

强于大市

速冻行业深度报告

把握速冻行业后疫情时代新趋势

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
海欣食品	002702.SZ	8.98	买入
广州酒家	603043.SH	34.42	买入

资料来源：万得，中银证券

以2020年10月21日当地货币收市价为标准

速冻行业进入整合后期，行业格局初步形成，后疫情时代新动力新趋势。

支撑评级的要点

- 速冻食品行业空间广阔，火锅料制品集中度低。** (1) 速冻食品行业属于终端日常消费品行业，其消费具有很强的刚性，目前行业仍处于高速发展期，我们判断2019年速冻食品市场规模超过1400亿。(2) 从全国范围看，火锅料行业龙头与大量中小企业并存，市场较为分散，主要品牌为安井、海霸王、惠发等，CR5仅有26%。速冻面米制品行业发展较为成熟，行业竞争格局清晰，集中度较高，馒头、手抓饼等发面类产品的升级趋势将带来需求增量，高端米面会有成长空间。
- 行业驱动力：疫情加快C端产品升级，B端场景扩充带来新增量。** (1) **C端：疫情改变家庭消费长期观念，追求健康、新鲜成为速冻发展新趋势。** 疫情爆发之前，国家消费内需拉动政策、单身经济、冷链物流以及外卖平台发展，都给速冻行业带来了前所未有的红利。疫情期间人们发现速冻可更好的解决在家消费便利性问题，速冻企业业绩在疫情期间大幅增长，我们判断行业内龙头企业将受益集中度提升和渠道红利释放优势，如安井食品、海欣食品、广州酒家等上市公司将受益。(2) **B端：火锅从传统餐饮迈入新零售赛道，利好上游火锅料龙头企业。** 火锅作为最受欢迎的餐饮品类，疫情期间“禁足”在家催生“火锅到家”需求，是传统火锅外卖场景的延伸，火锅食材超市业态迎风起飞。同时，盒马入局火锅赛道，主攻“一站式到家”服务，切入到家场景，对上游食材供应要求更为严格，利好龙头。
- 参照邻国日本，人均消费量可提升空间大，行业集中度提升。** (1) 我国当前与80年代日本接近，经济中高速发展，城镇化率持续提升，催生便利性需求，方便成为了年轻人新趋势。(2) 目前日本国内生产、消费量均处于高位且保持稳定，企业集中度较高，中国龙头集中度有望提升。(3) 按照日本人均消费量计算，中国速冻食品空间有望翻倍。
- 速冻企业竞争要素：规模效应+产品结构。** (1) 速冻行业低资产周转率、高经营杠杆特征适合规模扩张、成本优势领先策略。目前全国销地产发展的公司仅有安井和三全。对比安井和海欣，规模效应影响3-4pct运输费用。(2) 行业已进入整合后期，安井、海欣等龙头企业具有市场份额领先优势，丰富的产品结构可为客户带来全套解决方案。海欣食品收购百肴鲜布局速冻米面领域，增加产品协同效应。

相关研究报告

《速冻食品行业跟踪点评》20200820

《调味发酵品行业跟踪点评》20200816

《乳制品行业跟踪点评》20200802

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:食品加工

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

重点推荐

- 海欣食品：**公司产能快速增加，通过规模效应解决产能不足&品类不全两大问题，依托渠道优势复制安井食品成功故事。
- 广州酒家：**公司短期看点月饼行情走强+速冻高增长+传统产品腊味支持，长期看点餐饮塑品牌、食品制造创规模，老品牌焕发新活力。

风险提示

- 原材料成本涨幅超预期，龙头产能扩张不及预期，行业竞争加剧等。**

目录

速冻食品行业空间广阔，火锅料制品集中度低	6
速冻食品位于产业链中游，冷链物流为行业发展提供基础保障.....	6
市场空间：速冻食品行业空间广阔.....	7
集中度：速冻制品细分行业集中度差异较大，火锅料行业集中度偏低.....	10
行业驱动力：疫情加快C端产品升级，B端场景扩充带来新增量	12
C端：疫情改变家庭消费长期观念，追求健康、新鲜成为速冻发展新趋势.....	12
B端：火锅从传统餐饮迈入新零售赛道，利好上游火锅料龙头企业.....	14
参照日本，人均消费量可提升空间大，行业集中度提升	17
复盘日本速冻发展史，行业集中度提升.....	17
中国当前与80年代日本接近：都市化催生便利性需求.....	19
速冻企业竞争要素：规模效应+产品结构	23
速冻行业特点：高经营杠杆、低周转，靠规模优势取胜.....	23
产品结构丰富可为客户带来全套解决方案.....	24
行业内公司对比.....	25
重点推荐：海欣食品、广州酒家.....	26
风险提示	27
海欣食品.....	29
广州酒家.....	35

图表目录

图表 1. 速冻食品产业链	6
图表 2. 2013-2018 年中国冷库容量及冷链运输车保有量	6
图表 3. 速冻食品类产品分类	7
图表 4. 2013-2018 年速冻食品市场规模	7
图表 5. 国内火锅料制品行业营收	8
图表 6. 国内速冻鱼糜制品年产量	8
图表 7. 2019 年肉类及水产加工市场规模	8
图表 8. 2019 年肉类及水产加工增速	8
图表 9. 2011-2019 年餐饮行业保持 10% 左右增速	9
图表 10. 餐饮产业链正经历变革	9
图表 11. 国内速冻面米市场规模	9
图表 12. 巨头入局速冻菜肴领域	10
图表 13. 餐饮连锁纷纷布局上游供应链	10
图表 14. 速冻鱼糜制品市占率变化	11
图表 15. 火锅料制品竞争格局 (2019)	11
图表 16. 速冻米面集中度高	11
图表 17. 传统速冻米面市场份额 (2020 年)	11
图表 18. 速冻食品上市公司业绩概览	12
图表 19. 速冻食品毛利率对比	12
图表 20. 速冻食品销售费用率对比	12
图表 21. 安井锁鲜装	13
图表 22. 海欣高端子品牌鱼极产品	13
图表 23. 广州酒家广式速冻产品收入高速增长	13
图表 24. 安井速冻米面制品收入快速增长	13
图表 25. 中国消费者外出就餐消费频次分布 (2018)	14
图表 26. 中国消费者外出就餐消费金额分布 (2018)	14
图表 27. 2018 年人口结构	14
图表 28. 锅圈食汇全国超过 4000 家门店	15
图表 30. 盒马火锅上线新品种	16
图表 31. 盒马火锅种类丰富	16
图表 32. 日本速冻行业发展史	17
图表 33. 日本速冻食品生产总量 (万吨)	17
图表 34. 日本速冻消费金额稳中有降	18

图表 35. 日本速冻整体消费量趋于稳定	18
图表 36. 日本速冻工厂数量	18
图表 37. 日本速冻企业数量	18
图表 38. 中国速冻鱼糜集中度提升	18
图表 39. 中日速冻鱼糜集中度对比 (2019)	18
图表 40. 日本城镇化率	19
图表 41. 日本 GDP 增长率	19
图表 42. 中国城镇化率	19
图表 43. 中国 GDP 增长率	19
图表 44. 中日经济条件对比	19
图表 45. 日本速冻餐饮端消费量	20
图表 46. 日本速冻家庭端消费量	20
图表 47. 日本速冻家庭端占比提升	20
图表 48. 2019 年日本速冻分渠道销售情况	20
图表 49. 日本速冻分品类销售额	21
图表 50. 日本速冻分品类单价	21
图表 51. 日本速冻 2019 年销售量构成	21
图表 52. 日本速冻 2019 年销售金额构成	21
图表 53. 中国速冻食品人均消费量低	21
图表 54. 日本速冻整体销售额低速增长	22
图表 55. 日本速冻单价变化情况	22
图表 56. 销地产降低运输费用率	23
图表 57. 速冻食品企业生产基地布局图	23
图表 58. 资产周转率不如下游餐饮企业	23
图表 59. 安井食品负债水平较高	23
图表 60. 中国速冻鱼糜集中度提升	24
图表 61. 速冻鱼糜市场份额变化	24
图表 62. 2014-2016 年安井通过价格战抢占市场	24
图表 63. 安井产品品类	25
图表 64. 速冻食品企业渠道模式对比	25
图表 65. 速冻食品企业对比	26
图表 67. 重点公司盈利预测与评级	28
图表 68. 2017-1H20 营业收入及同比增速	30
图表 69. 2017-1H20 归母净利润及同比增速	30
图表 70. 主营业务营收占比	30

图表 71. 主营业务毛利润占比.....	30
图表 72. 海欣食品股权结构.....	31
图表 73. 海欣食品产能汇总（万吨/年）.....	31
图表 74. 海欣食品产能迎来密集投放.....	32
图表 75. 海欣食品收入预测表.....	33
图表 77. 广州酒家品牌.....	36
图表 78. 2017-1H20 营业收入及同比增速.....	36
图表 79. 2017-1H20 归母净利润及同比增速.....	36
图表 80. 主营业务营收占比.....	37
图表 81. 主营业务毛利润占比.....	37
图表 82. 速冻产品收入高速增长.....	37
图表 83. 速冻业务占比不断提升.....	37
图表 84. 广州酒家速冻出厂价格是三全的 2 倍.....	37
图表 85. 广州酒家股权结构.....	38
图表 86. 月饼线上占比.....	39
图表 87. 食品制造产能汇总（万吨/年）.....	39
图表 88. 广州酒家 20-22 年产量快速增加.....	40
图表 89. 广州酒家收入预测表.....	40

速冻食品行业空间广阔，火锅料制品集中度低

速冻食品位于产业链中游，冷链物流为行业发展提供基础保障

速冻食品指的是在低温（0℃以下，冷却、冷冻、速冻等）工艺下加工，并在消费者使用之前始终保持在冷链状态下贮存、运输、销售、配送的包装食品。其上游为农副产品加工，通过中游冷链物流体系进行配送，再通过庞大的销售网络销往终端消费者。由于十分依赖中游配送和销售环节，安井食品在招股说明书中也将该行业形容成一个“生产+流通”的行业。

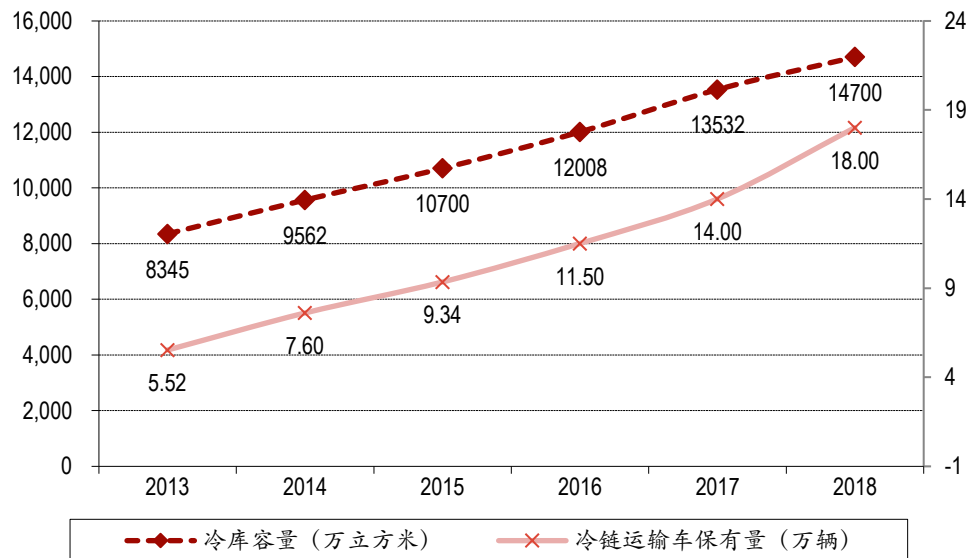
图表 1. 速冻食品产业链



资料来源：安井食品招股说明书，中银证券

冷链物流的建设完善为速冻行业发展提供基础保障。国家规定速冻食品的标准储存温度是-18℃，因此冷链物流是速冻食品行业发展的关键。冷链物流对储存及运输的要求相对较高，国外先进制冷技术及新型保温材料的引进和应用，促进了中国冷库建造及冷藏车制造行业的发展。中国的冷链物流起步较晚，受益于国家的重视和资本的青睐，冷链物流近年来发展迅猛。2013年至2018年中国低温仓储冷库容量由8,345万立方米增长至14,700万立方米，年复合增长率达到11.99%；同期，中国公路冷链运输车保有量由5.52万辆增长至18万辆，年复合增长率高达26.67%。冷库容量和冷藏车保有量的飞速提升说明中国冷链物流基础设施的愈发完善，而冷链物流的建设和完善势必将为速冻食品行业的发展注入动力。

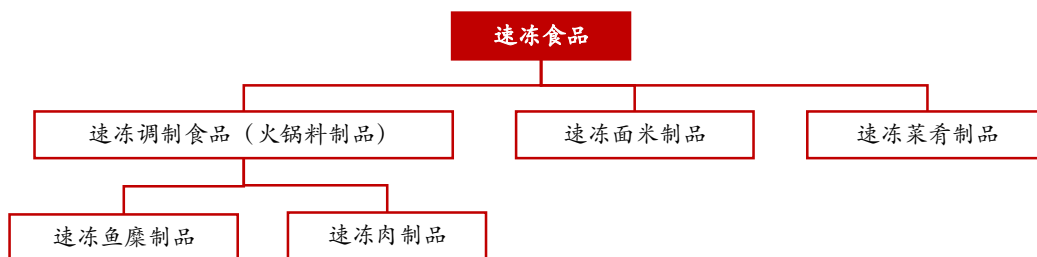
图表 2. 2013-2018 年中国冷库容量及冷链运输车保有量



资料来源：千味央厨招股说明书，中国物流与采购联合会，中银证券

从子板块分类来看，速冻食品主要包括速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面食制品、速冻菜肴制品等类别，其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品以及部分速冻其他制品统称火锅料制品，主要包括各类丸子、鱼饼鱼糕、肉肠等；速冻面食制品主要包括饺子、汤圆、面点、粽子等。

图表 3. 速冻食品类产品分类

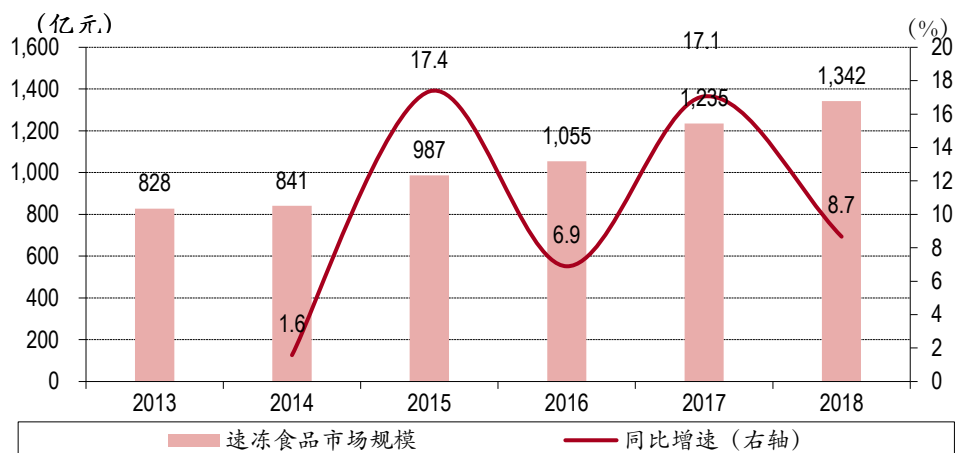


资料来源：安井食品招股说明书，中银证券

市场空间：速冻食品行业空间广阔

中国速冻食品行业起步较晚，行业空间广阔。中国的冷冻食品行业发展历史较短，80年代后期才实现了工艺水平的改进。进入21世纪以来，随着全国冷冻冷藏技术水平提高，城乡冷链建设逐步完善，消费市场日臻成熟。根据中国产业信息网，中国速冻食品市场规模从2013年的828亿元上升至2017年的1235亿元，年复合增长率10.5%。速冻食品行业属于终端日常消费品行业，其消费具有很强的刚性，其发展与宏观经济发展以及国民收入水平密切相关，目前行业仍处于高速发展期，我们判断2019年速冻食品市场规模超过1400亿。

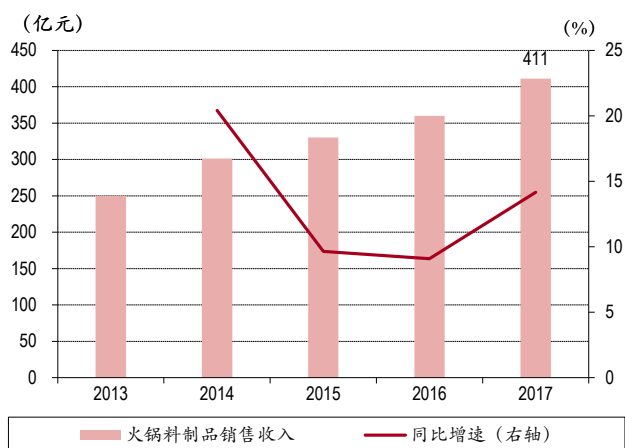
图表 4. 2013-2018 年速冻食品市场规模



资料来源：中国产业信息网，中银证券

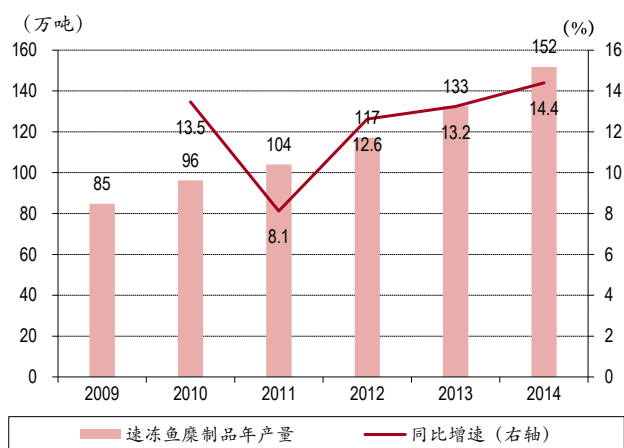
(1) 受益B端连锁餐饮蓬勃发展，火锅料制品市场快速成长。火锅料制品主要受益于B端连锁餐饮火锅行业的快速发展，市场快速成长，我们判断目前市场规模500亿左右，预计未来五年仍保持5%-8%的稳健增长。

图表 5. 国内火锅料制品行业营收



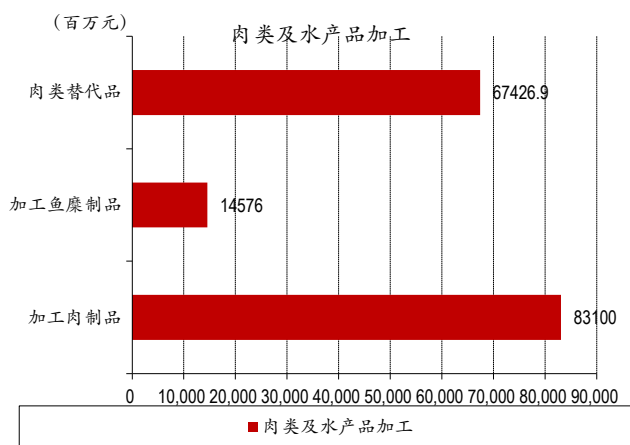
资料来源：中国餐饮协会，中银证券

图表 6. 国内速冻鱼糜制品年产量



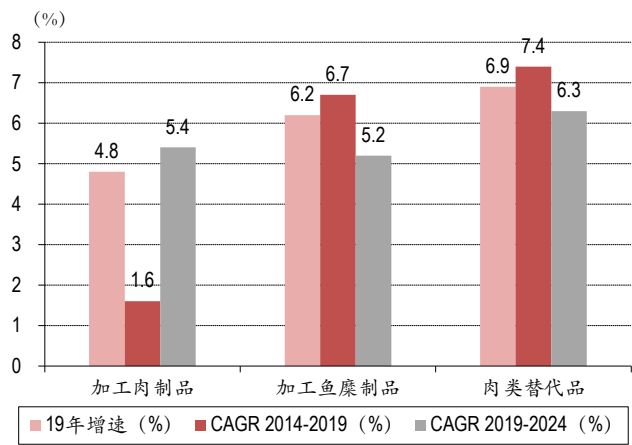
资料来源：中国渔业统计年鉴，中银证券

图表 7. 2019 年肉类及水产加工市场规模



资料来源：欧睿数据，中银证券

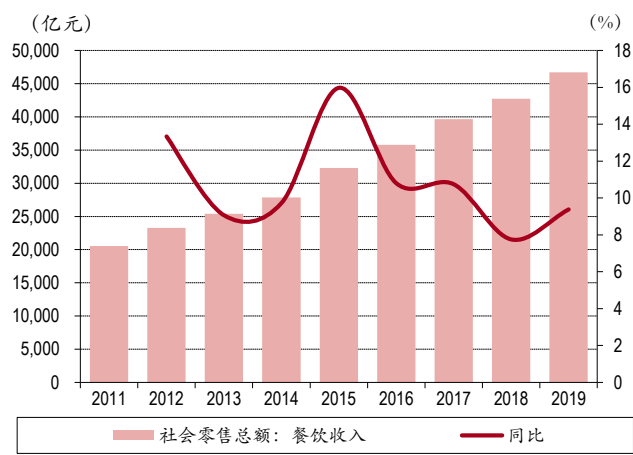
图表 8. 2019 年肉类及水产加工增速



资料来源：欧睿数据，中银证券

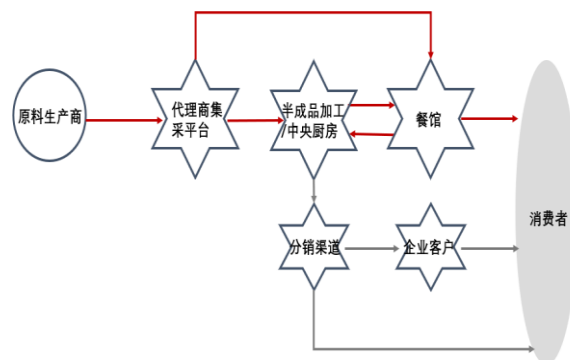
“餐饮标准化”和“消费场景化”助推速冻食品扩张。城镇化进程中，居民收入水平提升，外出就餐机会和频率增长，餐饮行业 2011-2019 年一直维持 10% 左右的高景气增长。“餐饮标准化”的趋势在中国逐年走强：餐饮行业从业者从中小企业转变到连锁餐饮过程中，对效率和规模的追求逐渐提高，需要产品“标准化、可复制”，进而带动了品牌冷冻食品在餐饮等特通渠道的销量增速。同时，“消费场景化”扩展了速冻产品食用领域，2B 端来看火锅料制品顺势打入关东煮、麻辣香锅、麻辣烫等新型餐饮业态，2C 端速冻面条制品也进入了焖面店、粥铺等，推动行业增长和渠道扩张。

图表 9. 2011-2019 年餐饮行业保持 10% 左右增速



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

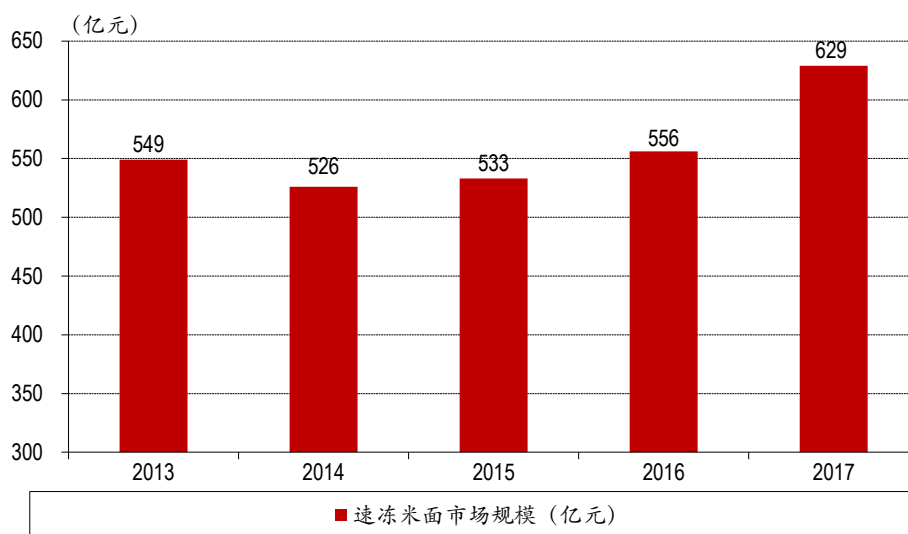
图表 10. 餐饮产业链正经历变革



资料来源：中银证券

(2) **速冻面米制品以 C 端消费为主，行业处于低速增长。**中国速冻面米制品的市场规模在过去五年总体呈上升趋势，从 2013 年的 549 亿元增长到 2017 年的 629 亿元，年增长率为 3.5%，主要在零售 C 端消费。根据《2018 年中国冷冻冷藏食品工业发展报告》数据显示，2018 年速冻面米制品制造业完成主营业务收入 736 亿元，实现利润总额 47.60 亿元。根据两年行业发展情况及统计局速冻米面月度累计增速，我们判断速冻米面制品 2019 年收入规模突破 750 亿。

图表 11. 国内速冻面米市场规模



资料来源：千味央厨招股说明书，Frost & Sullivan《中国速冻食品行业概览》，中银证券

(3) **速冻菜肴制品近几年发展迅速，巨头入局。**4.7 万亿的餐饮大市场面临着后厨人工成本增加、物业租金提高等因素制约，急需成品和半成品菜肴制品以节约成本、稳定品质和提升效率。目前，速冻米面食品巨头将突围重点转向餐饮渠道的拓展，思念和三全分别在 2012 年 7 月、10 月专门成立相关的部门重点发力餐饮渠道。思念成立冷食餐饮流通市场的独立公司——郑州千味央厨食品有限公司，并计划上市，于近期披露首次公开发行股票招股说明书。三全餐饮事业部也将餐饮市场打造成与家庭零售市场并驾齐驱的规模为目标。安井食品精准定位餐饮市场中央厨房概念，及时推出菜肴制品，抢占这一行业最具成长潜力的板块。根据千味央厨招股说明书，餐饮行业高景气度、冷链物流的快速发展、外卖爆发和团餐与乡厨市场需求等都将为行业增长带来新动力。

图表 12. 巨头入局速冻菜肴领域

公司	举措
思念	成立“郑州千味央厨食品有限公司”，发力餐饮端
三全	餐饮事业部，以打造成家庭零售市场同等规模为目标
安井	精准定位餐饮市场中央厨房概念，及时推出菜肴制品

资料来源：千味央厨官网，中银证券

除了速冻企业外，下游餐饮连锁店也纷纷布局上游供应链，提升运营成本、管理效率。餐饮企业在终端门店达到一定数量之后，也都开始尝试自建中央厨房、仓储及配送体系。据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会发布的《2018 年餐饮供应链研究报告》显示，6.67%的餐饮企业选择自建物流团队，另有 16.67%的餐饮企业选择自建物流团队与第三方物流公司合作并行。比如蜀海，其原本是海底捞的内部餐饮供应链系统，自 2007 年开始独立运作，2016 年正式对外开放，如今，蜀海的餐饮客户包括杨记兴·臭鳊鱼、青年餐厅、九毛九、新白鹿等餐厅类客户；以及“7-11”便利店等 1000 余家知名餐饮连锁及零售企业。成熟的供应链能够让餐企在运营成本、管理效率甚至是核心竞争力上保持领先优势。

图表 13. 餐饮连锁纷纷布局上游供应链

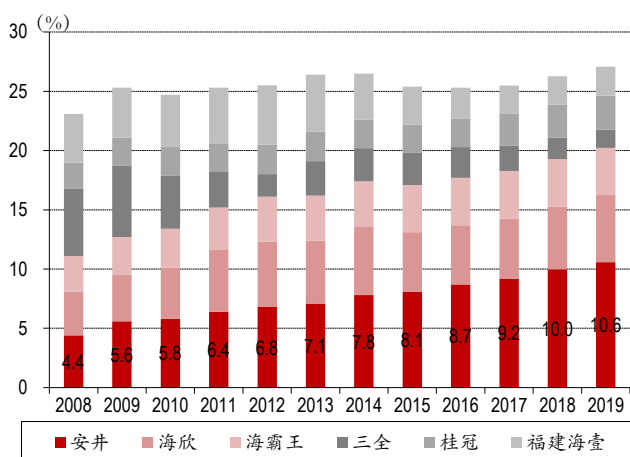
品牌及企业	餐企背景	供应链情况
蜀海——蜀海（北京）供应链管理有限责任公司	四川海底捞餐饮股份有限公司控股	蜀海供应链拥有现代化的物流中心、食品加工中心、底料加工厂、蔬菜种植基地、羊肉加工厂、营销中心等遍布全国。
信良记——信良记食品科技（北京）有限公司	北京新辣道餐饮集团	供应链综合服务平台
功夫鲜食汇	真功夫供应链平台	新鲜食材供应平台
天然派——北京西贝天然派供应链管理有限责任公司	内蒙古西贝餐饮集团	主要经营中央厨房【餐饮即食食品，餐饮半成品（生制），餐饮半成品（热加工），餐饮原料】
眉州东坡供应链管理（北京）有限公司	眉州东坡餐饮管理（北京）有限公司	为眉州东坡提供供应链服务
味千拉面中央厨房	味千（中国）控股有限公司	味千中国在全国各地设有三家食品加工配送中心和四大生产基地（上海、成都、东莞、天津），全面投产后，产能可支持味千 1,800 家餐厅的营业。

资料来源：蜀海供应链官网，味千拉面官网，上海天然派食品有限公司，中银证券

集中度：速冻制品细分行业集中度差异较大，火锅料行业集中度偏低

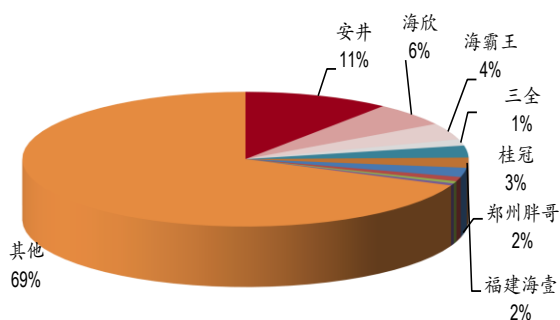
火锅料制品市场分散，行业集中度存在提升空间。从全国范围看，行业龙头与大量中小企业并存，市场较为分散，主要品牌为安井、海霸王、惠发等，CR5 仅有 26%。休闲火锅料部分，行业已经进入存量洗牌阶段，安井食品产品和渠道竞争优势更加明显，市场占有率不断提高，与主要竞争对手差距进一步拉开；家用火锅料部分，行业呈现高端化趋势，安井适时推出“锁鲜装”和“三大丸”中高端产品，利用公司销售渠道巨大优势迅速抢占行业制高点，提高企业盈利能力，推动企业可持续发展，进而带动行业升级换代。

图表 14. 速冻鱼糜制品市占率变化



资料来源：欧睿数据，中银证券

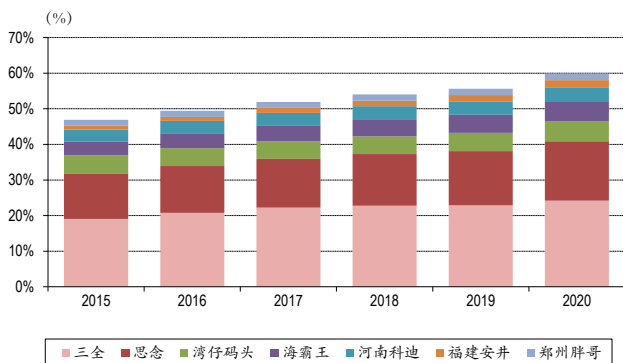
图表 15. 火锅料制品竞争格局 (2019)



资料来源：欧睿数据，中银证券

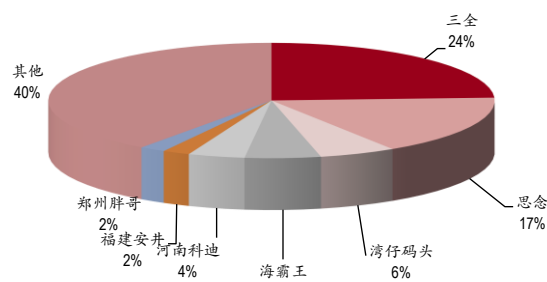
传统速冻面米集中度较高，发面类产品市场潜力较大。与火锅料制品行业不同，速冻面米制品行业发展较为成熟，行业竞争格局清晰，集中度较高。根据欧睿数据，传统米面类市场份额由三全、思念和湾仔码头占据，2020年CR3为47%。龙头三全食品收购了龙凤食品之后，在速冻米面行业市占率领先，目前排名第一达到24%。传统速冻米面进超市费用较高，小企业品牌认知度低、费用投入有限很难与三家巨头抗衡，因此市场份额也相对稳定。传统的速冻米面制品产品主要以汤圆、水饺为主，但市场相对饱和增速不大，发面点心板块市场潜力较大增速较快，我们判断馒头、手抓饼等发面类产品的升级趋势将带来需求增量，高端米面会有成长空间。

图表 16. 速冻米面集中度高



资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 17. 传统速冻米面市场份额 (2020年)



资料来源：欧睿数据，中银证券

行业驱动力：疫情加快 C 端产品升级，B 端场景扩充带来新增量

C 端：疫情改变家庭消费长期观念，追求健康、新鲜成为速冻发展新趋势

疫情带来速冻食品 C 端爆发，上市公司业绩均超预期，安井调整经营策略“BC 兼顾，双轮驱动”，海欣中高端占比+9pct。疫情期间人们发现速冻可更好的解决在家消费的便利性问题，速冻企业业绩在疫情期间大幅增长，二季度延续了一季度增长势头，行业内 5 家上市公司收入比改善，其中安井、海欣淡季不淡，2Q 增速分别为 27%和 48%。产品供不应求，企业减少销售费用，在收入增长、费用降低的情况下利润大幅增加。上市公司中，三全渠道以商超为主受益明显，2Q 收入、利润分别增长 33.5%和 301%，三季度业绩预增 370%-400%，继续维持高增长。安井顺势调整了经营策略：从“餐饮发力”到“BC 兼顾，双轮驱动”转换。安井经营策略调整后，产品与渠道相互配合互相促进，新品推广侧重 C 端，中报锁鲜装贡献较大，使得毛利率提高 3pct。海欣食品中高端产品占比+9pct，对利润贡献显著。广州酒家速冻需求大幅增长，上半年销售+64%。上市公司整体上半年实现 20%收入增长和 173%利润增长。

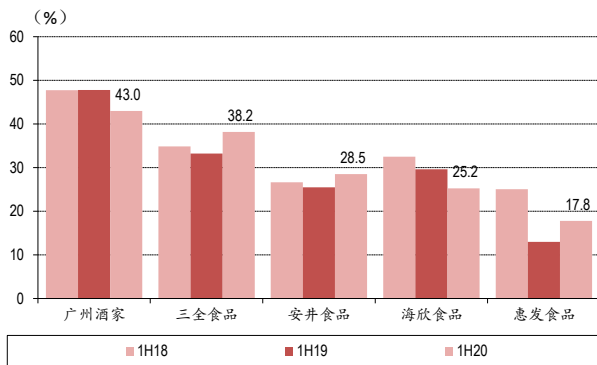
图表 18. 速冻食品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2019	1Q20	2Q20	1H20	2019	1Q20	2Q20	1H20
广州酒家	19.4	0.1	4.2	1.9	0.1	(73.2)	首亏	(82.3)
安井食品	23.7	16.6	27.0	22.1	38.1	35.3	71.6	57.4
三全食品	8.1	16.1	33.5	22.6	115.9	541.1	300.9	409.6
海欣食品	21.0	5.3	48.1	23.3	(80.4)	66.4	扭亏	507.2
惠发食品	16.1	(0.0)	45.9	26.3	(86.9)	续亏	扭亏	续亏
上市公司总体	16.2	12.7	29.1	20.0	18.4	162.3	183.1	172.8

资料来源：万得，中银证券

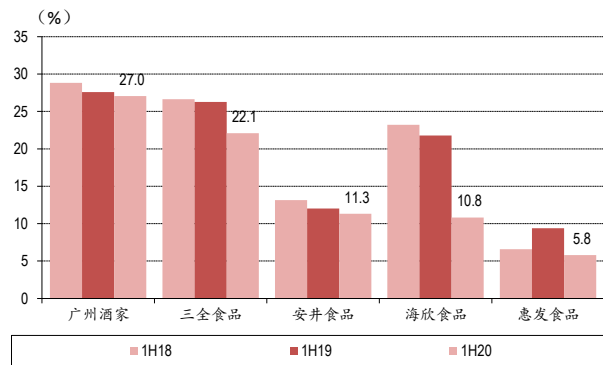
买赠减少、产品结构调整，速冻公司毛利率提升；促销费用减少，销售费用率下降；龙头企业受益集中度提升和渠道红利释放优势。除广州酒家（餐饮业务影响整体毛利率）和海欣食品（报表调整，还原同比口径毛利率升高 2pct）外，其余速冻企业均实现毛利率升高，主要原因为买赠减少和产品结构调整（C 端利润高的产品占比增加）。促销减少导致费用投放降低，销售费用率下降，其中海欣食品和三全食品费用率下降最大，分别-11pct 和-4.2pct。从产品来看，三全和广州酒家主要为速冻米面制品，季节性较弱；安井、海欣和惠发主要为火锅料制品，2Q 销售淡季，今年淡季不淡。进入 3Q 后，随着产品放量和火锅餐饮需求恢复，将延续上半年高增长势头，我们判断行业内龙头企业将受益集中度提升和渠道红利释放优势，如安井食品、海欣食品、广州酒家等上市公司将受益。

图表 19. 速冻食品毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 速冻食品销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

安井、海欣瞄准产品升级趋势，提前布局快速响应，火锅料向小包装高端化发展。今年安井侧重 C 端商超便利店渠道，上半年共新开拓了 231 家经销商，重点打造的锁鲜装销售 2 个亿，销售已超市场预期。锁鲜装在 19 年底问世，是安井的战略单品，瞄准年轻人对便利性健康性需求；在疫情的催化下，锁鲜装大卖，带动了 C 端产品升级。除此之外，海欣在高端领域多年布局鱼极产品，消费者教育初见成效。大企业具有前瞻性的培育高端产品，是对行业发展的提前布局。

图表 21. 安井锁鲜装



资料来源：安井微信公众号，中银证券

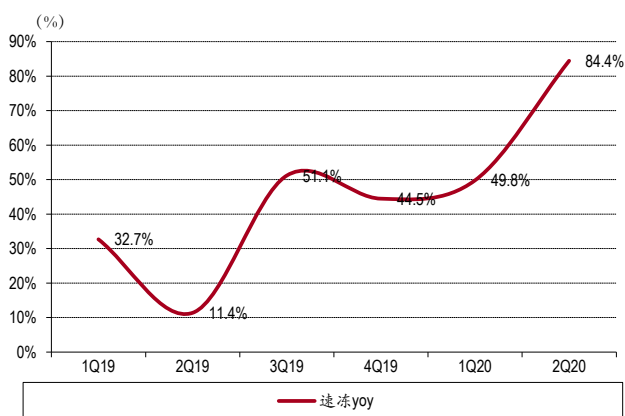
图表 22. 海欣高端子品牌鱼极产品



资料来源：海欣官网，中银证券

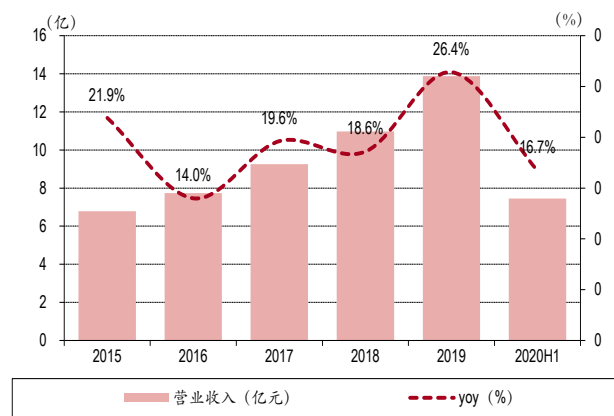
发面类速冻产品全面升级，高端面点类产品快速增长，广式速冻成为新风口。三全是速冻面米行业龙头，其中速冻面点业务收入增速持续高增长，自 16 年三全速冻面点收入复合增速达 18.3%；安井速冻面米制品主要是面点类产品，2015-2019 年收入复合增速达 19.6%，远高于速冻面米行业 3.5% 的复合增速。海欣自 8 月收购百肴鲜、跨界面点以来，行动迅速。据海欣官方微信公众号，海欣面点系列正式上市，包括港式虾饺皇、咸蛋黄肉松烧麦、蛋黄流沙包等，进军高端发面速冻领域。广州酒家依托广式速冻，自 19 年起（除 2Q19 外）维持超过 30% 以上的高速增长，而传统饺子、汤圆等品类复合增速仅 3.6%。广式速冻不同于传统米面制品，具有一定的技术壁垒，需要保持口味的一致性，广州酒家以餐饮和食品制造为主，多年培育的大师研发能力卓越，食品制造和餐饮相互协同发展，综合实力强。

图表 23. 广州酒家广式速冻产品收入高速增长



资料来源：广州酒家公告，中银证券

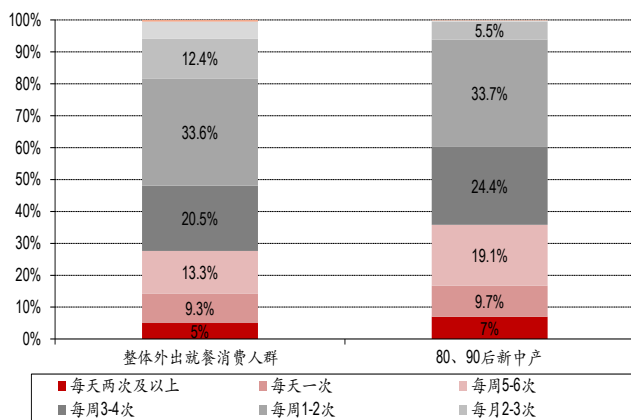
图表 24. 安井速冻米面制品收入快速增长



资料来源：安井食品公告，中银证券

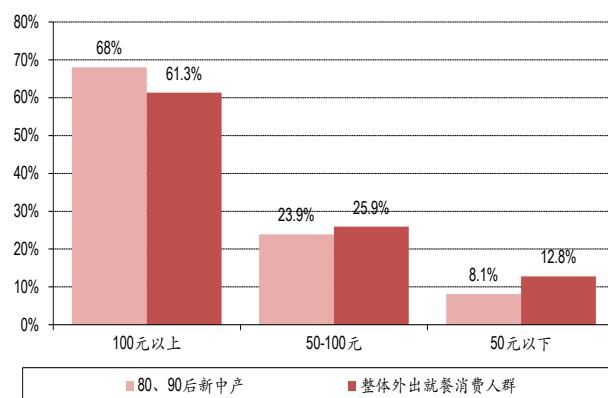
疫情改变家庭消费长期观念，追求健康、新鲜成为速冻发展新趋势。疫情爆发之前，国家消费内需拉动政策、单身经济、冷链物流以及外卖平台发展，都给速冻行业带来了前所未有的红利。疫情期间人们发现速冻可更好的解决在家消费便利性问题，京东到家数据显示，春节防疫期间，全平台销售额相比去年同期增长470%，其中水饺、馄饨等速冻食品销售额同比增长了790%。我们判断未来消费者会延续购买速冻产品习惯，疫情期间80、90后家庭做饭比例提高，以80、90后为代表的千禧一代更加注重营养健康，关注食品安全和新鲜，也是速冻食品升级发展趋势。

图表 25.中国消费者外出就餐消费频次分布 (2018)



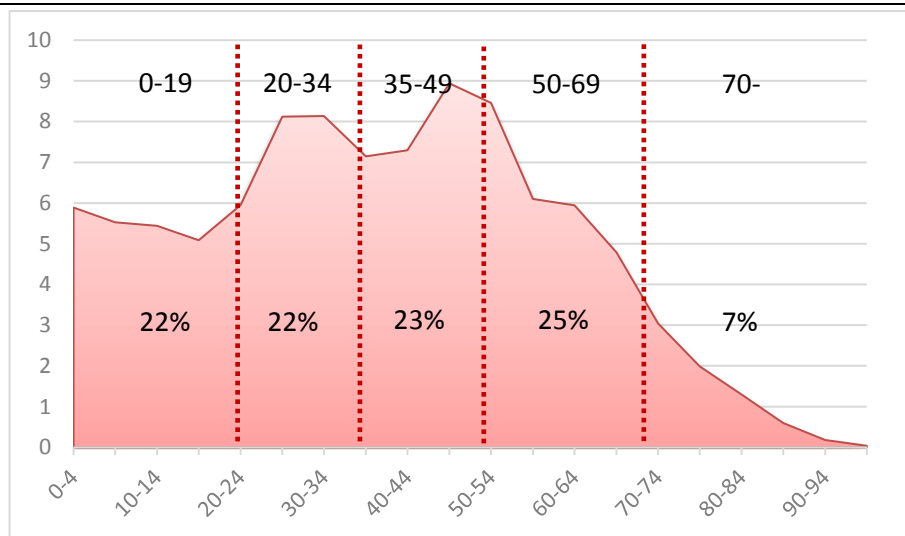
资料来源：艾瑞咨询《2018年中国新餐饮消费趋势研究报告》，中银证券

图表 26.中国消费者外出就餐消费金额分布 (2018)



资料来源：艾瑞咨询《2018年中国新餐饮消费趋势研究报告》，中银证券

图表 27. 2018 年人口结构



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

B 端：火锅从传统餐饮迈入新零售赛道，利好上游火锅料龙头企业

火锅作为最受欢迎的餐饮品类，疫情期间“禁足”在家催生“火锅到家”需求，是传统火锅外卖场景的延伸，火锅食材超市业态迎风起飞。随着疫情的爆发，锅圈食汇、懒熊火锅、邹立国等纷纷把火锅“转移”到家中，他们选址社区，瞄准家庭吃火锅场景，“一站式”提供所需各类食材，方便、快捷、贴心。懒人经济下，火锅食材超市业态迎风起飞。目前来看，锅圈食汇已迅速壮大，根据官网，自15年成立，2020年8月门店数量已突破4000家，覆盖15个省3个直辖市，200个地市。同时，锅圈食汇已完成6000万美元“C轮”融资，火锅作为最受欢迎的餐饮品类，迈入新零售赛道。

图表 28. 锅圈食汇全国超过 4000 家门店



资料来源：锅圈食汇官网，中银证券

图表 29. 锅圈食汇融资汇总

融资时间	融资顺序	融资金额	融资机构
2019年8月	A轮	4500万人民币	不惑创投
2019年10月	A+轮	5000万人民币	三全食品
2020年2月24日	B轮	5000万美元	IDG资本、嘉御基金、不惑创投
2020年7月31日	C轮	6000万美元，累计融资额近10亿人民币	启承资本、IDG资本、嘉御基金、不惑创投

资料来源：锅圈食汇官网，中银证券

盒马入局火锅赛道，主攻“一站式到家”服务，切入到家场景，对上游食材供应要求更为严格。盒马生鲜自19年起开始卖火锅，且根据天眼查显示，于近日申请多个火锅商标，今年赶在中秋国庆长假之前，盒马火锅在全国门店上线，有泉水羊肉、酸萝卜老鸭、小龙虾、金汤酸菜火锅等。今年则在去年的高性价比基础上，重点抓食材品质和丰富性，对上游食材供应的稳定性安全性要求更为严格，利好看重食品安全的龙头企业。

图表 30. 盒马火锅上线新品种



资料来源：盒马APP，中银证券

图表 31. 盒马火锅种类丰富



资料来源：盒马APP，中银证券

参照日本，人均消费量可提升空间大，行业集中度提升

复盘日本速冻发展史，行业集中度提升

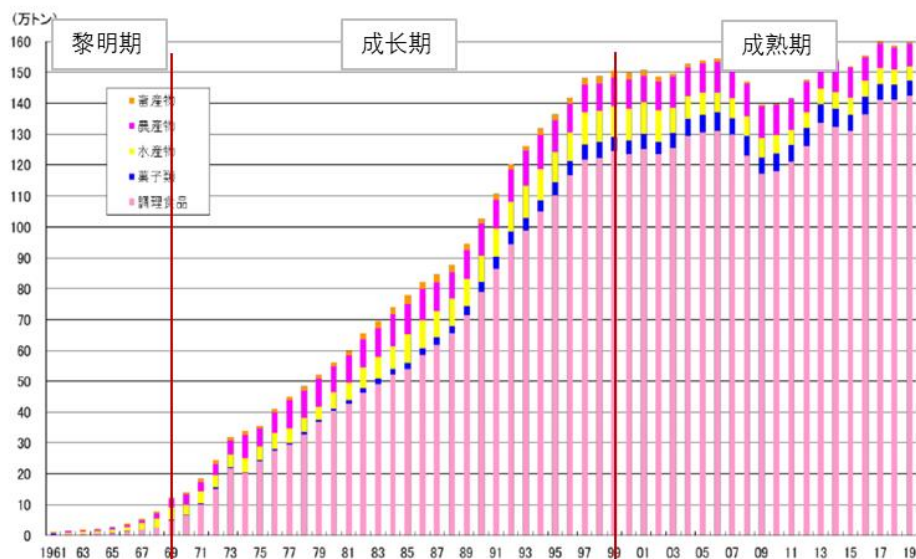
复盘日本速冻行业发展史，经历短暂的黎明期和高速发展的成长期，目前已处于平稳的成熟阶段。日本冷冻食品发展起源于1920年，葛原商会在日本北海道森町建设了日产10吨冷冻设备，标志着日本冷冻食品开始起步。至1965年期间，行业停留在较低水平，速冻食品未被普及。1969年后，日本冷冻食品生产量超过10万吨，进入高速发展阶段，至1980年的11年中，复合增速达到15%；期间日本经济也经历了快速发展，电冰箱走入普通家庭，1975年电冰箱普及率达到96%，城市化进程加快，城镇化率达到75%以上。1999年后，日本经济泡沫破灭，陷入长期停滞阶段，同时城镇化率维持稳定，速冻行业处于平稳的成熟阶段。

图表 32. 日本速冻行业发展史



资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

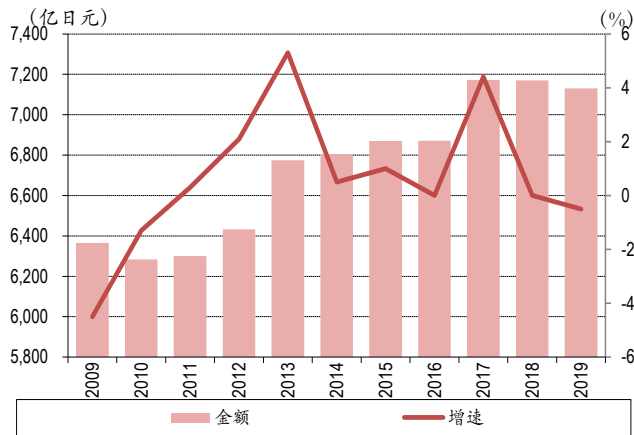
图表 33. 日本速冻食品生产总量 (万吨)



资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

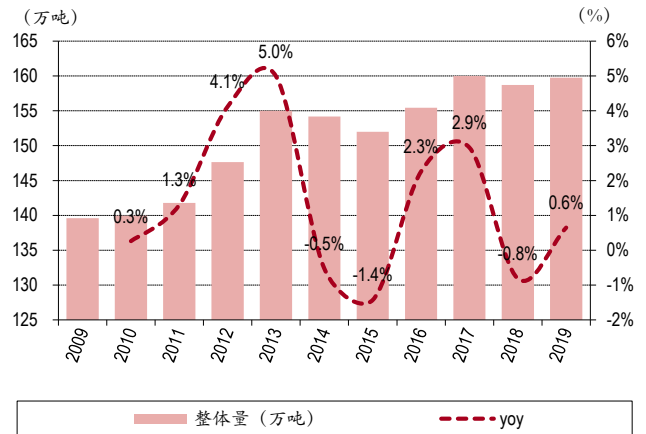
目前阶段日本国内生产、消费量均处于高位且保持稳定，企业集中度较高，中国龙头企业将向着集中度提升发展。根据日本速冻食品协会统计，自2009年开始，日本速冻消费金额和消费量变化基本同步，呈M型变化，但变化幅度较小，总体而言维持稳定。从工厂和企业数量来看，自2009年开始速冻数量一直呈下降趋势，2019年工厂数438家，10年共减少了209家；企业数364家，10年减少169家。总生产量不变，行业内数量下降，企业集中度提升。根据欧睿数据，日本速冻鱼糜CR5为58%，而中国仅为26%，大企业抗风险能力强，集中度提升为行业趋势。

图表 34. 日本速冻消费金额稳中有降



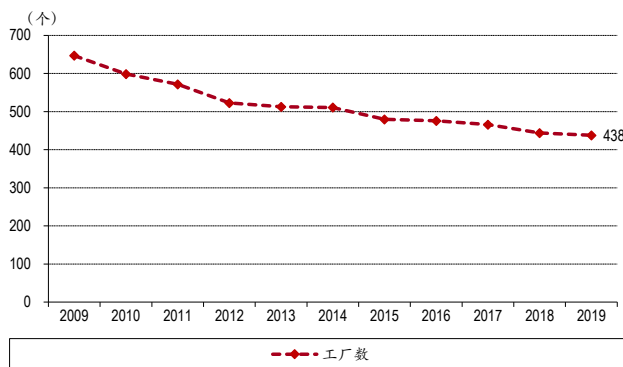
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 35. 日本速冻整体消费量趋于稳定



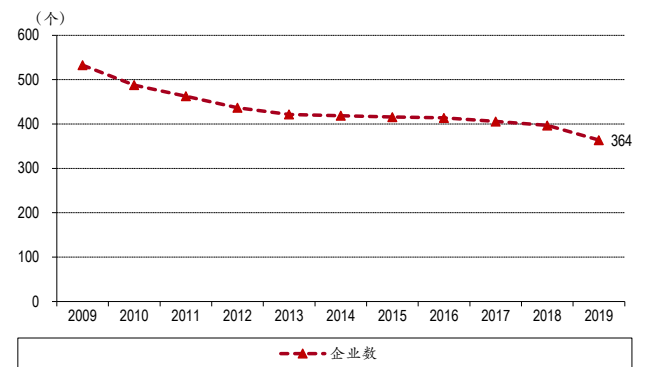
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 36. 日本速冻工厂数量



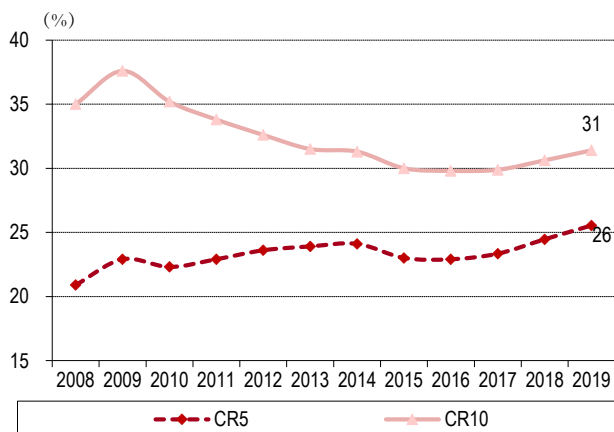
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 37. 日本速冻企业数量



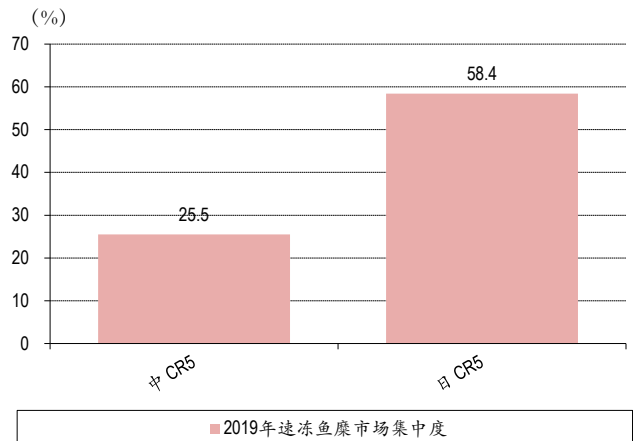
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 38. 中国速冻鱼糜集中度提升



资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 39. 中日速冻鱼糜集中度对比 (2019)

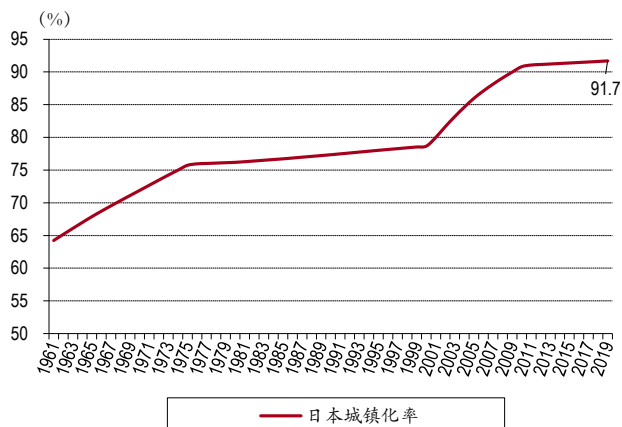


资料来源：欧睿数据，中银证券

中国当前与 80 年代日本接近：都市化催生便利性需求

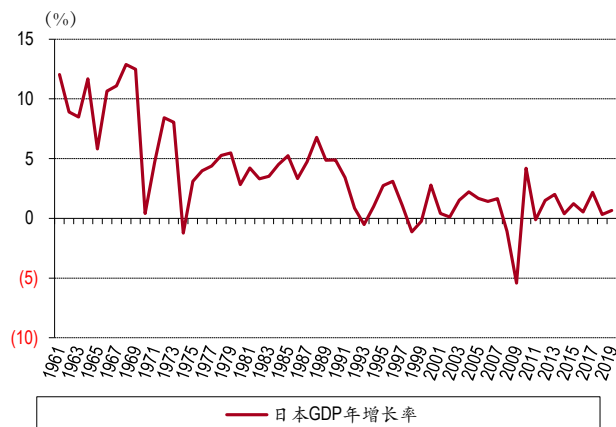
中国经济中高速发展（19 年 GDP+6.1%），城镇化率持续提升，19 年达到 60.6%创历史新高。城市化进程加快，催生便利性需求，方便成为了年轻人新趋势。正与 80 年代的日本接近，经济快速发展、日常节奏加快、工作压力增大，女性在家庭中担当的角色也更多，除了“妈妈”外还要“赚钱养家”，速冻食品方便快捷的特点被人们发现，成为日常简餐的替代品。目前中国速冻行业复合增速 10.5%（产业信息网 13-17 年数据），与日本的 1969-1980 年 15%复合增速接近，我们判断未来 5 年仍会维持 10%左右的高速增长。

图表 40. 日本城镇化率



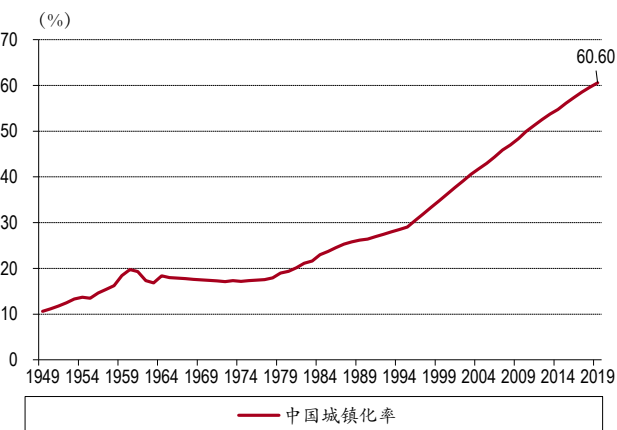
资料来源：世界银行，中银证券

图表 41. 日本 GDP 增长率



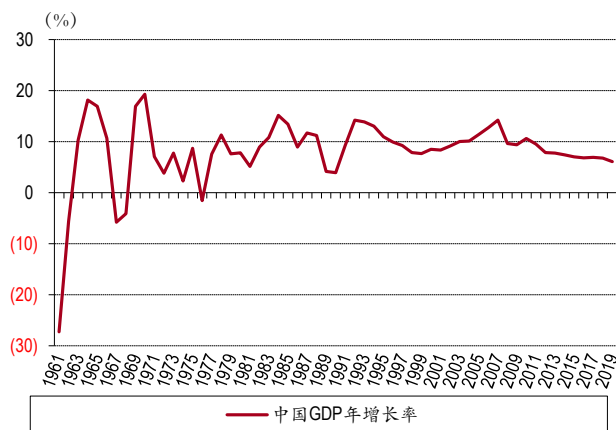
资料来源：世界银行，中银证券

图表 42. 中国城镇化率



资料来源：世界银行，中银证券

图表 43. 中国 GDP 增长率



资料来源：世界银行，中银证券

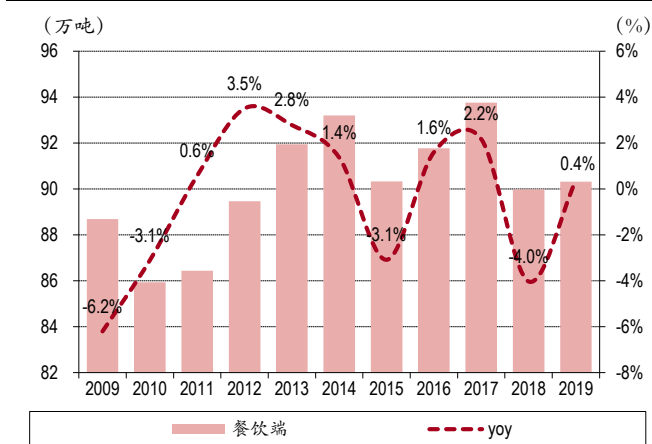
图表 44. 中日经济条件对比

	中国	日本
城镇化率	36%-61% (2000-2019)	64%-76% (1961-1980)
GDP 增速	CAGR 12% (2000-2019)	CAGR 7% (1960-1980)
工作压力	工作时间增多，压缩做饭时间，饮食追求便利性	加班成为常态

资料来源：世界银行，中银证券

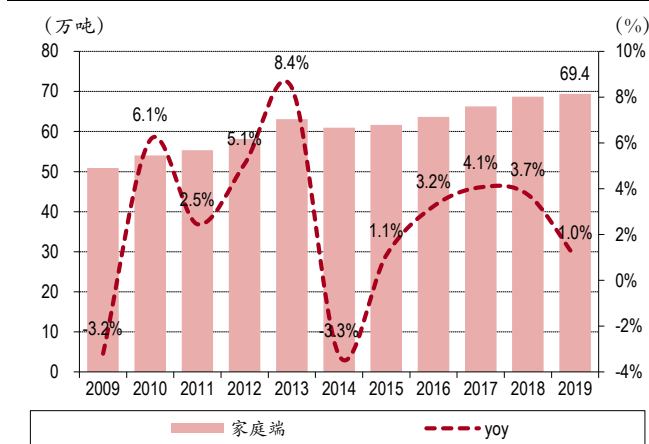
从渠道发展来看，中国餐饮端速冻食品消费有巨大空间。日本的渠道发展中，餐饮端占据一半以上的份额，19年餐饮端占比56%。我们根据统计局数据2019年中国餐饮规模4.6万亿，火锅店占比13.7%（中国产业信息网），假设火锅料占火锅店的5%即为315亿，推断中国速冻行业餐饮端占比20%-30%，仍有巨大空间。

图表 45. 日本速冻餐饮端消费量



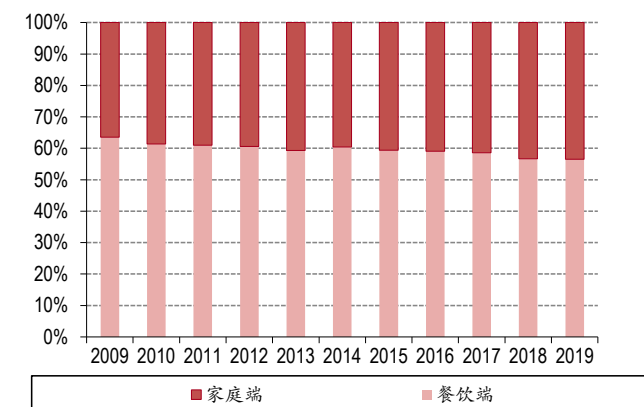
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 46. 日本速冻家庭端消费量



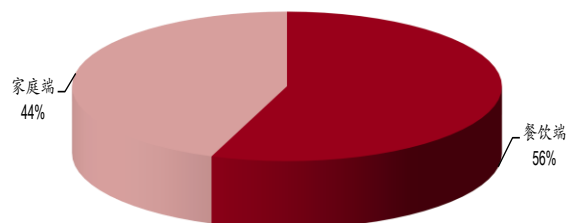
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 47. 日本速冻家庭端占比提升



资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

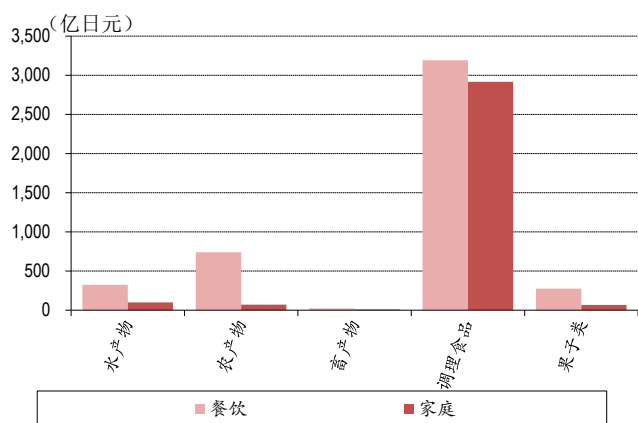
图表 48. 2019 年日本速冻分渠道销售情况



资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

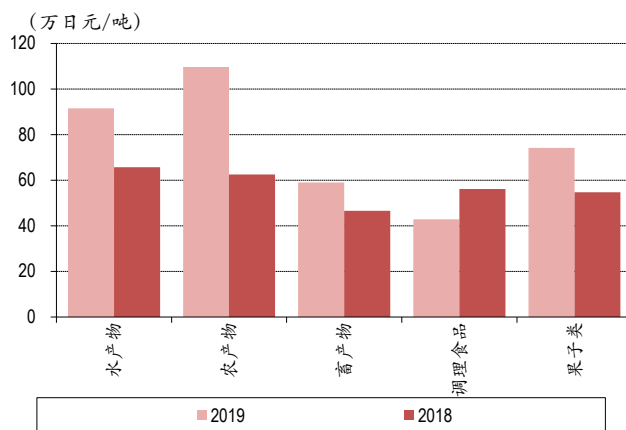
造成渠道显著差异的主要原因为中日速冻产品结构不同，日本中央厨房发达，产品以调理类食品为主（19年量占比89%），第二大品种为速冻农产品，占比5%。中国速冻米面类规模大于火锅料，速冻米面主要渠道为商超便利店，因此餐饮端占比小。但随着巨头纷纷布局菜肴，餐饮行业高景气度、冷链物流的快速发展、外卖爆发和团餐与乡厨市场需求等都将为行业增长带来新动力。

图表 49. 日本速冻分品类销售额



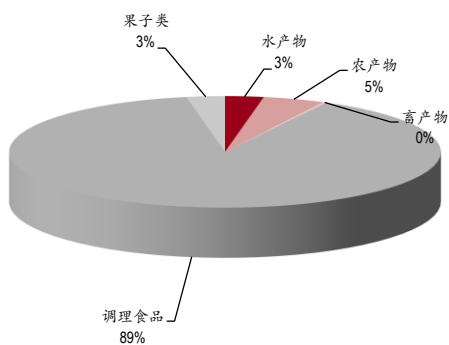
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 50. 日本速冻分品类单价



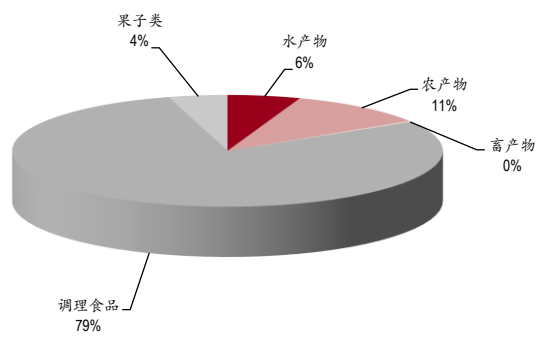
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 51. 日本速冻 2019 年销售量构成



资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

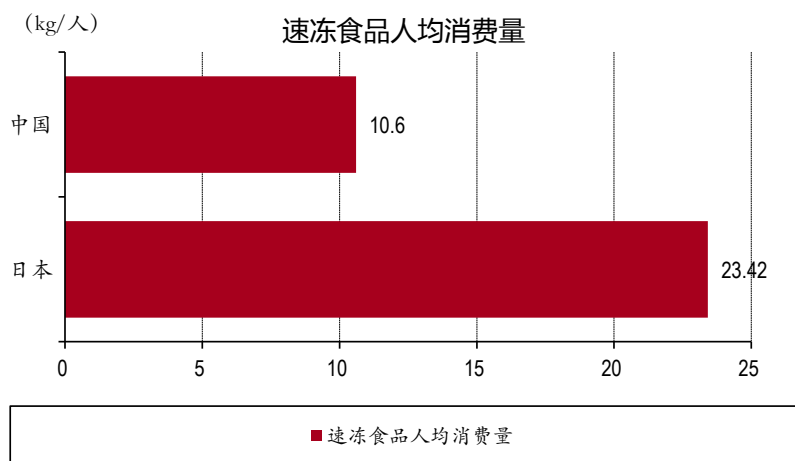
图表 52. 日本速冻 2019 年销售金额构成



资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

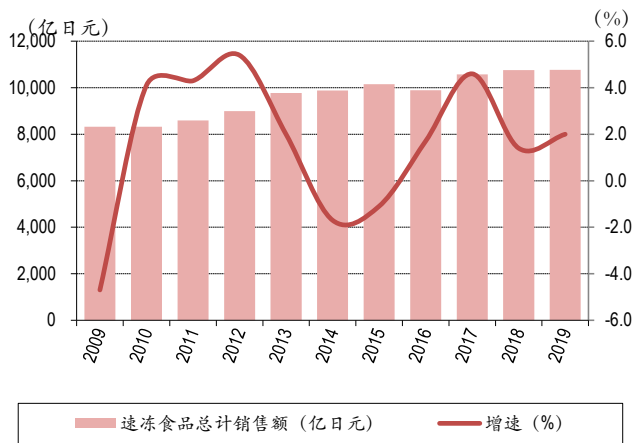
人均消费量：按日本人均消费量计算，中国速冻食品空间有望翻倍。速冻食品由于具有安全卫生、食用方便、营养美味和成本低等特点，在快节奏的发达国家广受欢迎。美国、欧盟、日本等发达国家速冻食品人均消费量较高，我们判断中国目前人均 10-13 千克，与发达国家差距较大，按照日本人均消费量计算，中国速冻食品空间有望翻倍。

图表 53. 中国速冻食品人均消费量低



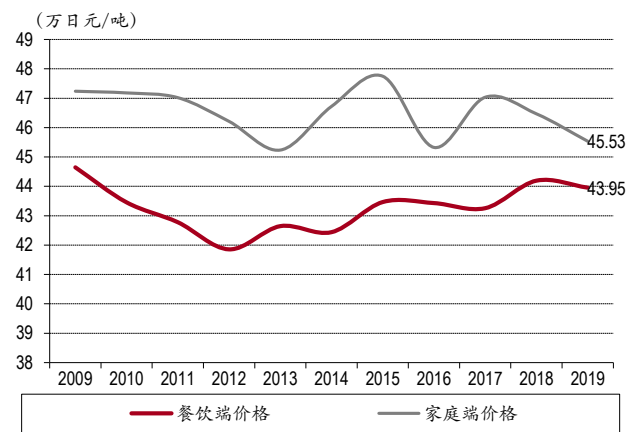
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 54. 日本速冻整体销售额低速增长



资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

图表 55. 日本速冻单价变化情况



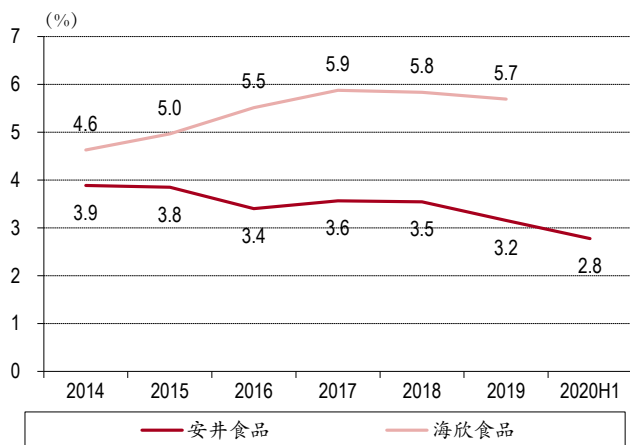
资料来源：日本速冻食品协会，中银证券

速冻企业竞争要素：规模效应+产品结构

速冻行业特点：高经营杠杆、低周转，靠规模优势取胜

速冻企业采取销地产经营模式，与当地消费市场直接匹配：提高效率、降低物流成本，目前全国销地产发展的公司仅有安井和三全。速冻行业是典型的重资产行业：资产周转率低，经营杠杆高。因此，相对于下游餐饮，速冻食品行业如果要做强做大，重点应当放在规模扩张、运营效率和成本控制之上。速冻企业纷纷扩大产能，以安井食品为例，截至目前，已经在全国布局了8大生产基地，包括无锡民生、泰州安井、辽宁安井、四川安井、湖北安井、河南安井、厦门安井、华南基地，标志着安井食品按照“销地产”战略完成了全国生产基地布局。海欣食品在2020年6月23日发布公告称，拟在马尾租赁厂房，设立生产分公司，从事速冻食品生产，以缓解公司目前面临的产能不足问题。三全在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地建有生产基地。销地产模式有利于：企业开拓全国市场，建立品牌影响力；促进运输成本降低；促进培育符合当地市场情况的大单品；同时促进当地市场的渠道下沉。目前全国销地产发展的速冻企业仅有安井和三全两家，对于其他速冻而言，率先扩张规模，乃重中之重。

图表 56.销地产降低运输费用率



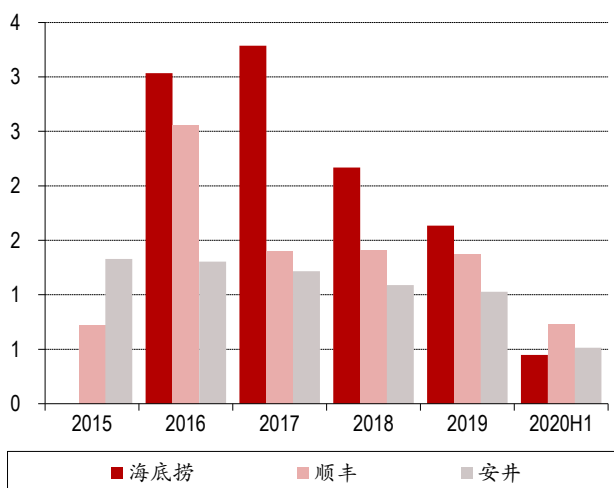
资料来源：公司公告，中银证券注：海欣1H20未公布运输费用

图表 57.速冻食品企业生产基地布局图



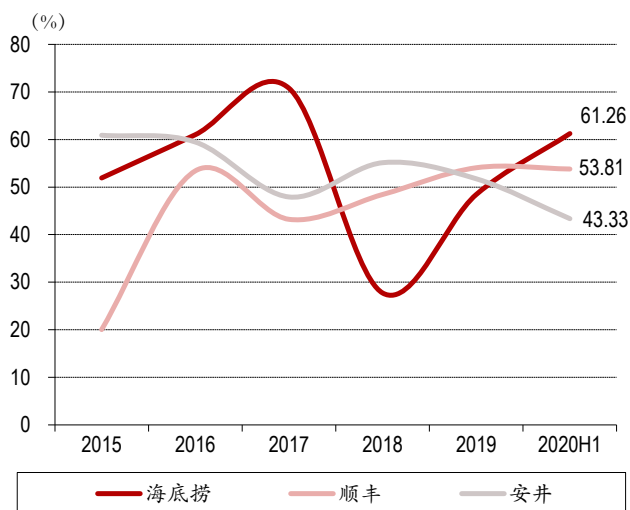
资料来源：冷冻食品公众号，中银证券

图表 58.资产周转率不如下游餐饮企业



资料来源：公司公告，中银证券

图表 59.安井食品负债水平较高

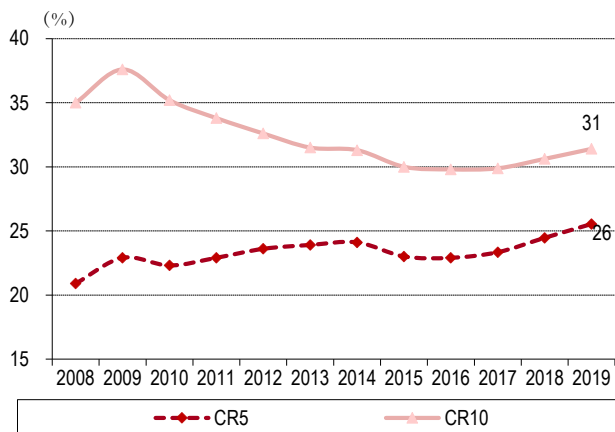


资料来源：公司公告，中银证券

产品结构丰富可为客户带来全套解决方案

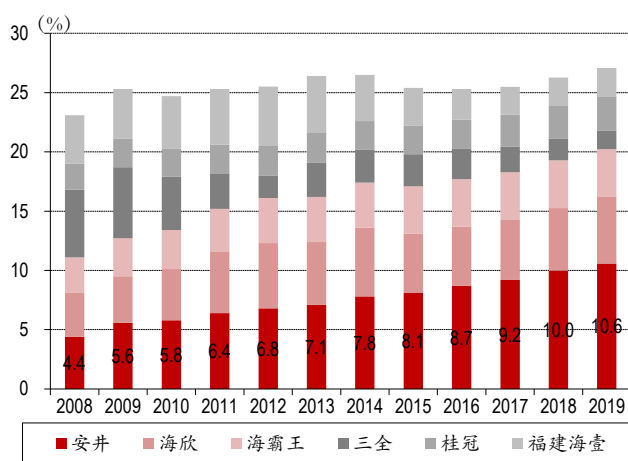
行业已进入整合后期，安井、海欣等龙头企业具有市场份额领先优势。安井在近十年迅速扩张，市场份额从2009年的4.4%持续提升至2019年10.6%，目前处于绝对领先地位。复盘中国速冻鱼糜发展，2014-2016年行业内掀起价格战，安井凭借规模优势，通过年平均下降5%-7%左右价格，持续三年降价，2017年市场份额是第二名海欣的一倍左右。行业内小公司，由于盈利差缓冲小，在遭遇成本变动、产品降价、客户被抢等多重压力下，退出市场。我们认为未来行业将向着有序发展，一超多强的市场格局初步显现，集中度会进一步提升。

图表 60. 中国速冻鱼糜集中度提升



资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 61. 速冻鱼糜市场份额变化



资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 62. 2014-2016 年安井通过价格战抢占市场

	2014	2015	2016	2017
速冻鱼糜单价(万元/吨)	1.28	1.17	1.10	1.10
yoy (%)	(4.5)	(8.6)	(6.3)	0.4
速冻肉制品单价(万元/吨)	1.32	1.19	1.12	1.16
yoy (%)	(11.4)	(9.8)	(6.2)	3.9
速冻菜肴单价(万元/吨)	0.83	0.74	0.70	0.73
yoy (%)	(10.8)	(10.8)	(4.8)	3.2
速冻米面单价(万元/吨)	0.87	0.86	0.85	0.90
yoy (%)	0.0	(1.1)	(0.9)	5.3
整体单价(万元/吨)	1.13	1.05	0.99	1.02
yoy (%)	(4.7)	(7.6)	(5.4)	2.7

资料来源：公司公告，中银证券

安井产品结构全，为客户提供全方位解决方案，海欣食品收购百肴鲜布局速冻米面领域。安井以火锅料制品为主（1H20 占比 66%），速冻米面类为辅（占比 26%），今年新品推广侧重 C 端，同时侧重速冻米面的开发。今年公司经营策略调整为双轮驱动，新品推广 C 端占比更大，在原有锁鲜装基础上推出 2.0 系列，预计全年新增 5-10 款，并在广义大 C 端都做销售。品类齐全使得公司可以为经销商提供全套解决方案，增加客户粘性。海欣食品在 2020 年 8 月 19 日发布对外投资公告，拟合计出资 2196 万元，取得百肴鲜 61% 的股权，加码速冻米面制品，与 C 端渠道扩张相互促进；同时，多品类叠加协同效应显著，弥补产品结构单一缺陷。

图表 63. 安井产品品类

产品品类	代表产品	新品推广	对应渠道
速冻鱼糜制品	爆汁小鱼丸、Q鱼板、鱼豆腐等	丰富“锁鲜装”、	经销商、特通渠道
速冻肉制品	霞迷饺、撒尿肉丸、亲亲肠等	“三大丸”产品系列	经销商、特通渠道
速冻米面制品	手抓饼、牛奶馒头、核桃包、 红糖馒头、红糖发糕等	新品：馅饼，次新品： 桂花糕、红糖发糕、流 沙包、核桃包	经销商、商超
速冻菜肴制品	千夜豆腐、蛋饺等	新品：虾滑	经销商、特通渠道

资料来源：公司公告，中银证券

对于已经在广式速冻深耕的广州酒家，已经拥有得天独厚的“根据地市场”——广东粤式早茶场景，餐饮和食品制造均围绕此场景拓展，无论是收购陶陶居（餐饮+食品制造业务）还是即将投产的梅州工厂增加速冻产能，均符合企业竞争需要扩规模和丰富产品结构两大核心要素。

行业内公司对比

安井渠道结构以餐饮流通为主，布局较早优势显著；盈利能力显著高于同行水平。我们对比行业内公司盈利情况，由于2020上半年行业普遍盈利转好，个别数据如净利率、销售费用率等与往年差异较大，故用2019年年报做对比。截至2019年底，安井86%为流通渠道，且根据公司统计有60%流向餐饮B端，其他公司B端占比相对较低，餐饮渠道的早布局，使得安井优势显著。海欣以商超和流通渠道为主，18年以来加大对麻辣烫、火锅、串串香等全国性餐饮特通渠道的渗透，惠发近年来加大对餐饮类终端产品的市场开发，打造中央厨房和中央工厂，如16年以来与呷哺呷哺、中商惠民等下游渠道合作进行定制化生产。三全87%零售渠道，尽管毛利率高于安井9.4pct，但销售费用率过高，净利率仅有3.7%，低于安井3.4pct。

图表 64. 速冻食品企业渠道模式对比

	安井	海欣	惠发	三全
渠道构成比 (经销：商超：其他)	86:11:3	70:25:5	81:1:18	零售 86.9%，餐饮 13.1%
经销商数量	682	--	732	--
产量（万吨）	47.53	9.93	8.91	62.65
吨价（万元/吨）	1.08	1.34	1.10	0.96
毛利率（%）	25.76	28.97	17.67	35.17
销售费用率（%）	12.28	20.76	6.29	26.59
净利率（%）	7.09	0.49	0.41	3.66
特点	经销模式毛利低，主动让利渠道	毛利较高，渠道商毛利较低	低毛利率高低费用率	高毛利率高费用率

资料来源：公司公告，中银证券 注：1H20 行业内普遍盈利转好，个别数据如净利率、销售费用率等与往年差异较大，故用2019年数据对比

图表 65. 速冻食品企业对比

品牌	创立时间	注册地	收入规模 (2019 年)	主要产品
安井	2001 年	福建厦门	52.67 亿	火锅料制品(肉制品、鱼糜制品)、速冻面米制品
海欣	2005 年	福建福州	13.85 亿	火锅料制品
三全	2001 年	河南省郑州市	59.86 亿	汤圆、饺子、粽子和速冻面食
惠发	2005 年	山东诸城市	12.1 亿	丸、串、肠等速冻肉制品
海霸王	1975 年 (大陆总部在 1994 年成立)	中国台湾高雄 (台资)	10 亿左右 (火锅料部分)	米面制品、肉制品、鱼制品、罐头制品
海壹	1988 年	福建福清	3-5 亿	速冻料理食品
升隆	2004 年	福建漳州	5-8 亿	鱼糜制品、速冻预包装食品等
思念	1997 年	河南郑州	20-30 亿	速冻食品、冰淇淋、方便、预包装食品、蒸煮制品
湾仔码头	1977 年	中国香港	20 亿左右	汤圆、饺子、粽子和速冻面食
佳士博	2001 年	山东潍坊市	5-8 亿	丸、串、肠等速冻肉制品
四海	1977 年	中国香港	5-8 亿	火锅料制品

资料来源：公司公告，中银证券

重点推荐：海欣食品、广州酒家

综上，速冻行业处于高速发展期，疫情后下游需求爆发带动 C 端产品升级，B 端餐饮连锁化、消费场景化对火锅料行业发展起到拉动作用。同时，行业具有高经营杠杆、低周转特性，速冻食品企业如果要做强做大，重点应当放在规模扩张、运营效率和成本控制之上。此外，行业从同质低价竞争过渡到有序发展，具有市场份额领先优势的企业通过提供丰富的产品，为客户带来全方位解决方案，增强合作粘性。

据此，我们重点推荐海欣食品和广州酒家，他们先天禀赋良好，具有较强的品牌效应，拥有“鱼丸百年品牌”和“食在广州第一家”的美誉。通过积极扩展新产能和丰富产品结构来提升销售收入。海欣食品依托鱼糜制品优势，短期快速增加产能，通过规模效应解决产能不足&品类不全两大问题，依托渠道优势复制安井食品成功故事。广州酒家拥有先天品牌基础，公司短期看点月饼行情走强+速冻高增长+传统产品腊味支持，长期看点餐饮塑品牌、食品制造创规模，老品牌焕发新活力。

图表 66. 可比公司估值表

公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
安井食品	180.5	427.2	1.62	1.94	2.53	111.4	93.1	71.5
三全食品	34.5	275.7	0.27	0.57	0.59	127.8	60.8	58.4
广州酒家	34.42	139.1	0.95	1.09	1.44	36.2	31.5	24.0
海欣食品	8.98	43.2	0.01	0.18	0.23	632.4	50.0	39.0
惠发食品	20.93	35.2	0.04	-	-	523.3	-	-

资料来源：万得，中银证券

注：安井食品、广州酒家、海欣食品 EPS 为中银证券预测，其他可比公司 EPS 为万得一致预期，收盘价截止 2020 年 10 月 21 日

风险提示

原材料成本涨幅超预期。

龙头产能扩张不及预期。

行业竞争加剧等。

图表 67. 重点公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	市值 (亿)	股价 (元) 2020/10/21	EPS			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600887.SH	伊利股份	2,546	41.9	1.14	1.05	1.37	36.7	39.7	30.5	买入
002557.SZ	洽洽食品	317	62.6	1.19	1.46	1.78	52.6	42.8	35.2	买入
600872.SH	中炬高新	543	68.1	0.90	1.05	1.32	75.6	64.6	51.8	买入
603288.SH	海天味业	5,469	168.8	1.65	1.90	2.31	102.2	88.7	73.1	增持
603027.SH	千禾味业	281	42.2	0.30	0.41	0.53	141.7	103.5	79.8	未有评级
600305.SH	恒顺醋业	225	22.4	0.32	0.35	0.40	69.3	63.9	56.0	增持
000895.SZ	双汇发展	1,752	50.6	1.57	1.72	1.85	32.2	29.5	27.3	增持
603345.SH	安井食品	498	180.5	1.58	1.94	2.53	114.4	93.1	71.5	增持
603043.SH	广州酒家	139	34.4	0.95	1.09	1.44	36.2	31.5	24.0	买入
002702.SZ	海欣食品	43	9.0	0.01	0.18	0.23	631.2	50.0	39.0	买入

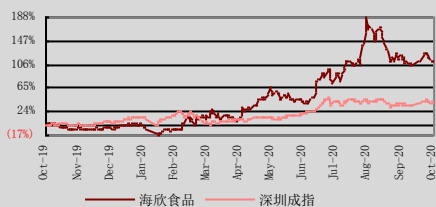
资料来源：万得，中银证券

注：未有评级的千禾味业EPS为万得一致预期，其余均为中银预测。

002702.SZ
买入

市场价格：人民币 8.98

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	108.1	(6.0)	9.5	108.1
相对深证成指	81.5	(8.4)	10.0	67.1

发行股数(百万)	481
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	4,317
3个月日均交易额(人民币 百万)	270
净负债比率(%) (2020E)	(6)
主要股东(%)	
滕用雄	19

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2020年10月21日收市价为标准

 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: 食品加工

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

海欣食品

扩张与改革落地，品类协同效应加快

速冻龙头企业发挥渠道优势，海欣食品首次覆盖。

支撑评级的要点

- **百年鱼丸龙头企业，拥有鱼极、海欣精品、海欣三大品牌，围绕正餐和火锅场景发展品类。**海欣食品主要从事速冻鱼肉制品与速冻肉制品和常温鱼肉制品和肉制品的生产和销售。14年收购中国台湾品牌“鱼极”，在高端速冻鱼糜领域布局深入。公司C端布局多年，今年上半年公司受益疫情，高端产品销售超预期，其中高端产品占比+9pct，对利润正向贡献大。
- **公司股权较为集中，成立员工激励平台完善激励机制。**海欣食品是一家典型的家族型企业，由滕用雄、滕用庄、滕用严、滕用伟4人实际控制，合计持有公司总股本的44.91%，股权集中。公司于2020年8月出资1,830万元收购百肴鲜61%的股权，并将百肴鲜10%的股权对应转让价格360万元转让给员工激励平台，完善激励机制。
- **扩张与改革接连落地，叠加品类协同效应加快，公司值得期待。**百肴鲜产品种类丰富，渠道、供应链成熟，与公司形成优势互补。增资标的公司二期建设项目，增加速冻米面制品产能，为客户提供全方位解决方案。
- **公司通过增加班次+租赁轻资产+长期建厂方式提升产能，对销量增长形成支撑。**公司依托鱼糜制品优势，短期快速增加产能，通过规模效应解决产能不足&品类不全两大问题，依托渠道优势复制安井食品成功故事。

估值

- 我们预测海欣食品20-22年EPS为0.18、0.23、0.30元，同比+1162%、28%、31%。首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料成本涨幅超预期，管理层减持风险，产能扩张不及预期，行业竞争加剧。

投资摘要

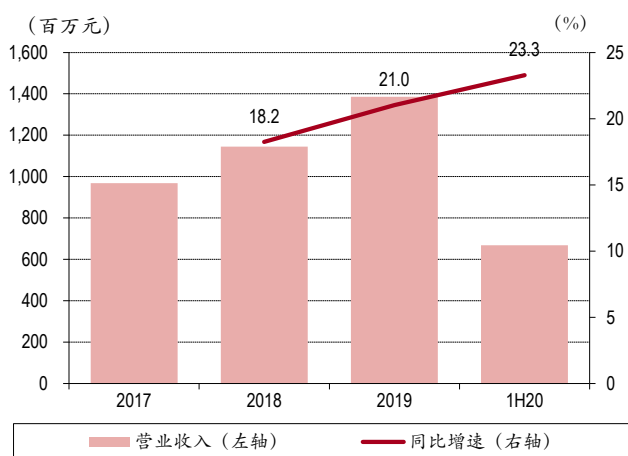
年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,145	1,385	1,721	2,182	2,812
变动(%)	18	21	24	27	29
净利润(人民币 百万)	35	7	86	111	145
全面摊薄每股收益(人民币)	0.073	0.014	0.180	0.230	0.302
变动(%)	(227.9)	(80.4)	1,162.2	28.3	30.9
全面摊薄市盈率(倍)	123.7	631.2	50.0	39.0	29.8
价格/每股现金流量(倍)	138.7	19.8	98.0	55.8	45.9
每股现金流量(人民币)	0.06	0.45	0.09	0.16	0.20
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.2	64.9	43.7	31.8	23.0
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.054	0.069	0.090
股息率(%)	n.a.	0.6	0.6	0.8	1.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

百年鱼丸龙头企业，围绕正餐和火锅场景多品类发展

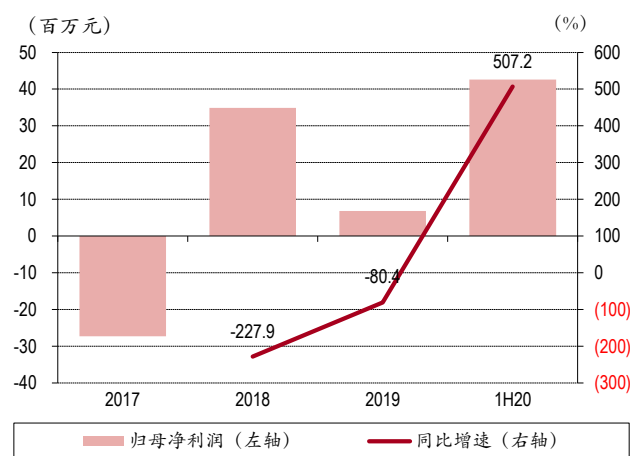
海欣食品是一家具有百年历史传承的国家农业产业化重点龙头企业，主要从事速冻鱼肉制品与速冻肉制品和常温鱼肉制品和肉制品的生产和销售。14年收购中国台湾品牌“鱼极”，在高端速冻鱼糜领域布局深入。速冻产品以速冻鱼糜制品系列产品为核心，兼顾速冻肉制品等其他速冻食品，主要包括鱼丸、肉丸、芝士丸、龙虾球、鳕鱼豆腐等。常温休闲产品包括蟹柳、鱼豆腐、速食关东煮等。从销售收入来看，公司自18年开始收入保持较高速增长，1H20实现收入5.6亿，+25%。利润端波动较大，19年由于对长期股权投资进行计提减值准备，影响2000万左右的利润；今年上半年公司受益疫情，高端产品销售超预期，其中高端产品占比+9pct，对利润正向贡献大。

图表 68. 2017-1H20 营业收入及同比增速



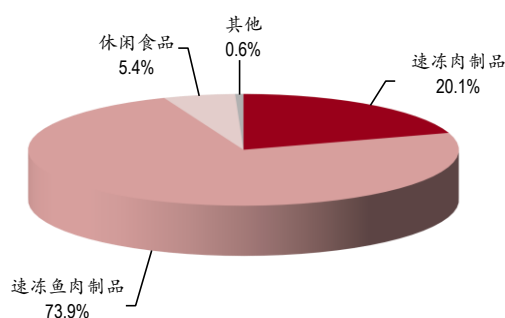
资料来源：公司公告，中银证券

图表 69. 2017-1H20 归母净利润及同比增速



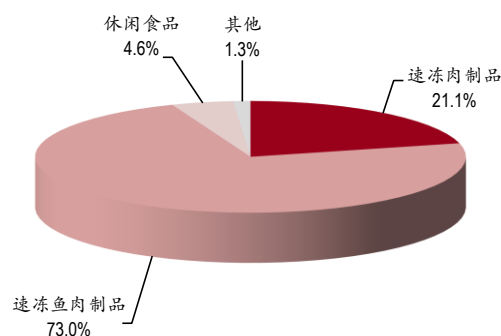
资料来源：公司公告，中银证券

图表 70. 主营业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 71. 主营业务毛利润占比

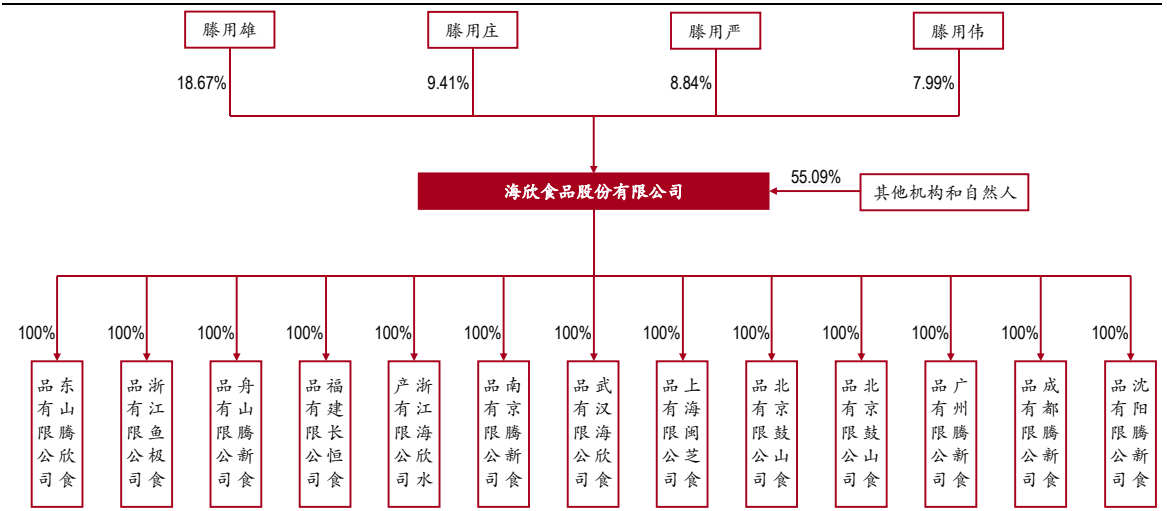


资料来源：公司公告，中银证券

公司股权集中，成立员工激励平台完善激励机制

滕氏兄弟 4 人为公司实际控制人，合计持有公司总股本的 44.91%，股权较为集中。海欣食品是一家典型的家族型企业，由滕用雄、滕用庄、滕用严、滕用伟 4 人实际控制，旗下有多家子公司。目前，滕用庄为董事长，滕用严任总经理，管理公司工作。

图表 72. 海欣食品股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

收购百肴鲜预留 10% 股权成立员工激励平台，完善公司激励机制。公司于 2020 年 8 月出资 1,830 万元收购百肴鲜 61% 的股权，并将百肴鲜 10% 的股权对应转让价格 360 万元转让给员工激励平台。此次员工激励平台，由公司核心管理人员及技术人员等成立合伙企业，该合伙企业具体合伙人名单和份额将由百肴鲜公司股东会审议决定。借助员工激励平台，完善了目前激励不足的状况，提高管理层积极性和主观能动性，提升管理经营效率。

扩张与改革接连落地，叠加品类协同效应加快，公司值得期待

百肴鲜聚焦中高端面点，品类与公司业务协同性高

百肴鲜产品种类丰富，渠道、供应链成熟，与公司形成优势互补。百肴鲜主要产品包括蛋黄烧麦、流沙包、四方包、红糖馒头等，现有创始团队、业务和技术、渠道和供应链建设、制造研发等各方面均较为成熟，海欣选择投资百肴鲜开拓速冻米面市场，补充和丰富产品品类，有利于公司更好满足客户需求，开拓销售渠道，扩大销售规模。同时，百肴鲜现有渠道以便利渠道和餐饮特通渠道为主，也是海欣重点开拓方向。

公司通过增加班次+租赁轻资产+长期建厂方式提升产能，对销量增长形成支撑

公司全国共有 4 个生产基地（一个原材料鱼浆基地，另外三个产成品基地），此外还有连江和马尾两个基地在筹建中，通过增加班次、租赁轻资产和长期建厂方式提升产能，以满足销售端的快速增长，解决短期紧缺问题。目前生产仍以速冻鱼糜为主，百肴鲜可迅速补充速冻米面产能。综上，受益下游需求爆发，龙头企业跑马圈地时代到来，海欣食品扩张与改革接连落地，叠加品类协同效应加快，公司值得期待。

图表 73. 海欣食品产能汇总（万吨/年）

	产能	产品种类
漳州东山	5 万吨（200 亩）	各品类均有（包括鱼极）
福州金山	3.4 吨，部分产能转移到东山（50 亩，已经满产），年度规划 4 万吨	各类鱼丸
舟山腾新	原料加工基地，公司 50% 鱼浆来自舟山，另规划 50 亩地	原料
浙江嘉兴	6000 吨	鱼极
连江	规划 10 万吨，分两期建设	
马尾（租赁）	1.5 万吨，10 月投产	

资料来源：公司公告，中银证券

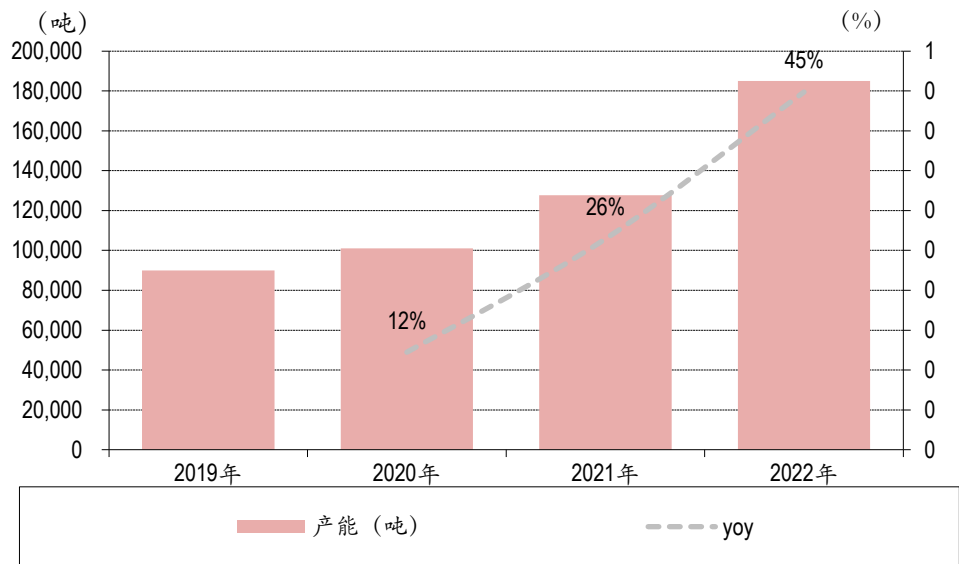
盈利预测和投资评级

关键假设

基于前文的分析，我们对海欣食品未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入以火锅料制品以及休闲为主，其他业务按照 19 年情况估算保持不变。
- 2、火锅料制品和休闲食品产能扩张以公司已披露信息匡算。公司连江和马尾工厂在 2021 年和 2022 年迎来密集投放期，根据公司公告，2021 年产能+26%，2022 年+45%；根据 2019 年数据，公司产能利用率 110%，产销率 104%；2020-2021 年产能利用率分别按 110%和 105%匡算，总产销率 104%和 100%。

图表 74. 海欣食品产能迎来密集投放



资料来源：公司公告，中银证券

- 3、2019 年由于原材料价格上涨公司已进行提价，目前上游原材料价格稳定，我们预计 2020-2022 年市场逐步稳定，产品平均单价随物价上涨。毛利率随产品结构调整和规模效应增大相应增加。
- 4、上半年受益疫情产品供不应求，费用投放较少，我们判断下半年环比加大销售费用，但整体费用率同比 19 年大幅下降，2020 年销售费用率为 14.8%；随着销售规模快速扩大，21-22 年销售费用率小幅下降，分别为 14.2%和 13.8%。管理费用率 20 年保持不变 4.7%，21-22 年小幅下降分别为 4.5%和 4.3%。研发费用率和财务费用率均保持不变。
- 5、公司所得税率不变，维持 2019 年 32.19%。

图表 75. 海欣食品收入预测表

(亿元)		2018	2019	2020E	2021E	2022E
速冻肉制品	营业收入 (亿元)	2.25	2.78	3.21	3.79	4.55
	yoy (%)	20	24	15	18	20
	毛利率 (%)	34.4	29.9	22.9	23.0	23.2
速鱼肉制品	营业收入 (亿元)	8.55	10.23	12.79	16.37	21.29
	yoy (%)	51	20	25	28	30
	毛利率 (%)	33.4	29.2	25.8	26.0	26.5
休闲食品	营业收入 (亿元)	0.58	0.75	1.12	1.57	2.20
	yoy (%)	(33)	29	50	40	40
	毛利率 (%)	20.5	14.7	18.0	18.5	19.0
合计 (内生增长)	营业总收入 (亿元)	11.45	13.85	17.21	21.82	28.12
	yoy (%)	18	21	24	27	29
	毛利率 (%)	33	29	25	25	26

资料来源: 万得, 中银证券

相对估值和投资评级

我们从 A 股食品饮料行业速冻公司中选取另外 4 家公司进行估值对比, 2020 年 PE 中位值为 60.8x, 2021 年为 58.4x, 海欣食品均低于行业中位值。

图表 76. 可比公司估值表

公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
海欣食品	8.98	43.2	0.01	0.18	0.23	632.4	50.0	39.0
安井食品	180.5	427.2	1.62	1.94	2.53	111.4	93.1	71.5
三全食品	34.5	275.7	0.27	0.57	0.59	127.8	60.8	58.4
广州酒家	34.42	139.1	0.95	1.09	1.44	36.2	31.5	24.0
惠发食品	20.93	35.2	0.04	-	-	523.3	-	-

资料来源: 万得, 中银证券

注: 安井食品、广州酒家、海欣食品 EPS 为中银证券预测, 其他可比公司 EPS 为万得一致预期, 收盘价截止 2020 年 10 月 21 日

我们预测海欣食品 2020-2022 年收入分别达到 17 亿、22 亿、28 亿, 同比增长 24%、27%、29%。对应净利润 0.9 亿、1.1 亿、1.5 亿, 增速+1162%、28%、31%。首次覆盖给予 **买入** 评级。

风险提示

原材料成本涨幅超预期, 管理层减持风险, 产能扩张不及预期, 行业竞争加剧。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,145	1,385	1,721	2,182	2,812
销售成本	(777)	(996)	(1,304)	(1,651)	(2,116)
经营费用	(295)	(324)	(320)	(397)	(510)
息税折旧前利润	73	65	98	135	186
折旧及摊销	32	9	14	15	15
经营利润(息税前利润)	41	57	84	120	170
净利息收入/(费用)	0	0	0	0	0
其他收益/(损失)	15	8	8	8	8
税前利润	42	9	126	162	213
所得税	(7)	(3)	(41)	(53)	(69)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	35	7	86	111	145
核心净利润	35	7	86	111	145
每股收益(人民币)	0.073	0.014	0.180	0.230	0.302
核心每股收益(人民币)	0.073	0.014	0.180	0.230	0.302
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.054	0.069	0.090
收入增长(%)	18	21	24	27	29
息税前利润增长(%)	(202)	37	48	43	42
息税折旧前利润增长(%)	(409)	(11)	49	38	38
每股收益增长(%)	(228)	(80)	1,162	28	31
核心每股收益增长(%)	(228)	(80)	1,162	28	31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	336	243	234	241	250
应收帐款	165	205	254	323	416
库存	235	295	386	488	626
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	737	742	875	1,052	1,292
固定资产	306	296	365	416	468
无形资产	17	72	69	65	61
其他长期资产	95	86	67	48	30
长期资产总计	417	454	501	529	559
总资产	1,154	1,196	1,375	1,581	1,851
应付帐款	229	286	374	474	607
短期债务	34	31	44	47	46
其他流动负债	82	89	109	137	175
流动负债总计	346	406	527	658	828
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	2	(1)	(3)	(6)
股本	481	481	481	481	481
储备	324	308	368	446	547
股东权益	804	788	849	926	1,028
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,154	1,196	1,375	1,581	1,851
每股帐面价值(人民币)	1.67	1.64	1.77	1.93	2.14
每股有形资产(人民币)	1.64	1.49	1.62	1.79	2.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.12)	(0.15)	(0.10)	(0.09)	(0.10)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	42	9	126	162	213
折旧与摊销	32	9	14	15	15
净利息费用	(0)	(0)	0	0	0
运营资本变动	(9)	(40)	(50)	(68)	(93)
税金	(7)	(2)	(40)	(51)	(68)
其他经营现金流	(26)	243	(6)	20	27
经营活动产生的现金流	31	219	44	77	94
购买固定资产净值	(27)	(47)	(47)	(47)	(47)
投资减少/增加	10	16	6	6	6
其他投资现金流	18	(134)	(4)	(7)	(9)
投资活动产生的现金流	1	(164)	(44)	(47)	(49)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(18)	7	12	3	(1)
支付股息	0	(24)	(26)	(33)	(44)
其他融资现金流	0	(24)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(18)	(41)	(14)	(30)	(45)
现金变动	14	13	(14)	0	0
期初现金	78	92	105	92	92
公司自由现金流	32	54	0	30	45
权益自由现金流	14	61	12	33	44

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

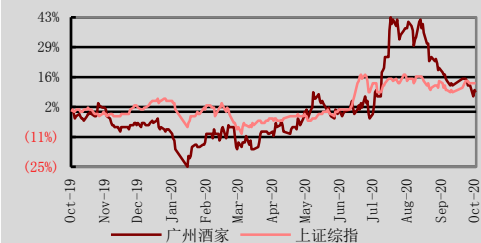
年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.4	4.7	5.7	6.2	6.6
息税前利润率(%)	3.6	4.1	4.9	5.5	6.1
税前利润率(%)	3.6	0.6	7.3	7.4	7.6
净利率(%)	3.0	0.5	5.0	5.1	5.2
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.8	1.7	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(7.2)	(9.3)	(5.6)	(4.8)	(4.5)
速动比率(倍)	1.5	1.1	0.9	0.9	0.8
估值					
市盈率(倍)	123.7	631.2	50.0	39.0	29.8
核心业务市盈率(倍)	123.7	631.2	50.0	39.0	29.8
市净率(倍)	5.4	5.5	5.1	4.7	4.2
价格/现金流(倍)	138.7	19.8	98.0	55.8	45.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.2	64.9	43.7	31.8	23.0
周转率					
存货周转天数	70.3	69.8	72.1	73.1	72.3
应收帐款周转天数	51.1	48.7	48.7	48.3	47.9
应付帐款周转天数	69.0	67.9	70.0	70.9	70.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	351.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	4.4	0.9	10.5	12.5	14.8
资产收益率(%)	3.1	3.1	4.4	5.5	6.7
已运用资本收益率(%)	5.1	6.9	9.8	12.9	16.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

603043.SH
买入

市场价格：人民币 34.42

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.5	(7.6)	5.0	8.6
相对上证指数	5.7	(7.8)	4.9	(4.5)

发行股数(百万)	404
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	13,906
3个月日均交易额(人民币 百万)	214
净负债比率(%) (2020E)	(53)
主要股东(%)	
广州市人民政府国有资产监督管理委员会	68

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2020年10月21日收市价为标准

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: 食品加工
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

广州酒家

“食品+餐饮”协同发展，老品牌焕发新活力

老字号企业迎来发展机遇，广州酒家首次覆盖报告。

支撑评级的要点

- **中华老字号企业，“食品+餐饮”协同发展。**公司始创于1935年，经过多年的“食品+餐饮”双轮驱动协同发展已成为深具岭南特色的大型集团，享有“食在广州第一家”的美誉。公司收入、利润均以食品制造为主，月饼具有季节性，上半年疫情对餐饮影响较大。
- **收购陶陶居，确立三大品牌，继续聚焦“食品+餐饮”主业；公司拟通过陶陶居引进战略投资者，有望实现国企混改。**对陶陶居收购的完成利于公司继续聚焦“食品+餐饮”主业，落实食品和餐饮两大主板块多品牌、差异化拓展。2020年10月15日公告，公司拟通过对全资子公司陶陶居以增资扩股方式引入战略投资者，预计增资不低于2.25亿元，完成增资扩股后，公司在陶陶居公司的持股比例为55%，战略投资者在陶陶居公司的持股比例为45%。我们判断此次引入战略投资者，有望实现国企混改。同时，公司三大品牌确立：广州酒家传统老字号、陶陶居年轻化、粮丰园差异化，共同打造餐饮板块谋发展。
- **短期看月饼爆发+速冻高增长+腊味支持，长期看“食品+餐饮”协同发展。**今年国庆、中秋双节联过，上半年压抑的礼赠需求有望爆发，同时，经销商在疫情期更加谨慎，选择抗风险能力强的“大品牌”，我们判断今年月饼有望实现高速增长。速冻梅州基地将于今年底落成投产，建成全部投产后，将贡献2.4万吨的产能，比现有速冻产能增长接近1倍，速冻产能将对销售增长形成有力支撑。长期：“食品+餐饮”协同发展，老品牌焕发新活力。

估值

- 我们预测广州酒家20-22年EPS为1.09、1.44、1.77元，同比+15%、31%、23%。首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 员工激励机制有待加强；食品安全风险；项目达产不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	2,537	3,029	3,384	4,284	5,258
变动(%)	16	19	12	27	23
净利润(人民币 百万)	384	384	441	580	716
全面摊薄每股收益(人民币)	0.950	0.951	1.092	1.436	1.772
变动(%)	12.8	0.1	14.9	31.4	23.4
全面摊薄市盈率(倍)	36.2	36.2	31.5	24.0	19.4
价格/每股现金流量(倍)	60.7	30.7	22.4	17.4	14.5
每股现金流量(人民币)	0.57	1.12	1.54	1.97	2.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	23.4	21.1	15.9	12.6
每股股息(人民币)	0.400	0.300	0.345	0.453	0.559
股息率(%)	1.2	0.9	1.0	1.3	1.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

中华老字号企业，“食品+餐饮”协同发展

公司始创于1935年，经过多年的“食品+餐饮”双轮驱动协同发展已成为深具岭南特色的大型集团，享有“食在广州第一家”的美誉。

(1) 食品制造业务：以“广州酒家”、“陶陶居”、“利口福”、“秋之风”、“粮丰园”等多个品牌为依托，从事月饼系列产品、速冻食品、腊味、饼酥、西点等品类的研发、生产与销售，已在广东广州、梅州、茂名及湖南湘潭等地设立食品生产基地，通过跨区域产能联动，推动市场以粤港澳大湾区为据点向华中以及华东等地区辐射延伸。

(2) 餐饮服务业务：立足于经典粤菜文化精髓的基础上，通过研发和创新，将传统技艺与现代烹饪技术相糅合，推出多元化的菜品满足市场需求。公司所属餐饮品牌“广州酒家”、“陶陶居”、“天极品”、“星樾城”在市场中享有较高知名度，深受消费者喜爱。截至目前，拥有餐饮直营店18家。

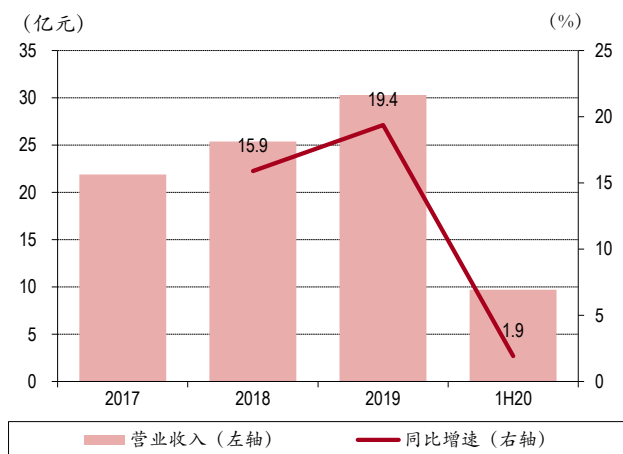
图表 77. 广州酒家品牌



资料来源：广州酒家官网，中银证券

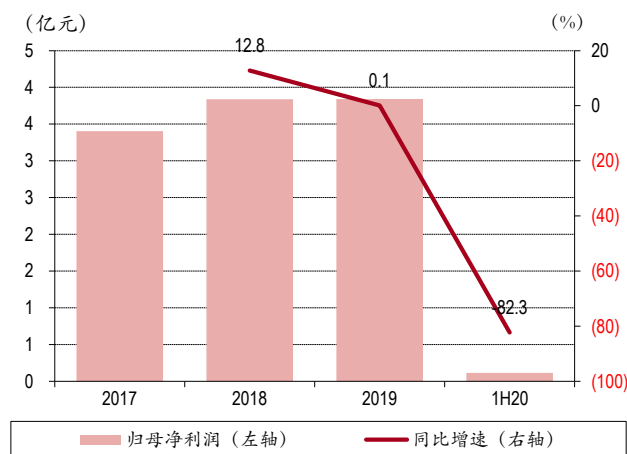
公司收入、利润均以食品制造为主，月饼具有季节性，上半年疫情对餐饮影响较大。从收入构成来看，公司食品制造占比80%左右，餐饮占20%；食品制造中，以月饼为主，占总收入比例的40%，速冻占比19%，其他占22%。从利润构成来看，月饼由于毛利率较高贡献了接近一半的利润，速冻、其他产品、餐饮分别占13%、27%、13%。年初的疫情对公司餐饮业务影响较大，上半年餐饮下滑50%，但速冻增长64%，对收入大幅贡献。

图表 78. 2017-1H20 营业收入及同比增速



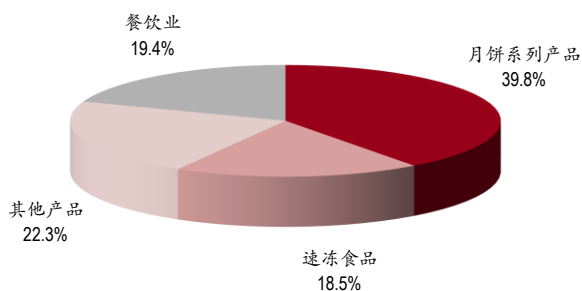
资料来源：公司公告，中银证券

图表 79. 2017-1H20 归母净利润及同比增速



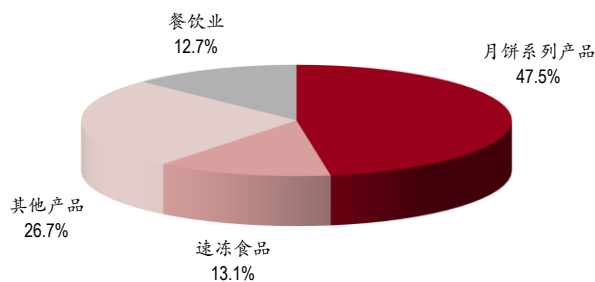
资料来源：公司公告，中银证券

图表 80. 主营业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

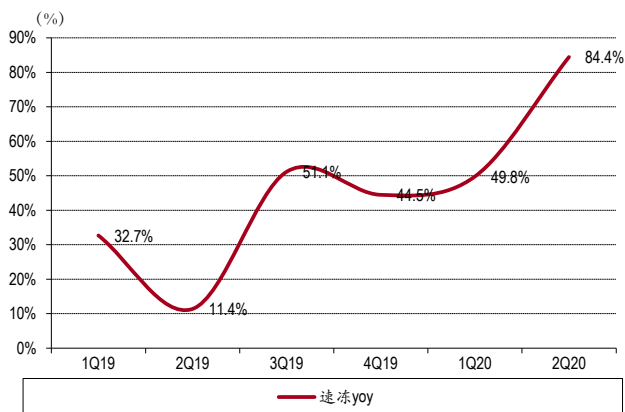
图表 81. 主营业务毛利润占比



资料来源：公司公告，中银证券

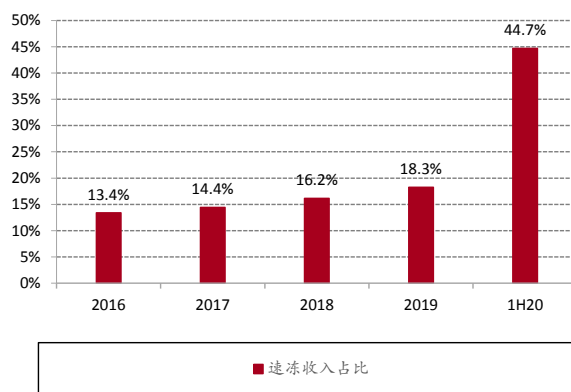
速冻是公司近年培育板块，专注“广式速冻”的研发和生产，实质上是广州酒家餐饮的延伸，主要在超市和公司直营门店售卖，自 19 年起（除 2Q19 外）维持超过 30% 以上的速增长。其出厂价高于其他速冻企业（是三全的 2 倍），具有产品、品牌的壁垒。

图表 82. 速冻产品收入高速增长



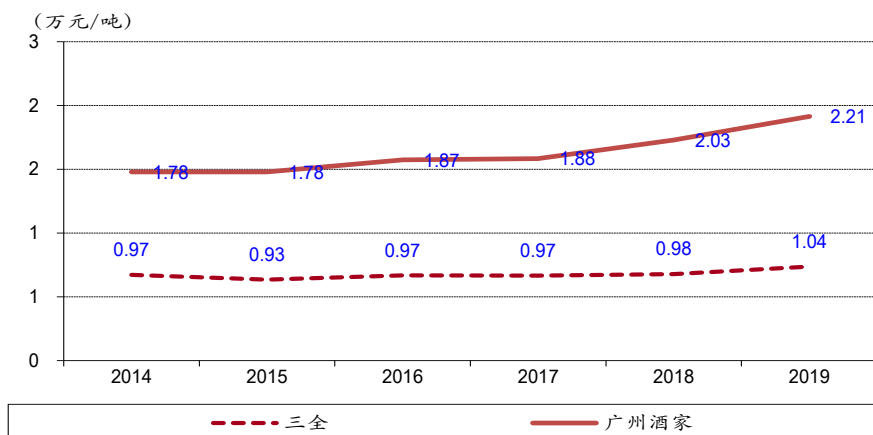
资料来源：公司公告，中银证券

图表 83. 速冻业务占比不断提升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 84. 广州酒家速冻出厂价格是三全的 2 倍

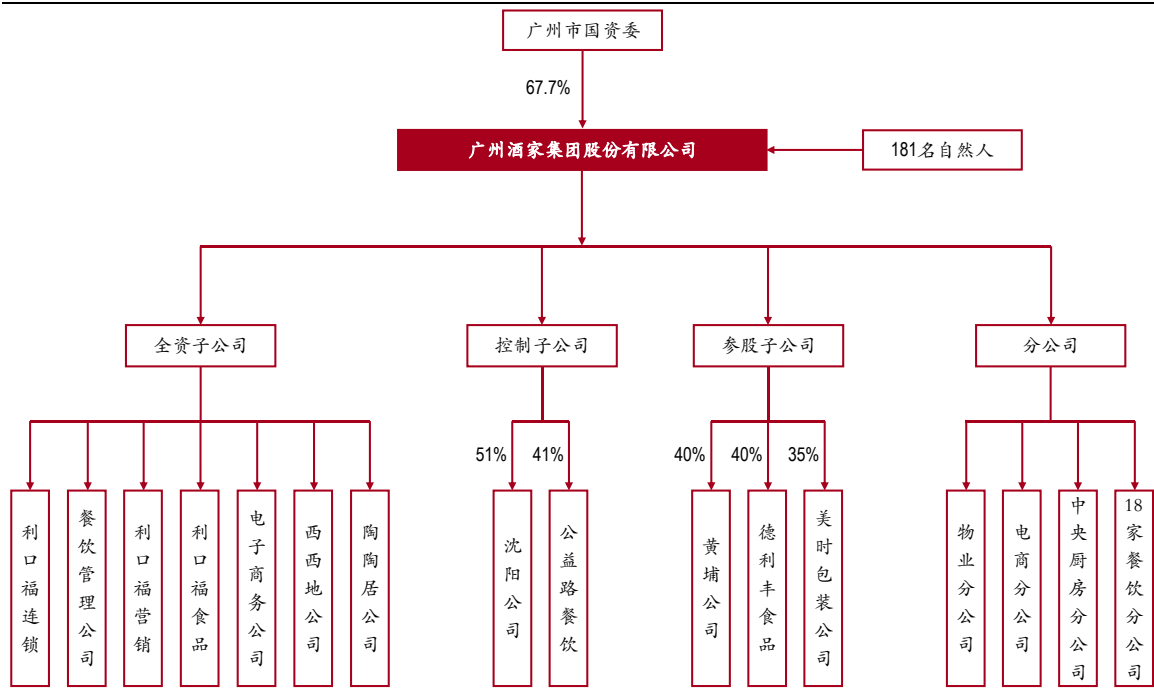


资料来源：公司公告，中银证券

广州市国资委控股，公司核心人员股权绑定

广州市国资委控股，181名自然人股东持股，公司核心人员股权绑定。公司2005年由广州市国资委和181名自然人发起设立。2018年公司推出股权激励计划，股票期权的行权条件为：2019年至2021年公司各年度实现的营业收入和扣非归母净利润环比增长率均不低于（含）10%，19年利润未达到激励目标，20年初更换总理由赵利平担任，后续不排除新激励计划的可能。

图表 85. 广州酒家股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

聚焦“食品+餐饮”，有望通过陶陶居实现国企混改

2019年7月29日，公司与广州国有资产管理集团有限公司签订了《股权转让协议书》，公司以自有资金人民币1.998亿元收购陶陶居100%股权。

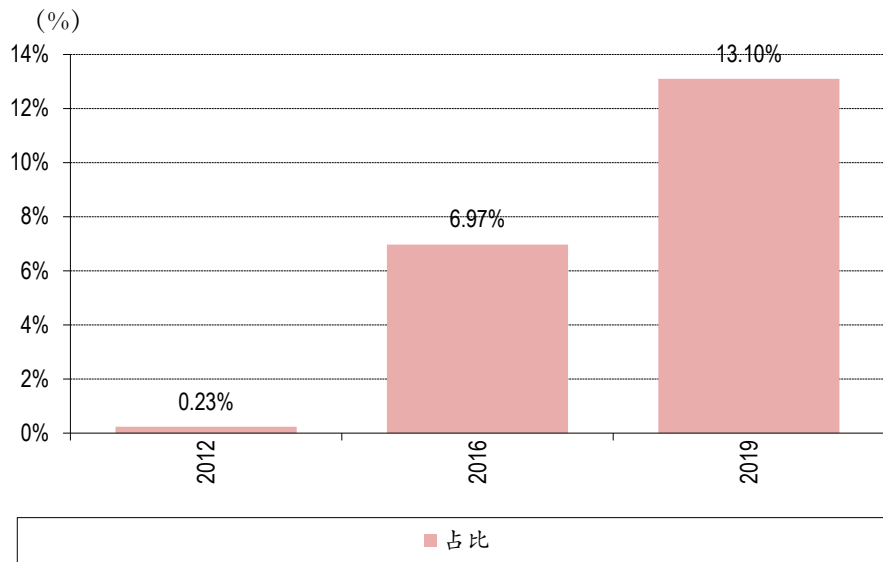
对陶陶居收购的完成利于公司继续聚焦“食品+餐饮”主业，落实食品和餐饮两大主业板块多品牌、差异化拓展，以进一步完善产业布局。在此次收购前，陶陶居公司在月饼和手信产品上已具备一定市场的基础，餐饮业务也具有较好的发展势头和空间，作为另一大老字号品牌，其品牌力和渠道和公司产生协同效应，形成优势互补。利于增强公司市场竞争力和提升公司效益，促进公司可持续发展，为股东带来长期、稳定及丰厚的回报。同时，公司三大品牌确立：广州酒家传统老字号、陶陶居年轻化、粮丰园差异化，共同打造餐饮板块谋发展。

2020年10月15日公告，公司拟通过对全资子公司陶陶居以增资扩股方式引入战略投资者，预计增资不低于2.25亿元，完成增资扩股后，公司在陶陶居公司的持股比例为55%，战略投资者在陶陶居公司的持股比例为45%。我们判断此次引入战略投资者，有望实现国企混改。

短期看月饼爆发+速冻高增长+腊味支持，长期看“食品+餐饮”协同发展

今年国庆、中秋双节联过，上半年压抑的礼赠需求有望爆发，同时，经销商在疫情期间更加谨慎，选择抗风险能力强的“大品牌”。公司跟阿里深度合作，线上基因足，品牌兼具年轻化，我们判断今年月饼有望实现高增长。据京东数据，截止9月15日，京东平台整体月饼销量同比19年超+125%；重点品牌如稻香村、美心、广州酒家销售均达到去年同期2倍以上。虽然公司线上主要渠道在天猫，但京东数据可判断今年线上爆发。公司凭借“老字号”品牌跟阿里系深度合作，线上年轻基因充足。2012年，电商初创时期，全年销售收入为302.71万元，占同期公司主营业务收入的0.23%。2016年，公司电商销售收入达1.3亿，占同期公司主营业务收入的6.97%。2019年公司线上收入4.0亿元，占比13.1%。

图表 86. 月饼线上占比



资料来源：公司公告，中银证券

短期：速冻梅州基地将于今年底落成投产，建成全部投产后，将贡献2.4万吨的产能，比现有速冻产能增长接近1倍，速冻产能将对销售增长形成有力支撑。

长期：“食品+餐饮”协同发展，老品牌焕发新活力。

图表 87. 食品制造产能汇总 (万吨/年)

万吨	产品	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IPO募投项目	月饼	0.03	0.06	0.12	0.18	0.22	0.22	0.22
	速冻	0.15	0.36	0.59	0.70	0.70	0.70	0.70
	腊味	0.06	0.10	0.15	0.18	0.20	0.20	0.20
	其他	0.15	0.40	0.77	1.25	1.43	1.43	1.43
	募投合计	0.40	0.92	1.64	2.31	2.55	2.55	2.55
梅州一期	速冻				1.44	1.92	2.40	2.40
湘潭一期	月饼			0.12	0.16	0.20	0.20	0.20
	馅料(蓉口)			0.36	0.48	0.60	0.60	0.60
	湘潭合计			0.48	0.64	0.80	0.80	0.80

资料来源：公司公告，中银证券

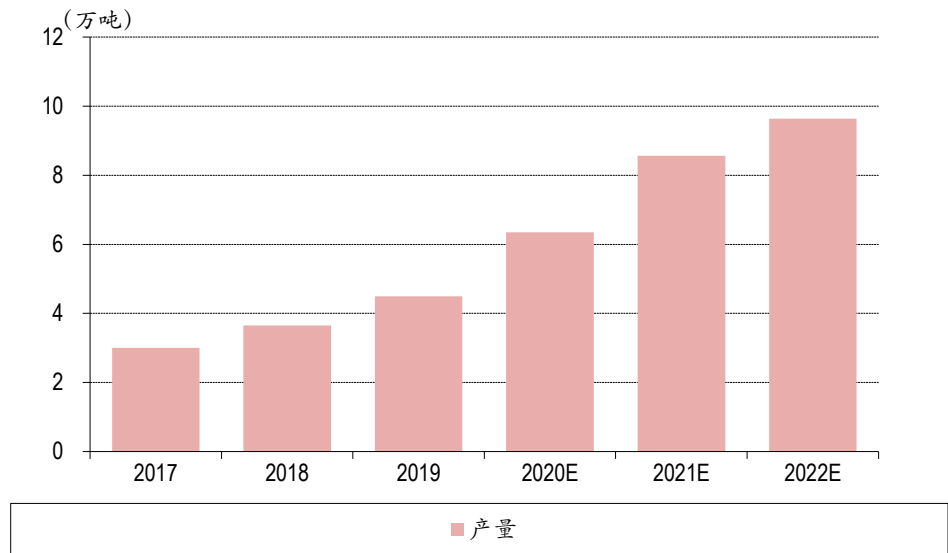
盈利预测和投资评级

关键假设

基于前文的分析，我们对广州酒家未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入分为食品制造和餐饮两个板块，其中食品制造包含月饼、速冻、腊味、蛋糕西点等，餐饮集中在广州和深圳。
- 2、食品制造业务的产能扩张以公司披露信息匡算，年产 2.4 万吨梅州项目计划于 20 年底逐步投产，速冻产能将增加一倍左右。湘潭一期自 19 年底开始投产，主要为月饼及馅料，20 年月饼新增产能由湘潭贡献。预计到 22 年，公司产量将达到 9.6 万吨。

图表 88. 广州酒家 20-22 年产量快速增加



资料来源：公司公告，中银证券

- 3、食品制造业务，上游原材料价格稳定，我们预计 2020-2022 年原材料对成本影响不大，产品平均单价随物价上涨。毛利率随产品结构调整和规模效应增大相应增加。
- 4、餐饮业务，今年受疫情影响较大，我们预计全年下滑 21%，21-22 年增长 20% 和 10%。
- 5、整体费用率均维持稳定，销售费用率 20-21 年分别为 25.6% 和 25%，管理费用率分别为 9.91%、9.20%，研发费用率和财务费用率保持不变。
- 6、公司所得税率不变，维持 2019 年 17.9%。

图表 89. 广州酒家收入预测表

(亿元)		2018	2019	2020E	2021E	2022E
食品制造业务	营业收入 (亿元)	19.09	23.26	28.17	36.08	45.14
	yoy (%)	18.6	21.8	21.1	28.1	25.1
	毛利率 (%)	51.5	49.3	48.7	47.9	48.1
餐饮业务	营业收入 (亿元)	6.01	6.67	5.27	6.32	6.95
	yoy (%)	7.5	10.9	(21.0)	20.0	10.0
	毛利率 (%)	62.7	62.6	61.0	62.6	63.0
合计 (内生增长)	营业总收入 (亿元)	25.37	30.29	33.84	42.84	52.58
	yoy (%)	15.9	19.4	11.7	26.6	22.7
	毛利率 (%)	54.7	52.8	51.1	50.5	50.5

资料来源：万得，中银证券

相对估值和投资评级

我们从A股食品饮料行业速冻公司中选取另外4家公司进行估值对比,2020年PE中位值为60.8x,2021年为58.4x,广州酒家均低于行业中位值。

图表 90.可比公司估值表

公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
广州酒家	34.42	139.1	0.95	1.09	1.44	36.2	31.5	24.0
安井食品	180.5	427.2	1.62	1.94	2.53	111.4	93.1	71.5
三全食品	34.5	275.7	0.27	0.57	0.59	127.8	60.8	58.4
海欣食品	8.98	43.2	0.01	0.18	0.23	632.4	50.0	39.0
惠发食品	20.93	35.2	0.04	-	-	523.3	-	-

资料来源: 万得, 中银证券

注: 安井食品、广州酒家、海欣食品EPS为中银证券预测, 其他可比公司EPS为万得一致预期, 收盘价截止2020年10月21日

我们预测广州酒家2020-2022年收入分别达到34亿、43亿、53亿, 同比增长12%、27%、23%。对应净利润4.4亿、5.8亿、7.2亿, 增速+15%、31%、23%。首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

员工激励机制有待加强; 食品安全风险; 项目达产不及预期。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	2,537	3,029	3,384	4,284	5,258
销售成本	(1,177)	(1,458)	(1,684)	(2,156)	(2,651)
经营费用	(859)	(1,032)	(1,103)	(1,350)	(1,653)
息税折旧前利润	501	539	597	778	954
折旧及摊销	33	47	99	115	131
经营利润 (息税前利润)	469	492	498	662	823
净利息收入/(费用)	23	26	18	22	27
其他收益/(损失)	17	7	7	7	7
税前利润	460	466	535	704	869
所得税	(81)	(84)	(96)	(126)	(156)
少数股东权益	1	1	1	1	1
净利润	384	384	441	580	716
核心净利润	384	384	441	580	716
每股收益 (人民币)	0.950	0.951	1.092	1.436	1.772
核心每股收益 (人民币)	0.950	0.951	1.092	1.436	1.772
每股股息 (人民币)	0.400	0.300	0.345	0.453	0.559
收入增长(%)	16	19	12	27	23
息税前利润增长(%)	21	5	1	33	24
息税折旧前利润增长(%)	20	8	11	30	23
每股收益增长(%)	13	0	15	31	23
核心每股收益增长(%)	13	0	15	31	23

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	460	466	535	704	869
折旧与摊销	33	47	99	115	131
净利息费用	(23)	(26)	(17)	(21)	(26)
运营资本变动	(7)	(63)	(18)	(45)	(48)
税金	(75)	(81)	(93)	(123)	(152)
其他经营现金流	(158)	110	115	167	183
经营活动产生的现金流	229	452	621	797	957
购买固定资产净值	(299)	(391)	(400)	(350)	(350)
投资减少/增加	6	337	6	6	6
其他投资现金流	291	(124)	(42)	(61)	(75)
投资活动产生的现金流	(1)	(179)	(436)	(405)	(419)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(97)	22	1	0	0
支付股息	(162)	(121)	(139)	(183)	(226)
其他融资现金流	(162)	(121)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(420)	(220)	(139)	(183)	(226)
现金变动	(192)	53	47	210	312
期初现金	1,434	1,242	1,296	1,342	1,552
公司自由现金流	228	274	185	393	538
权益自由现金流	109	270	169	371	512

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,565	1,342	1,395	1,618	1,945
应收帐款	88	151	168	213	261
库存	164	233	270	345	425
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,817	1,726	1,833	2,177	2,632
固定资产	483	616	946	1,234	1,521
无形资产	95	146	138	131	124
其他长期资产	108	444	449	454	459
长期资产总计	686	1,206	1,533	1,819	2,104
总资产	2,503	2,932	3,366	3,996	4,736
应付帐款	145	213	247	316	388
短期债务	0	0	1	1	1
其他流动负债	331	437	498	625	765
流动负债总计	477	651	745	941	1,154
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	32	70	108	145	183
股本	404	404	404	404	404
储备	1,545	1,785	2,087	2,484	2,974
股东权益	1,949	2,189	2,491	2,888	3,378
少数股东权益	45	22	22	21	20
总负债及权益	2,503	2,932	3,366	3,996	4,736
每股帐面价值 (人民币)	4.83	5.42	6.17	7.15	8.36
每股有形资产 (人民币)	4.59	5.06	5.82	6.82	8.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.08)	(3.21)	(3.32)	(3.84)	(4.61)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.8	17.8	17.6	18.2	18.1
息税前利润率(%)	18.5	16.3	14.7	15.5	15.6
税前利润率(%)	18.1	15.4	15.8	16.4	16.5
净利率(%)	15.1	12.7	13.0	13.5	13.6
流动性					
流动比率(倍)	3.8	2.7	2.5	2.3	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(62.3)	(58.6)	(53.4)	(53.3)	(54.8)
速动比率(倍)	3.5	2.3	2.1	1.9	1.9
估值					
市盈率(倍)	36.2	36.2	31.5	24.0	19.4
核心业务市盈率(倍)	36.2	36.2	31.5	24.0	19.4
市净率(倍)	7.1	6.4	5.6	4.8	4.1
价格/现金流(倍)	60.7	30.7	22.4	17.4	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	23.4	21.1	15.9	12.6
周转率					
存货周转天数	21.2	24.0	27.1	26.2	26.7
应收帐款周转天数	12.1	14.4	17.2	16.2	16.5
应付帐款周转天数	19.3	21.6	24.8	24.0	24.4
回报率					
股息支付率(%)	42.1	31.6	31.6	31.6	31.6
净资产收益率(%)	21.0	18.6	18.9	21.6	22.8
资产收益率(%)	16.7	14.9	13.0	14.8	15.5
已运用资本收益率(%)	25.3	23.4	21.1	24.4	26.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 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 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公开发表。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