

# 洞见速冻行业制胜点，共话餐饮新红利

## 食品饮料行业

投资建议： 强于大市

上次建议： 强于大市

### 投资要点：

➤ **速冻食品行业迎来黄金发展期，预计未来十年行业空间近4500亿**  
 我国速冻行业起步晚于欧美日等发达国家，但行业增长势头强劲，行业正处于快速发展期。在行业高景气背景下，疫情大幅推升了速冻食品需求量、提高消费认可度，伴随着主力消费群体改变、产品品类不断推陈出新、餐饮企业经营模式变革等内外因素驱动，速冻行业或将保持高速增长态势。预计未来10年市场规模或达到4500亿元，据当前市场有近2.8倍市场空间，CAGR达11%。

### ➤ 需求端：C端消费场景扩容，B端渗透率待提升

**家庭端：**我国速冻食品人均消费量仅9kg，距离发达国家消费量仍有较大的差距。目前我国家庭结构呈现出“小型化”主趋势，消费主力年龄中枢下移，速冻食品使用便捷性和可“囤”属性更贴合现代年轻人对餐饮的需求。家庭端速冻食品渗透空间有望进一步提升。**餐饮端：**我国餐饮业连锁化率仅为15%，餐饮品牌CR5仅约2%，远低于发达国家水平。随着我国餐饮业持续复苏，餐饮连锁化率提升，食材标准化进程提速使得速冻食品厂商受益。另外中央厨房模式可使中小餐企降本增收，加速B端渗透率。

### ➤ 竞争格局：从成熟期到成长期，看企业核心竞争力

三大细分子行业——**传统速冻米面食品**发展趋于成熟，行业集中度较高，CR3达到47%；**速冻火锅料市场**成为新势力，行业集中度有待提升，CR7仅15%；**速冻预制菜肴制品**站上起跑线，巨大蓝海市场空间待开发。速冻龙头企业将在其构筑的护城河下持续享受规模化红利，差异化竞争是中小企业市场占有率提升的不二法门。具体来看，**渠道优势、产品多元化、供应链加持**是速冻企业竞争的核心要素。

### ➤ 他山之石：翻开日本速冻启示录，我国速冻行业前景广阔

80年代后期日本与中国有着相似的行业背景与消费特征，具有可借鉴意义。参考日本发展路径，B端渗透率仍是行业发展扩容的关键因素。我国目前B端渗透率仅为36%，行业空间增长前景十分可期。随着行业集中度的提升，超级龙头企业或就此诞生。

### ➤ 投资建议

我们认为具有规模化渠道、产品研发能力、供应链管理等优势的头部企业更具有竞争力，强者恒强的逻辑不断兑现。**重点推荐安井食品、巴比食品，三全食品、味知香以及立高食品，同时可以关注广州酒家。**

### ➤ 风险提示

- 1) 原材料价格波动风险；
- 2) 食品安全风险；
- 3) 产能扩张不及预期；
- 4) 产品研发与市场需求不匹配；
- 5) 公司经营层变动风险。

### 一年内行业相对大盘走势



陈梦瑶 分析师

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《保健品行业：乘变革之风，探万亿蓝海》  
《食品饮料》
- 2、《复合调味品行业：口味融合下的调味新趋势》  
《食品饮料》
- 3、《消费持续复苏，结构升级正当时》  
《食品饮料》



## 投资聚焦：

### ➤ 研究背景

我国人口结构正经历重大转变，全国第七次人口普查数据出炉引发社会热议，人口老龄化、少子化现象愈发严重。这一点对于消费来说有机遇也有挑战。餐饮文化随着消费者观念的转变也发生着变化，便利性需求的上升为速冻食品提供发展动力。本文基于主力消费人群、家庭结构模式等宏观因素更迭的背景下，探寻速冻食品消费的机遇所在：

供应链上下游一体化助推产业升级，各细分领域也频频出现黑马，行业集中度较低的发展环境下良性竞争有助于行业快速发展。我国速冻企业发展已进入全国化产品铺开的阶段，朝着业务横向创新、产业链纵向一体化方向发展，在行业产能出清、洗牌等阶段头部企业市占率将获得提升，超级龙头企业或就此诞生。

### ➤ 创新之处

1. 预制菜为速冻食品重点发展细分行业，预计行业发展空间十年后将达到近1600亿，在此通过日本80年代预制菜发展情况进行检验。
2. 对比日本速冻食品行业现状，根据近十年速冻食品销量排行榜与产品产量对比，发现面食等主食类速冻米面制品的产量和销售量仍处于不断扩张的区间，我们据此推测米面市场即便早已发展成熟，仍有较大发展空间。

### ➤ 核心结论

随着速冻食品与三餐的联系日益紧密，速冻食品行业在需求端渗透率提升的背景下具有巨大发展空间。预计在未来十年的发展过程中，行业集中度将进一步提升，行业规模有望在2030年达到4551亿元，据当前市场有近2.8倍市场空间。其中米面市场、火锅料市场及预制菜市场分别为1157、1816及1577亿元。

从三大细分子行业分析来看，我国速冻食品行业格局仍然较为分散，在行业规模不断扩大的过程中行业集中度必然提高，具有规模化的头部企业依据宽阔的护城河充分扩张企业版图，中小企业差异化竞争形成优质行业环境。强渠道力、产品多元化、供应链加持是未来龙头企业的核心竞争力。

图表 1：重点推荐公司估值分析

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	EPS			PE			净利 CAGR 未来三年	评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
安井食品	603345	165.50	2.47	3.52	4.42	67X	47X	30X	30.35%	买入
巴比食品	605338	35.31	0.71	1.35	1.18	50X	26X	30X	27.07%	买入
三全食品	002216	15.40	0.87	0.8	0.93	18X	19X	17X	5.62%	买入
味知香	605089	63.78	1.25	1.58	1.98	51X	40X	32X	25.92%	买入
立高食品	300973	128.16	1.37	1.89	2.58	94X	68X	50X	36.98%	买入

来源：Wind，国联证券研究所预测

注：收盘价为8月6日收盘价。



## 正文目录

1.	核心逻辑：量、价、品类三箭齐发，龙头企业持续受益.....	7
2.	行业概览：我国速冻行业起步较晚但发展迅猛 .....	8
2.1.	何为“速冻”？ .....	8
2.2.	速冻行业位于产业链中游，深度衔接 BC 两端.....	9
2.3.	我国速冻食品起步较晚，行业正处于蓬勃发展期.....	10
2.4.	探究速冻行业快速发展背后的动因.....	11
3.	需求端：C 端消费场景扩容，B 端渗透率待提升 .....	12
3.1.	C 端：家庭消费场景重构，渗透率有望进一步提升 .....	13
3.2.	B 端：餐饮连锁化趋势明显，玩转中央厨房新业态 .....	15
3.3.	行业空间测算.....	19
4.	竞争格局：从成熟期到成长期，看企业核心竞争力 .....	20
4.1.	传统速冻米面食品发展趋于成熟，市场集中度相对较高.....	20
4.2.	速冻火锅料市场成为新势力，行业集中度有待提升 .....	23
4.3.	速冻预制菜肴制品站上起跑线，巨大蓝海市场空间待开发 .....	25
4.4.	透过竞争格局看速冻企业核心竞争力，龙头企业强者恒强 .....	27
5.	他山之石：翻开日本速冻启示录，我国速冻行业前景广阔.....	29
6.	投资建议.....	34
6.1.	安井食品：BC 双轮驱动，渠道优势显著 .....	34
6.2.	巴比食品：因地制宜打造安心食品，夯实早餐龙头地位.....	37
6.3.	三全食品：速冻米面行业佼佼者，零售之王打造全新版图 .....	39
6.4.	味知香：预制菜市场领头羊，BC 渠道双发力.....	41
6.5.	立高食品：冷冻烘焙行业新贵，C 端市场逐渐发力 .....	43
6.6.	广州酒家：传统老字号焕新，餐饮+零售大有可为.....	45
7.	风险提示.....	46

## 图表目录

图表 1：重点推荐公司估值分析.....	2
图表 2：行文逻辑.....	6
图表 3：速冻食品行业产品量价双升与品类增加带来行业发展空间的持续释放.....	7
图表 4：速冻食品品类图谱.....	8
图表 5：速冻食品产业链.....	9
图表 6：我国冷链物流为速冻行业提供基础保障.....	9
图表 7：我国速冻食品可分为四个阶段.....	10
图表 8：我国速冻食品规模不断扩大 .....	10
图表 9：速冻行业吸引大批企业跑步进场.....	11
图表 10：我国速冻食品 2C 与 2B 渠道比例.....	12
图表 11：中国、日本速冻食品 C 端与 B 端渠道对比 .....	12
图表 12：全球速冻食品区域占比情况（单位%） .....	13
图表 13：中国速冻食品人均消费量远低于发达国家 .....	13
图表 14：2020 年我国家庭户均规模首次“破 3”.....	13
图表 15：10 年间一人户、二人户比重显著增加 .....	13
图表 16：“时间紧”成为不吃早饭的主要原因 .....	14
图表 17：2020 年疫情期间海鲜丸类产品销量暴增.....	14
图表 18：“理象园”——速冻水饺界“爱马仕” .....	15
图表 19：我国餐饮收入稳步增长.....	15



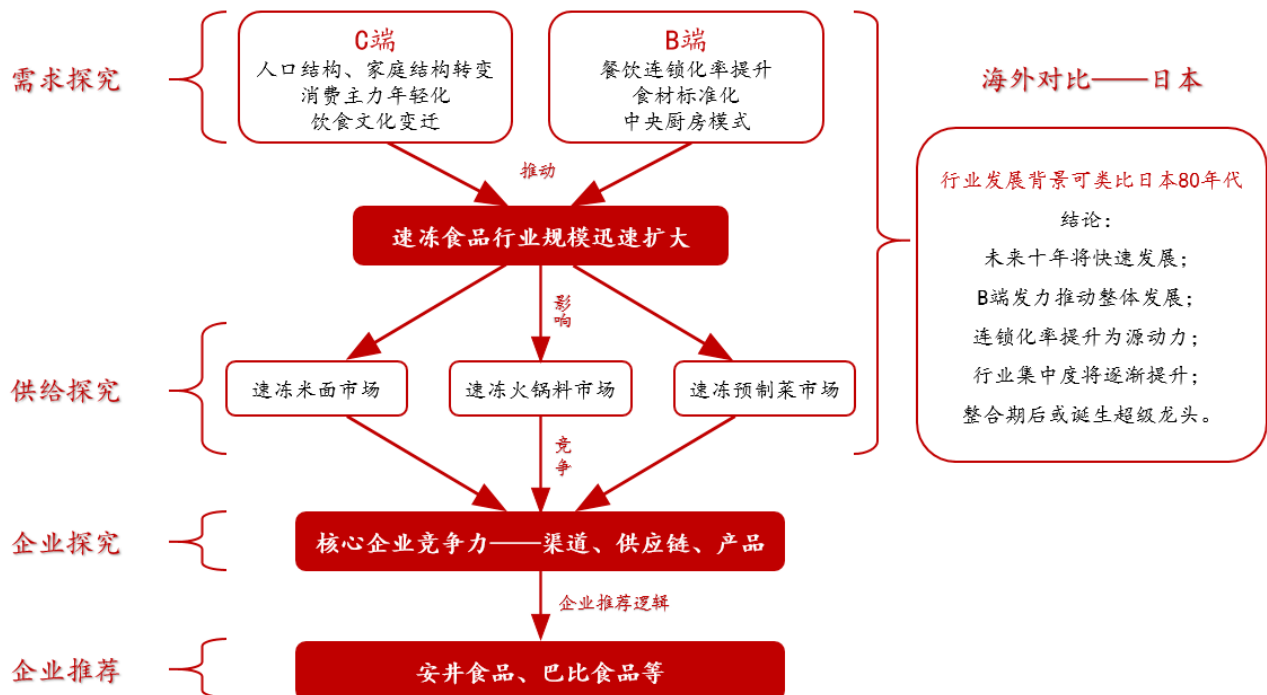
图表 20: 我国餐饮连锁化率仅为 15% .....	16
图表 21: 中国餐饮连锁企业 CR5 占比仅约 2% .....	16
图表 22: 中国连锁餐饮规模逐年提升 .....	16
图表 23: 2018-2020 年餐饮企业连锁门店数量分布及占比情况 .....	17
图表 24: 2020 年火锅餐饮连锁化率迅速提升 .....	17
图表 25: 火锅占中式餐饮市场比重不断提升 .....	18
图表 26: 火锅行业将保持高速增长 .....	18
图表 27: 2020 年小吃快餐细分品类门店数占比 .....	18
图表 28: 速冻食品行业测算敏感性分析 .....	19
图表 29: 三大细分领域所处行业周期 .....	20
图表 30: 速冻米面食品市场规模最大 .....	21
图表 31: 速冻米面食品 2015-2019 年 CAGR 为 5.7% .....	21
图表 32: 速冻米面市场 CR3 占比情况 .....	21
图表 33: 2020 年速冻米面头部企业占比 .....	21
图表 34: 三全在速冻米面领域占据龙头地位 .....	22
图表 35: 健康可口日益成为消费者关注重点 .....	23
图表 36: 健康趋势下湾仔码头推出新产品 .....	23
图表 37: 火锅餐饮收入占总收入 22% .....	23
图表 38: 速冻火锅料制品行业集中度分散 .....	23
图表 39: 我国速冻火锅料制品销售额情况 .....	24
图表 40: 速冻肉制品市场占比超过速冻鱼糜制品 .....	24
图表 41: 速冻肉制品增速反超速冻鱼糜制品 .....	24
图表 42: 安井速冻火锅料制品行业龙头态势显现 .....	25
图表 43: 安井“锁鲜装”定位 C 端高端产品 .....	25
图表 44: 预制菜四大种类 .....	26
图表 45: 中央厨房预制菜赋能 B 端——降本 .....	26
图表 46: 中央厨房预制菜赋能 B 端——增收 .....	26
图表 47: 相比日本, 我国预制菜 B 端渗透率更高 .....	26
图表 48: 原材料成本比重在 70%-80% 区间内 .....	27
图表 49: 安井食品在 2020 年加大原材料存货比例 .....	27
图表 50: 三全应付账款周转率处于行业较低水平 .....	28
图表 51: 餐饮供应链主要玩家 .....	28
图表 52: 蜀海供应链优质客户 .....	28
图表 53: 千味央厨主要经营模式 .....	29
图表 54: 日本速冻行业发展阶段 .....	30
图表 55: 中国人均 GDP 相当于日本 80 年代水平 .....	30
图表 56: 中国与日本城镇化率对比 .....	30
图表 57: 日本 1980-1990 年间人口比重变化 .....	31
图表 58: 中国 2010-2020 年间人口比重变化 .....	31
图表 59: 1975 年后日本女性劳动者占比不断升高 .....	31
图表 60: 我国女性参与率仍在 60% 以上 .....	31
图表 61: B 端市场扩容成就行业高增长 .....	32
图表 62: 16 年日本速冻行业集中度高且稳定 .....	33
图表 63: 日本面食类生产量逐年上涨 .....	33
图表 64: 日本速冻食品销售排行榜前五均为主食 .....	33
图表 65: 安井主营业务收入占比 .....	34
图表 66: 安井全国化工厂与营销网络布局 .....	35



图表 67: 安井运费占收入比重不断降低.....	35
图表 68: 安井销售费用率处于低位.....	35
图表 69: 安井食品可比公司对比表.....	36
图表 69: 安井食品财务数据简表.....	36
图表 70: 巴比食品以品牌加盟销售为主.....	37
图表 71: 巴比食品门店数量逐渐增长.....	37
图表 73: 巴比食品可比公司估值表.....	38
图表 74: 巴比食品财务数据简报.....	38
图表 73: 2020 三全食品归母净利润实现高增.....	39
图表 74: 三全速冻水饺新品类繁多.....	39
图表 77: 三全食品可比公司估值情况.....	40
图表 75: 三全食品财务数据简报.....	40
图表 76: 味知香产能利用率始终处于高位.....	41
图表 77: 味知香零售端主要肉禽类半成品菜品.....	41
图表 81: 味知香可比公司估值表.....	42
图表 82: 味知香财务数据简报.....	43
图表 83: 立高冷冻烘焙食品业务高增长.....	43
图表 84: 立高食品业务占比情况.....	43
图表 85: 立高食品可比公司估值表.....	44
图表 81: 立高食品财务数据简报.....	45



图表 2: 行文逻辑



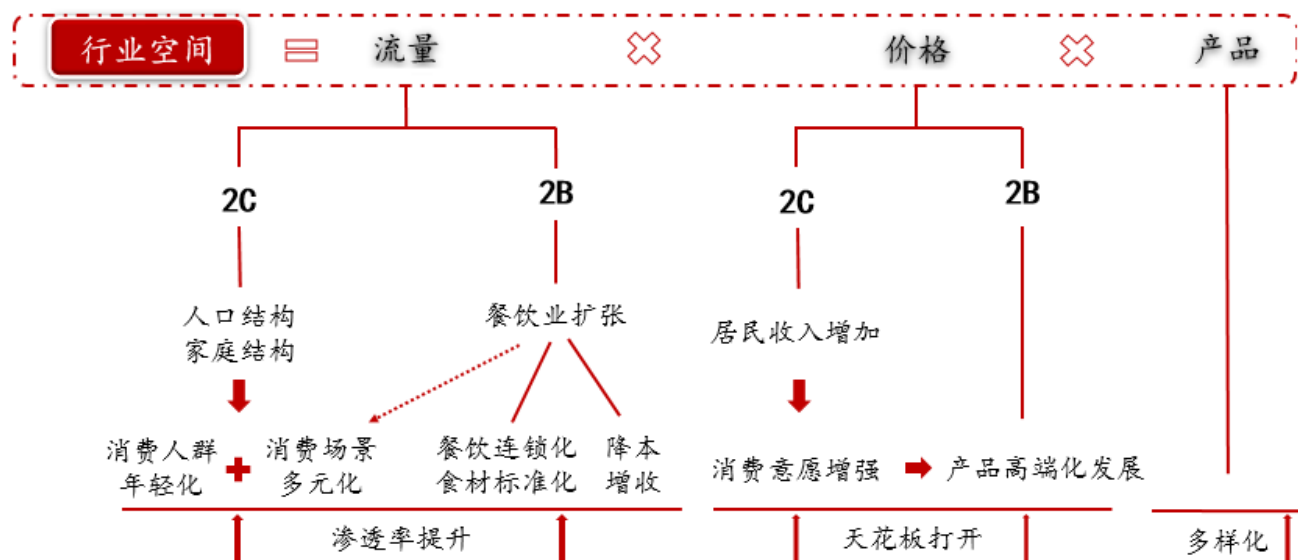
来源：国联证券研究所



## 1. 核心逻辑：量、价、品类三箭齐发，龙头企业持续受益

速冻食品行业发展进入快速发展期，各细分子行业竞争格局不一，行业集中度尚待提升。在消费主力向年轻化人群偏移的情况下，家庭端消费频次有望进一步增加；随着餐饮业向连锁化发展，食材标准化与餐饮企业降本增收意愿共振下，餐饮端需求旺盛，BC 两端渗透率将获得较大提升动力，供应链上下游一体化助推产业升级，速冻食品消费量将显著提升。同时，速冻产品朝着中高端化发展，产品价格中枢将上移，最终产品量价双升与品类增加带来行业发展空间的持续释放，预计至 2030 年，我国速冻食品行业空间将达到 4500 亿元。

图表 3：速冻食品行业产品量价双升与品类增加带来行业发展空间的持续释放



来源：国联证券研究所

根据对速冻产业三大细分子行业的深入分析，我们认为速冻龙头企业将在其构筑的护城河下持续享受规模化红利，差异化竞争是中小企业市场占有率提升的不二法门。具体来看，渠道优势、供应链加持、产品多元化是速冻企业竞争的核心要素。

- 1) **强渠道力**：渠道网络全国化铺开是企业进行业务扩张的基础，具有渠道优势的企业往往能够在同质化产品竞争、异质化产品突破的过程中“快人一步”。
- 2) **供应链加持凸显长期价值**：冷链物流网络贯穿产业链上下游，“穿针引线”为企业发展提供基本保障，餐饮供应链与连锁餐企共生共荣，强大的供应链管理支持着行业发展。
- 3) **布局产品多元化发展**：单一产品线或者试图以爆款大单品持续获得市场关注的发展路径已然过去，即便是头部企业也在不断调整发展战略，开展多领域、多业态体系化协同发展，提升品牌综合实力。

通过复盘日本速冻食品行业发展过程，发现 B 端市场渗透率的提升是推动整体速冻行业发展的源动力。我国速冻企业发展已进入全国化产品铺开的阶段，朝着业务



横向创新、产业链纵向一体化方向发展，在行业产能出清、洗牌等阶段头部企业市占率将获得提升，超级龙头企业或就此诞生。

## 2. 行业概览：我国速冻行业起步较晚但发展迅猛

### 2.1. 何为“速冻”？

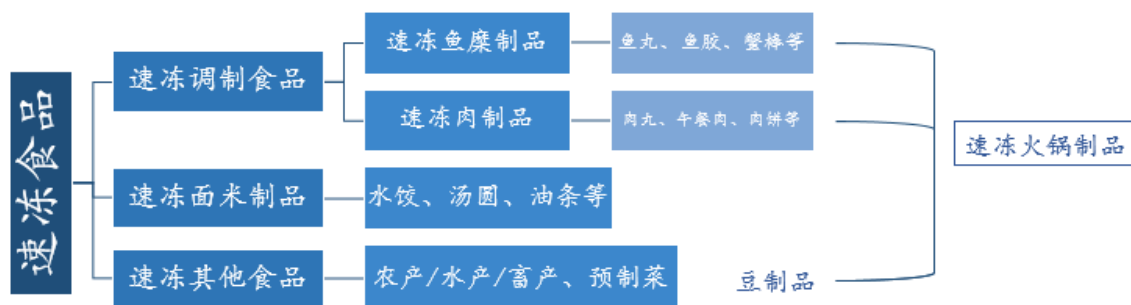
速冻食品，便是将预处理过的肉、禽、水产、乳、蛋、蔬菜和水果等易腐食品，在  $<-30^{\circ}\text{C}$  的环境下通过专业设备和专业技术急速冻结，使食品中心温度在 30 分钟之内达到  $-18^{\circ}\text{C}$  (一般要求,不同食物要求温度不同)，并在低温条件下进入销售市场的预包装食品。这一点上需要区分“冷冻”和“速冻”的区别，寻常在冰柜和冷库中的食物冻结时间往往都需要 90 分钟以上，这类食物叫“缓冻食品”。

速冻食品具有快速“锁鲜”、“锁营养”的优势。其最大优点是能够不借助任何防腐剂和添加剂，降低内部热能、冻结细胞游离水及结合水，当食品解冻时，冻结后的冰晶体能够迅速融化并被食物吸收，可以最大限度的保持食品原有品质和营养成分，同时在低温环境下微生物活动受限，大幅抑制细菌的滋生。

我国对于速冻食品的监管日益趋严。2019 年 6 月正式开始实施《速冻食品生产和经营卫生规范》，明确规定了速冻食品生产厂房作业条件必须符合监管要求，并且贮存时冷库温度不能高于  $-18^{\circ}\text{C}$ ，冷链物流运输时车厢温度不能高于  $-12^{\circ}\text{C}$ 。近些年来，食药监局对速冻食品的抽查，也鲜有不合格样品被检出，严监管为速冻食品快速发展保驾护航。

就品类来看，我国速冻食品主要分为速冻调制食品、速冻面米食品和速冻其他食品。其中速冻调制食品主要为两大类：速冻鱼糜制品（以冷冻鱼糜、鱼肉、虾肉、墨鱼肉、贝肉为主要原料制成的鱼丸、蟹棒等）和速冻肉制品（午餐肉、肉丸、肉饼等）。其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品、与速冻豆制品等构成了速冻火锅料制品大类。其他食品类除了小规模农产、水产、畜产产品外，速冻预制菜（半成品菜）占据主要比例。

图表 4：速冻食品品类图谱



来源：千味央厨招股说明书，国联证券研究所

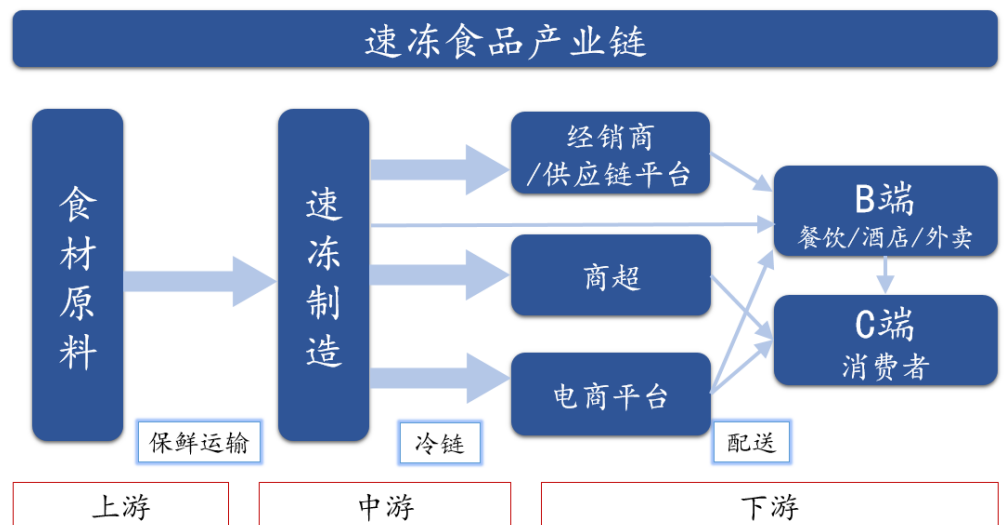




## 2.2. 速冻行业位于产业链中游，深度衔接 BC 两端

速冻行业处于产业链中游，上游受到原材料供给量和价格波动影响，下游兼顾餐饮端和家庭端。速冻食品主要以农副产品米、面、肉类、蔬果等为原材料，经过加工形成只需简单加热烹饪的冷冻食品。由于原材料成本在速冻食品生产成本中占据较大比重，上游原材料价格波动对行业景气度和公司业绩都会形成较大的扰动。速冻食品企业销售渠道一般通过冷链经销商、直销商超门店，或是新零售电商等多种渠道输出产品至 B 端餐饮企业和 C 端消费者手中。

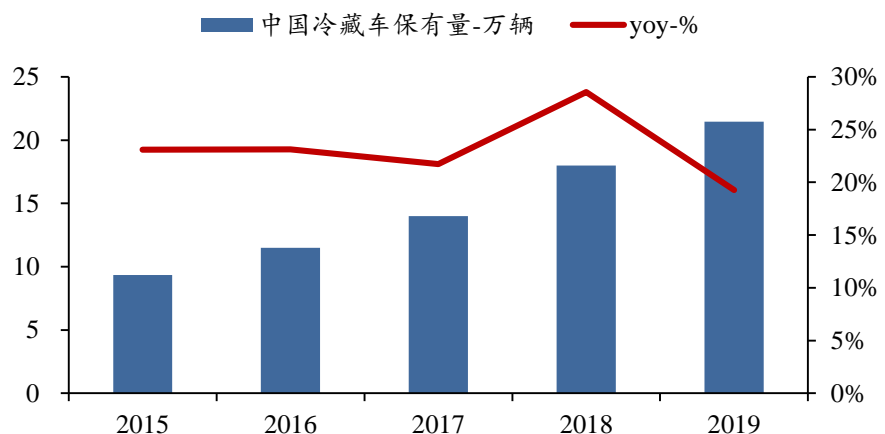
图表 5：速冻食品产业链



来源：国联证券研究所

冷链运输贯穿整条产线，成为速冻行业发展的基础保障。从产业链分析来看，无论是原材料运输还是产品物流配送，冷链物流均在其中“穿针引线”编织成产业网络，为行业发展保驾护航。与普通物流相比，冷链物流在冷链储藏温度、流通时间、耐藏性三方面均有较高的要求，对于运输的产品质量会带来不可逆的影响。因此我国冷链物流的发展情况很大程度上决定了速冻行业扩张速度。

图表 6：我国冷链物流为速冻行业提供基础保障



来源：国家商务部，中物联冷链委，国联证券研究所

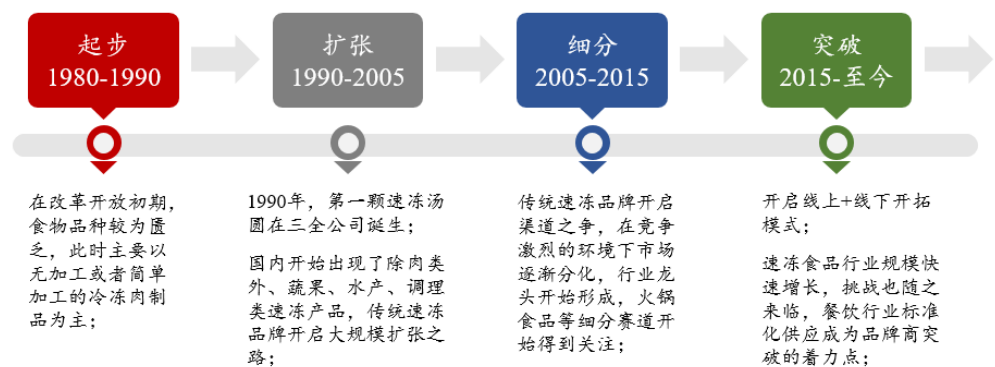


### 2.3. 我国速冻食品起步较晚，行业正处于蓬勃发展期

速冻食品起源于美国，随后逐渐在欧洲和亚洲推广开来。我国速冻食品行业起步较晚，兴起于上世纪 80-90 年代，迄今为止主要分为四个阶段：

- i. **起步（1980s-1990s）**：在改革开放初期，食物品种较为匮乏，此时主要以无加工或者简单加工的冷冻肉制品为主；
- ii. **扩张（1990s-2005）**：1990 年，第一颗速冻汤圆在三全公司诞生，正式打开了中国速冻食品行业的大门，国内开始出现了除肉类外、蔬果、水产、调理类速冻产品，传统速冻品牌开启大规模扩张之路；
- iii. **细分（2005-2015）**：随着中国经济快速发展，居民消费水平不断提高，消费者对于速冻食品的需求和要求同步提高，传统速冻品牌开启渠道之争，在竞争激烈的环境下市场逐渐分化，行业龙头开始形成，火锅食品等细分赛道开始得到关注；
- iv. **突破（2015-至今）**：随着互联网不断发展，传统品牌纷纷开始线上+线下开拓模式，速冻食品行业规模快速增长，各细分行业都存在多家新品牌跑步进场。在行业扩张的同时，挑战也随之来临，餐饮行业标准化供应成为品牌商突破的着力点。

图表 7：我国速冻食品可分为四个阶段

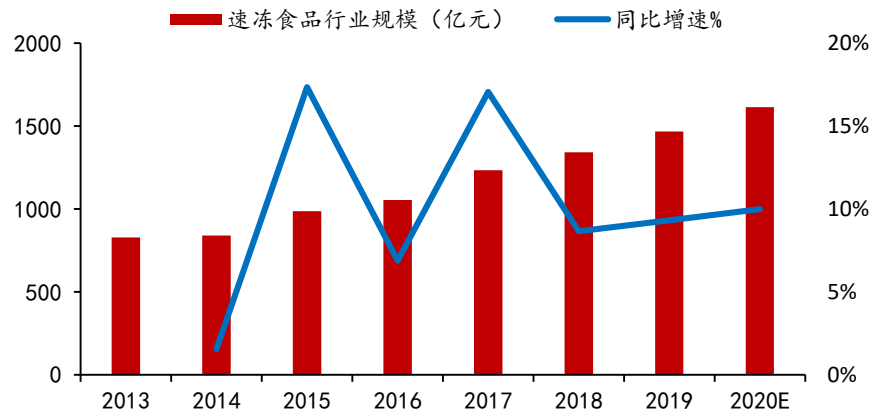


来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

我国速冻行业规模快速扩大，千亿市场诞生成为掘金地。根据中国产业信息网统计研究结果显示，2016 年我国速冻食品行业规模已破千亿，从 2013 年的 800 亿元发展到 2020 年，CAGR 高达 10%。在行业高景气背景下，疫情大幅推升了速冻食品需求量、提高消费认可度，伴随着餐饮业的持续性复苏和冷链物流技术的发展，速冻行业或将保持高速增长态势，开启千亿级黄金赛道。

图表 8：我国速冻食品规模不断扩大

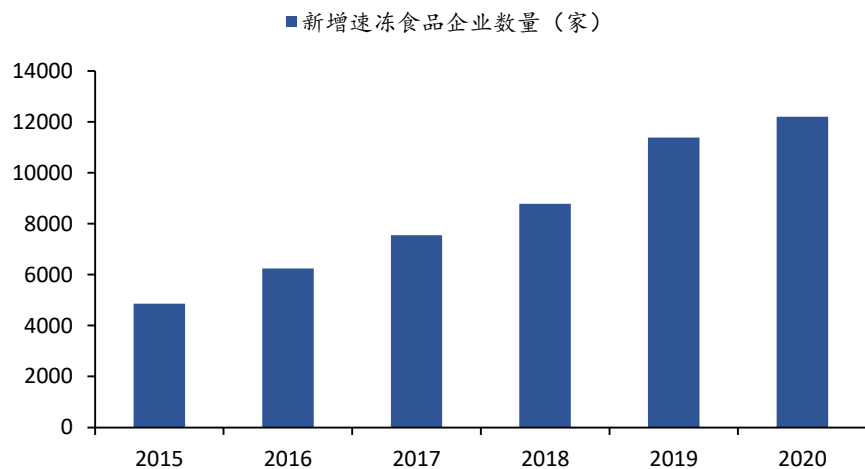




来源：中国产业研究院，国联证券研究所

行业景气度不断上升，新风口下速冻食品企业大幅增加。随着速冻食品行业高速发展，我国速冻食品企业数量呈现出快速增长的态势。2020年国内新增超1.2万家速冻食品企业，较2015年增加约150%，年复合增长率高达20%左右。另从企业信用信息查询平台数据来看，截至2021年5月，全国共登记注册7.9万家经营范围为速冻食品的企业。其中，经营状态为在业/存续的企业超过5.4万家。

图9：速冻行业吸引大批企业跑步进场



来源：天眼查，国联证券研究所

## 2.4. 探究速冻行业快速发展背后的动因

通过自上而下分析，我们认为推动速冻行业快速发展的原因有以下三点：

- 1) 我国经济结构的调整也使消费群体结构改变，新型餐饮模式裂变发展。近日，全国第七次人口普查数据出炉，人口结构老龄化、单身化趋势明显，家庭结构日趋小型化，“懒人经济”、“单身经济”等新生文化催生出一批新的消费需求，而恰好满足这些需求的速冻食品近年来不断受到消费者青睐。
- 2) 速冻食品品类不断推陈出新。速冻食品日益受到青睐，品类与口味逐渐多样化。消费者也早已不再满足于传统的水饺、汤圆等面米制品，火锅制品、新式面点、预制菜肴等新式速冻产品成为现代消费者核心需求所在。年轻消费



者对辛辣等刺激性口味的喜爱使得速冻食品不断涌现出新口味，以迎合新一代消费主力军的要求。

- 3) **餐饮企业迫于成本压力积极变革。**在餐饮企业经营过程中，原材料采购成本、租金、人工构成了主要支出项，很大程度的制约了餐饮商的盈利空间，速冻企业能够根据企业需要提供半成品菜，节省成本开支且增加菜品丰富性，其新鲜、便捷、易储存等特点越发受到餐饮企业喜爱。

### 3. 需求端：C端消费场景扩容，B端渗透率待提升

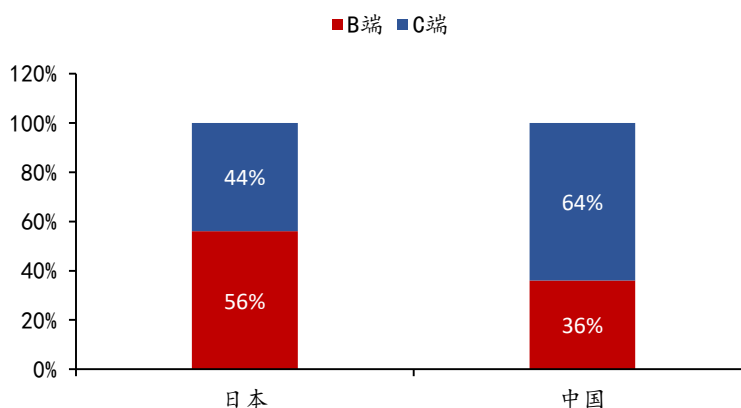
我国速冻食品家庭端和餐饮端消费结构比例分别为64%、36%。根据IBIS数据显示，我国速冻食品需求C端占七成，其中速冻米面制品通向家庭端的比例高达84%，仅速冻火锅料制品六成流向餐饮企业。发达国家餐饮端占比通常在50%以上，日本速冻食品渠道发展中，餐饮端占据一半以上份额，在2019年数据中餐饮端比例为56%。再以C端为主的零售模式已不足以支撑行业快速发展，加大对B端的扩展力度才是明智之举，而我国餐饮端还有较大的空间待挖掘。

图表 10：我国速冻食品 2C 与 2B 渠道比例

	2C	2B
速冻食品	64%	36%
速冻米面制品	40%	60%
速冻火锅料制品	84%	16%
速冻其他食品	50%	50%

来源：IBIS，国联证券研究所

图表 11：中国、日本速冻食品 C 端与 B 端渠道对比



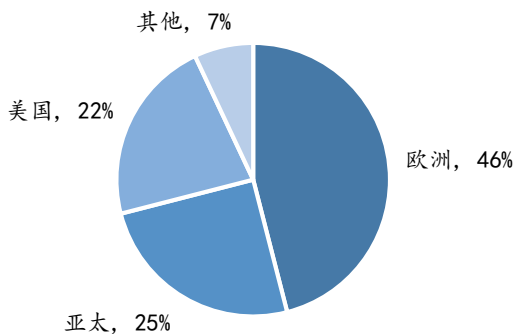
来源：日本速冻食品协会，IBIS，国联证券研究所

对标全球，我国速冻食品人均消费量仍处在较低水平，速冻食品渗透率存在较大提升空间。世界速冻食品规模基本保持每年以20%~30%的速度增长。区别于我国特殊的饮食文化，速冻食品在欧美一经出现便受到广泛欢迎。全球速冻食品主要分布在欧洲和亚太地区。美国是世界上速冻食品产量最大、人均消费量最高的国家，人均消费量高达60千克/年。日本是亚洲速冻食品消费的第一大市场，也是世界上速冻食



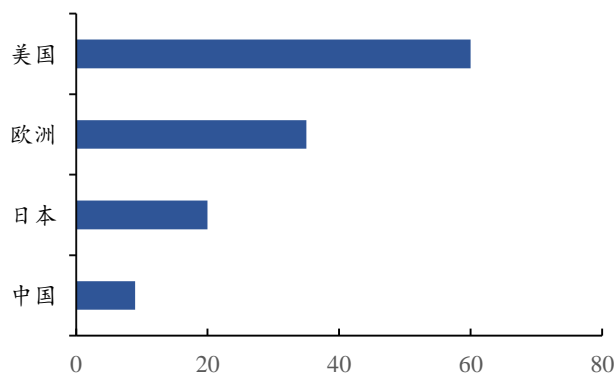
品的三大消费市场，人均消费量为 20 千克/年。与这些数据形成鲜明对比的是，我国目前速冻食品人均消费量仅为 9 千克/年，距离发达国家消费量仍有较大的差距。另外，欧、美、日市场上速冻食品品类均存有近 3000 种，而我国速冻食品种类数量远低于发达国家均值，行业存在巨大发展空间。

图表 12：全球速冻食品区域占比情况（单位%）



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 13：中国速冻食品人均消费量远低于发达国家

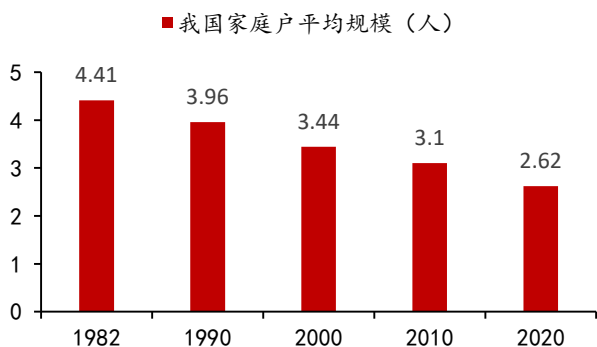


来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

### 3.1.C 端：家庭消费场景重构，渗透率有望进一步提升

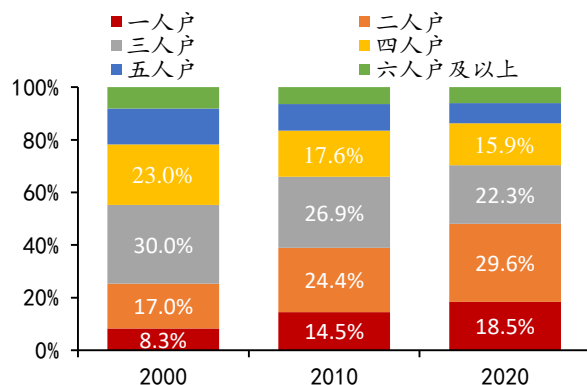
我国家庭结构呈现出“小型化”主趋势，对应众多消费新场景。随着我国城镇化率不断提高，生育政策和城乡户籍政策几经调整，七普数据显示 2020 年我国平均每个家庭户的人口为 2.62 人，首次“破 3”，较 2010 年减少了 0.48 人，“一家三口”的传统被打破。家庭规模收缩，二人家庭、单身家庭的数量明显增加，相对于大家庭来说，小型家庭的“劳动成本”相对较高，一日三餐简单、便捷化的需求上升推动速冻食品迎来消费新热潮。

图表 14：2020 年我国家庭户均规模首次“破 3”



来源：国家统计局，国联证券研究所

图表 15：10 年间一人户、二人户比重显著增加



来源：国家统计局，国联证券研究所

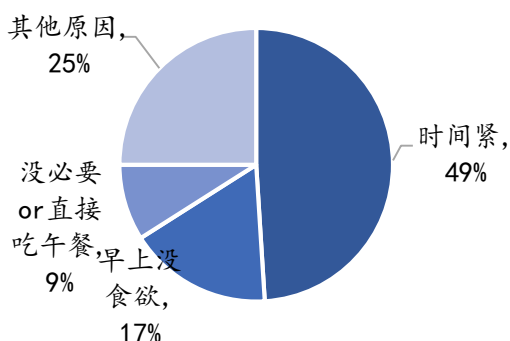
快节奏工作环境下，年轻人烹饪意愿不断降低，但消费意愿较强。根据《2018 年中国新餐饮消费趋势》研究报告，调查发现超过四成受访 90 后每周在家做饭次数少于 4 次，每周在家做饭次数少于 3 次的比重远高于其他年龄段。随着大多数 90 后步入社会工作阶段，通勤和工作时间被拉长，加之烹饪技能弱化，在家烹饪意愿正逐渐降低。



速冻食品使用便捷性和可“囤”属性更加贴合年轻人餐饮需求。雀巢联合中国营养学会发布《中国居民早餐饮食状况调查报告》显示，35%的调查对象不能做到天天吃早餐，55%的调查对象早餐摄入食物种类不足三种，42%的人在10分钟以内用完早餐。而针对不吃早餐的原因统计中，“时间紧”这一选项占比高达49%。

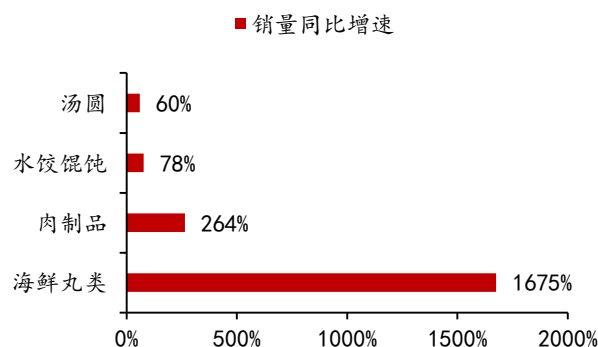
疫情红利下家庭速冻食品需求激增。由于外出行动限制，家庭用餐频率高增，速冻食品销售量大幅增加。根据天猫平台统计数据显示，2020年春节期间，速冻食品销售额普涨，其中海鲜丸类销量同比增长1675%，速冻肉制品也增长264%。面对疫情打开的窗口红利期，速冻厂商应精准把握家庭端消费新趋势，针对性的研发出C端爆品，全面打开家庭端速冻食品渗透空间。

图表 16：“时间紧”成为不吃早饭的主要原因



来源：《中国居民早餐饮食状况调查报告》，国联证券研究所

图表 17：2020 年疫情期间海鲜丸类产品销量暴增



来源：天猫数据，国联证券研究所

在传统认知中，速冻食品依靠性价比与便捷性赢得市场份额，且传统速冻食品品牌无论是渠道还是营销大多以线下商超、便利店为主，产品差异性较小，进而品牌之间的竞争异常激烈，价格成为购买者比较选择的重要因素，打折促销活动比比皆是，因此品牌之间易形成恶价格战，进一步压低盈利空间，产品单价不断降低。

高端产品开始进入市场，零售端价格天花板不断上移。新生代速冻品牌加速参与到行业竞争之中，主攻高端速冻产品区域，零售价格屡创新高。冰激淋届“爱马仕”品牌“钟薛高”也将瞄头对准了水饺领域，推出了高端水饺品牌“理象国”，以黑猪肉、松茸等高端食材原料为最大卖点，保质期短，平均价格3元/只，最高甚至达到6元/只的价格区间，销量虽远不及中低端速冻水饺产品，但是也已其品牌口碑与口味品质在速冻水饺领域占据了一席之地，打开了速冻水饺企业盈利空间，为C端销售迎来了新的增长点和生命力。



图表 18：“理象国”——速冻水饺界“爱马仕”

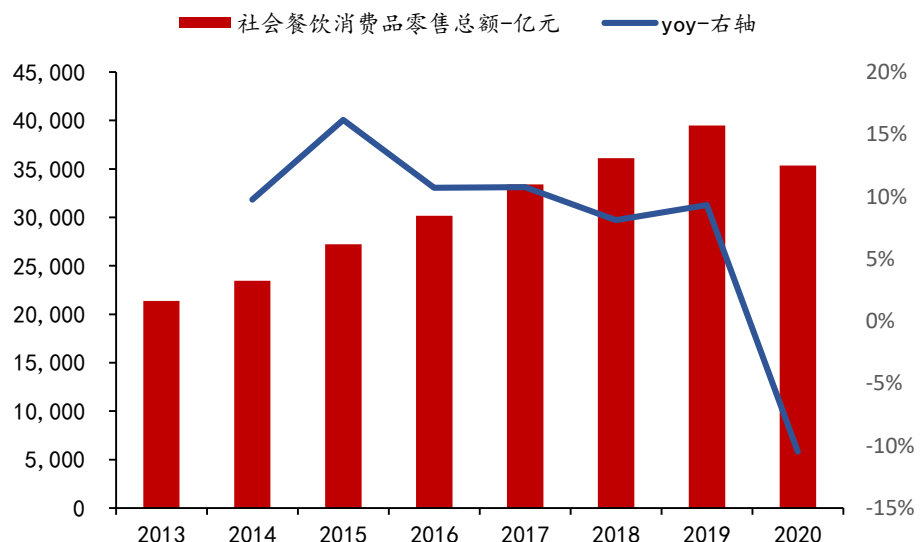


来源：天猫官网，国联证券研究所

### 3.2.B 端：餐饮连锁化趋势明显，玩转中央厨房新业态

餐饮市场空间广阔，餐饮连锁化率较低。我国是饮食文化大国，所谓民以食为天，餐饮行业景气度不断上升，根据统计局数据，2019 年我国餐饮收入总额达 4.7 万亿元（2020 年受疫情影响同比下滑 16.6%，在此不作为主要数据依据），基本保持 10% 左右的增速，行业总体规模稳健扩张。然而反应餐饮行业成熟度的连锁化率指标却是不尽如人意。

图表 19：我国餐饮收入稳步增长



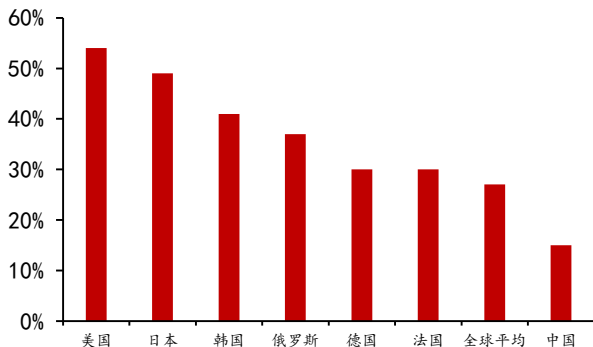
来源：iFind，国联证券研究所

我国餐饮企业连锁化水平远低于世界平均水平，餐饮行业集中度也亟待提升。国内餐饮行业竞争格局十分分散，受各地域口味影响，地区餐饮品牌“走出去”难度较大。且长期以来，我国餐饮行业高进入率、高淘汰率的特性使得餐饮企业难以形成完备的管理机制，加盟企业存活率极低，唯有直营店成为了餐饮品牌企业维系生存与发



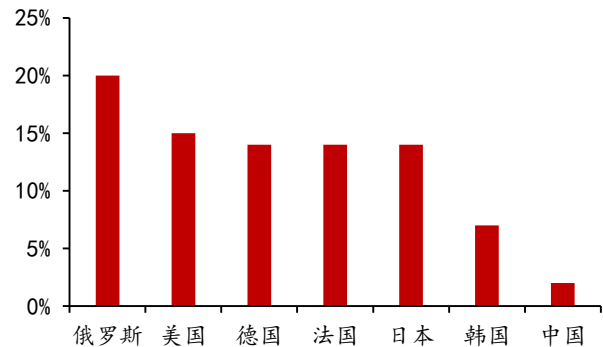
展路径，是以我国餐饮业连锁化率仅为 15%，对比美国、日本等主要发达国家，我国餐饮连锁化率处于较低水平。另外，由于中式餐饮从选材到制作流程复杂，难以统一标准化管理，我国餐饮品牌 CR5 仅约 2%，且 TOP5 中处海底捞外其余均为西餐。亚洲国家中日本餐饮品牌 CR5 达到 14%，韩国也达到 7%的水平。尽管我国餐饮连锁化水平与发达国家存在较大差距，但是其增速却毫不逊色，餐饮连锁化将是大势所趋。

图表 20：我国餐饮连锁化率仅为 15%



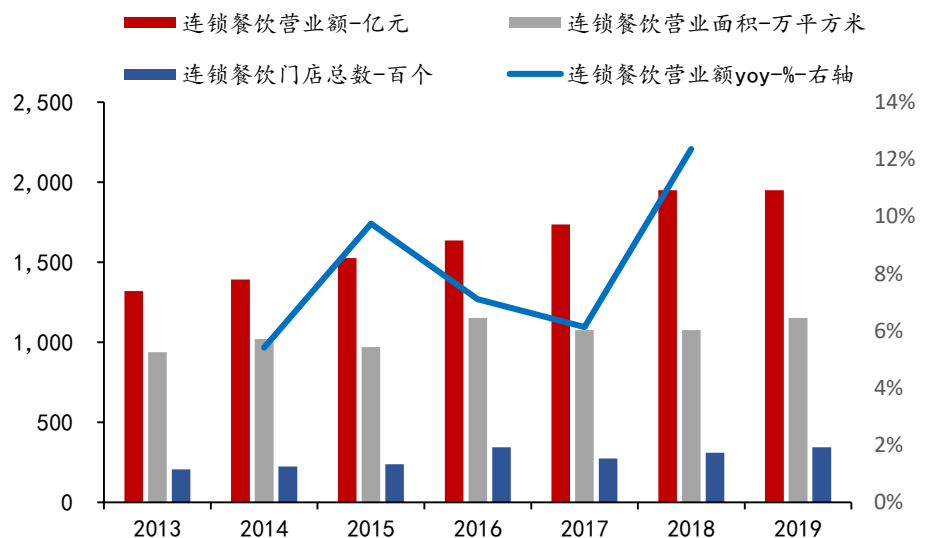
来源：前瞻产业研究院，美团，国联证券研究所

图表 21：中国餐饮连锁企业 CR5 占比仅约 2%



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 22：中国连锁餐饮规模逐年提升



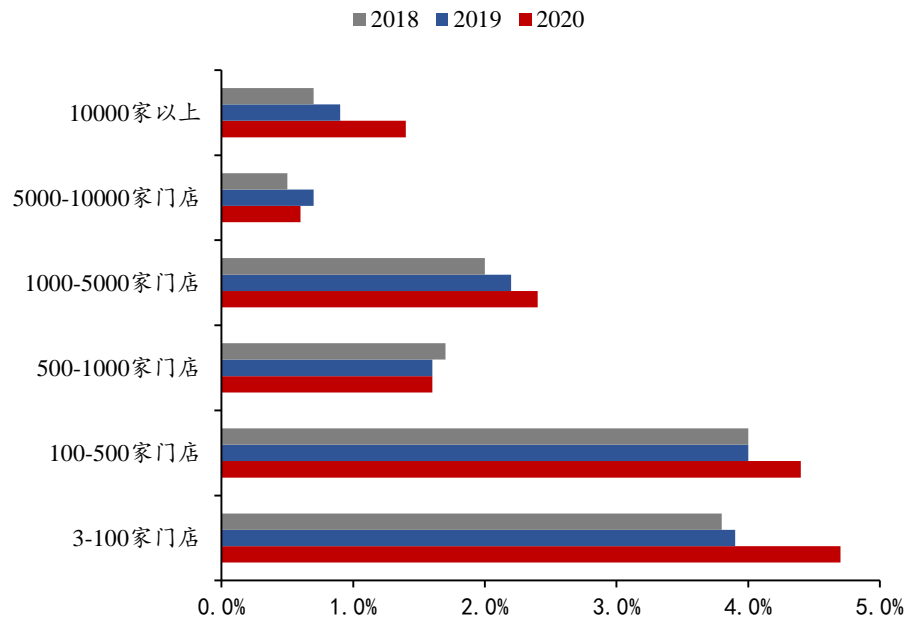
来源：iFind，国联证券研究所

我国餐饮连锁化率提升主要动力来自于火锅和小吃快餐企业门店扩张。从美团提供的数据来看，拥有 3-100 家门店的小型连锁餐饮企业占比最高，且在 2020 年小型连锁企业占比有明显的升高，100-500 家中小型连锁餐饮企业占比也有所提升。500-1000 家连锁门店的餐饮企业中有许多头部餐饮企业，如海底捞、老乡鸡等，这些品牌企业经营多是以直营模式为主。“乡村基”（后改名“大米先生”）成为全国首家直营店突破 1000 家的中式快餐企业。为消费者所熟知的“杨国福麻辣烫”等小吃快餐龙头门店规模已过 5000 家。而在万家等级中，华莱士、绝味鸭脖等加盟式餐饮巨头稳坐其中，并且门店规模处于持续扩张的态势，增长率在两年间翻番。



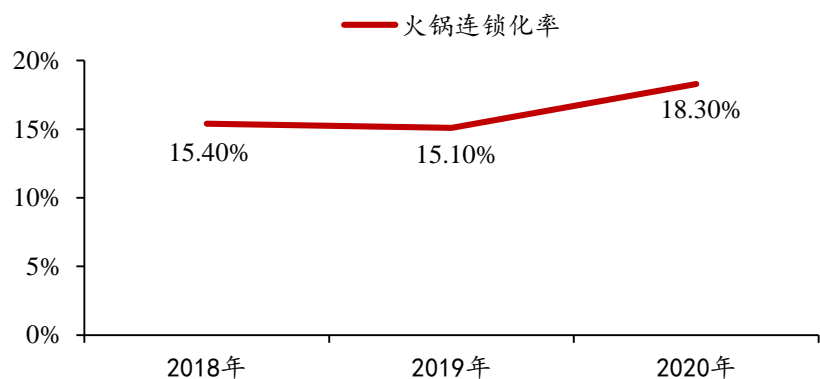


图表 23：2018-2020 年餐饮企业连锁门店数量分布及占比情况



来源：美团，国联证券研究所

图表 24：2020 年火锅餐饮连锁化率迅速提升

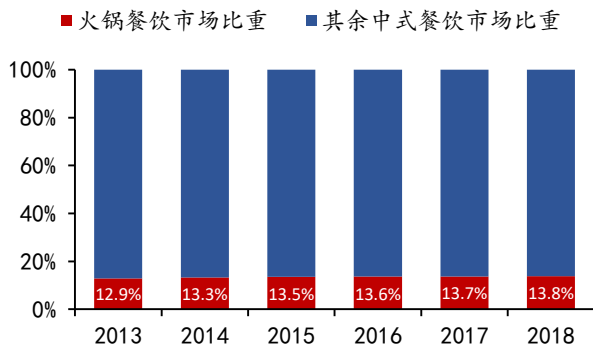


来源：美团，国联证券研究所

火锅行业进入高速发展期，火锅类消费场景持续火爆。由于火锅市场在整个中式餐饮市场中排列前列，拥有受众群体广、成本低、易标准化、规模化经营的特性，行业发展迅猛。其头部企业也易享受到规模效益下的品牌红利，深受资本的青睐。随着餐饮市场这块蛋糕不断扩大，火锅文化持续受到年轻人的追捧，细分赛道将快速扩张，如冒菜、麻辣烫、寿喜锅、串串香等火锅类场景已然成为餐饮行业的黑马群。

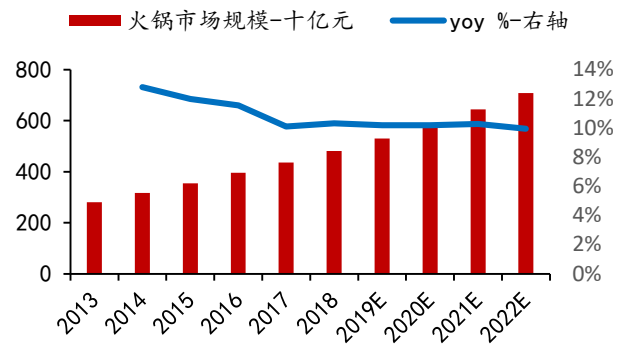


图表 25: 火锅占中式餐饮市场比重不断提升



来源: 海底捞公告

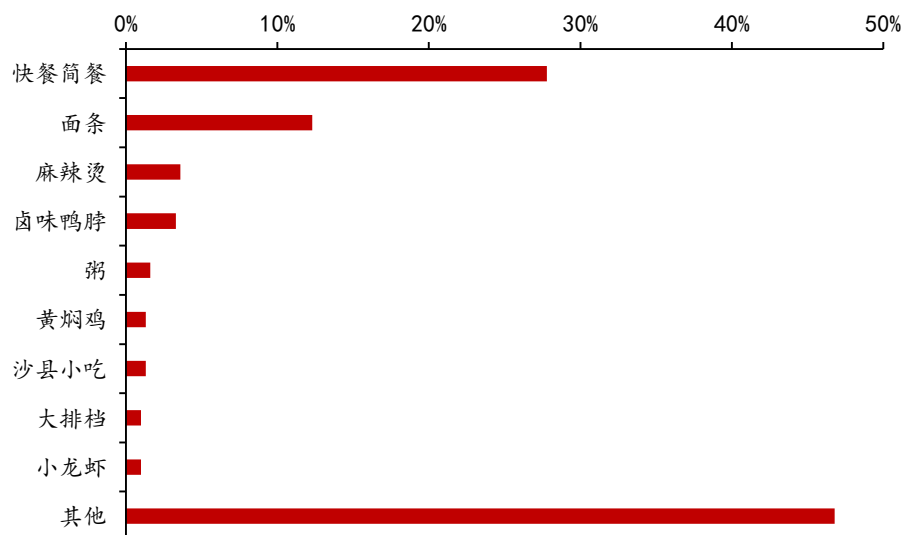
图表 26: 火锅行业将保持高速增长



来源: 海底捞公告

西式快餐连锁市场几近饱和, 中式快餐连锁龙头正崛起。肯德基、麦当劳等西式快餐龙头企业全国化布局已完成, 但是中式快餐仍然“群龙无首”, 目前达到 1000 家门店规模的企业寥寥无几, 味千拉面、真功夫、永和大王等老牌快餐店经营发展滞缓, 反观老乡鸡、乡村基已将品牌打入一二线城市, 迅速扩张企业版图, 成为细分赛道领头羊, 和府捞面、小杨生煎等新晋餐饮品牌也加速全国直营门店布局, 中式快餐正朝着品牌化、规模化、连锁化方向发展。

图表 27: 2020 年小吃快餐细分品类门店数占比



来源: 美团, 国联证券研究所

火锅类、中式快餐企业扩张快速拉升速冻半成品菜、预制菜需求, 食材标准化趋势受益速冻厂商。由于火锅原材料多是以冻品采购呈现, 中式快餐亦可采购成品、半成品菜肴来降低运营成本, 保障提供的原材料品控稳定且高效。在这种行业趋势下, 食材标准化、高效率需求不断增强, 速冻食品在 B 端渠道将进一步打开。例如安井与海底捞、呷哺呷哺进行定制化生产, 海底捞食材和调料均有专门供应商以保障产品的质量和可复制性。



中小餐饮企业成本不断攀升，中央厨房正可解燃眉之急。在餐饮行业蒸蒸日上的背后，越来越多的商家经营面临高额租金、人工成本、采购成本“三座大山”的重压，而中央厨房的意义正是在于帮助餐饮企业降低成本、提高效率。对于餐饮企业来说，中央厨房一方面能够提供所需的半成品或成品菜肴，大大提高出餐效率，也可以减少消费者等待就餐的时间。另一方面，中央厨房已代替完成大量后厨工作，厨房所需人力和面积也可适当缩减，从而提升餐饮企业利润水平，最终达到减费增效的目的，进一步帮助餐饮企业连锁化、规模化发展。

### 3.3. 行业空间测算

根据行业三大细分品类，分别针对不同细分子行业发展状况、竞争格局、行业集中度等多方面因素进行假设测算，结果如下：

1) **速冻米面食品**行业市场时间最长，行业竞争格局已趋于稳定，参考同为主食类的馒头日需求量，其呈现出稳定增长的特征，测算得出至 2030 年**速冻米面制品规模约为 1214 亿元**。2) **速冻鱼糜制品**行业发展增速经历了由快到慢，现整体规模增长稳定，由于鱼糜制品中需加入鱼糜成分，参考用于水加工的水产品总量增长趋势，测算得出至 2030 年**速冻鱼糜制品规模约为 366 亿元**。3) **速冻肉制品**行业正随着火锅类消费场景增加而经历快速发展期，参考猪肉产品中冷冻及冷鲜肉产品发展情况，至 2030 年**速冻肉制品规模约为 1444 亿元**。4) **预制菜**行业刚刚起步未来将快速发展，是整个速冻行业未来发展的重要支撑力，BC 两端比例为 8:2，B 端参考日本 60% 的渗透率，至 2030 年将达到 1440 亿，C 端参考同为方便类主食的方便面早期发展增速，至 2030 年或达到 129 亿，**整体预制菜规模将发展至 1569 亿元**。对标日本，日本预制菜在 80 年代初期快速发展，增速均在 20% 以上，在此假设在快速发展的十年中前五年增速 20%，后五年 15%，保守测算下目前我国预制菜 300 亿规模十年后将达到 1600 亿，上文测算互验。总体来看，预计未来 10 年我国速冻食品市场规模或达到 4500 亿元，据当前市场有近 2.8 倍市场空间，CAGR 达 11%。

图表 28：速冻食品行业测算敏感性分析

假设		速冻米面制品	速冻鱼糜制品	速冻肉制品	预制菜	合计
悲观假设	市场空间(亿元)	1042	324	1323	1432	4121
	CAGR	4%	3.8%	14%	16%	10%
中性假设	市场空间(亿元)	1157	360	1456	1578	4551
	CAGR	5%	4.8%	15%	17%	11%
乐观假设	市场空间(亿元)	1285	400	1601	1817	5102
	CAGR	6%	5.8%	16%	28%	12%

来源：国联证券研究所预测

根据敏感性分析，中性假设下我们预测到 2030 年速冻食品行业规模将达到 4551 亿元，CAGR 达到 11%。悲观假设下我们预测到 2030 年速冻食品行业规模将达到 4121 亿元，CAGR 达到 10%。乐观假设下我们预测到 2030 年速冻食品行业规模将达到 5102 亿元，CAGR 达到 12%。



#### 4. 竞争格局：从成熟期到成长期，看企业核心竞争力

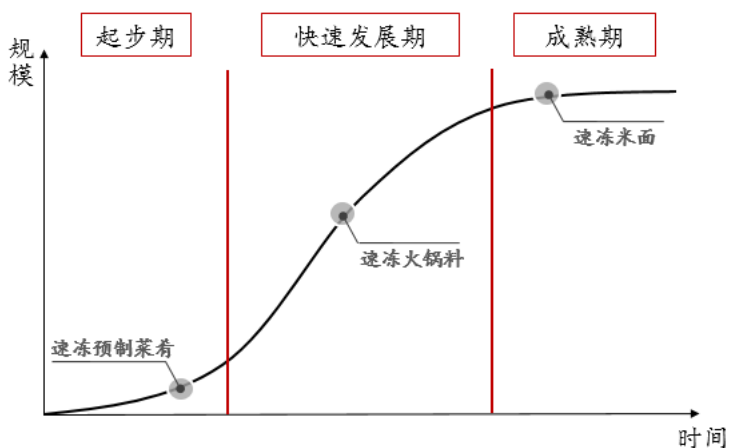
速冻食品三大细分行业分处不同的行业发展周期内：

1) 速冻米面市场：发展趋于成熟，市场几近饱和，市场集中度相对较高。代表性企业：三全、思念、湾仔码头；

2) 速冻火锅料市场：处于行业高速增长时期，行业内企业“群雄割据”，市场集中度待提升，行业整合步伐加速。代表性企业：安井、海霸王、海欣；

3) 速冻预制菜市场：我国预制菜市场刚刚起步，竞争格局十分分散，多因素共振下行业发展可期。代表性企业：味知香、千味央厨。

图表 29：三大细分领域所处行业周期



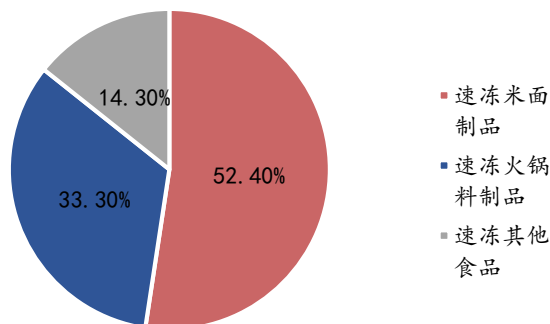
来源：国联证券研究所

##### 4.1. 传统速冻米面食品发展趋于成熟，市场集中度相对较高

速冻米面制品是最早进入消费者视野，由于米面制品最贴近中式三餐饮食，行业在经历了长期发展后，整体市场规模达到速冻食品总规模的 52.4%，2015-2019 年行业市场规模 CAGR 为 5.7%，且增长态势趋于稳定，该子行业已发展至成熟阶段。

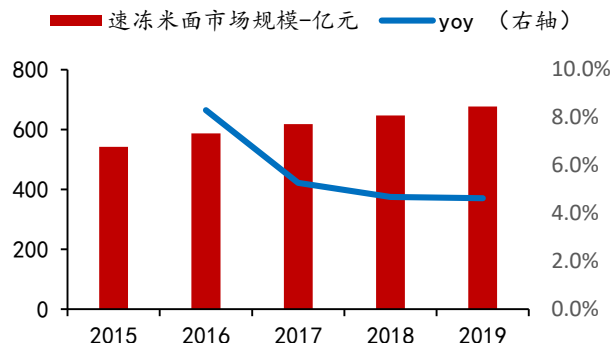


图表 30：速冻米面食品市场规模最大



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

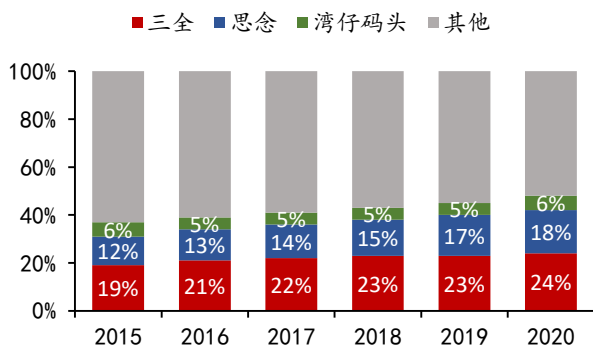
图表 31：速冻米面食品 2015-2019 年 CAGR 为 5.7%



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

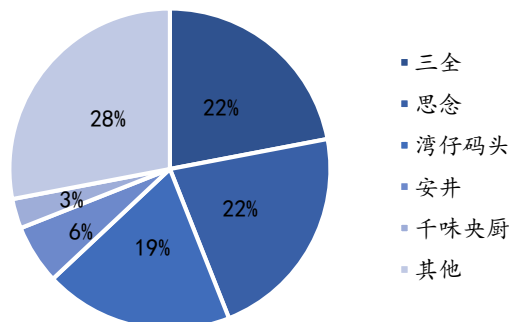
速冻米面制品行业集中度较高，寡头竞争格局稳定。由于速冻米面食品发展较为成熟，行业竞争格局清晰，即便面临新式面点黑马企业所带来的挑战，头部企业市占率仍保持稳定。根据欧睿数据显示，三全、思念、湾仔码头三家企业始终霸占了速冻米面市场份额前三甲，2020 年市占率分别为 24%、17%、6%，CR3 达到 47%。

图表 32：速冻米面市场 CR3 占比情况



来源：欧睿，国联证券研究所

图表 33：2020 年速冻米面头部企业占比

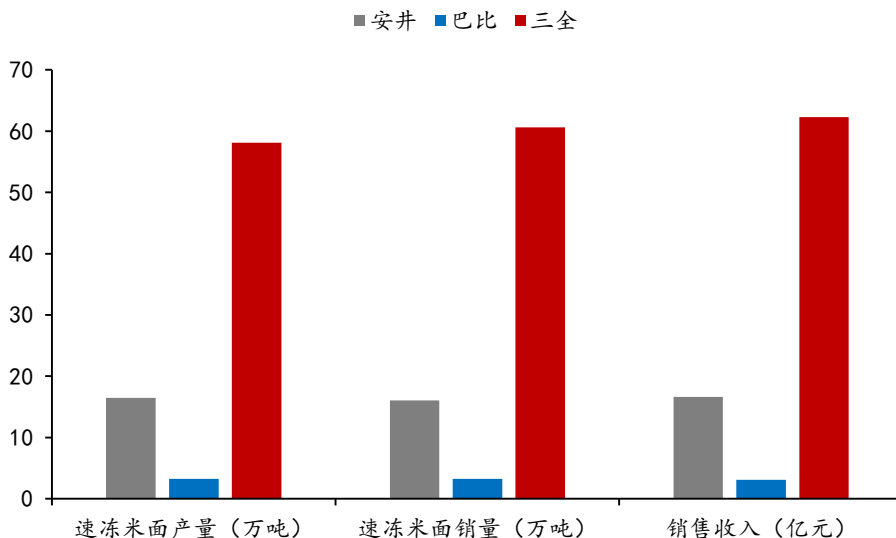


来源：中国产业信息网，公司公告，国联证券研究所

头部企业深耕速冻米面制品零售市场，品牌知名度及认可度为其构筑了渠道壁垒。家庭端消费相较于餐饮端更注重品牌安全性与产品多样性，且商超渠道具有高费用、高门槛的特性，使得中小企业难以进入和渠道建设，龙头企业集中度有望进一步提升。作为全国首家速冻米面食品企业，三全在收购了龙凤后 C 端龙头地位愈发稳固，充足的产能配合强大的营销网络，保证产品能够迅速触达全国终端市场。2020 年三全食品速冻米面产量为 58.09 万吨，销量为 60.64 万吨，销售收入为 62.31 亿元，产销两旺，业绩表现遥遥领先。



图表 34：三全在速冻米面领域占据龙头地位



来源：公司公告，国联证券研究所

尽管速冻米面市场庞大且发展成熟，在零售渠道把控上龙头企业拥有天然优势，但是在新品类开发和新渠道开拓上仍暗藏空间：

**1) 传统速冻米面“发新芽”，创新驱动新发展。**从产品类别来看，传统速冻水饺、汤圆为主的米面制品市场空间已近饱和，增速上涨幅度有限，但是近年来手抓饼、广式点心等发面点心品类成为颇受关注的大单品，螺狮粉内陷等新口味也成为爆款单品，为速冻米面行业持续增长打开了市场空间。而从品牌来说，广州酒家就依靠自身餐饮服务为基础扩大速冻点心的销售规模，成为一大盈利增收点。目前广州酒家就以取得对陶陶居的控制权，至此公司品牌矩阵日益完善，借助“老字号”餐饮品牌与口碑快速输出粤式速冻点心，在速冻市场上独树一帜，“老树开花”为企业发展另辟蹊径。

**2) 短保锁鲜新领域战线已拉开。**短保速冻产品保质期一般在 30 天左右，甚至在一周以内需食用完毕，属于中高端产品类别，高客单价可实现企业利润的提升。由于短保产品具有更优质的口感，给予消费者更新鲜的认知，市场掀起了一股短保热潮。但该产品营销对周转速率有较高要求，同时考验厂商和经销商对渠道、物流、库存把控能力是否足够强大，因此头部大品牌在短保市场上更具有操作和渠道优势。例如湾仔码头、巴比、三全等大品牌均开启速冻短保锁鲜品类创新投入，巴比食品推出“锁鲜”礼品伴手礼包装，带领锁鲜系列水饺及鲜包产品进军礼品市场。

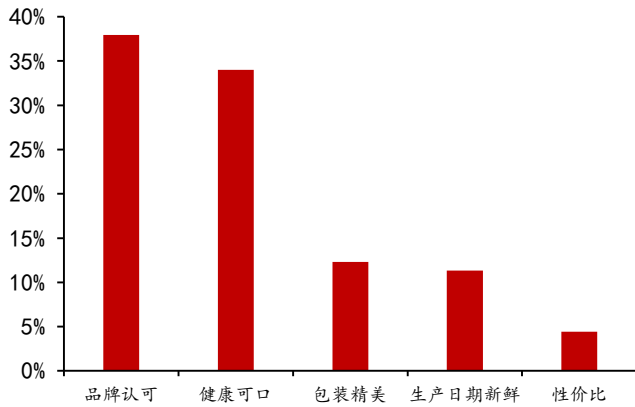
**3) 逐鹿餐饮端市场，B 端渗透率有更高提升空间。**速冻米面 C 端消费已进入稳定状态，然而 B 端渠道占比偏低。我国餐饮市场对主食类产品存在固有存量需求，随着新产品类型的增加，增量市场规模也不容小觑。B 端市场更注重产品的性价比而非品牌性，是中小企业一大突破口。

**4) 配料健康日益成为消费者购买速冻食品注重的因素。**从相关调查来看，37.93% 消费者选择购买品牌值得信赖的速冻食品，33.99% 消费者选择健康可口的速冻食品，另外生产日期与包装美观度也是消费者做选择的因素之一。例如湾仔码头已推出彩皮



小笼包，包装上赫然注明采用天然蔬菜汁制成，已满足消费者对于健康的需求，而该产品在线上平台销量遥遥领先。

图表 35：健康可口日益成为消费者关注重点



来源：艾媒咨询，国联证券研究所

图表 36：健康趋势下湾仔码头推出新产品



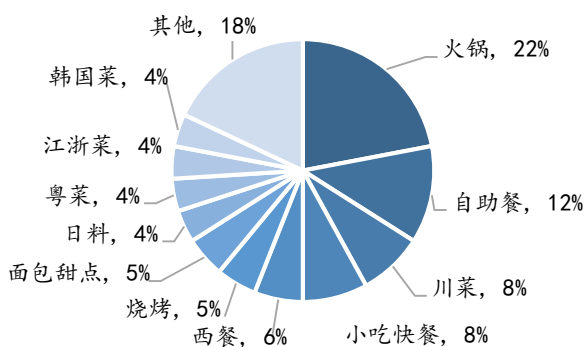
来源：官网，国联证券研究所

#### 4.2. 速冻火锅料市场成为新势力，行业集中度有待提升

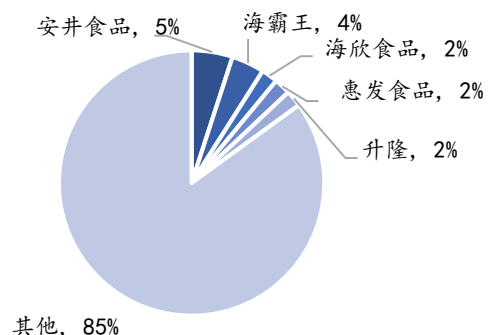
速冻火锅料市场现处于行业高速增长时期。速冻火锅料行业共经历了三大阶段：1) 2006 年之前：火锅料主要以市场零售店营销为主，具有区域性和季节性消费特征；2) 2006 年-2013 年：火锅料产品在商超渠道迅速发展，家庭消费需求被充分挖掘；3) 2014 年以后：餐饮渠道迎来黄金发展时期，火锅餐饮消费成为主流趋势。目前火锅餐饮门店可谓是遍布大街小巷，品牌林立，足以见得现在火锅文化所形成的餐饮新风口吸引了大批投资者进入这个新赛道，火锅餐饮收入占我国餐饮总收入的 22%，位居首位。同时疫情催生了家庭火锅用餐场景的火爆，速冻火锅料制品成为速冻行业新势力。

行业内企业“群雄割据”，市场集中度待提升，行业整合步伐加速。在商超渠道快速发展后期，由于火锅料制品进入门槛较低，大量竞争者涌入细分市场，造成了激烈的价格竞争，且渠道狭窄，传统经销商模式下马太效应凸显，小企业渠道受阻、资金链承压，行业集中度逐渐向大企业靠拢。火锅料行业素来“南福建，北山东”分据市场，现今豫企发力日益壮大，市场主要品牌有安井、海欣、惠发、海霸王等，市场竞争格局较为分散，行业 CR5 仅为 15%。

图表 37：火锅餐饮收入占总收入 22%

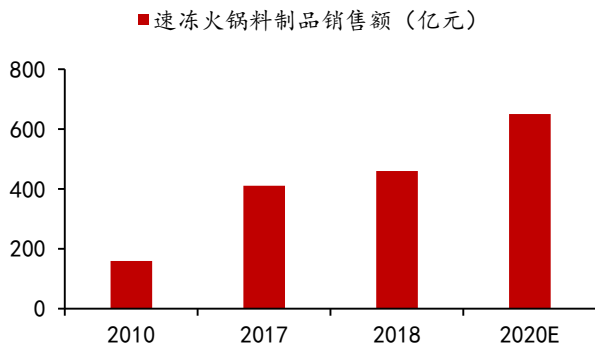


图表 38：速冻火锅料制品行业集中度分散



来源：饭店业协会，国联证券研究所

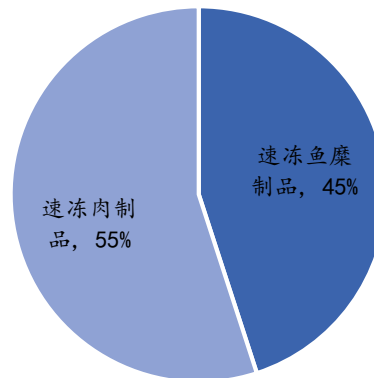
图表 39：我国速冻火锅料制品销售额情况



来源：中国餐饮协会，中商产业研究院，国联证券研究所

来源：中国产业信息网，国联证券研究所

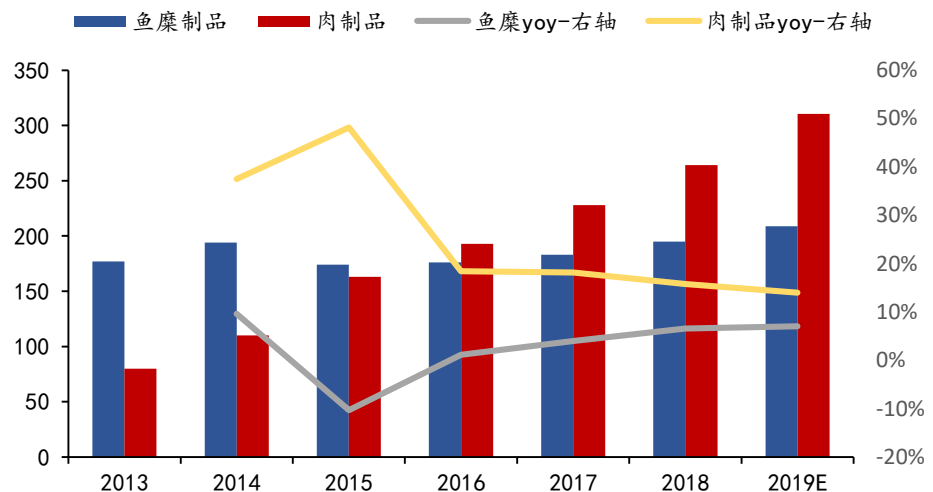
图表 40：速冻肉制品市场占比超过速冻鱼糜制品



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

速冻火锅料制品分为速冻鱼糜制品和速冻肉制品两大类，速冻鱼糜制品增速已经减弱，而速冻肉制品规模逐渐扩大，由 2013 年的 80 亿元上涨至 2019 年的 310 亿元，CAGR 为 25%，进入高增长模式。

图表 41：速冻肉制品增速反超速冻鱼糜制品



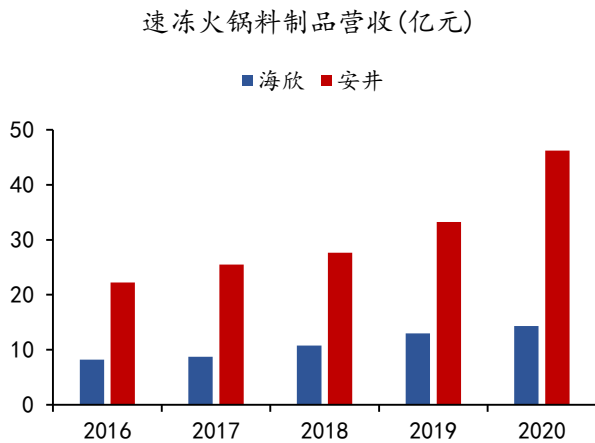
来源：中国产业信息网，国联证券研究所

随着火锅餐饮业态不断走向全国连锁化，拥有规模和渠道优势的供应商市占率将逐步提升。安井食品主攻 B 端餐饮渠道，在产品品控和渠道供应链的竞争优势显现，行业龙头姿势初现，且在速冻火锅料行业中占比最大。对比占比第二的海欣食品，其营收规模远超海欣，2020 年营收高达 46.23 亿元，同比增长 39%。在规模效应的影响下，安井更具备议价能力和成本优势。另外，安井不断围绕火锅类场景推出新品，2018 年推出啵啵肠、丸之尊系列，2019 年底着手研发并推出锁鲜装系列产品，在 2020 年逐步铺设锁鲜装产品推广，进军 C 端高端产品条线，目前渠道铺设率仅个位数，但对全年毛利率的提升贡献了主要力量，预计未来随着渠道铺设率的提升，安井毛利率水平会有较大的飞跃。





图表 42：安井速冻火锅料制品行业龙头态势显现



来源：iFind，国联证券研究所

图表 43：安井“锁鲜装”定位 C 端高端产品



来源：天猫，国联证券研究所

随着行业集中度逐渐提升，消费升级趋势加持下，速冻火锅料行业的成长空间与渠道发展新机遇：1) 中高端产品空间市场尚待开发。一方面，家庭小型化趋势下家庭端消费对产品品质要求不同以往，另一方面，餐饮端市场精细化发展也打开了中高端产品需求。2) 中小企业需结合企业特征优势对渠道精准定位，打造差异化竞争路径。目前火锅料市场渠道分化趋势明显，直播电商、社区团购等新兴模式成为大品牌构筑起渠道壁垒的一大突破口，能否把握新零售风口成为中小企业突围的重中之重。除此之外，中小企业难以在传统主流火锅料产品价格与营销方面与大企业形成正面竞争，借力差异化竞争战略打造品牌知名度与影响力。

### 4.3. 速冻预制菜肴制品站上起跑线，巨大蓝海市场空间待开发

对标海外，我国预制菜市场刚刚起步，多因素共振下行业发展可期。预制菜指仅需经过简单加热、调拌加工即可享用的菜肴制品，具体包括速冻调理肉、盖饭、焖面、冷冻披萨等。在美国、日本等发达国家该行业已发展成熟，而我国速冻预制菜品市场在上世纪九十年代后期随着净菜市场发展演变而来。在居民生活水平提高、烹饪便捷性需求提升、餐饮连锁化趋势下食材标准化进程加速等多因素共振下国内预制菜行业开启迅猛发展态势，越来越多的品牌意识到速冻预制菜行业的巨大机遇，并积极布局细分赛道。

蓝海市场竞争格局极其分散，行业探索期品牌纷纷抢占预制菜这块“蛋糕”。B 端市场代表企业厦门绿进、千味央厨等以渠道和大单品为核心竞争力覆盖终端门店，为酒店、宴会、团餐、连锁餐饮等企业提供定制化服务。C 端市场代表企业味知香、信良记、大希地以场景类消费爆款大单品打入市场。其中味知香深耕预制菜十二年，成为我国预制菜市场标杆。安井食品也建立“冻品先生”子品牌打通预制菜 C 端市场。



图表 44：预制菜四大种类

种类	消费客群	产品形态
即食食品	主要 C 端市场	开袋即食，如即时泡脚凤爪、鸡腿、火腿肠和罐头等
即热食品	B、C 两端	加热即食，如梅干菜扣肉，宫保鸡丁等
即烹食品	B、C 两端	熟料加热调味，如香酥肉、椒盐排骨等
即配食品	B、C 两端	生料加热调味，如银鳕鱼，火锅配菜等

来源：公开资料整理，国联证券研究所

速冻预制菜品 BC 两端加速渗透，目前我国两种通路之比为 4:1，速冻预制菜品餐饮端渗透率较高。企业建设中央厨房模式，助力 B 端企业降本增收，目前推广以一线大城市为主。从成本方面来说，中央厨房提供从食材集中采购到统一物流配送一体化供应链服务，能够较大程度的控制餐饮企业原材料采购、人工、租金等成本，达到真正缓解“三座大山”的效用。从增收方面来说，利润取决于客流量和单价两大方面。预制菜肴能够从线上线下吸引更多的客流量，在保证相同的菜品品质下，消费者复购从而形成良性循环，增加菜品丰富程度，为 B 端企业赋能。

图表 45：中央厨房预制菜赋能 B 端——降本



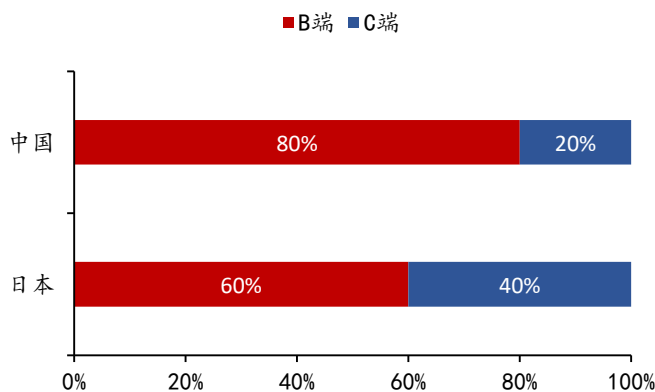
来源：公开资料整理，国联证券研究所

图表 46：中央厨房预制菜赋能 B 端——增收



来源：公开资料整理，国联证券研究所

图表 47：相比日本，我国预制菜 B 端渗透率更高



来源：Wind，国联证券研究所

C 端渗透率提升空间较大，相比于其他速冻食品来说，具有美观、便捷和配送便利等优势。预制菜一般包装精美，排列整齐，符合年轻一代对食物包装的审美，更易获得青睐。一份预制菜包装内将成品所需所有食物原材料、酱料等按照比例、口味配



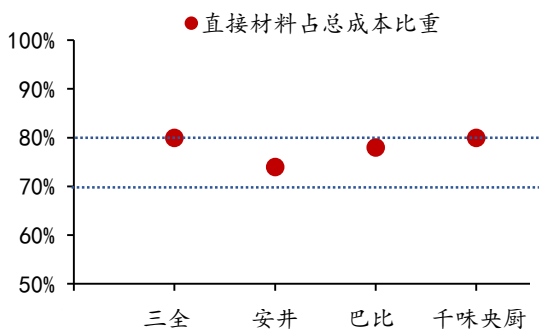
比准备，充分满足都市人群对于高效率、简易化烹饪的需求。除了到店购买外，预制菜能够通过各类平台向客户、商家进行物流配送。从盈利角度而言，预制菜以整盒包装的形式更易提高单价，打开企业利润空间。

**速冻预制菜市场未来发展过程中挑战与机遇并存。**想要在庞大市场中分一杯羹，需要在前期产品研发、设备采购、渠道建设、供应链管理等多方面加大投入，尤其对供应链效率依赖远超其他细分市场，待形成完善经营体系后再参与到行业竞争时可避免被淘汰。但只要把握住行业发展趋势，预制菜市场空间不可估量。预制菜生产企业由于多采用经销商模式，上下游差价不断拉大，缩短销售环节或将大幅提升毛利率水平。同时新品种的推出需配合渠道进行市场快速推广，先发优势便可决定细分品类市场份额占有率。

#### 4.4. 透过竞争格局看速冻企业核心竞争力，龙头企业强者恒强

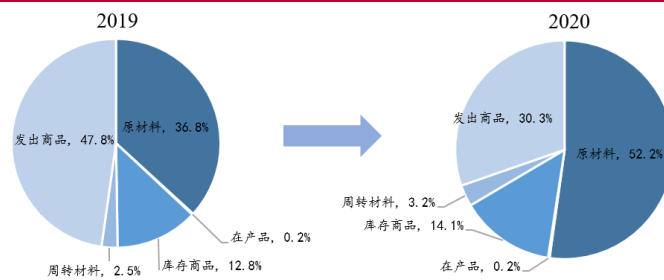
速冻行业属于重资产行业，速冻企业具有低利润率、高杠杆率、低周转率的财务特点，规模效应下龙头企业有较高的议价能力，实现成本有效管控。区别于下游餐饮企业，速冻企业处于产业链中游，对于上游原材料价格波动较为敏感。选取主要头部企业数据对比，直接材料占总成本比重均处于 80% 左右水平。基于此特征，一般企业选择在原材料相对低价期囤货以对冲价格波动影响，例如 2020 年非洲猪瘟影响，企业大多加大原材料备货规模。安井食品在原材料成本管控方面较为严格，原材料占库存容量比重达到 35% 左右，高于三全食品 25% 的水平。三全应付账款周转率维持在 3-4 次中间，安井周转率也处于行业低区间内，龙头企业对上游原材料供应商有较强的压款能力，对应议价能力强于中小企业。

图表 48: 原材料成本比重在 70%-80% 区间



来源：公司公告，国联证券研究所

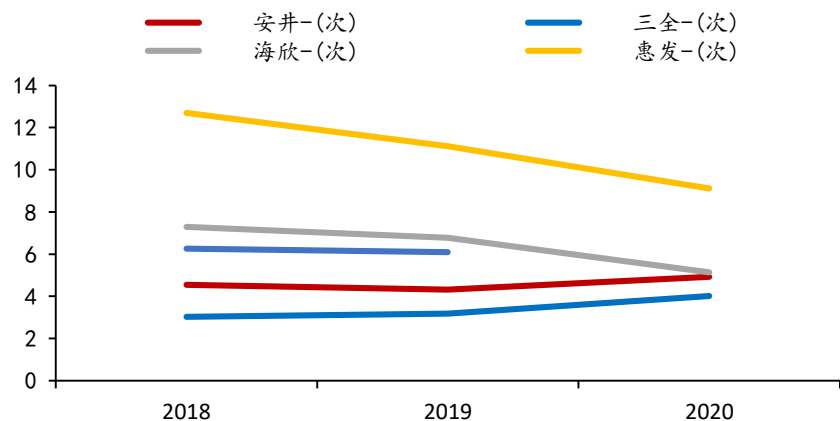
图表 49: 安井食品在 2020 年加大原材料存货比例



来源：公司公告，国联证券研究所



图表 50：三全应付账款周转率处于行业较低水平



来源：iFind，国联证券研究所

龙头企业采取高效营销模式，增加渠道辐射区域，率先开启渠道下沉，先发优势下行业集中度将不断提升。目前三全和安井实行“销-地-产”营销模策略，将中央工厂在主要销售地或食材产地进行布局建设，尽可能缩短工厂到终端的物流成本与运输时间，有利于开拓全国市场空间，且渠道布局深入下沉市场，未来将触达地级、县级市，为企业赢得更广阔的市场空间。

速冻企业发展方向朝着上下游一体化靠拢，各个流通环节逐个攻破，头部企业早先一部涉足餐饮供应链系统建设布局，自下而上直接贴合下游需求，提供定制化产品服务，结合优质供应链基础，打造全方位品牌服务。巴比食品通过自建供应链系统，采取全国品牌加盟模式，解决从原材料采购到门店配送物流痛点，为“第一包子股”奠定了品牌发展基础。

除了建设贴合品牌独特需求的供应链外，蜀海供应链客户服务面积广，更好的解决大部分餐饮企业与原材料供应商、物流服务商匹配缺失的问题，减少流通环节和渠道打通的时耗与资金占用。蜀海供应链由海底捞孕育，集销售、研发、采购、生产、品保、仓储、运输、信息、金融服务为一体，通过中央厨房模式对食材进行预加工后输出给下游餐饮企业。蜀海依据自身规模优势，在代理采购方面获得更低的采购成本，再以自建或 OEM 代加工模式产出半成品或成品菜肴，并且提供 D+0.5、D+1、D+2 等多种物流配送方案，最终流转至合作客户。

图表 51：餐饮供应链主要玩家



来源：中物联冷链委，国联证券研究所

图表 52：蜀海供应链优质客户



来源：公司官网，国联证券研究所



千味央厨坚持“定制研发+创新单品”模式，成为餐饮供应链领军企业。千味央厨瞄准了速冻米面餐饮市场蓝海空间，一方面通过与餐饮客户深度绑定合作，建立“模拟餐厅后厨”研发实验室，主要以定制研发为客户提供定制化速冻产品，叠加直营模式建立深厚的渠道护城河。另一方面提供通用产品主要通过经销商供应中小餐饮企业，迅速规模化扩大品牌辐射面。

**图表 53：千味央厨主要经营模式**

	定制品	通用品
主要销售方式	直营	经销
销售占比	33%	67%
主要服务/合作客户	知名度较高的连锁餐饮：百胜中国、华莱士、真功夫、九毛九、海底捞等	符合标准、具有资质的经销商
服务/合作内容	菜单设计、产品开发、干线物流运输、产品销售、技术支持等	买断式销售合同、“先款后货”结算
生产方式	全部自产	大多自产，少量委托加工

来源：千味央厨招股说明书申报稿，国联证券研究所

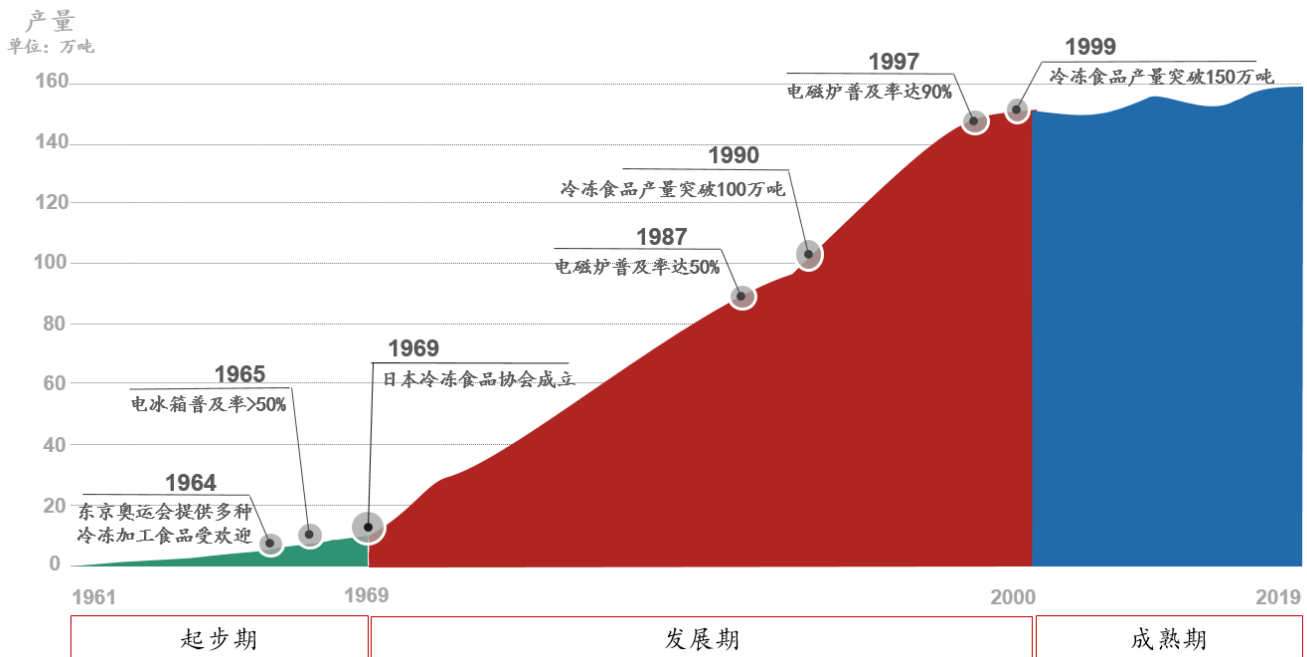
## 5. 他山之石：翻开日本速冻启示录，我国速冻行业前景广阔

相较于欧美等其它发达国家来说，日本的饮食结构和文化更接近中国，因此深入研究日本冷冻行业发展历程能够更贴切的与中国速冻行业形成比对。

速冻食品渗透率的提升与经济结构、城镇化率、家电普及率、人口结构转型息息相关。日本速冻食品诞生于 1920 年，但直到 1964 年东京奥运会食堂使用速冻食品加工烹饪后酒店和餐饮企业才逐渐开始采购速冻食品，B 端市场被迅速打开，使得行业进入快速发展时期。1965 年，日本电冰箱普及率超 50%，速冻食品进入千家万户成为餐桌上的美食。1990 年，日本冷冻食品产量突破 100 万吨大关，期间日本经济高速发展，城镇化率也逐渐提高至 75% 以上。但在 1999 年日本签订“广场协议”后，经济泡沫危机让日本经济陷入停滞，城镇化率也基本维持稳定，冷冻食品生产总量快速增长的势头被拉住，日本速冻行业进入成熟阶段。



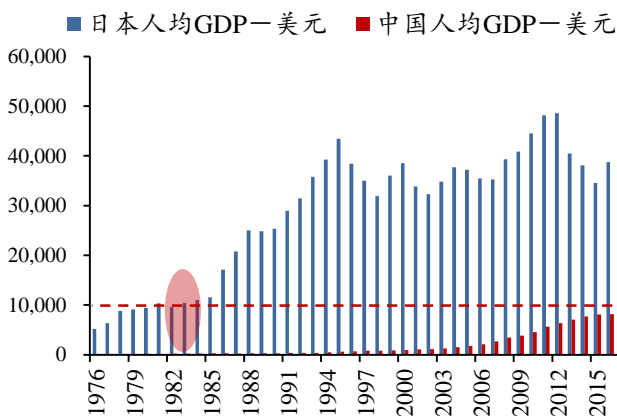
图表 54：日本速冻行业发展阶段



来源：日本冷冻食品协会，国联证券研究所

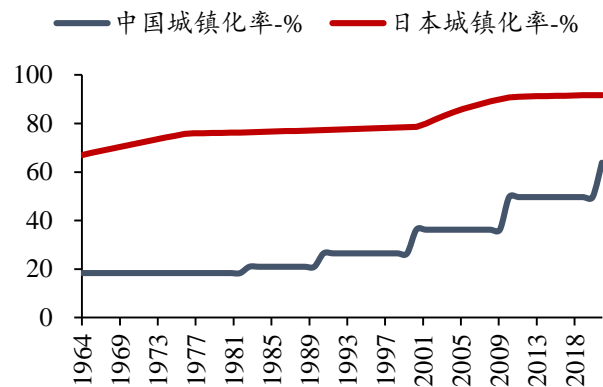
我国速冻食品行业发展背景近似日本 80 年代。看总量：我国人均 GDP 突破 1 万美元，然而横向推演看，日本早在 1983 年就达到同等水平。日本城镇化进程在 1980 年后结束快速增长态势，维持在 76% 水平，我国城镇化进程起步较低，历经七十多年在 2020 年达到 63%，而在下一个五年计划中目标将达到 65%，而后城市化进程将有所趋缓，但整体上升的趋势不变。据中国社科院发布的《城市蓝皮书：中国城市发展报告 No.12》，预计我国 2050 年城镇化率能够接近 80% 的水平。巨大的城市化空间将会不断催生餐饮便利化需求。

图表 55：中国人均 GDP 相当于日本 80 年代水平



来源：iFind，国联证券研究所

图表 56：中国与日本城镇化率对比



来源：iFind，国联证券研究所

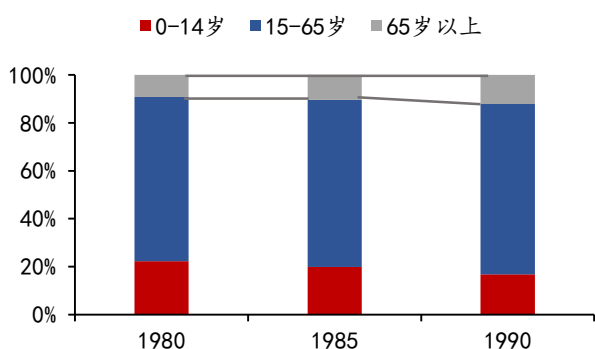
看结构：1) 老龄化。我国老龄化进程已踩下油门，2010-2020 十年间 65 岁以上人群占比从 9% 上涨至 14%，日本在 1980-1990 年间 65 岁以上占比也从 9% 上升至 12%，中国已步入老龄化社会。2) 家庭小型化。2020 年根据人口抽查数据来看，我



国一人户占比为 18%，日本 1980 年一人户占比达 20%，我国一、二人户家庭规模不断升高。**3) 结婚率下降。**我国单身群体不断壮大，2010-2020 年间我国结婚率下降 1.6%，而在 80-90 年代日本结婚率也处于下降空间，整体下降 0.8%，而这一数字仍将处于下滑区间。**4) 女性劳动比例高。**1975 年后日本女性参与社会劳动比例呈现出明显上升趋势，而中国女性劳动参与率一开始便处于 70%以上的高位，在近十年间虽有下降趋势，但整体比重仍高于 60%。

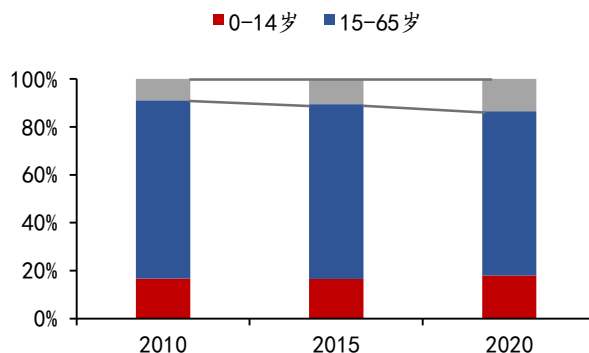
在以上发展背景下，日本 80 年代消费特征与我国有异曲同工之妙。在二战后日本迅速经济重启，年轻一代激发了个性化消费需求，结婚率下降、单身人口增加，消费意愿得到强化，同时对餐饮便利化需求也开始凸显。

图表 57：日本 1980-1990 年间人口比重变化



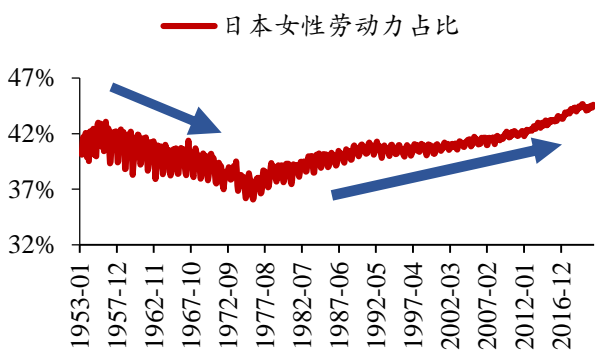
来源：iFind，国联证券研究所

图表 58：中国 2010-2020 年间人口比重变化



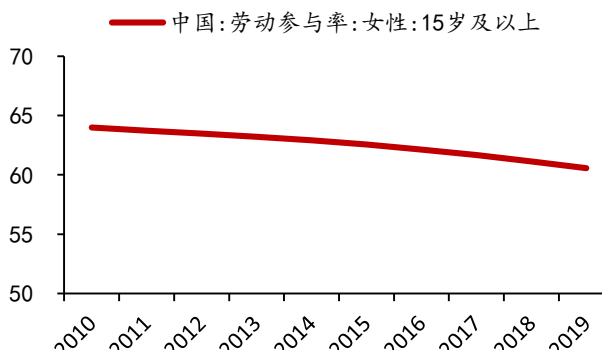
来源：iFind，国联证券研究所

图表 59：1975 年后日本女性劳动者占比不断升高



来源：iFind，国联证券研究所

图表 60：我国女性参与率仍在 60% 以上



来源：世界银行，国联证券研究所

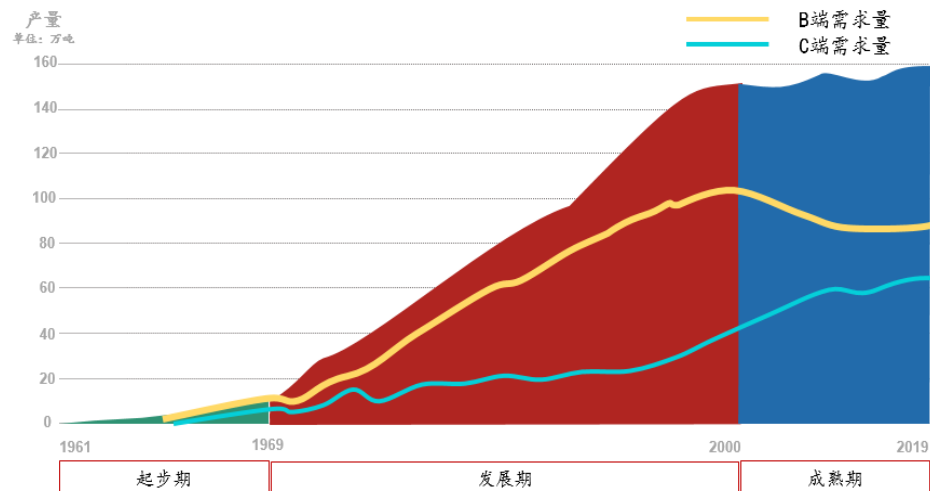
复盘日本 80 年代后日本速冻行业变迁史，B 端市场持续性开发+快餐业提供源动力+行业集中度提升+产品结构多元化研发，共筑日本成熟高增长的速冻行业，成就了超百亿龙头企业雄霸一方。

日本速冻行业在 B 端市场起步，C 端市场后发制人。日本速冻产品首先在 2B 端打入餐饮市场，企业以服务酒店、食堂、学校等餐饮场景为主。在 B 端市场开拓的过程中，餐饮市场食材标准化进程加快步伐，在 70-90 年代经历快速增长后 B 端市场增长迎来转折点，市场份额逐年收缩，最终于 2010 年左右餐饮端市场总额暂停下降趋势并稳定发展。在 B 端发展过程中发现餐饮端行业从起步到快速发展直至成熟的



变化趋势与速冻食品整体行业发展趋势与关键时间点基本吻合。再看 C 端市场在 1990 年左右 B 端发展滞缓后，家庭端消费需求逐渐被挖掘，成为行业新的长期增长点，但 C 端的持续扩容并未深刻影响速冻行业发展周期，日本速冻行业在 2000 年左右增长乏力，最终步入成熟期。换言之，B 端市场需求量对行业总量起到决定性作用。

图表 61：B 端市场扩容成就行业高增长



来源：日本冷松食品协会，国联证券研究所

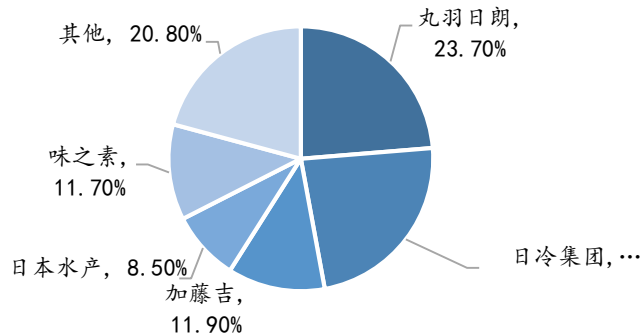
日本快餐业迅速发展从根本上支撑起速冻行业规模化发展。日本快餐业主要包括日式快餐、中式快餐和西式快餐，占据了日本餐饮业主要市场份额。与我国餐饮市场逻辑一致，日本快餐店由于劳动力成本和租金成本上涨，为了有效降低生产成本支出，日本速冻企业便是把握住了良机，迅速将能够规模化生产的速冻产品在餐饮端推广铺开，可以说快餐业提供的广阔市场为速冻食品发展提供了温床。

日本速冻行业集中度较高，行业格局呈现出垄断竞争，CR5 达到 70% 以上。日本速冻企业发展先是着力于产品销售全国化铺开，而后便开始产业链上下游一体化、业务产品横向研发创新方向发展。在 90 年代后期 2B 市场停滞发展后，具有牢固渠道优势的 B 端企业在市场份额缩小的过程中逐渐提升了品牌市占率。另外一些能够抓住 C 端新需求的企业也在行业洗牌中壮大发展，市场集中度不断提升，目前龙头企业市场份额以趋于稳定，前 5 大企业日冷集团(Nichirei)、丸羽日朗(MaruhaNichiro)、加藤吉(Table Mark)、日本水产(Nissui)和味之素(Ajinomoto)CR5 高达 79%。





图表 62：16 年日本速冻行业集中度高且稳定

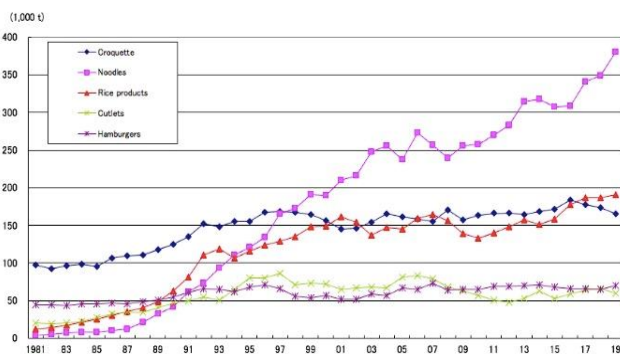


来源：日冷集团，国联证券研究所

龙头企业依靠产品与渠道构筑品牌护城河，其中产品多元化发展是行业持续扩容的关键。日本速冻企业充分了解市场需求，并针对性的研发推出符合消费者心理的速冻产品。从速冻蔬果、面点、甜品到各国速冻料理菜肴制品，日本速冻企业真正实现了万物皆可“冻”的开发理念。除菜品多样性外，日本厂商更是在“速”食上面做足了功夫，例如不用加水只需加热便可食用的速冻拉面，自带容器的速冻炒饭免去洗碗痛苦等等。为了满足如此多元化产品发力，日本速冻食品品牌技术也是全球领先，普通“锁鲜”成长空间已尽，“质子冻结”、“CAS 细胞存活”等新科技开发使产品更加新鲜，执念造就品牌新溢价。

另眼看速冻米面食品，增长空间未必已尽。通过查找到的数据可以看出，无论是速冻食品销售排行榜还是产量情况，都可以看出面食等主食类产品在日本仍是最受欢迎的品类，近十年销售量排名前五基本被速冻主食所霸占，而面食作为日本食用量最大的品种期产量每年仍以高速增加。是以即便是早已成熟的速冻米面市场仍潜力无穷。

图表 63：日本面食类生产量逐年上涨



来源：日本冷冻协会

图表 64：日本速冻食品销售排行榜前五均为主食

2020 年			
品类	生产量 (吨)	同比	销售排名
乌冬面	199,864	12.9%	1
炸丸子	181,500	10.4%	2
炒饭	99,523	6.4%	3
饺子	89,650	5.8%	4
意大利面	65,869	4.2%	5

来源：日本冷冻协会，国联证券研究所

综上所述，80 年代后期日本与中国有着相似的行业背景与消费特征，具有可借鉴意义。参考日本发展路径，我国速冻行业 B 端渗透率仍是行业发展扩容的关键因素。我国目前 B 端渗透率偏低，行业空间增长前景十分可期，超级龙头企业或就此诞生。



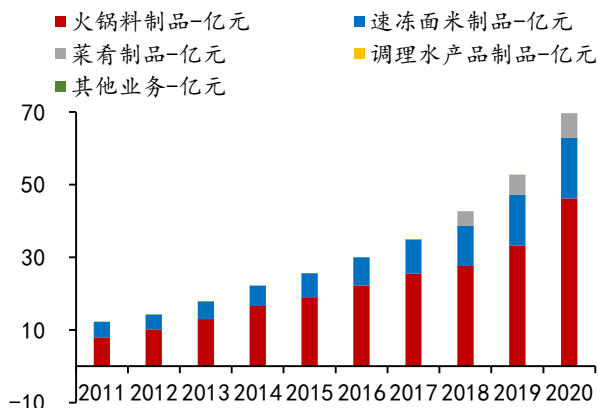
## 6. 投资建议

速冻行业正处在行业高速发展期，三大细分市场竞争格局较为分散，行业集中度有待提升。根据行业所处赛道特征与日本发展历程的借鉴，我们认为具有规模化渠道、产品研发能力、供应链管理等优势的头部企业更具有竞争力。重点推荐 B 端火锅料制品龙头安井食品，具备供应链基础的 C 端早餐龙头巴比食品，深耕零售端米面市场的三全食品，开拓预制菜蓝海市场的味知香，以及细分赛道冷冻烘焙龙头立高食品，同时可以关注速冻食品与餐饮双轮驱动的老字号广州酒家，强者恒强的逻辑不断兑现。

### 6.1. 安井食品：BC 双轮驱动，渠道优势显著

福建安井食品股份有限公司成立于 2001 年，于 2017 年 2 月 22 日在上海证券交易所主板挂牌上市，主要从事速冻食品的研发、生产和销售，主营业务包括速冻火锅料制品、速冻米面制品和速冻菜肴制品。20 年实现营业收入 69.65 亿元，同比增长 32.25%；归属于上市公司股东的净利润 6.04 亿元，同比增长 61.73%。安井食品在速冻火锅料制品行业占据龙头地位，同时在速冻米面市场上进行差异化竞争，主要产品为红糖发糕、手抓饼等发面类速冻食品。近年来，公司着力于发展半成品菜，2018 年推出“菜肴制品”品类，成立“冻品先生”，专门定位 B 端市场，在预制菜行业布局上发展新业务条线。

图表 65：安井主营业务收入占比



来源：公司公告，国联证券研究所

公司目前拥有 300 多个速冻食品品类，无论是在零售端还是餐饮端都拥有较高的渗透率。公司 2020 年产能利用率为 104.75%，始终维持在高位，产能供不应求，在 2020 年年报中披露新一批产能投放计划即将投产，产能将进一步释放。

整体来看，公司具有产品前瞻性、渠道赋能、“销地产”高效模式和人才激励四大优势。公司善于对市场信息进行敏锐捕捉，并快速有针对性的推出畅销单品。公司大单品实现营业收入约占公司总营业收入的 37%，持续改进、不断创新的研发和推广思路使得安井迅速从速冻食品企业竞争中脱颖而出。公司渠道优势显著。安井注重营销渠道建设，截止 2020 年末，公司经销商数量达 1033 家，2020 年电商渠道收入同比高增 188%，进一步提高 C 端渠道的战略地位。“销地产”模式使得产品生产到



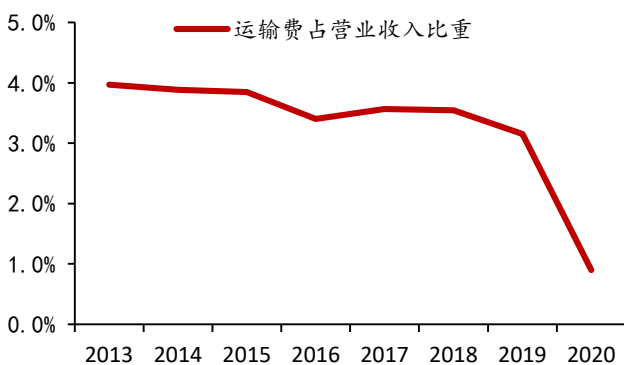
销售所消耗的时间和费用产生逐年下降。目前安井已完成全国化布局,形成了以华东为中心的营销网络,抢占下沉市场空间。充分利用股权激励方案充分调动员工积极性。董事长刘鸣鸣和总经理张清苗分别为公司第二和第三大股东,持股比例 7.9%和 4.3%,管理层持股比例高,增强团队稳定性。股权激励对中层及骨干倾斜力度较大,以绑定和留住企业内优秀人才,避免人员流动所造成的损失。

图表 66: 安井全国化工厂与营销网络布局



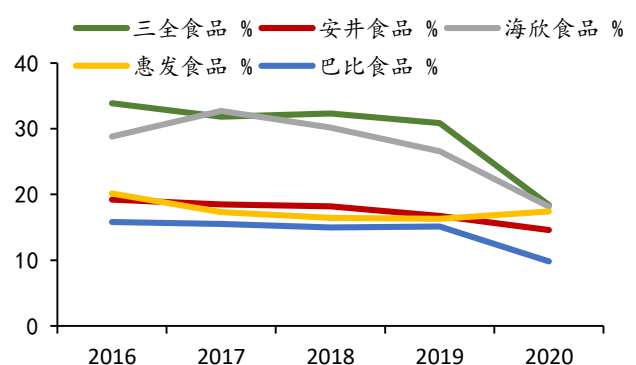
来源: 闽商网, 国联证券研究所

图表 67: 安井运费占收入比重不断降低



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 68: 安井销售费用率处于低位



来源: Wind, 国联证券研究所

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 89.78/112.00/137.24 亿元; 归母净利润分别为 8.60/10.80/13.37 亿元; 对应 EPS 分别为 3.52/4.42/5.47 元; 对应当前股价的 PE 为 47/37/30 倍。安井食品作为速冻火锅料龙头企业, 凭借具有规模化的渠道优势, 市占率将进一步提升。根据可比公司估值, 速冻食品行业公司行业平均 PE 为



37X，平均 PEG 为 1.85X；对比食品饮料行业中主营餐饮端的龙头企业金龙鱼与海天味业，行业平均 PE 为 57X，平均 PEG 为 3.00X。安井食品 21 年 PEG 指标低于行业平均水平，考虑到公司未来三年净利仍将保持高速发展，给予公司 21 年 2xPEG，对应目标价 213.66 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；新建产能投放不及预期风险；食品安全风险；锁鲜装渠道铺设率不及预期风险等。

**图表 69：安井食品可比公司对比表**

股票简称	股票代码	当前股价	未来三年净利复合增速	21 年预测 PE	21 年预测 PEG
安井食品	603345.SH	165.50	30.35%	47.05	1.55

**速冻食品可比公司：**

巴比食品	605338.SH	35.31	27.07%	26.14	0.97
三全食品	002216.SZ	15.40	5.62%	19.32	3.44
味知香	605089.SH	63.78	25.92%	40.31	1.56
立高食品	300973.SZ	128.16	36.98%	67.67	1.83
海欣食品	002702.SZ	5.18	21.27%	31.39	1.48
行业平均				<b>36.97</b>	<b>1.85</b>

**食品饮料可比公司：**

金龙鱼	300999.SZ	71.09	20.35%	49.96	2.46
海天味业	603288.SH	114.79	18.07%	64.09	3.55
行业平均				<b>57.03</b>	<b>3.00</b>

来源：Wind，国联证券研究所 注：收盘价为 8 月 6 日收盘价；除安井食品、巴比食品、三全食品、味知香、立高食品外其余公司未来三年净利复合增速及 21 年 PE 预测值为 Wind 一致预期。

**图表 70：安井食品财务数据简表**

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5266.66	6965.11	8977.73	11200.44	13723.92
增长率	23.66%	32.25%	28.90%	24.76%	22.53%
EBITDA（百万元）	640.83	966.07	1381.04	1691.62	2050.72
净利润（百万元）	373.34	603.80	859.71	1080.15	1337.30
增长率	38.14%	61.73%	42.38%	25.64%	23.81%
EPS（元/股）	1.53	2.47	3.52	4.42	5.47
市盈率（P/E）	108.35	67.00	47.05	37.45	30.25
市净率（P/B）	14.74	10.98	9.45	8.04	6.79
EV/EBITDA	60.52	40.25	28.63	23.22	18.98



来源：Wind，国联证券研究所预测，股价取 8 月 6 日收盘价 165.50 元

## 6.2. 巴比食品：因地制宜打造安心食品，夯实早餐龙头地位

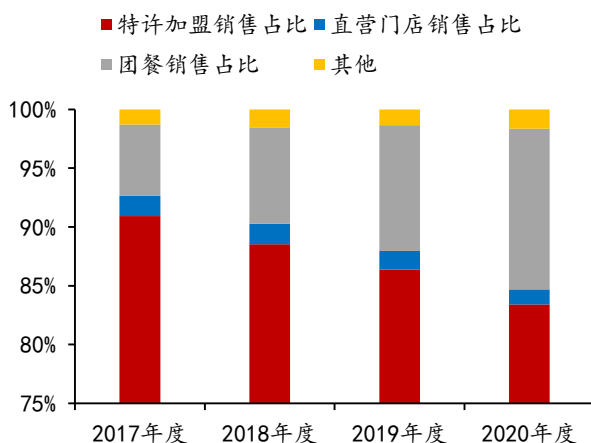
从 2003 年将“刘师傅大包”更名为“巴比馒头”，到 2005 年开启早餐连锁加盟，再到 2020 年上市成为“包子第一股”，巴比食品开创了传统中式面点规模化的特殊路径，并且快速切入速冻食品赛道，凭借短保、锁鲜、年轻化等品牌特性在速冻食品行业中迅速站稳脚跟。截至 2020 年 12 月末，巴比馒头已在华北、华东、华南主要城市开出 17 家直营店、3089 家加盟门店，确立了“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的中式面点速冻食品经营模式。2020 年实现营收 9.75 亿元，归母净利润 1.75 亿元，同比增长 13.4%。

巴比食品投入重金在上海建成透明中式面点生产中心、高效物流中心，形成较为成熟、可复制的品牌连锁管理体系和中式面点工业化生产管理体系，通过可视化全天候生产流程监控与严格的营运操作标准，让消费者“吃得放心”。

巴比食品凭借冷冻面团技术和“中央厨房+加盟店”的经营模式，迅速成为中式“标准化”早餐连锁品牌龙头企业。截止 2020 年年末，公司有 3089 家加盟店。根据英敏特数据，2020 年我国早餐外食市场规模达到 7990 亿元，预计未来五年 CAGR 为 6.4%，早餐外食行业集中度极为分散，通常以小区街边门店作坊经营为主，因此巴比食品有望在该赛道迅速占据市场地位，利用经营模式的优势形成规模化发展。

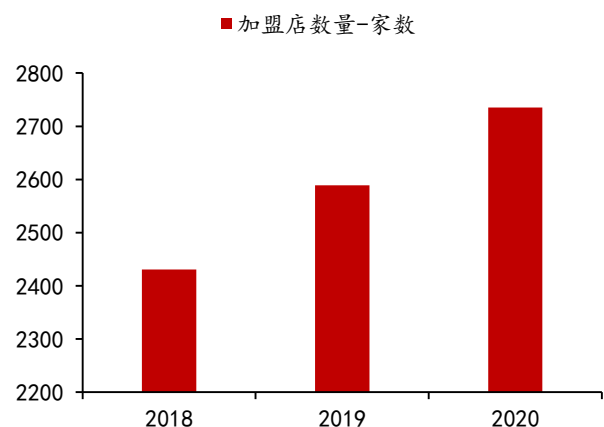
基于创新力度和消费升级需求，巴比食品也在打造细分领域大单品。据了解，巴比食品新推出的速冻锁鲜短保产品包括水饺、煎饺、包子等品类，无需解冻，消费者买回家蒸、煮、煎均可，“一人食”的包装与口味也更加迎合 90 后、00 后消费者的诉求。其中，螺蛳粉水饺的产品调性高度契合当下的网红经济。

图表 71：巴比食品以品牌加盟销售为主



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 72：巴比食品门店数量逐渐增长



来源：公司公告，国联证券研究所

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 12.77/15.44/18.33 亿元；归母净利润分别为 3.35/2.92/3.60 亿元；对应 EPS 分别为 1.35/1.18/1.45 元；对应当前股价的 PE 为 26/30/24 倍。巴比食品牢牢抓住国内早餐市场，以先进的中央厨房模式、相对完善的



供应链配送为竞争力，预计公司未来会有较快发展。根据可比公司估值，速冻食品行业平均 PE 为 41X，平均 PEG 为 1.97X。考虑到巴比食品作为速冻米面市场细分行业龙头，拥有供应链管理优势，食品饮料行业中选取同为开店模式且不断推进自身供应链管理的龙头企业绝味食品，公司 21 年预测 PE 为 43X，PEG 为 1.35X。考虑到公司 21 年因公允价值变动幅度较大导致 PE 估值明显低于行业平均水平，因此给予公司 21 年 42xPE，对应目标价 56.70 元，给予“买入”评级。

风险提示:加盟店扩张不及预期;锁鲜装产品推广放量不及预期;食品安全风险;行业竞争加剧;产能扩张不及预期等风险。

**图表 73: 巴比食品可比公司估值表**

股票简称	股票代码	当前股价	未来三年净利复合增速	21 年预测 PE	21 年预测 PEG
巴比食品	605338.SH	35.31	27.07%	26.14	0.97
<b>速冻食品可比公司:</b>					
安井食品	603345.SH	165.50	30.35%	47.05	1.55
三全食品	002216.SZ	15.40	5.62%	19.32	3.44
味知香	605089.SH	63.78	25.92%	40.31	1.56
立高食品	300973.SZ	128.16	36.98%	67.67	1.83
海欣食品	002702.SZ	5.18	21.27%	31.39	1.48
行业平均				<b>41.15</b>	<b>1.97</b>
<b>食品饮料可比公司:</b>					
绝味食品	603517.SH	70.64	31.73%	42.95	1.35

来源: Wind, 国联证券研究所 注: 收盘价为 8 月 6 日收盘价; 除安井食品、巴比食品、三全食品、味知香、立高食品外其余公司未来三年净利复合增速及 21 年 PE 预测值为 Wind 一致预期。

**图表 74: 巴比食品财务数据简报**

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1063.97	975.09	1276.67	1543.74	1832.71
增长率	7.45%	-8.35%	30.93%	20.92%	18.72%
EBITDA (百万元)	217.34	237.46	472.09	427.95	527.80
净利润 (百万元)	154.72	175.47	335.03	291.75	360.01
增长率	7.93%	13.41%	90.94%	-12.92%	23.40%
EPS (元/股)	0.62	0.71	1.35	1.18	1.45
市盈率 (P/E)	56.60	49.91	26.14	30.01	24.32
市净率 (P/B)	12.25	5.36	4.62	4.13	3.65
EV/EBITDA	28.12	30.97	15.33	16.42	12.74

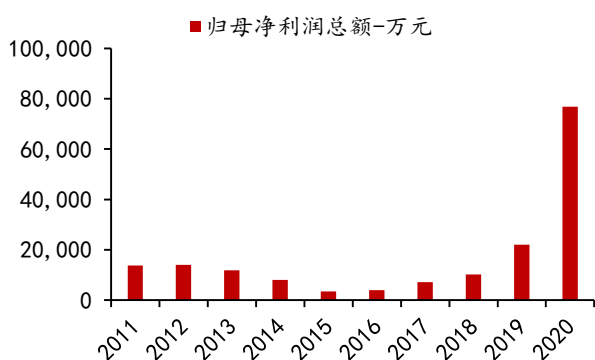


来源：Wind，国联证券研究所预测，股价取 8 月 6 日收盘价 35.31 元

### 6.3.三全食品：速冻米面行业佼佼者，零售之王打造全新版图

三全食品在 1993 年于河南郑州成立，于 2008 年在深交所挂牌上市。主要产品是以速冻水饺、汤圆等面米为主的中式速冻及常温食品。三全是我国最早将速冻汤圆和速冻水饺进行规模化生产的企业，在速冻米面制品行业深耕十余年，并于 2013 年收购龙凤食品，进一步巩固行业龙头地位，市场占有率高达 28%。三全食品 2020 年营业收入 69.26 亿，同比增长 15.71%；归属于上市公司净利润 7.68 亿，同比增长 249%。

图表 75：2020 三全食品归母净利润实现高增



来源：Wind，国联证券研究所

图表 76：三全速冻水饺新品类繁多



来源：公司官网，国联证券研究所

公司开启新产品拓展，利用渠道优势针对性的进行产品研发，市场反馈较好。C 端通过渠道结构调整和产品优化，在传统米面产品的基础上积极推出新口味和新品种，主力公司业绩实现高增。

三全食品积极布局涮烤新赛道，省时价廉特征成为品牌新动力。三全食品主营业务主要分为四个板块，包括速冻面米制品、速冻调制食品、冷藏产品及短保类产品。2020 年速冻面米制品依旧贡献最多，总营收 43.67 亿元，同比增长近一倍，速冻调制食品营收 4.48 亿元，其中“涮烤汇”为 2020 年公司推出的新产品，主打家庭消费，产品覆盖了几乎所有家庭火锅所需原材料，大大节省了购买时间且具价格优势。

三全食品以零售渠道为主，餐饮渠道为辅。2020 年零售市场占营收比例 90.51%，餐饮渠道仅占 9.49%，是当之无愧的零售之王。公司通过集中核心消费场景，围绕备餐、涮烤、早餐三大应用场景来充分挖掘市场空间，满足不同的消费需求，推出全新产品品类进而提升公司业绩。

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 79.51/90.81/100.60 亿元；归母净利润分别为 7.01/8.17/9.05 亿元；对应 EPS 分别为 0.80/0.93/1.03 元；对应当前股价的 PE 为 19/17/15 倍。三全食品作为传统速冻米面市场三巨头之一，不断进行渠道结构优化、餐饮业务开拓，营收将维持较高增长态势。根据可比公司估值，速冻食品行业平均 PE 为 43X，平均 PEG 为 1.48X。考虑到三全出于成熟行业且以传统商超渠道为主面向零售端，选取食品饮料行业中商超渠道销售占比较高的伊利股份和涪陵榨菜，



平均 PE 为 28X，平均 PEG 为 1.56X。三全食品 21 年 PE 估值为 19X 显著低于行业平均水平，因此给予 2021 年 28 倍 PE 估值，目标价为 22.40 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；涮烤汇业务拓展铺设率不及预期；食品安全风险；餐饮端渠道扩展不及预期等风险。

图表 77：三全食品可比公司估值情况

股票简称	股票代码	当前股价	未来三年净利复合增速	21 年预测 PE	21 年预测 PEG
三全食品	002216.SZ	15.40	5.62%	19.32	3.44
<b>速冻食品可比公司：</b>					
安井食品	603345.SH	165.50	30.35%	47.05	1.55
巴比食品	605338.SH	35.31	27.07%	26.14	0.97
味知香	605089.SH	63.78	25.92%	40.31	1.56
立高食品	300973.SZ	128.16	36.98%	67.67	1.83
海欣食品	002702.SZ	5.18	21.27%	31.39	1.48
行业平均				<b>42.51</b>	<b>1.48</b>
<b>食品饮料可比公司：</b>					
伊利	600887.SH	35.40	18.01%	24.97	1.39
涪陵榨菜	002507.SZ	27.79	17.52%	30.02	1.71
行业平均				<b>27.51</b>	<b>1.56</b>

来源：Wind，国联证券研究所 注：收盘价为 8 月 6 日收盘价；除安井食品、巴比食品、三全食品、味知香、立高食品外其余公司未来三年净利复合增速及 21 年 PE 预测值为 Wind 一致预期。

图表 78：三全食品财务数据简报

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5985.72	6926.08	7950.60	9080.86	10059.93
增长率	8.06%	15.71%	14.79%	14.22%	10.78%
EBITDA（百万元）	376.63	1104.69	1036.44	1193.08	1320.23
净利润（百万元）	220.02	767.90	700.79	816.53	904.86
增长率	115.91%	249.01%	-8.74%	16.52%	10.82%
EPS（元/股）	0.25	0.87	0.80	0.93	1.03
市盈率（P/E）	61.54	17.63	19.32	16.58	14.96
市净率（P/B）	6.07	4.52	3.93	3.41	2.98
EV/EBITDA	31.88	10.05	10.35	8.48	7.14

来源：Wind，国联证券研究所预测，股价取 8 月 6 日收盘价 15.40 元





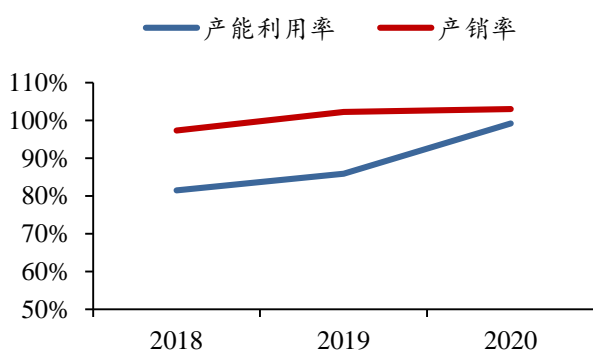
#### 6.4. 味知香：预制菜市场领头羊，BC 渠道双发力

味知香成立于 2008 年，专注于半成品菜研发、生产和销售，建立了以“味知香”“饌玉”两大品牌为核心的产品体系，分别面向零售渠道和餐饮渠道。深耕半成品菜十二年，味知香已然成为行业领先的半成品生产企业之一。公司 2020 年营收 6.22 亿元，同比增长 14.8%，归母净利润 1.25 亿元，同比增长 44.9%，2016 年至 2020 年营收复合增速达到 21%，归母净利润复合增速达到 32%，公司整体体量规模尚待提升，但业绩增速十分亮眼。

业务结构不断优化改善，利率水平快速提升。从主营业务来看，公司主要以肉禽类和水产类为主，分别占主营业务收入 71%和 26%，肉禽类毛利率高于其他品类。在肉禽类占比不断升高的情况下毛利率水平也得到提升，净利率从 2016 年的 14.3%提高至 20.1%。

产能利用率处于高位，公司积极扩产能可提升市占率。下游需求激增，味知香也通过募集资金积极扩产，2020 年产能利用率达到 99.18%，产销率也处于较高区间，预计新建产能投产后，公司半成品菜产品产能将达到 65000 吨/年，有利于公司市占率的提升。

图表 79：味知香产能利用率始终处于高位



来源：iFind，国联证券研究所

图表 80：味知香零售端主要肉禽类半成品菜品



来源：公司官网，国联证券研究所

公司经过长期发展以奠定渠道优势，形成了相对稳定、高粘性的客户群。从营销模式来看，绝大多数销售通过经销商完成，经销渠道中零售端和批发端比例约为 7:3。截至 2020 年末，公司共有 1997 家经销商，其中 2C 渠道 1608 家，包括 1117 家加盟店，2B 渠道 389 家。其中与味知香合作时间长达 5 年以上的客户比例达到近 36%

公司具有较高产品研发能力，进行多方位产品产线布局。公司研发机制完善，技术工艺不断改进升级，未来将继续开发水产海鲜类、素食净菜类产品。目前味知香已经成功推出 200 余个产品，价格定位中高端市场，根据下游需求，公司还将推出地方特色食品 and 高端火锅料食品系列，多方位加快产线布局。

预制菜市场需求旺盛，长期看好预制菜第一股味知香品牌。随着餐饮连锁化率不断升高，食材标准化进程提速，传统餐饮企业对于速冻半成品菜的需求旺盛。味知香



依托自身多年发展的渠道优势与产品服务能力，行业领头羊地位难以撼动。

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 7.71/9.60/12.03 亿元；归母净利润分别为 1.67/2.10/2.63 亿元；对应 EPS 分别为 1.58/1.98/2.50 元；对应当前股价的 PE 为 40/32/26 倍。味知香作为预制菜第一股有望发展成为该领域龙头企业，伴随着预制菜的高速发展，我们预计味知香未来行业将保持 20%以上的高增速。根据可比公司估值，速冻食品行业平均 PE 为 38X，平均 PEG 为 1.85X。考虑到味知香业务主面向零售端且具有高成长性，选取食品饮料行业中零售渠道销售占比较高且未来三年净利润复合增速超 20%的天味食品做可比公司比较。天味食品 21 年预测 PE 为 42X，PEG 为 1.59X。味知香 21 年 PEG 估值低于食品饮料行业平均水平，且作为高成长性细分行业的龙头企业可享受估值溢价，因此给予 21 年 1.9xPEG，对应目标价为 77.81 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；产能投放不及预期；食品安全风险；业务区域覆盖推广不及预期；行业竞争加剧等风险。

图表 81：味知香可比公司估值表

股票简称	股票代码	当前股价	未来三年净利复合增速	21 年预测 PE	21 年预测 PEG
味知香	605089.SH	63.78	25.92%	40.31	1.56
<b>速冻食品可比公司：</b>					
安井食品	603345.SH	165.50	30.35%	47.05	1.55
巴比食品	605338.SH	35.31	27.07%	26.14	0.97
三全食品	002216.SZ	15.40	5.62%	19.32	3.44
立高食品	300973.SZ	128.16	36.98%	67.67	1.83
海欣食品	002702.SZ	5.18	21.27%	31.39	1.48
行业平均				<b>38.31</b>	<b>1.85</b>
<b>食品饮料可比公司：</b>					
天味食品	603317.SH	24.10	26.21%	41.71	1.59

来源：Wind，国联证券研究所 注：收盘价为 8 月 6 日收盘价；除安井食品、巴比食品、三全食品、味知香、立高食品外其余公司未来三年净利复合增速及 21 年 PE 预测值为 Wind 一致预期。



图表 82: 味知香财务数据简报

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	542.42	622.47	771.21	960.01	1202.68
增长率	16.41%	14.76%	23.89%	24.48%	25.28%
EBITDA (百万元)	90.52	132.22	166.79	209.55	262.92
净利润 (百万元)	86.24	125.05	158.23	198.40	249.67
增长率	21.26%	45.00%	26.53%	25.39%	25.84%
EPS (元/股)	0.86	1.25	1.58	1.98	2.50
市盈率 (P/E)	73.95	51.00	40.31	32.15	25.55
市净率 (P/B)	23.95	16.30	11.61	8.53	6.39
EV/EBITDA	51.11	34.15	26.27	20.11	15.21

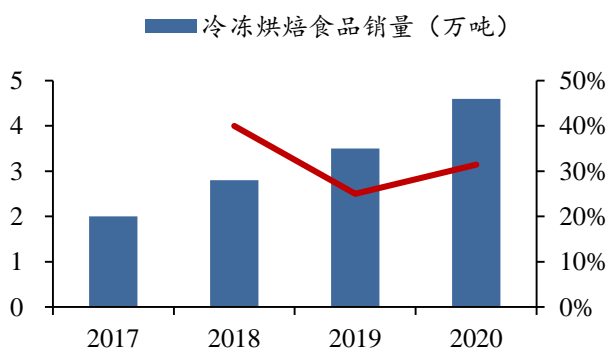
来源: Wind, 国联证券研究所预测, 股价取 8 月 6 日收盘价 63.78 元

### 6.5. 立高食品: 冷冻烘焙行业新贵, C 端市场逐渐发力

立高食品与 2000 年成立, 起初主营烘焙原料, 2014 年公司收购广州奥昆河广州昊道后逐渐向冷冻烘焙食品领域进军, 迅速以规模化生产在该细分行业占据头部地位。我国烘焙市场规模不断扩大, 2019 年烘焙食品零售额达到 2317 亿元, 而根据欧睿预测, 我国 2024 年零售额有望突破 3800 亿元, 是名副其实的高增长细分赛道。随着烘焙市场的扩大, 冷冻烘焙视频受到关注, 立高食品通过深入市场调研, 开发出符合中国客户需要的产品, 迅速占领行业半壁江山。根据 2020 年年报, 公司实现营业收入 18.10 亿元, 同比增长 14.27%; 实现净利润 2.32 亿元, 同比增长 27.95%。

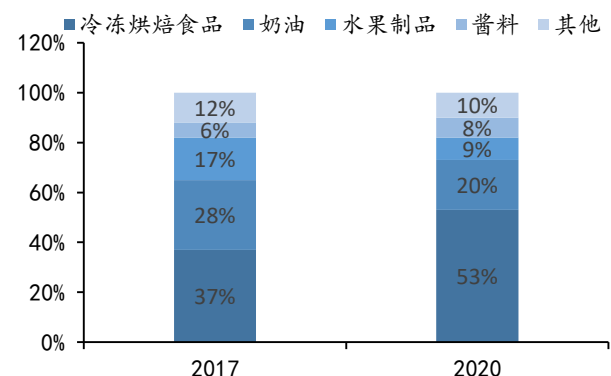
公司冷冻烘焙产品业务比重逐年升高。公司目前主要有两大类业务: 烘焙食品原料和冷冻烘焙半成品或成品。冷冻烘焙食品营收占比第一, 主要包括蛋挞皮、甜甜圈等西式糕点和蛋黄酥、老婆饼等中式糕点占总营收约 53%, 是营业收入增长的主要动力, 其业务占比从 2017 年的 37% 上升至 2020 年的 53%。

图表 83: 立高冷冻烘焙食品业务高增长



来源: iFind, 国联证券研究所

图表 84: 立高食品业务占比情况



来源: iFind, 国联证券研究所



公司以 2B 渠道为主，逐渐开发 C 端市场。公司下游客户包括烘焙门店、商超、餐饮等多重渠道，其中烘焙门店占比最大，占比近 70%，主要客户包括仟吉西饼、味多美、一鸣股份等知名烘焙连锁店。另外，零售渠道也是公司积极拓宽合作的重点，除了我们熟知的山姆会员店外，在永辉超市、华润万家、家乐福、盒马生鲜等大型商超也逐渐进行布局。

冷冻烘焙产品应用场景逐渐扩展，产品渗透率有望进一步提升。我国烘焙行业有高进入、高淘汰的特性，烘焙门店前期成本投入与人工成本占比较大，小型烘焙店经常面临资金链断裂的风险，难以形成连锁化发展，冷冻烘焙产品的引进可以大大节省经营成本，也可以对产成品形态、口味形成标准化、统一化，减少损耗率。除此之外，我国家庭烘焙场景受到疫情影响异常火爆，零售端冷冻烘焙半成品受到消费者青睐，例如立高所生产的冷冻麻薯包成为沃尔玛山姆会员店的明星产品，公司产品在 BC 两端渗透率有较大的提升空间。

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 23.81/30.71/39.18 亿元；归母净利润分别为 3.21/4.37/5.97 亿元；对应 EPS 分别为 1.89/2.58/3.52 元；对应当前股价的 PE 为 68/50/36 倍。根据可比公司估值，速冻食品行业平均 PE 为 33X，平均 PEG 为 1.80X。考虑到立高食品主营业务为冷冻烘焙食品与冷冻奶油，选取食品饮料行业中主营冷冻烘焙业务的南侨食品和主营短保烘焙类食品的桃李面包，平均 PE 为 33X，平均 PEG 为 2.05X。立高食品 21 年 PEG 为 1.83 略低于行业平均值，但作为高成长行业龙头享受估值溢价，因此给予 21 年 2.3xPEG，对应目标价为 160.75 元，给予“买入”评级。

风险提示：募集资金项目建设进展不及预期；食品安全风险；原材料价格波动风险；新品推广不及预期等风险。

图表 85：立高食品可比公司估值表

股票简称	股票代码	当前股价	未来三年净利复合增速	21 年 PE	21 年预测 PEG
立高食品	300973.SZ	128.16	36.98%	67.67	1.83
<b>速冻食品可比公司：</b>					
安井食品	603345.SH	165.50	30.35%	47.05	1.55
巴比食品	605338.SH	35.31	27.07%	26.14	0.97
三全食品	002216.SZ	15.40	5.62%	19.32	3.44
味知香	605089.SH	63.78	25.92%	40.31	1.56
海欣食品	002702.SZ	5.18	21.27%	31.39	1.48
		行业平均		<b>32.84</b>	<b>1.80</b>
<b>食品饮料可比公司：</b>					
桃李面包	603866.SH	30.14	13.04%	31.28	2.40
南侨食品	605339.SH	32.37	20.28%	34.40	1.70
		行业平均		<b>32.84</b>	<b>2.05</b>



来源：Wind，国联证券研究所 注：收盘价为8月6日收盘价；除安井食品、巴比食品、三全食品、味知香、立高食品外其余公司未来三年净利复合增速及21年PE预测值为Wind一致预期

**图表 86：立高食品财务数据简报**

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1583.73	1809.69	2380.58	3070.70	3918.06
增长率	20.58%	14.27%	31.55%	28.99%	27.60%
EBITDA（百万元）	259.15	330.23	457.73	631.12	850.93
净利润（百万元）	181.40	232.10	320.69	437.32	596.55
增长率	246.78%	27.95%	38.17%	36.37%	36.41%
EPS（元/股）	1.07	1.37	1.89	2.58	3.52
市盈率（P/E）	119.64	93.51	67.67	49.63	36.38
市净率（P/B）	46.11	33.29	25.36	19.15	14.35
EV/EBITDA	62.90	49.22	35.60	25.75	18.92

来源：Wind，国联证券研究所预测，股价取8月6日收盘价128.16元

## 6.6. 广州酒家：传统老字号焕新，餐饮+零售大有可为

中华老字号“广州酒家”始创于1935年，于2017年6月在上交所挂牌上市，主营业务包括餐饮服务与食品制造，餐饮服务方面拥有“广州酒家”、“天极品”、“星樾城”、“陶陶居”等品牌，在餐饮市场中具有较高知名度，打下良好的品牌知名度。食品制造方面拥有“利口福”、“粮丰园”等品牌，在中式点心烘焙市场占据重要地位。两大业务覆盖从广州本地向粤西、粤东、华中、华东等地区辐射，以餐饮服务打响品牌知名度以维系受众忠诚度。

公司以“食品+餐饮”双轮驱动为发展战略，业绩表现较为稳健。广州酒家主要收入来源为食品制造，占总营收比例为77%，餐饮服务为22%，受到疫情影响2020年营收增速出现明显下滑，主要系餐饮服务大面积下滑，预计2021年随着疫情影响褪去，业绩会有较大的改善。食品制造业务中月饼与速冻食品增长亮眼，月饼维持较高的毛利率水平，速冻食品占食品制造业务的比重逐年上升，业务结构正在逐步优化，减轻月饼销售的季节性影响。

总体来看，广州酒家依托现有品牌知名度与消费目标全体，在传统餐饮服务的基础上大力发展月饼与速冻食品业务，其特殊经营模式给予了该企业较好的发展机遇。



## 7. 风险提示

**原材料价格波动风险：**速冻食品企业处于行业中游，需要向上游采购大量农畜水产类食材，原材料采购成本占总成本比例较大。2020 年非洲猪瘟造成猪肉价格持续上涨，原材料价格波动将挤压企业利润。

**食品安全风险：**国家食品安全监管总局对速冻食品制造标准、运输标准等进行严监管，市场监督管理局定期对速冻食品组织抽检，一旦抽检出不合格样品对企业食品质量、品牌声誉造成不可逆影响。

**产能扩张不及预期：**速冻食品企业属于重资产行业，产能布局需跟上营销规模，超前布置会造成资金链负担过重，延后投产会掣肘产品推广。

**新产品开发失败：**消费者对多品类速冻食品的需求推动速冻企业投入资金研发新产品。但新产品开发易有几大原因导致开发失败：产品定位不明、产品定价失误、市场供应错位、产品创新超前尚未形成群众基础。

**公司经营层变动风险：**对上市公司来说，稳定的高层管理人员对公司战略布局、内部经营管理造成较大的不确定性，核心人员的流失也会对企业文化造成影响。



### 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。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司 研究所  
 上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

