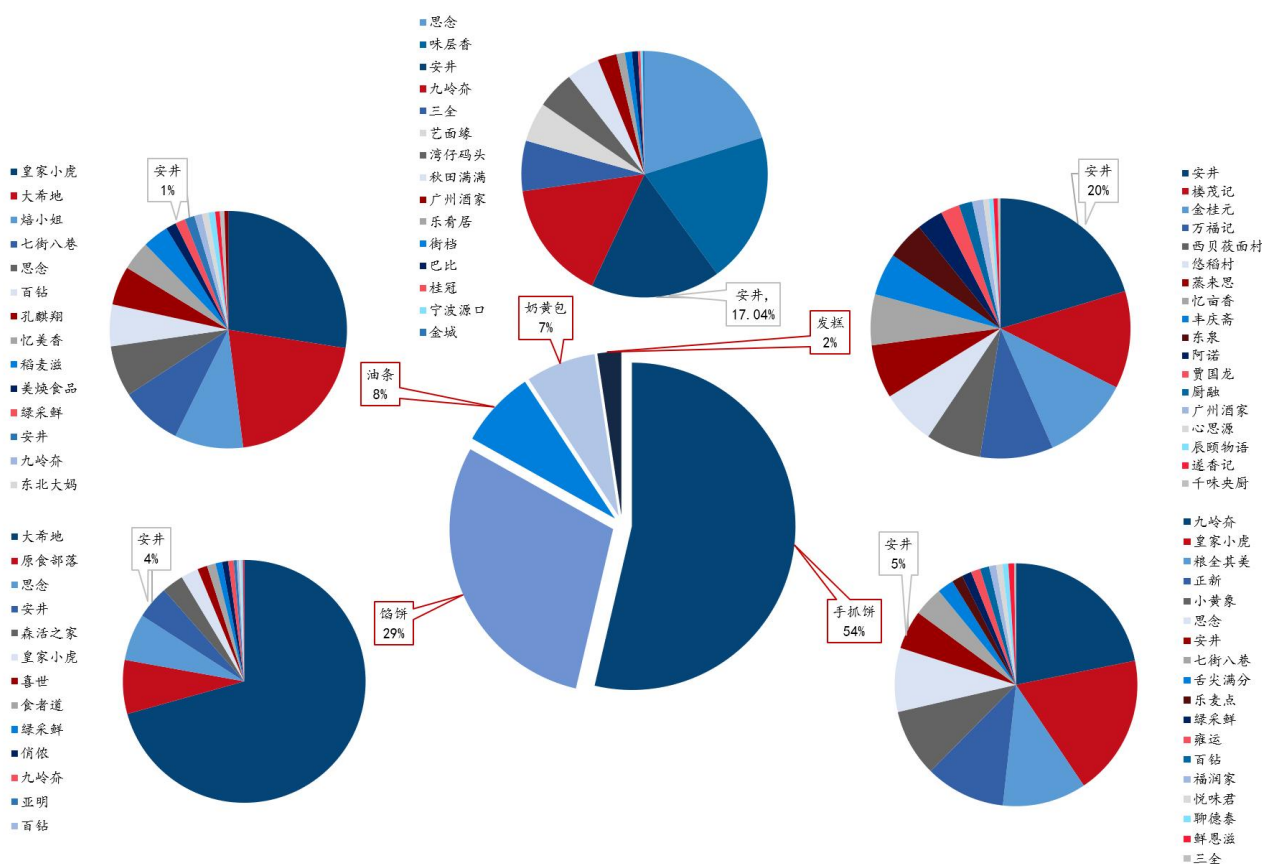
由于单品众多，不同品牌往往侧重少数几个单品，整体格局分散程度高，精通全品类的厂商有机会提升份额。

图6: 2022年1月新兴面米品类结构及竞争格局初步画像



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

图7: 2022年11月新兴面米品类结构及竞争格局初步画像



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

行业定量分析：新兴面米行业未来五年增速预计 15%，B 端快于 C 端

前文主要为速冻面米行业定性分析，根据前文可看出，传统面米、新兴面米所处发展阶段、竞争格局等多方面差异显著，且从渠道来看，B 端、C 端增长逻辑亦有所不同。为将基础研究框架定量化，我们将速冻面米行业拆分为传统面米、新兴面米，分别对 B 端、C 端进行拆分，根据如下假设和测算方法，对 2016-2025 的行业规模数据进行拆分和测算。

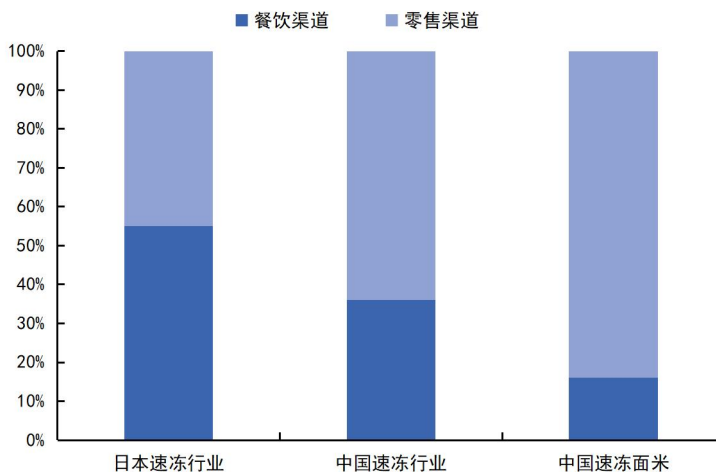
速冻米面细分赛道增速和规模测算

已知条件：

- 1) 根据华经情报网，2015-2019 年中国速冻面米制品市场规模分别为 542 亿元、587 亿元、618 亿元、647 亿元、677 亿元，见图 2。
- 2) 根据 IBIS 咨询，2018 年中国速冻面米行业 B 端、C 端占比分别为 16%、84%。
- 3) 根据华经情报网，2019 年水饺、汤圆、馄饨、粽子四大传统面米产量占比 73%，新兴面米产量占比 27%，见图 4。

4) 根据糖烟酒周刊食品版、新食材, 2014 年、2019 年手抓饼规模分别约为 20 亿元、100 亿元, CAGR 约为 38%。因手抓饼为新兴面米大单品, 我们以手抓饼增速作为新兴面米整体增速的假设, 增速假设前快后慢, 则 2017-2019 年新兴面米增速假设为 40%、30%、25%。

图8: 2018 年中国、日本速冻行业渠道结构分布



资料来源: IBIS 咨询, 国信证券经济研究所整理

假设及依据:

- 1) 2018 年传统面米渠道结构, B 端、C 端占比分别为 8%、92%, 依据为传统面米 C 端占比高于速冻面米整体 C 端占比 (84%)。
- 2) 2017-2019 年新兴面米 B 端增速假设为 45%、35%、30%, 依据为新兴面米 B 端增速快于 C 端。
- 3) 2017-2019 年传统面米 B 端、C 端增速相等, 依据为传统面米行业整体已至成熟期, 虽然渠道结构占比有所差异, 分渠道增速应相差不大。
- 4) 2020 年传统、新兴 B 端增速均为-10%, 传统、新兴 C 端增速分别为 6%、25%, 依据为疫情对餐饮影响严重, 在行业整体困境下, 传统、新兴面米 B 端需求均受到较大影响, 而 C 端受疫情催化, 反而得到较快发展, 长期来看, 甚至推动中国居民整体饮食结构对速冻食品偏好程度提升, 对传统、新兴面米均有利好。
- 5) 2021 年传统、新兴 B 端增速分别为 10%、25%, 传统、新兴 C 端增速分别为-4%、13%, 依据为传统面米 B 端、C 端基本恢复到疫情前水平, 新兴面米景气度持续, 但后疫情时期餐饮仍受影响, 整体消费疲软, 同时考虑平滑 2020 年 C 端超涨、B 端超跌影响。
- 6) 2022-2025 年传统面米 B 端、C 端增速均为 0%, 依据为传统面米行业整体已至成熟期, 市场规模接近饱和。
- 7) 2022 年新兴面米 B 端、C 端增速分别为 19%、14%, 2023-2025 年新兴面米 B 端、C 端增速分别为 16%、12%, 依据为新兴面米景气度持续, 疫情持续缓解, 餐饮端同比改善, 稳增长宏观背景下, 整体消费预计提振, 增速回归理性区间。

测算结论：新兴米面市场规模约 230 亿，B 端占比更低但增速更快

1) 新兴面米景气度高，目前规模在 235 亿元左右，其中 C 端占 60%、B 端占 40%，未来五年预计 15% 增速，B 端增速高于 C 端。B 端占比低于 C 端主要因为餐饮供应链尚处发展初期，B 端刚刚起步。

2) 传统面米市场规模接近饱和，但占比仍大，目前占速冻面米整体比例 68% 左右，增速较慢。

3) 因速冻面米整体增速不高，新兴面米这一景气赛道的增长潜力或被市场低估。

表1: 2016-2020 年速冻面米市场规模拆分及预测

单位: 亿元	2016		2017		2018		2019		2020E	
	传统	新兴	传统	新兴	传统	新兴	传统	新兴	传统	新兴
2B 规模	41	32	40	47	40	63	40	82	36	74
yoy			-0.2%	45%	-0.9%	35%	-1.3%	30%	-10%	-10%
2C 规模	466	48	465	65	461	83	455	100	482	125
yoy			-0.2%	36.6%	-0.9%	26.4%	-1.3%	21.2%	6%	25%
总市场规模	587		618		647		677		717	
yoy			5.28%		4.69%		4.64%		5.93%	

资料来源: IBIS 咨询, 糖烟酒周刊食品版, 新食材, 华经情报网, 国信证券经济研究所整理 (注: 第三方数据只更新至 2019 年, 2020 年及后续年份均为测算数据)

表2: 2021-2025 年速冻面米市场规模拆分及预测

单位: 亿元	2021E		2022E		2023E		2024E		2025E	
	传统	新兴	传统	新兴	传统	新兴	传统	新兴	传统	新兴
2B 规模	39	93	39	110	39	128	39	149	39	172
yoy	10%	25%	0%	19%	0%	16%	0%	16%	0%	16%
2C 规模	463	142	463	161	463	181	463	203	463	227
yoy	-4%	13%	0%	14%	0%	12%	0%	12%	0%	12%
总市场规模	736		774		811		853		901	
yoy	2.67%		5.09%		4.79%		5.21%		5.64%	

资料来源: IBIS 咨询, 糖烟酒周刊食品版, 新食材, 华经情报网, 国信证券经济研究所整理 (注: 第三方数据只更新至 2019 年, 2020 年及后续年份均为测算数据)

新兴面米 B 端市场空间测算: 600-1000 亿元

我们将新兴面米 B 端消费渠道细分为五大渠道: 早餐+乡厨+团餐+外卖+饭店。早餐为新兴面米消费主战场, 因此我们针对早餐单独做敏感度分析, 其他四个渠道合并做敏感度分析。首先根据相关行业报告, 测算出各渠道 2021 年市场规模, 接下来针对新兴面米的渠道消费占比和速冻渗透率这两个关键比率做出区间假设, 对新兴面米的渗透空间进行敏感度分析。

五大渠道 2021 年市场规模:

1) 早餐在外食用规模: 根据英敏特预测, 2021 年中国消费者早餐食品总消费市场规模预计 1.948 万亿元, 在外食用早餐市场销售额预计为 0.84 万亿元。

2) 乡厨市场规模: 据成都市乡村厨师协会统计, 2017年成都“坝坝宴”超过3000万桌次, 由于乡厨相关鼓励政策带来利好, 与乡村人口减少抵消, 2021年桌次假设等于2017年。根据成都市乡村厨师协会, 2021年成都坝坝宴桌单价约为500元/桌, 则2021年成都坝坝宴市场规模约为150亿元。根据第六次人口普查, 2019年全国乡村、成都乡村常住人口分别为55162、424.31万人, 全国乡村常住人口数量约为成都的130倍, 假设2021年这一倍数保持不变。此外需要考虑, 一方面, 成都坝坝宴盛行, 对乡厨偏好度预计高于全国平均水平, 全国平均乡宴频率假设为成都的80%, 一方面, 成都消费水平高于全国平均, 全国平均乡厨桌单价假设为350元/桌, 计算得到 2021年全国乡村家宴市场规模预计为1.09万亿元。

3) 团餐市场规模: 根据艾媒咨询, 2021年全国团餐市场规模预计为1.77万亿元。

4) 外卖市场规模: 根据美团研究院, 2019年全国外卖市场规模为6536亿元, 假设2020、2021年增速为10%、12%, 则2021年全国外卖市场规模预计为8052亿元。

5) 饭店市场规模: 保守假设略低于团餐市场规模, 2021年市场规模假设为1.5万亿元。

表3: 2021年全国乡厨市场规模测算

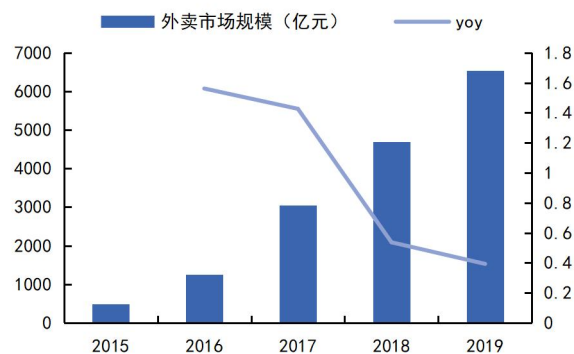
项目及单位	数据	来源
成都:		
2017年成都坝坝宴桌次(万桌)	3000	成都市乡村厨师协会
2021年成都坝坝宴桌次假设(万桌)	3000	由于乡厨相关鼓励政策带来利好, 与乡村人口减少抵消, 2021年桌次假设等于2017年
2021年桌单价(元/桌)	500	成都市乡村厨师协会
2021年成都坝坝宴市场规模(亿元)	150	
全国:		
2019年成都乡村常住人口(万人)	424.31	第六次人口普查
2019年全国乡村常住人口(万人)	55162	第六次人口普查
2019年全国乡村常住人口数量约为成都的130倍, 假设2021年这一倍数保持不变		
全国乡村家宴消费偏好系数假设	80%	成都坝坝宴盛行, 对乡厨偏好度预计高于全国平均水平, 全国平均乡宴频率假设为成都的80%
全国乡村家宴每桌价格假设(元/桌)	350	成都消费水平高于全国平均, 全国平均乡厨桌单价假设为350元/桌
2021年全国乡厨市场规模(万亿元)	1.09	

资料来源: 成都市乡村厨师协会, 第六次人口普查, 国信证券经济研究所整理

图9: 2016-2023年中国团餐市场规模



图10: 2015-2019年中国外卖市场规模



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

资料来源：美团研究院，国信证券经济研究所整理

表4: 2021 年各餐饮渠道市场规模测算

餐饮渠道拆分	2021 年市场规模 (万亿元)
早餐在外食用	0.84
乡厨	1.09
团餐	1.77
外卖	0.81
饭店	1.5

资料来源：国信证券经济研究所整理

B 端早餐速冻新兴面米渗透空间敏感度分析：330-508 亿元（中枢 415 亿元）

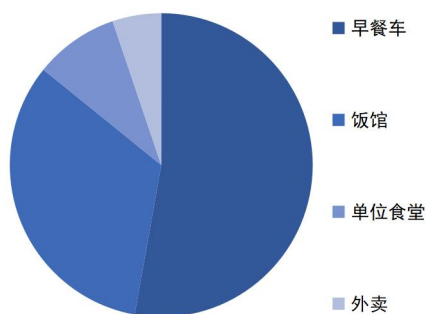
根据上文，2021 年早餐在外食用市场规模为 0.84 万亿元。

毛利率假设：参考巴比食品 2019 年食品类毛利率 35%（因 2020 年偏差大，2019 年较为稳定），成本占比为 65%，考虑其利润向下游加盟商分配，巴比本身相比早餐店利润较薄，早餐店毛利率应高于巴比，**假设为 40%**。

原材料占成本比例假设：假设为 80%，依据为，1）考虑早餐消费结构，根据中国烹饪协会《中国早餐市场分析》报告，2008 年早餐餐车消费占比过半，即小店占比大，小店人工等其他成本低，原材料占比高；2）参考巴比食品类 2019 年原材料成本占比 82%。

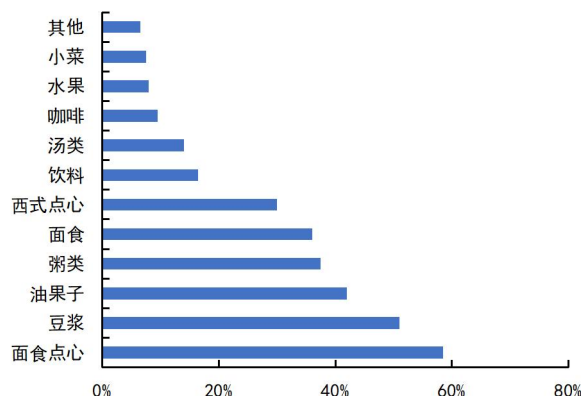
面点占比假设：假设为 42%，依据为，1）根据厨师协会，面点占比 42%；2）中国烹饪协会《中国早餐市场分析》报告，测算得 2008 年面点占比约为 52.5%（面点类占比/总占比）。二者相比，保守假设 42%。

图11: 2008 年早餐在外消费结构



资料来源：中国烹饪协会《中国早餐市场分析》，国信证券经济研究所整理

图12: 2008 年消费者早餐常吃品类



资料来源：中国烹饪协会《中国早餐市场分析》，国信证券经济研究所整理

B 端早餐速冻新兴面米渗透空间

$$= 2021 \text{ 年早餐在外食用市场规模} * (1 - \text{毛利率})$$

$$* \text{原材料占成本比例} * \text{面点占比} * \text{新兴面点占全部面点之比}$$

$$* \text{速冻渗透率}$$

表5: B 端早餐速冻新兴面米渗透空间敏感度分析

B 端早餐速冻新兴面米渗透空间敏感度分析 (单位: 亿元)		新兴面点占比假设 (新兴面点/全部面点)				
		60%	65%	70%	75%	80%
速冻渗透率假设	25%	254	275	296	318	339
	30%	305	330	356	381	406
	35%	356	385	415	445	474
	40%	406	440	474	508	542
	45%	457	495	533	572	610

资料来源: 国信证券经济研究所整理

B 端其他渠道速冻新兴面米渗透空间敏感度分析: 312-586 亿元 (中枢 410 亿元)

根据上文, 2021 年乡厨+团餐+外卖+饭店市场规模为 5.17 万亿元。

各渠道毛利率假设: 1、乡厨毛利率假设为 50%, 保守假设, 高于团餐低于外卖。2、团餐毛利率假设为 40%, 根据国家机关事务管理局, 学校、机关食堂一般要求毛利率不高于 25%, 航空、铁路配餐毛利率约为 45%, 保守假设 40%。3、外卖毛利率假设为 60%, 根据美团研究院, 连锁外卖毛利率一般在 50-60%, 保守假设 60%。4、饭店毛利率假设为 65%, 依据为, 1) 百胜旗下肯德基、必胜客等餐厅毛利率约为 65-70%; 2) 根据中国饭店协会, 饭店毛利率一般为 65%。

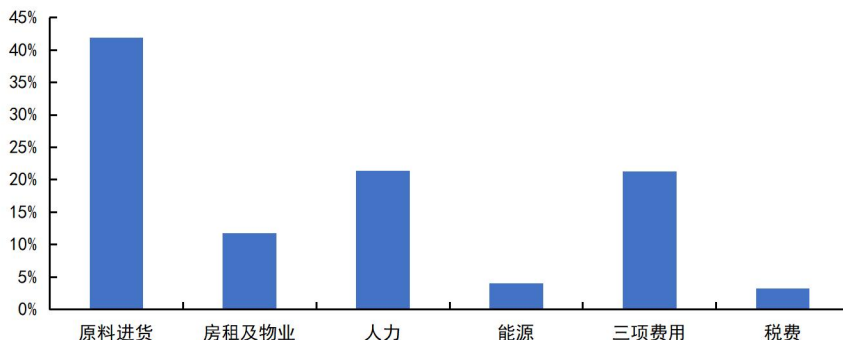
原材料占成本比例假设: 假设为 53%。根据中国饭店协会《2020 中国餐饮业年度报告》, 原料进货成本占收入比例均值为 41.87%, 各项成本费用占营业收入比例均值合计为 103.5%, 我们考虑因计算方式引起的误差较为严重, 但这一数据同样具备参考价值, 为平滑误差, 我们将原材料占收入比例除以四项成本占收入比例之和, 计算得到原材料占总成本的比例, 约为 53%。

表6: 各餐饮渠道毛利率假设

餐饮渠道拆分	毛利率	来源
乡厨	50%	保守假设, 高于团餐低于外卖
团餐	40%	根据国家机关事务管理局, 学校、机关食堂一般要求毛利率不高于 25%, 航空、铁路配餐毛利率约为 45%, 保守假设 40%
外卖	60%	根据美团研究院, 连锁外卖毛利率一般在 50-60%, 保守假设 60%
饭店	65%	1) 百胜旗下肯德基、必胜客等餐厅毛利率约为 65-70% 2) 根据中国饭店协会, 饭店毛利率一般为 65%

资料来源: 国家机关事务管理局, 美团研究院, 中国饭店协会, 国信证券经济研究所整理

图13: 2019 年餐饮业各项成本费用占营业收入比例均值



资料来源：中国饭店协会《2020 中国餐饮业年度报告》，国信证券经济研究所整理

B 端其他渠道速冻新兴面米渗透空间

$$= 2021 \text{ 年其他餐饮渠道市场规模} * (1 - \text{综合毛利率}) \\ * \text{原材料占成本比例} * \text{新兴面点占比} * \text{速冻渗透率}$$

表7: B 端其他渠道速冻新兴面米渗透空间敏感度分析

B 端其他渠道速冻新兴面米渗透空间敏感度分析 (单位: 亿元)		新兴面点占比假设 (新兴面点收入/总收入)				
		4%	6%	7%	9%	11%
速冻渗透率假设	35%	182	272	319	410	501
	40%	208	312	364	468	573
	45%	234	351	410	527	644
	50%	260	390	455	586	716
	55%	286	429	501	644	787

资料来源：国信证券经济研究所整理

综上，新兴面米 B 端渗透空间可达 643-1094 亿元，中枢 825 亿元，结合本文 1.2 定量部分，我们测算 2021 年新兴面米 B 端规模约为 93 亿元，渗透空间在 9 倍左右。

制胜关键：定制化和推新能力是关键

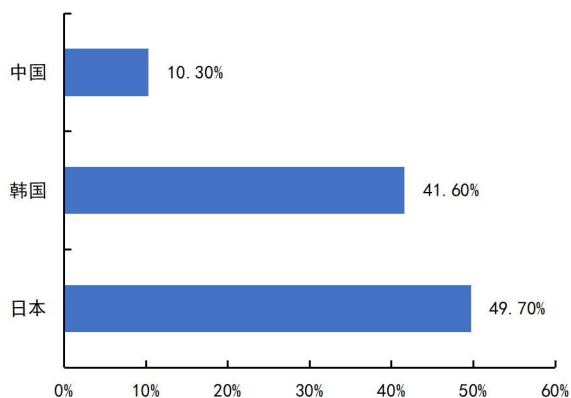
制胜关键之一定制化能力

目前我国餐饮连锁化率和零售自有品牌占比相对于发达国家较低，提升空间大，面米制品因薄利、制作复杂、SKU 丰富，B 端定制化增长潜力较大，研发能力和服务效率铸造壁垒。

对比日本，保守来看我国餐饮连锁化率还有 3-5 倍提升空间，2018-2020 年提升 3pct。我国和日本餐饮连锁化率有多个统计口径，不同口径数据相差较大，但共同点在于对比日本，我国连锁化率提升空间可观。此处我们列举华经情报网和掌

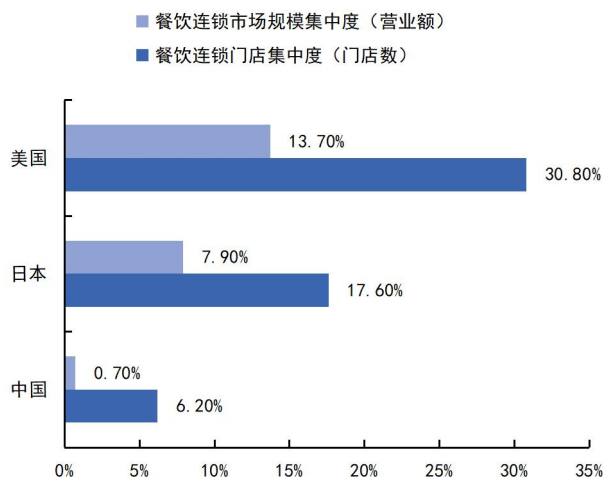
柜攻略两个口径的数据作为对照，1) 根据华经情报网，2019 年我国餐饮连锁化率 10.3%、日本餐饮连锁化率 49.7%，是我国的 4.83 倍；2) 根据掌柜攻略，2017 年我国餐饮连锁门店集中度为 6%，日本为 17.6%，是我国的 2.84 倍，2017 年我国餐饮连锁市场规模集中度为 0.7%，日本为 7.9%，是我国的 11.29 倍。综合以上口径，对比日本，保守来看我国餐饮连锁化率提升空间在 3-5 倍。根据美团《中国餐饮大数据 2021》，2018 年底到 2020 年底，我国餐饮连锁化率由 12% 增至 15%，提升 3pct。

图14: 2019 年各国餐饮连锁化率



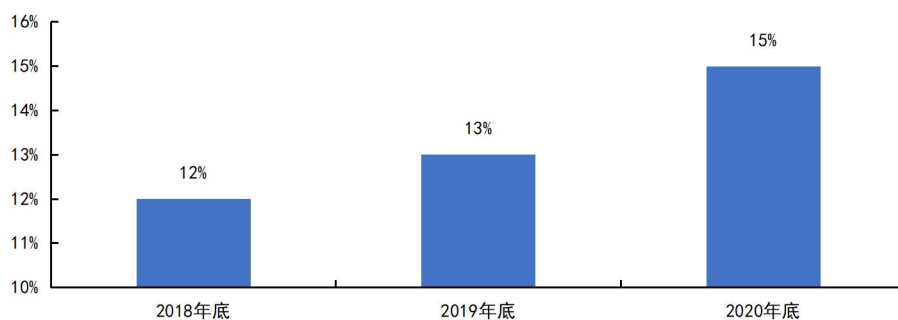
资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图15: 2017 年各国餐饮连锁集中度



资料来源：掌柜攻略，国信证券经济研究所整理

图16: 2018-2020 年中国餐饮连锁化率



资料来源：美团《中国餐饮大数据 2021》，国信证券经济研究所整理

对比欧美，我国零售渠道自有品牌占比渗透空间可看 10 倍，盒马增速验证成长性。根据达曼咨询，2021 年中国零售市场自有品牌占比在 2% 左右，欧美零售市场在 18%-40%，对比欧美大型连锁 KA，我国 KA 自有品牌占比渗透空间巨大。以具体品牌为例，根据《Understanding COSTCO》，2020 年、2018 年山姆、COSTCO 自

有品牌占比分别达到 35%、28%，而在我国，新零售佼佼者盒马 2020 年自有品牌占比仅有 20%，这一比例相比 2019 年翻倍。

表8: 中国、欧美零售渠道自有品牌占比

零售渠道	自有品牌占比	时间	口径来源
山姆	35%	2020 年	达曼咨询
COSTCO	28%	2018 年	销售额占比, 来源《Understanding COSTCO》
欧美零售市场	18-40%	2020 年	达曼咨询
ALDI (欧洲超市阿尔迪)	95%	2020 年	达曼咨询
中国零售市场	不足 1%	2020 年	达曼咨询
	2%左右	2021 年	
盒马	接近 20% (同比翻倍)	2020 年	盒马商品采销全国总经理赵家钰

资料来源: 达曼咨询, 《Understanding COSTCO》, 国信证券经济研究所整理

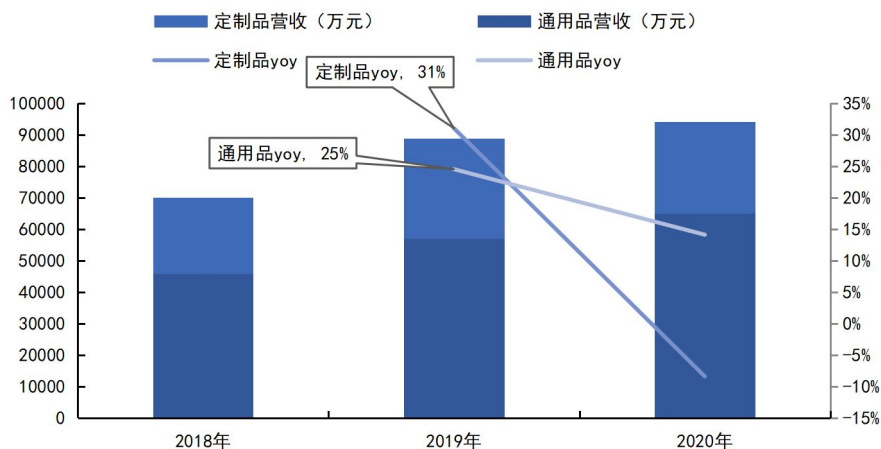
“薄利+制作复杂+SKU 丰富”，三大特点定局速冻面食 B 端定制化增长潜力。面食这一品类，在 B 端渠道有三大特点，“薄利+制作复杂+SKU 丰富”，且任一单个 SKU 基本都不是核心品类，头部 SKU 集中度并不高，因此，下游连锁餐饮、KA 渠道对面食品类基本都会考虑外采或是代工，连深耕供应链多年的海底捞也不例外。根据千味央厨招股书，2019 年千味央厨定制品营收增速 31%，远超通用品营收增速，定制品主要客户有百胜中国、华莱士等。

表9: 各大连锁渠道定制化面食产品举例

渠道	品牌	定制化面食产品举例	代工方		
连锁餐饮店	海底捞		三全、千味央厨等		
					
					
		茴香小油条	老油条	葱味飞饼	
	肯德基		千味央厨等		
		早餐油条			
连锁食材超市	锅圈	 	云鹤食品等		
		茴香小油条	火锅油条		
大型连锁 KA	山姆会员店	 	湾仔码头等		
		汤圆	水饺		

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

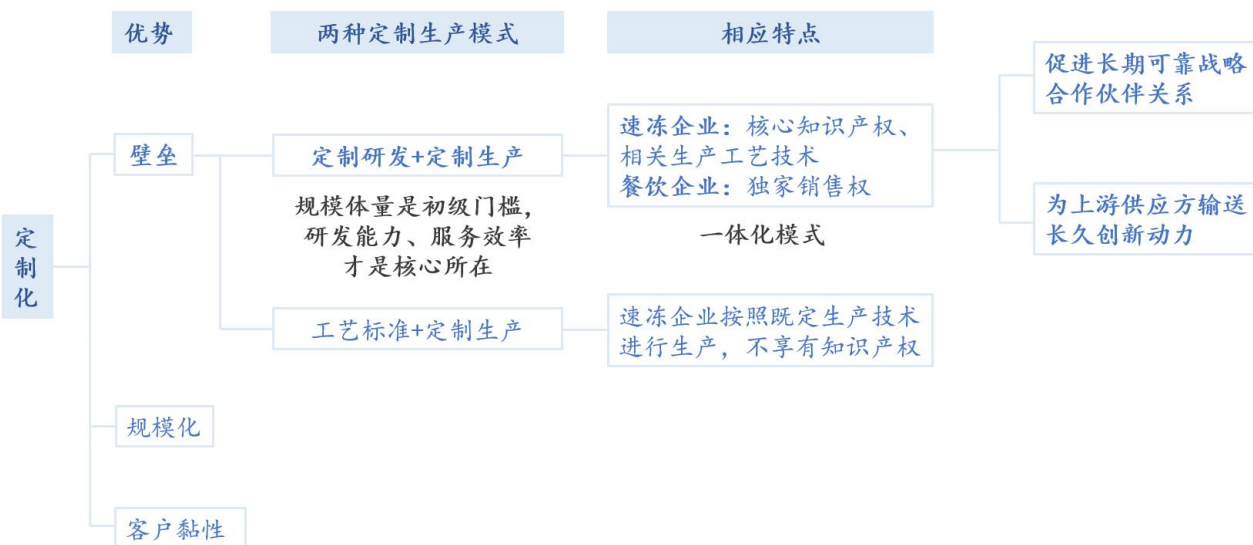
图17: 2019年千味央厨定制产品营收增速快于通用产品



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

兼具“壁垒、规模化、客户粘性”三大优势，定制化实为上游供应方“兵家必争之地”。规模化和粘性不必多说，我们简要探讨定制化壁垒。根据千味央厨招股书，速冻面米制品生产企业的定制生产模式主要有“定制研发+定制生产”和“工艺标准+定制生产”两种，前者由速冻面米制品生产企业独立研发并享有知识产权，而后者仅为速冻面米制品生产企业按照既定的生产技术进行生产，企业不享有知识产权。一般来说，在“定制研发+定制生产”模式下，研发产品的核心知识产权和相关生产工艺技术由速冻企业享有和掌握，餐饮企业享有定制产品的在一定时期内的独家销售权。“定制研发+定制生产”一体化模式，不仅可以促使双方形成相互支持、相互依赖、稳定可靠的长期战略合作伙伴关系，还能为上游供应方输送长久的创新动力。但不论哪种方式，对定制化服务而言，上游供应方本身具备一定的规模体量只是初级门槛，研发能力和服务效率才是核心所在。

图18: 定制化核心在于研发能力和服务效率



资料来源：千味央厨招股书，国信证券经济研究所整理

制胜关键之二 SKU 推新能力

我国幅员辽阔、民族众多，各地共享饺子、汤圆等大众面米的同时，地域特色面米制品百花齐放。华夏饮食文化传承数千载，造就了 11 大菜系，各类面米小吃也数不胜数。我国南北方饮食习惯素有“南米北面”之称，陕西肉夹馍、山东杂粮煎饼、广东肠粉、新疆烤馕、天津狗不理包子、南方糍粑等各类地域面米制品百花齐放、各具特色。面米市场发展日趋成熟，消费者的消费习惯不断演变，传统面米大单品已难满足垂直小众的各种需求，各地特色面米制品 SKU 繁多，预计会成为 SKU 推新的一大关键创新方向。

图19：我国部分地区特色面米制品



资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

速冻面米 SKU 推新维度研究框架：地域特色+吃法创新+馅料创新+外形创新+“万物皆可油炸”。近几年新兴面米 SKU 创新层出不穷，我们总结了几家新兴速冻面米大厂的相关产品，归纳出速冻面米 SKU 推新维度的研究框架。一般而言，速冻面米 SKU 创新可分为五大维度，地域特色+吃法创新+馅料创新+外形创新+“万物皆可油炸”。大单品培育来看，吃法创新已成功培育大单品火锅油条，“油炸”创新已成功培育大单品香芋地瓜丸，馅料创新方面，看好核桃包增长潜力。新兴面米 SKU 创新空间广阔，大单品呼之欲出。

图20：速冻面米 SKU 推新维度研究框架



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

新兴面米 SKU 丰富且制作工序相对复杂，精通全品类难度较高，具备护城河。 各类新兴面米制品千差万别，但共同点在于，制作工艺基本较为复杂。以大单品手抓饼为例，其制作需要经历 21 道工序，而速冻包子只需经历 17 道工序，手抓饼核心步骤共有 9 步，而速冻包子核心步骤仅 3 步。可见，手抓饼制作工艺复杂度较高，整条产线需要配备人力资源相应较多，对厂商而言，生产周期、启动成本等条件都更加苛刻，且新兴面米 SKU 丰富，加大了精通全品类的难度，因此，精通全品类的厂商具备较深护城河。

图21：速冻手抓饼制作工艺复杂度远超速冻包子



资料来源：面点生产设备说明书，巴比食品招股书，国信证券经济研究所整理

重点公司：关注千味央厨、安井食品

千味央厨：起家于大 B 端的速冻米面制品龙头

核心优势：深耕百胜供应链，爆品培育和定制化能力强。公司深耕百胜供应链多年，凭借较强的定制化能力和服务能力，在新品研发、品质打磨、成本把控等方面做到行业顶尖水平，在头部餐饮连锁企业百胜众多供应商的激烈竞争中胜出，成为百胜 T1 级别供应商，在餐饮定制化赛道具备先发优势。此外，公司将定制化单品研发能力进行灵活迁移，在定制基础上开发“走量”标品，建立并持续发挥规模效应，打造性价比优势。公司至今已培育出包括油条、挞皮、芝麻球在内的多个上亿级单品，利用大 B 与小 B 端的不同特点实现渠道双向结合、共同发力。

成长动力：大 B 扩容+小 B 开拓，C 端开启第二增长曲线。1) 大 B 扩容：现有大 B 客户自身扩张+新增连锁餐饮大 B，预计未来增速在 20%左右。原有百胜、华莱士等大 B 客户的自身扩张以及新品拓展，稳固公司未来增长的基本盘。此外，公司充分挖掘老乡鸡、瑞幸等连锁餐饮企业需求，凭借优秀的定制化服务能力和产品定制研发能力，持续发展连锁餐饮大 B 端增量客户。2) 小 B 开拓：中小餐饮客户持续开拓，有望贡献超 30%的收入增速。我国目前餐饮行业整体格局仍较为分散，连锁化程度不高，中小餐饮基数庞大。公司目前拥有油条、挞皮等多个畅销大单品，通过扶持大商等方式促进流通渠道成长，此外，公司发挥爆品培育的经验优势，持续培育潜在大单品，依靠大单品跑通经销模式。

安井食品：新兴速冻米面制品行业新秀，凭借优秀管理层能力后发制人

初期为避开三全、思念等头部玩家，寻求错位竞争，安井面米制品在产品品类方面重点培育新兴面米，已成功培育馅饼、发糕等潜力单品，在新兴面米赛道具备先发优势。公司管理层能力优秀、战略层面高瞻远瞩，长期看好公司凭借优秀管理能力后发制人。

投资建议：建议把握蓝海赛道的优质玩家，分享长期超额成长

速冻面米制品占据我国速冻食品市场半壁江山，虽传统面米已至成熟期，增速趋缓，但新兴面米正处较快渗透期，我们认为“瑕或掩瑜”，市场或被传统面米的低迷表现所误导，对新兴面米景气程度有所低估。事实上，新兴面米 SKU 丰富、格局分散，蓝海赛道成长正当时，根据我们测算，新兴面米未来五年增速预计 15%，B 端渗透空间 9 倍，“定制化+SKU 推新”或为洗牌关键，具备较强定制化能力和新品研发、爆品培育能力的企业更有机会胜出。建议把握蓝海赛道具备先发优势的优质玩家千味央厨、安井食品，分享长期超额成长。

表10：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元） 2023/03/03	总市值 （亿元）	EPS（元）				PE				ROE	投资建议
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
001215.SZ	千味央厨	73.61	66	1.02	1.17	1.56	2.04	70.44	63.13	47.14	36.09	9.28	买入
603345.SH	安井食品	161.34	479	2.79	3.63	4.61	5.77	57.09	44.43	34.99	27.94	13.45	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

风险提示

经营风险

行业竞争加剧的风险：新兴面米行业景气度较高，竞争格局较为分散，玩家众多，目前尚未出现份额较大的龙头企业，后续若新进玩家持续增加，行业或面临竞争加剧的风险。

新品研发风险：新兴面米行业依靠产品创新持续发展，若公司在新品研发方面滞后，将会对行业发展造成阻碍。

食品安全风险：原材料质量直接关系到公司产品的质量安全，若原材料质量安全出现问题，则会导致公司产品质量不合格的风险。

公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险：产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

疫情反复：新冠疫情如持续蔓延或者无法得到有效控制，可能导致餐饮企业经营承压，进而导致餐饮产业链低迷，公司物流、运输受阻。

政策风险：速冻面米食品安全标准等政策未来或有变动，可能对相关企业经营造成影响。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032