

餐饮产业链专题

标准化趋势下的餐饮产业链投资机会

薛缘 中信证券研究部食品饮料首席分析师

2020年10月28日

1. 万亿餐饮市场，品类需求丰富

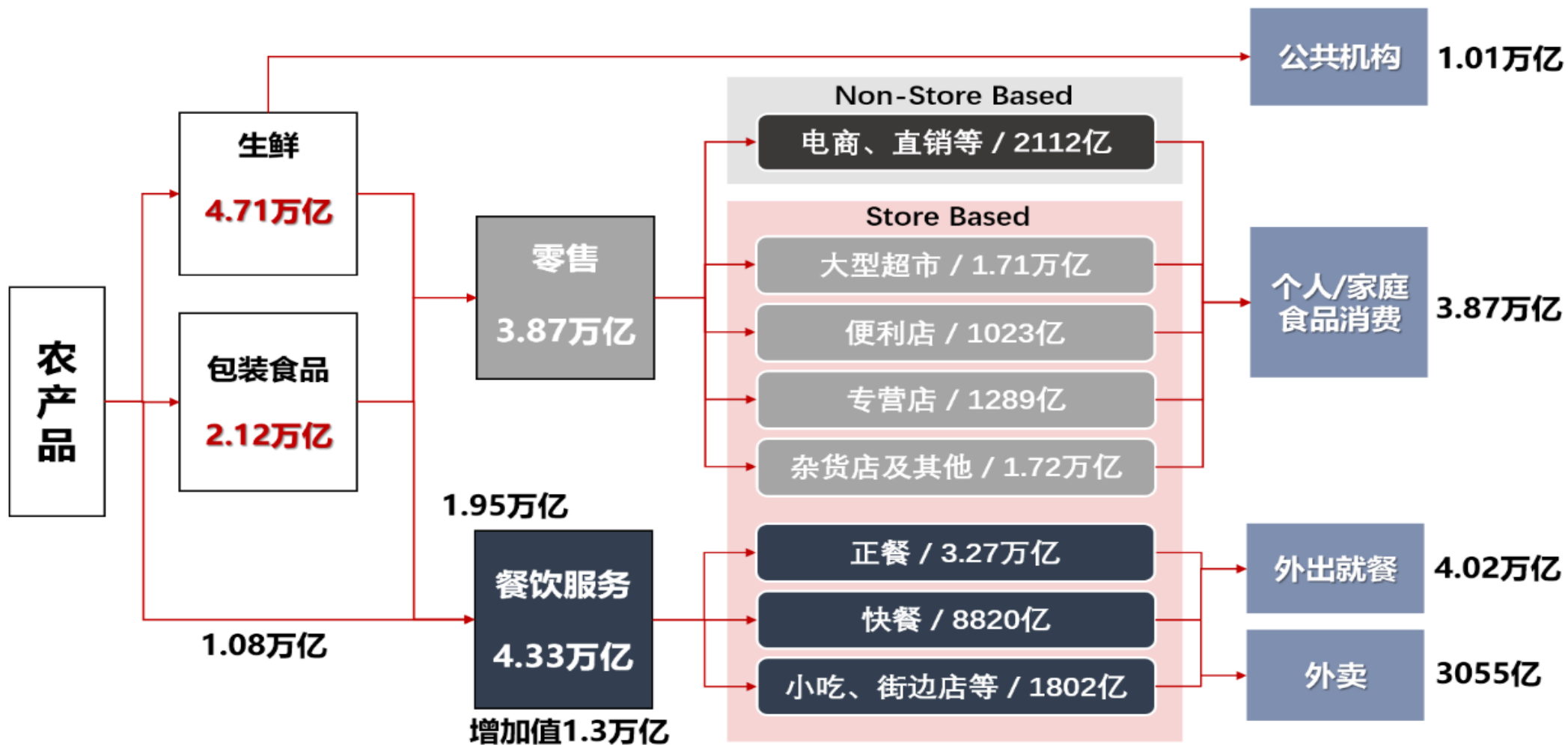
- 本文提及的“餐饮”为广义餐饮的概念，即包含外出就餐和食品消费在内的整体市场。结合欧睿2017年的数据统计，我们判断中国餐饮市场目前共约8.2万亿。其中，餐饮市场流通环节中，生鲜市场采购规模约4.71万亿、包装食品约2.12万亿，合计约6.83万亿。其中由成本加成后经电商及传统零售渠道流入C端家庭及个人食品消费收入规模约3.87万亿/+4.9%；餐饮服务业向上游直采规模约1.08万亿、向生鲜+包装食品供应商的采购规模约1.95万亿、餐饮业增加值约1.3万亿，最终按收入法计算的市场规模约4.3万亿/+5.2%（包含外出就餐4.02万亿、外卖约3055亿）。
- 餐饮食材需求丰富。按照美菜网的分类，餐饮食材需求包括蔬菜豆制品、时令水果、肉禽类、海鲜水产、蛋类、方便速食、加工调理、米面粮油、调料干货等多种品类。如果再进行归类可以分为生鲜类和包装食品两大类。

餐饮需求食材产品

蔬菜豆制品	时令水果	肉禽类	海鲜水产	蛋类	方便速食	加工调理	米面粮油	调料干货
根茎类	瓜类	品牌牛羊肉	鲜活/冰鲜	鲜蛋	香肠火腿	肉糜火锅料	大米	调味品
叶菜类	浆果类	整鸡	虾/虾制品	加工蛋	酱卤熟食	肉类调理	面粉	调味酱
葱姜类	苹果梨蕉	鸭肉类	贝壳蟹类		烘焙类	水产调理	食用油	调味汁
花果类	柑橘橙柚	其他禽类	水产干货		腌腊类	西式料理	杂粮	粉丝粉条
.....

资料来源：美菜网，中信证券研究部 注：未列入休闲酒饮、餐厨用品、厨房设备

2017年中国餐饮产业规模分布全景图（按收入法）



2. 餐饮标准化大势所趋，食品加工业率先受益

餐饮标准化大势所趋，食品加工业率先受益

- 看好餐饮标准化趋势下的上游食品加工制造行业的投资机会。以餐饮服务为核心，上游食品、下游渠道、底层供应链和运营系统支撑构成了整个餐饮产业链。未来餐饮标准化发展大势所趋：从餐饮渠道看，未来餐饮逐步向连锁化发展；从家庭渠道看，家庭方便速食需求持续提升。在此背景下，上游食品加工行业有望充分受益，相关细分品类包括调味品（尤其复合调味品）、速冻食品、卤制品、短保烘焙、米面粮油、肉制品等。

餐饮产业链逻辑下，食品饮料行业相关板块及上市公司

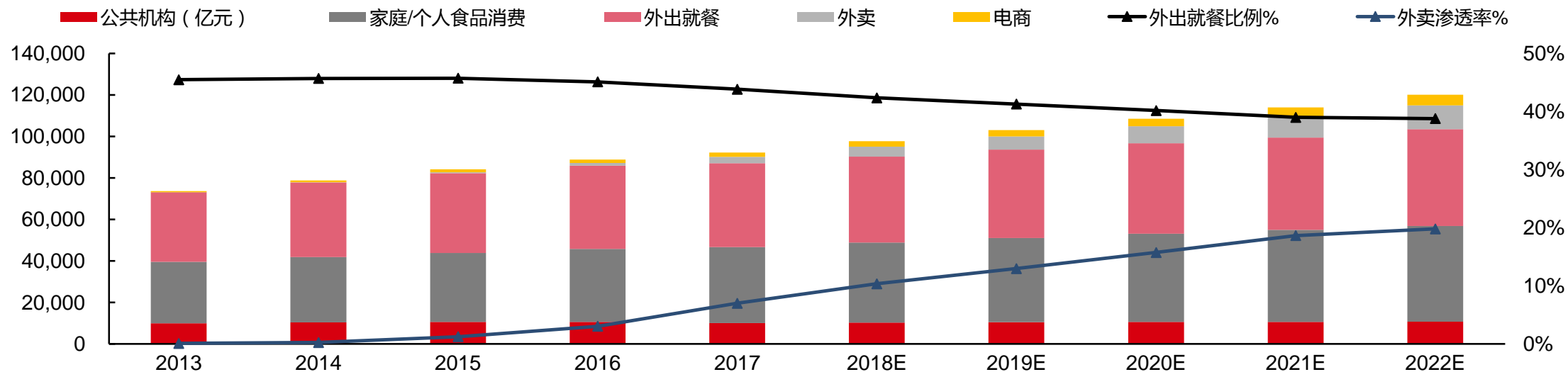
调味品	海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、涪陵榨菜、颐海国际、天味食品、日辰股份等
速冻食品	安井食品、三全食品、巴比食品、海欣食品、惠发食品等
卤制品	绝味食品、周黑鸭、煌上煌等
短保烘焙	桃李面包、达利食品等
米面粮油	金龙鱼、西王食品、克明面业等
肉制品	双汇发展、上海梅林、龙大肉食、金字火腿等

资料来源：中信证券研究部整理

B端：餐饮连锁化发展，带动标准化产品需求

- 根据欧睿2017年的数据，我们判断中国餐饮市场目前共约9.5万亿，预计至2022年整体规模可达12.04万亿（不含公共机构），5年CAGR约6.6%。其中，家庭/个人食品消费约4.6万亿，CAGR约4.8%；餐饮服务业合计6.91万亿，CAGR约8.2%，其中外出就餐5.76万亿，CAGR约5.8%；外卖市场约1.15万亿，CAGR约30.4%，外卖渗透率将由2017年约6.6%提升至16.6%。生鲜、包装食品类电商规模5134亿，CAGR约19.4%。
- 我国人均餐饮消费还比较低，有支付能力的外食人群增加以及外出就餐比例的提升是餐饮市场规模增长的核心直接驱动因素，这些与经济发展水平、城镇化率和居民人均收入水平密切相关。
- 在经济水平具备支撑的基础上，互联网普及带动渠道增加、餐饮主力消费群体迭代、国人生活方式的改变等，均是对中国餐饮市场潜力释放的助力因素。

2013-2022E国内广义的餐饮产业规模测算（收入法）

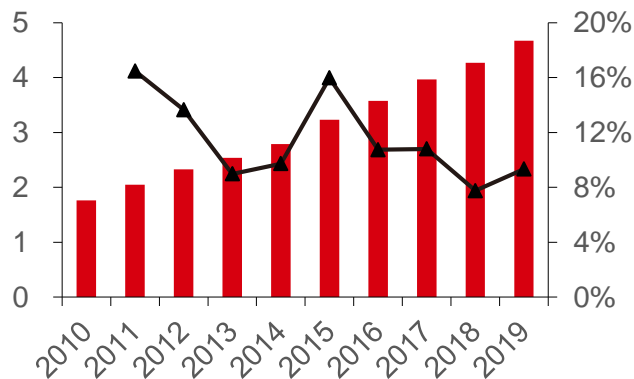


资料来源：国家统计局，Euromonitor（含预测），中信证券研究部

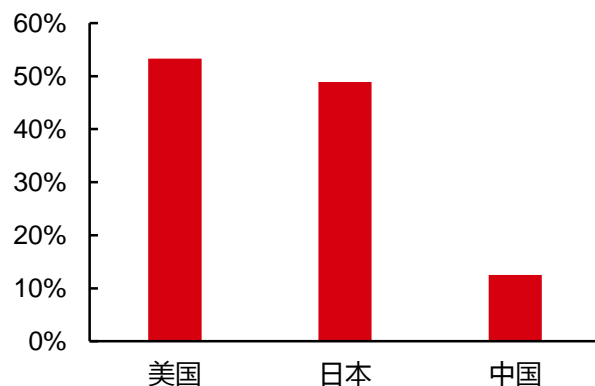
B端：餐饮连锁化发展，带动标准化产品需求

- **国内餐饮行业连锁化率和集中度较低。**根据欧睿统计，2017年中国、日本、美国餐饮门店数量分别约920.8万家、73.9万家和67.7万家，连锁门店数量约15.4万家、17.1万家和24.9万家，对应的餐厅连锁化率分别为1.7%、23.2%和36.8%。按照收入口径，2017年日本、美国连锁企业的收入占比分别达到48.9%和53.3%，而中国限额以上餐饮企业收入占比仅约12.5%。中国餐饮行业连锁化率低、集中度低，我们认为主要原因包括：①中国地域辽阔、口味差异大，规模化运营难度大；②消费者品牌认知意识还不足够；③人均餐饮消费支出水平仍然较低，品牌化、连锁化运营的成本曲线难以扭转。
- **未来餐饮行业连锁化率提高、集中度提升趋势明显，主要受益于：**①消费升级下对安全品质追求、对环境&体验要求增加；②时尚快餐厅、单品化餐厅广受欢迎；③规模效应下提高上游议价能力以及运营效率；④培育消费者品牌意识，增强品牌粘性；叠加供给端的效率进化，均将推动。

餐饮行业收入（万亿）及增速



中日美餐饮连锁企业收入占比



国内餐饮企业市场市占率

类型		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
百胜	快餐	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
麦当劳	快餐	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
星巴克	快餐	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
海底捞	火锅	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
顶新	方便食品	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

资料来源：国家统计局，Euromonitor，中信证券研究部

B端：餐饮连锁化发展，带动标准化产品需求

近几年的产业发展中，需求端的消费升级和供给端的效率进化互相作用，推动大餐饮整体快速增长的同时，餐饮产业链的各个环节也在悄然变革。未来随着餐饮连锁化趋势持续发展，看好食品饮料细分赛道充分受益。

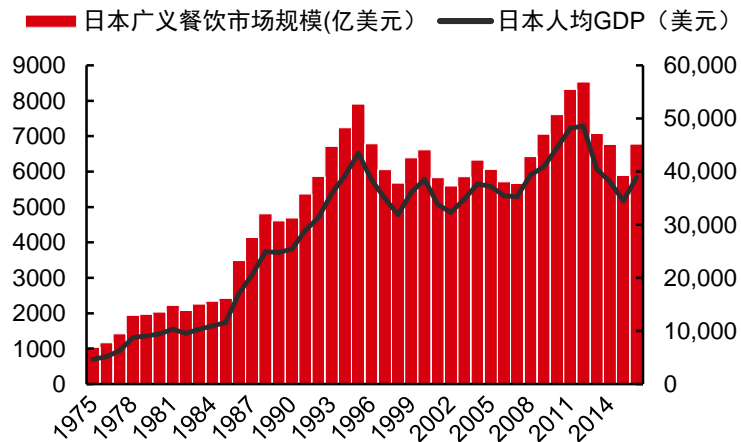
- **餐饮服务业：**餐饮服务行业面临竞争激烈、生命周期短的发展难题，火锅赛道相对易于标准化、休闲快餐赛道需求快速提升但供给还相对有限，具备增长红利，我们认为这两个赛道下的优势企业具备突围机会。
- **餐饮供应链：**餐饮供应链、餐饮SaaS是推动餐饮行业快速增长的基础支撑，下游需求的升级正在倒逼上游服务的加速提供，该市场潜力巨大，但面临的阻碍也同样较多，目前一级市场投资居多。
- **食品行业：**受益下游餐饮渠道增长以及连锁化趋势，众多食品饮料细分赛道具备持续扩容空间，同时具备大市场小公司特征，龙头公司成长性值得关注，当下投资机会最为显著。
 - **传统调味品：**传统调味品餐饮渠道市场规模超千亿元，餐饮由于具有对于口味稳定性的要求以及分销商资源壁垒造就餐饮渠道易守难攻的特征。在餐饮市场持续扩容背景下，基础调味品行业龙头市场份额有望继续提升。
 - **复合调味品：**餐饮连锁化趋势下带动复合调味品行业需求持续扩张，行业处于高增红利期、目前竞争格局仍较为分散；未来具备品牌力、渠道力拓展能力、产品力（创新+定制）的企业望脱颖而出。
 - **速冻食品：**餐饮连锁化趋势下，速冻食品餐饮渠道空间广阔，具备销地产、渠道运营以及规模化优势的公司望持续胜出，通过持续拓展品类&扩张渠道享受餐饮产业链发展红利。
 - **屠宰行业：**国内屠宰行业需求稳定、竞争格局分散，未来政策趋严将加速中小企业淘汰、消费升级&渠道变革有望带动冷鲜肉规模扩张，供需两端变化加速行业集中。

B端：餐饮连锁化发展，带动标准化产品需求

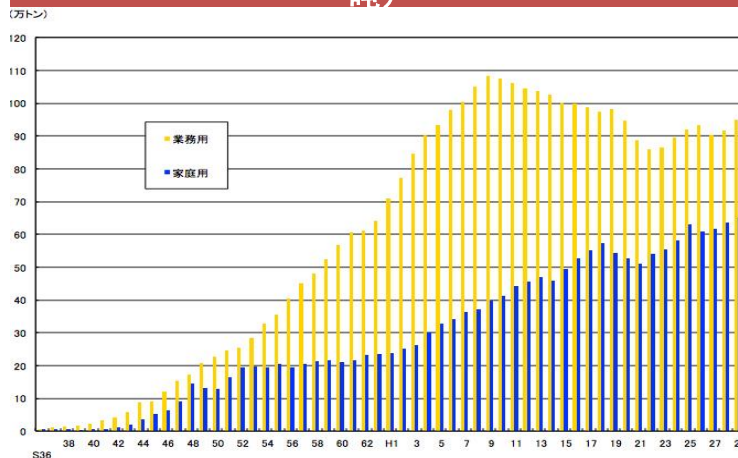
日本发展经验

- 纵观日本速冻食品产业发展，上世纪70-80年代，日本餐饮产业快速发展带动速冻食品餐饮渠道快速扩张，餐饮渠道发展也成为了1970-1990年日本速冻食品行业持续增长的核心原因。对比国内，目前2018年中国人均GDP达9771美元，达到日本上世纪70-80年代水平，我们预计在收入水平增长的基础上叠加渠道增加、群体迭代、消费升级等因素，国内餐饮行业将迎来持续增长及连锁化率提升。在此背景下，预计上游速冻食品行业将率先受益餐饮行业发展，实现持续扩容。
- **日本餐饮：**日本1975年后经济强力复苏带动餐饮服务业进入15年黄金发展期，广义餐饮市场保持约5.3%的复合增长，其中外出就餐市场规模CAGR达15%，至1990年外出就餐规模达到1975年的3倍，期间家庭食品饮料消费CAGR约4.4%。
- **日本速冻：**日本餐饮产业快速发展带动速冻食品餐饮渠道快速扩张，餐饮渠道发展也成为了1970-1990年日本速冻食品行业持续增长的核心原因。1970-1990年日本速冻食品产量CAGR达10%，其中业务用CAGR达12%。

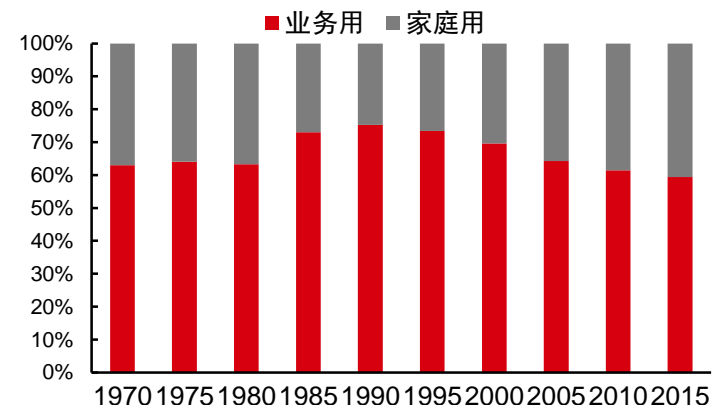
1975以来日本人均GDP与餐饮市场规模增长情况



日本速冻食品商业/零售渠道产量历史对比 (万吨)



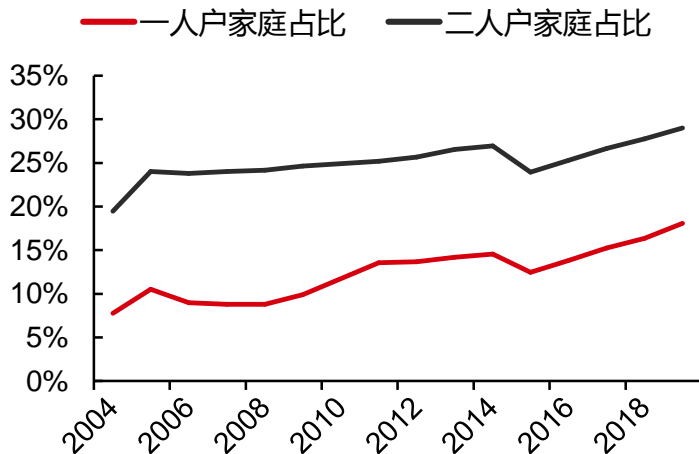
日本速冻食品商业/零售渠道产量历史对比 (万吨)



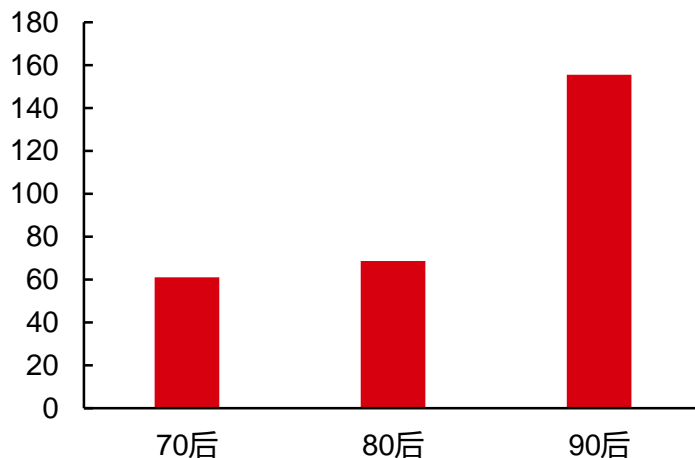
C端：家庭便捷性需求增长，推动细分食品行业发展

- **家庭便捷性食品需求增长。**在家庭小型化、消费便捷性要求提升以及消费口味需求增长等多因素的影响下，复合调味品、速冻食品等便捷性食品在家庭渠道逐步渗透。
 - 随着城镇化进程加快、生育率下滑趋势明显、住房条件&家庭观念改善和转变，越来越多的大家庭变为小家庭，中国单人家庭&二人户家庭占比不断上升，2019年单人/二人家庭占比分别为18%/29%，较2004年提高10 Pcts/10 Pcts。
 - 伴随生活节奏加快&外卖渗透率提高，年轻人的烹饪意愿、技巧、频次都在降低，进一步增加消费者对便捷产品需求，同时节奏加快&互联网高普及率使生活习惯发生较大改变，也乐于接受便捷产品消费。
- **疫情加速家庭便捷食品渗透率提高，**此次疫情背景下，消费者宅居在家短期增加了对耐储&方便的食品的需求，加速培养了消费者对复合调味品、速冻食品等产品的认知和消费习惯，行业发展有望提速。

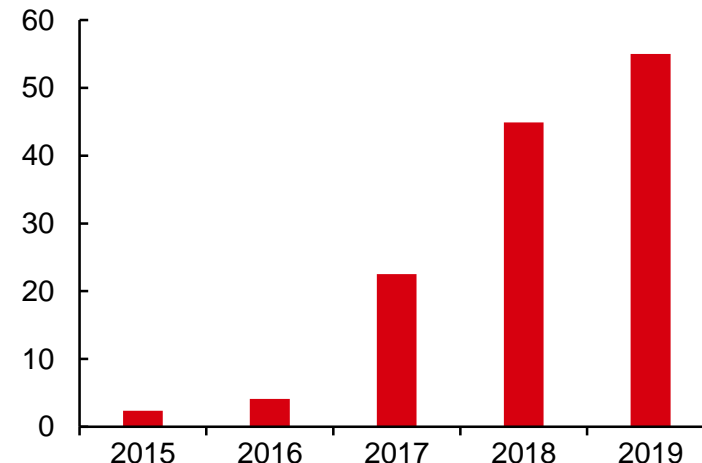
一人户和二人户家庭占比提升



2018年不同年龄层次消费者每月在家做饭次数小于三次TGI



国内自热火锅市场规模（亿元）



资料来源：wind，艾瑞咨询，中商产业研究院，中信证券研究部 注：TGI指数=[目标群体中具有某一特征的群体比例/样本中具有相同特征的群体所占比例]*100，TGI越高代表该群体特征越明显

C端：家庭便捷性需求增长，推动细分食品行业发展

- 复合调味品：火锅底料、川式复合调味料等
- 速冻食品：速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻米面制品、速冻菜肴制品等
- 休闲卤制品：卤鸭脖、卤猪蹄等
- 短保烘焙：甜面包、切片面包等
- 肉制品：火腿肠、午餐肉等
- 休闲食品：自加热火锅、酸辣粉等



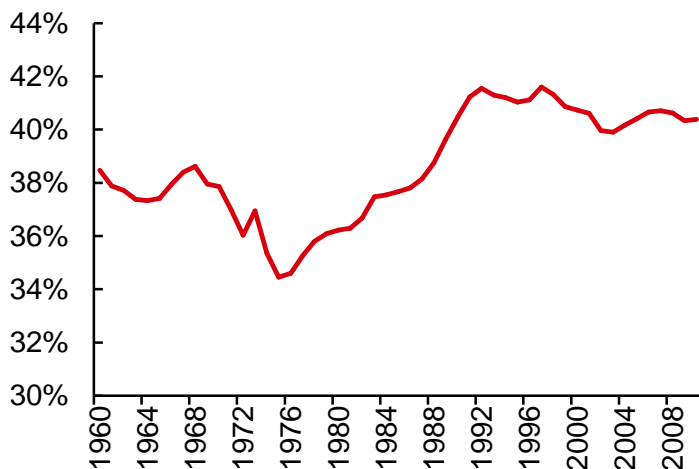
资料来源：淘宝网，中信证券研究部

C端：家庭便捷性需求增长，推动细分食品行业发展

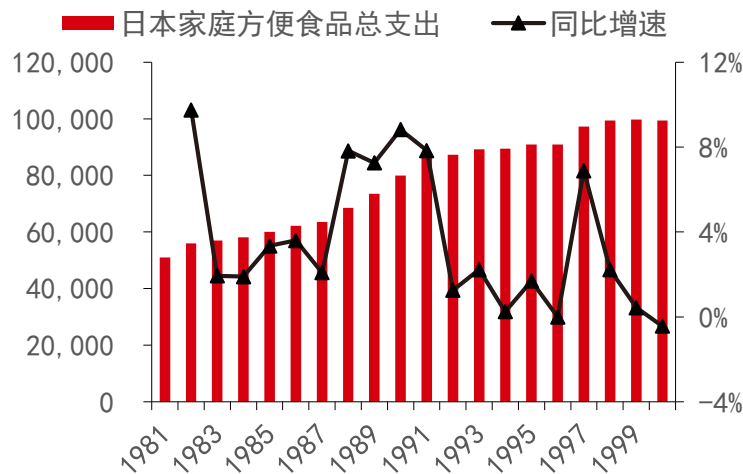
日本发展经验：随着城镇化率提升、女性外出就业以及家庭小型化趋势下，日本对速冻食品等方便食品消费需求提升。

- 上世纪70年代到90年代，日本女性就业占比明显提升，由家庭主妇向职业女性转变，烹饪时间、意愿降低，方便速食产品受益并在80年代取得较快发展。1981-1991年，日本家庭方便食品总支出/主食类支出CAGR分别为5.4%/9.8%。
- 1991年日本地产泡沫破裂后，日本虽进入失去十年，女性开始回归家庭，但二战开始后不断下滑的生育率造成老龄化严重，同时单身&晚婚化致使单人&双人家庭占比不断提升，均对方便食品的需求有一定提振作用。

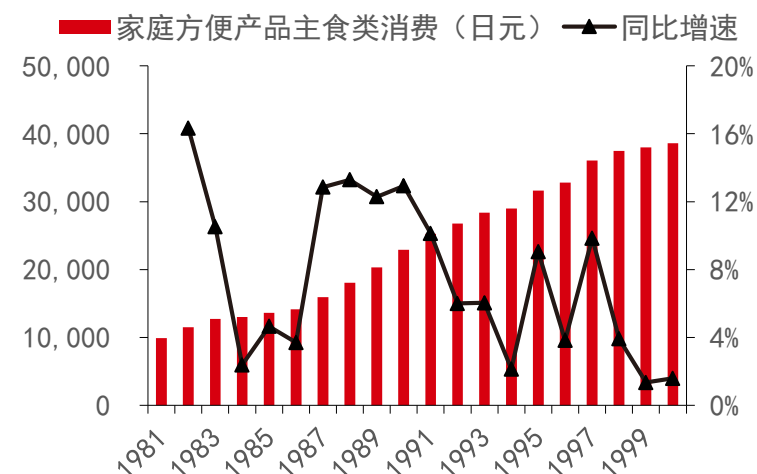
日本女性就业人口比例



日本家庭方便食品总支出（日元）及增速



日本家庭方便产品主食类支出（日元）



资料来源：日本统计局，中信证券研究部

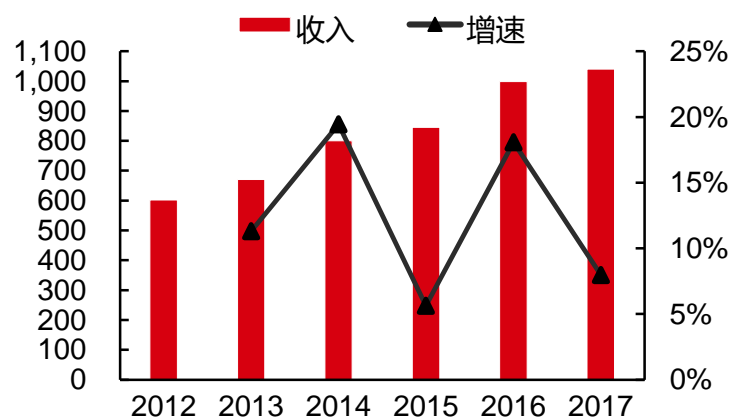
3. 细分赛道探究

- I. 食品类
- II. 连锁类

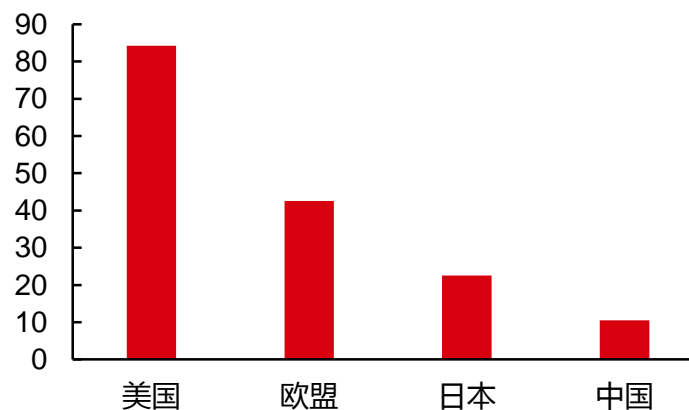
速冻食品：千亿速冻市场，格局仍较分散

- 速冻食品市场品类丰富，规模已超千亿。**根据加工深度的差异，可以分为简单加工的农产、水产、畜产速冻食品和粗加工的调理类速冻食品。根据国家统计局、Frost & Sullivan（转引自每日食品网）、智研咨询，2017年国内速冻食品规模以上企业营业收入达1040亿元、行业总规模约1235亿元、速冻食品总产量达952万吨。
- 对比海外，国内速冻食品人均消费量较少、产品结构较为单一。**2017年国内人均速冻食品消费量约10.5kg，低于日本、欧盟、美国（分别为22.5kg、42.6kg、84.2kg），仍具提升空间。以日本为例，速冻食品品类涵盖油炸类、饭类、面类等，前三大炸丸子、乌冬面、中式炒饭合计CR3仅27%，国内产品丰富度欠缺，2017年速冻面米产品中饺子、汤圆、面点分别占比36%、24%、18%，三者合计占比高达77%。未来在餐饮标准化趋势下，B&C端对速冻食品需求持续增长，速冻食品品类也望持续得到扩充。
- 国内竞争格局分散，未来提升空间较大。**2015年日本速冻食品CR3高达55.8%，国内速冻食品行业仍处于景气发展阶段，行业参与者持续增加，2018年规模以上速冻食品企业数522家，按照2017年行业产量952万吨测算，行业龙头三全、安井市占率约5.9%、3.7%，行业竞争格局分散。

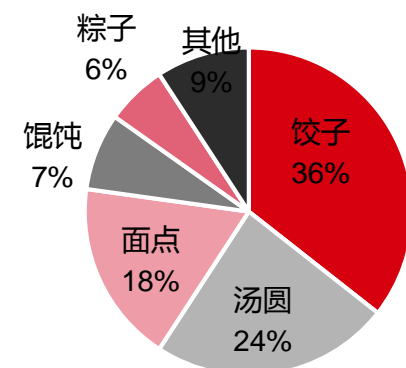
2012-2017速冻食品行业收入及增速（亿元）



2017年速冻食品人均消费量对比（kg/人）



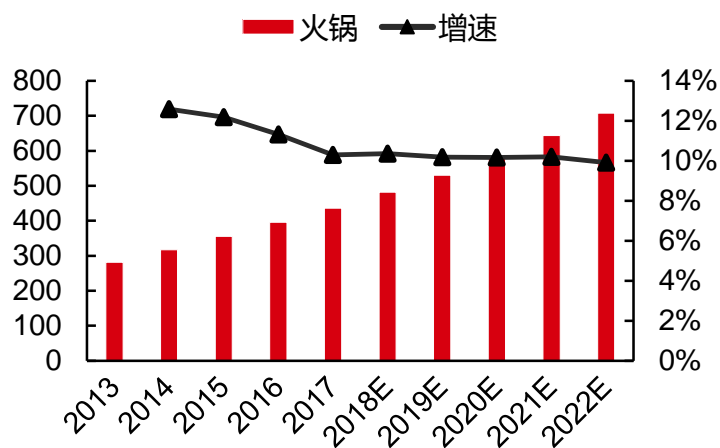
中国速冻面米制品结构



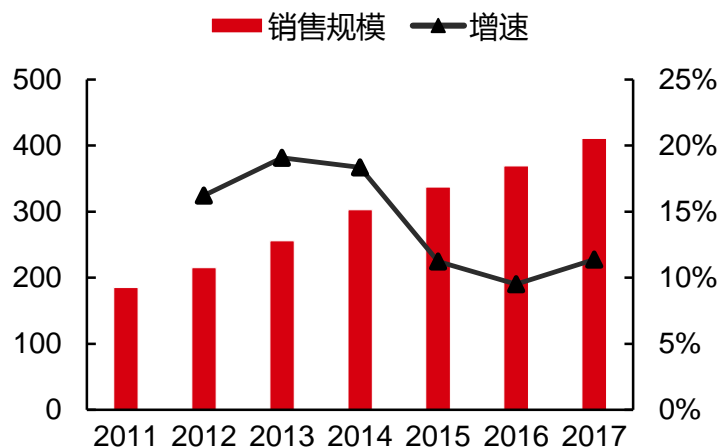
-- 速冻火锅料

- **火锅产业链发展带动速冻火锅料市场扩张。**火锅成瘾性和标准化特质给整个火锅产业带来了较强的盈利能力和扩张能力，随着火锅消费热度兴起，速冻火锅料制品需求持续扩张。根据Frost&Sullivan（转引自海底捞招股说明书）统计，2017年火锅服务市场规模达4373亿元，2013-2017年CAGR=12%。根据智研咨询统计，2017年速冻火锅料市场规模约411亿元，2013-2017年CAGR=13%。
- **沿海企业主导，竞争格局分散。**速冻鱼糜制品工艺最早源自日本，于上世纪90年代从台湾传入大陆，速冻肉制品工艺与速冻鱼糜制品基本一致。因此速冻火锅料行业最初以台资企业为主，后沿海一带逐步涌现出众多企业，并将销售区域逐步向内陆市场渗透。根据Euromonitor统计，2018年速冻肉制品零售市场市占率前五大公司分别为佳士博、新希望、大成、安井、恒阳，CR5=35%；速冻鱼糜制品零售市场市占率前五大公司分别为安井、海欣、海霸王、桂冠、海壹，CR5=25%，整体而言速冻火锅料市场格局较为分散。

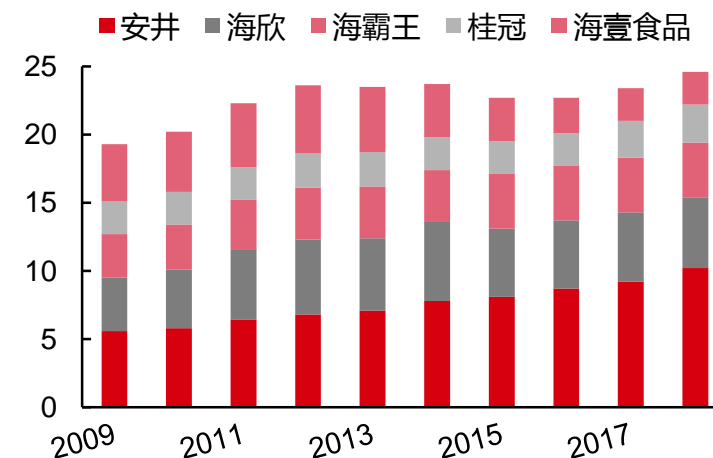
2013-2022年中国火锅行业市场规模（亿）



2011-2017中国速冻火锅料行业规模（亿）



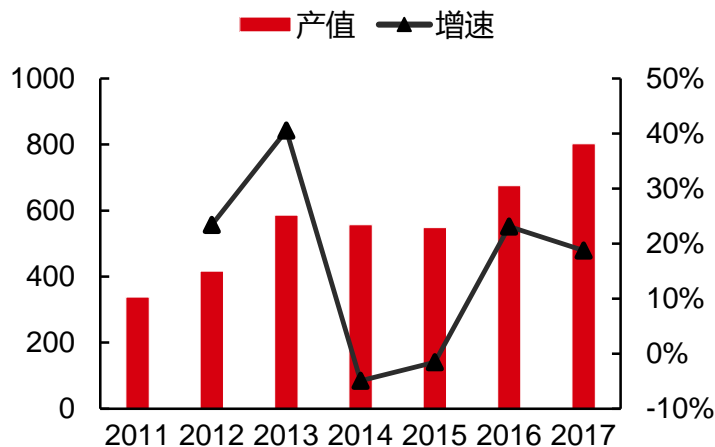
2009-2018年中国速冻鱼糜制品竞争格局



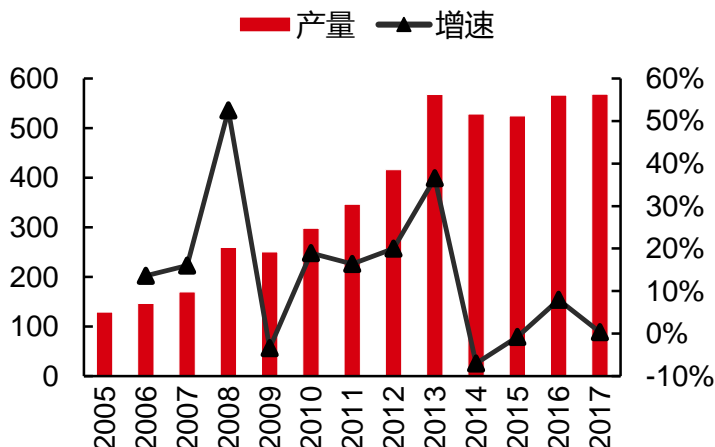
资料来源：Frost & Sullivan（含预测，转引自海底捞招股说明书），智研咨询，Euromonitor，中信证券研究部

- 速冻面米制品是指以小麦粉、大米、杂粮等谷物为主要原料，或同时配以肉、禽、蛋、水产品、蔬菜、果料、糖、油、调味品等单一或多种配料为馅料，经加工成型（或熟制）并速冻而成的食品。
- 速冻食品最大品类，规模超800亿元。我国速冻面米制品是速冻食品中规模最大的品类，产品以饺子、汤圆、面点为主，根据智研咨询统计，2017年速冻面米制品产量达568万吨，产值802亿元。
- 集中度高于速冻火锅料，商超渠道尤甚。按照2017年行业产量568万吨测算，三全市占率约10%。在传统商超渠道，速冻面米制品CR3高达65%，其中龙头三全（包括龙凤品牌）市占率高达30%，思念、湾仔码头分别以19%、16%居二三位。

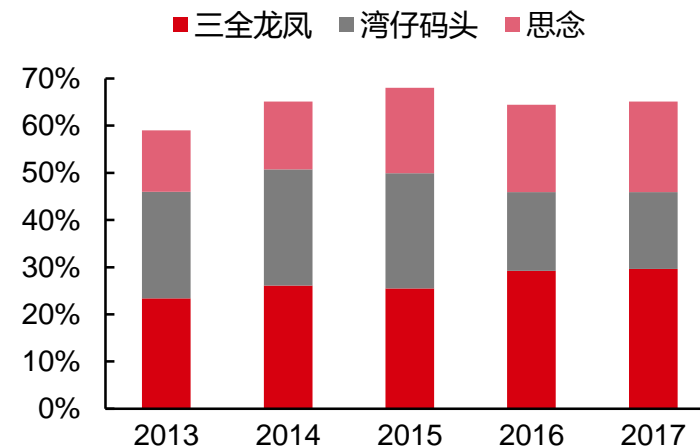
2013-2022年中国火锅行业市场规模（亿）



2011-2017中国速冻火锅料行业规模（亿）



2009-2018年中国速冻鱼糜制品竞争格局

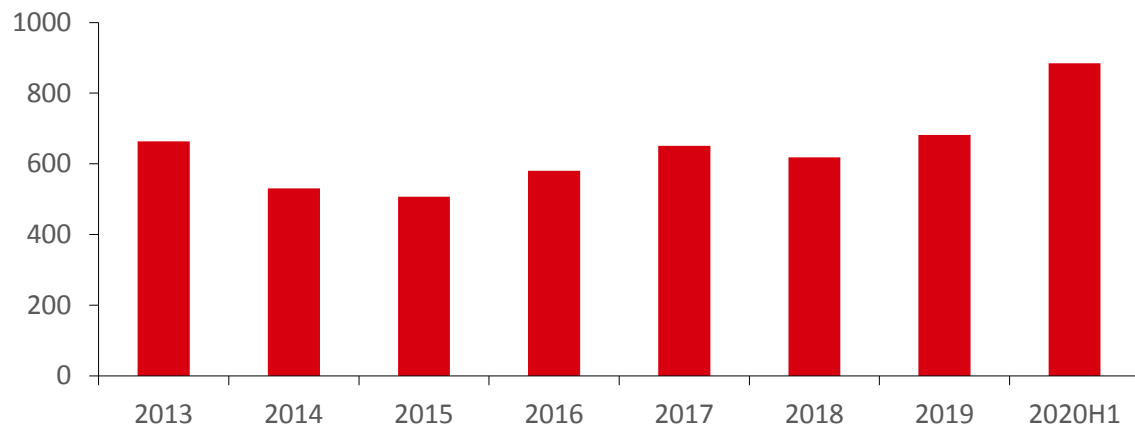


资料来源：食品商搜狐号，智研咨询，中信证券研究部

速冻食品：千亿速冻市场，格局仍较分散

- 对于速冻食品而言，其竞争力核心体现在几个方面。
 - 渠道管理及拓展能力：国内速冻食品销售渠道多样，包括KA、BC超市、农贸、生鲜店、电商、餐饮直供等，通过经销商实现各地区多元渠道的渗透显得至关重要，具备餐饮经销商资源及管理优势企业望充分受益行业的发展。
 - 规模化生产能力：速冻食品产品生产相对同质化，因此实现规模化生产、保障产品性价比优势也是至关重要的竞争优势。龙头企业得益于规模化优势，向上游原料提供商的议价能力更强，成本更低。
 - 全国化产能布局：速冻食品需要全程冷链配送，因此配送半径过长会导致配送成本过高，全国化产能布局也将有利于控制成本。此外，全国化产能布局也将提升企业生产灵活程度高，可根据地区资源禀赋与市场偏好调整产品结构，保障地区差异化需求，在国内各地饮食习惯差异明显的情况下，全国化布局重要性更加凸显。
- 相关公司：安井食品、三全食品、海欣食品、惠发食品、千味央厨等。

安井食品经销商数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

安井食品产能分布

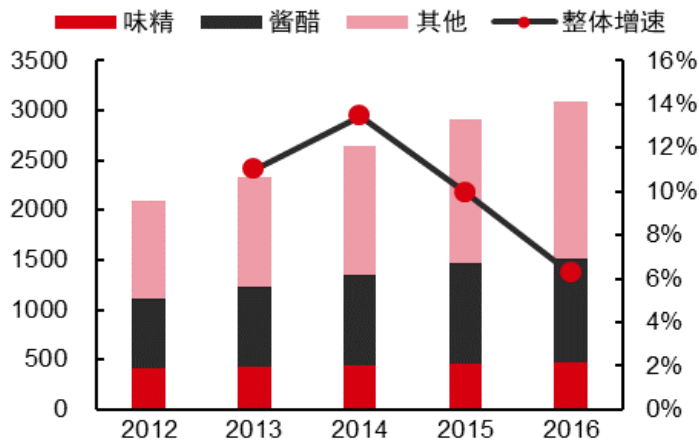


资料来源：公司公告，中信证券研究部

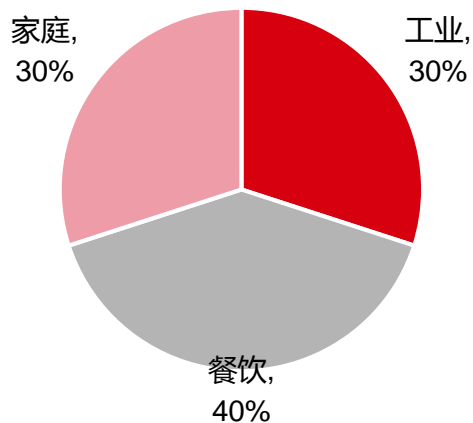
传统调味品：调味品小产品大市场，餐饮渠道规模过千亿

- 调味品行业是典型的小产品、大市场行业，根据中国统计局统计，2016年中国调味品、发酵制品制造业实现营业收入3086亿元、占食品制造业总收入13%，其中味精、酱醋、其他调味品分别实现收入472亿、1042亿、1571亿元；实现营业利润309亿元，其中味精、酱醋、其他调味品分别实现营业利润43亿、132亿、135亿元。
- 调味品消费可划分为餐饮消费、家庭消费和食品加工三大渠道，其中餐饮渠道调味品消费量大、粘性高，具备易守难攻的属性，是调味品行业最为核心的渠道。根据调味品协会统计，中国调味品行业餐饮消费、家庭消费、食品加工消费量分别占比约40%、30%、30%。结合统计局数据，估测国内餐饮渠道调味品行业规模超千亿元。

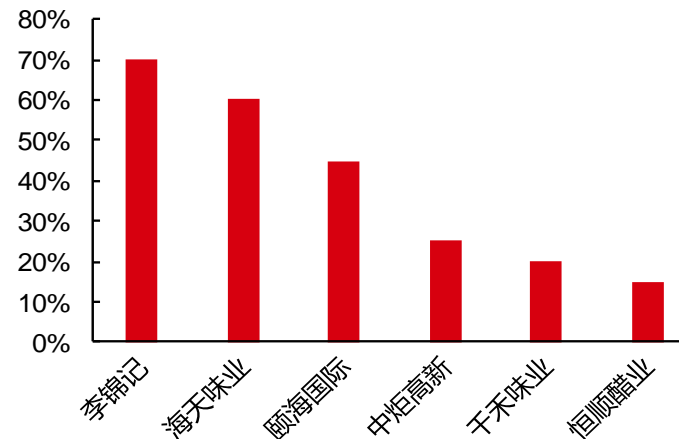
2012-2016年调味品行业收入及增速



中国调味品行业各渠道消费量占比



部分调味品上市公司餐饮渠道销售占比

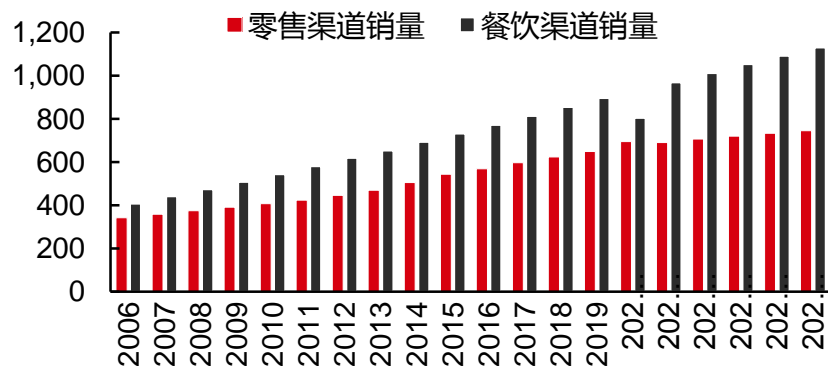


资料来源：国家统计局，各公司公告，中国调味品协会，中信证券研究部

传统调味品：量价齐升助力行业空间继续扩张，龙头壁垒明显

- 随着外出就餐提升带动餐饮渠道调味品需求量增长、餐饮渠道口味升级带动中高端调味品需求增加，未来餐饮渠道调味品行业规模有望不断扩张。2019年，国内调味品餐饮/零售渠道销量分别为649万/897万吨，2014-2019年收入复合增速达5.3%/5.1%，根据欧睿预测，2019-2024E，餐饮/零售渠道销量CAGR分别为4.0%/2.5%。
- 产品&供应链铸就调味品餐饮渠道先天易守难攻的优势。在餐饮品牌化、连锁化发展趋势下，龙头公司有望持续强化自身的领先优势，夯实龙头地位。
 - 产品粘性：餐饮企业对于调味品的使用十分注重口味的稳定性，因此餐饮企业调味品采购的惯性较大，这也造就了调味品餐饮渠道易守难攻的特性，已经具备餐饮渠道优势的调味品企业有望持续提升自身占比。
 - 渠道分散：中国餐饮区域化特征明显，餐饮行业集中度较低，加之餐饮渠道对于专送、垫资等的需要，使得调味品企业直接大规模开发餐饮渠道难度较大。因此，调味品企业多通过经销商打通餐饮渠道，而拥有餐饮渠道资源的经销商更青睐于产品接受度高、价格实惠的调味品，后来者也较难切入。
- 相关公司：海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、紫林醋业、李锦记等。

调味品零售和餐饮渠道销量（万吨）



资料来源：Euromonitor（含预测），公司公告，中信证券研究部

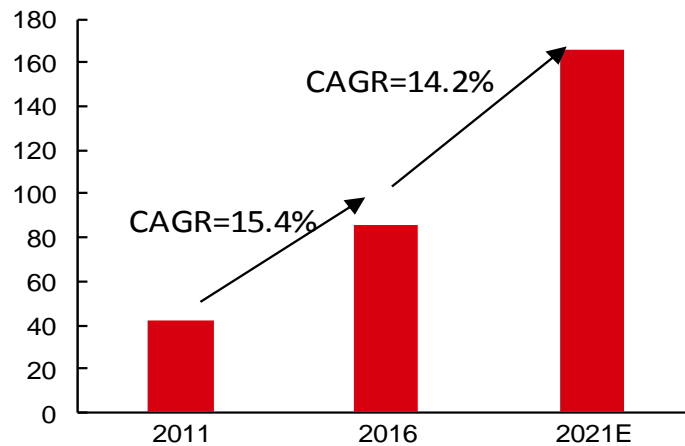
子行业	规模	竞争格局	代表企业	龙头市占率	预计行业未来3年增速
酱油	1100亿	整体格局分散，海天优势明显	海天、李锦记、美味鲜	海天15-18%	5%-10%
蚝油	100亿	海天和李锦记双寡头	海天、李锦记	50%+	10%+
调味酱	400亿	品类丰富，各地口味差异大	老干妈、海天、李锦记、郫县	10%左右	0-10%
食醋	230亿	区域割据，仍在培育全国性龙头	恒顺、水塔、紫林	7%左右	5%-10%
味精	450亿	衰退期，集中度高	梅花	龙头市占率高	负增长
料酒	<50亿	呈现区域性发展状态，	老恒和、王致和	十分分散	5-10%

资料来源：Euromonitor，公司公告，中信证券研究部测算

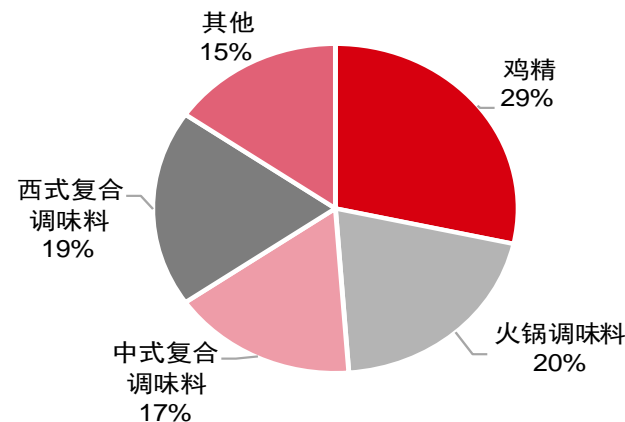
复合调味品：优质赛道，前景广阔

- **千亿市场规模，产品类别迥异。**2016年国内复合调味品市场规模达854亿元，2011-2016年 CAGR=15.4%，其中鸡精、火锅调味料、西式复合调味料、中式复合调味料分别占比29%、20%、19%、17%。
- **国内复合调味品行业规模较小，未来五年望实现翻倍增长。**2016年美国和日本复合调味料在调味品行业中占比分别达50.8%、50.1%，人均消费额分别达88.7美元、85.5美元，显著高于中国（占比18.7%，人均9.3美元）。对比美日，预计国内复合调味品市场未来成长空间巨大。随着B端餐饮品牌化&连锁化发展、中央厨房涌现，C端消费者口味需求增长、烹饪便捷性要求提升，复合调味品行业有望受益持续高速增长。根据Frost & Sullivan（转引自颐海国际招股说明书）预测，2021年中国复合调味品市场规模将达1658亿元，五年CAGR = 14.2%，延续高增长趋势。

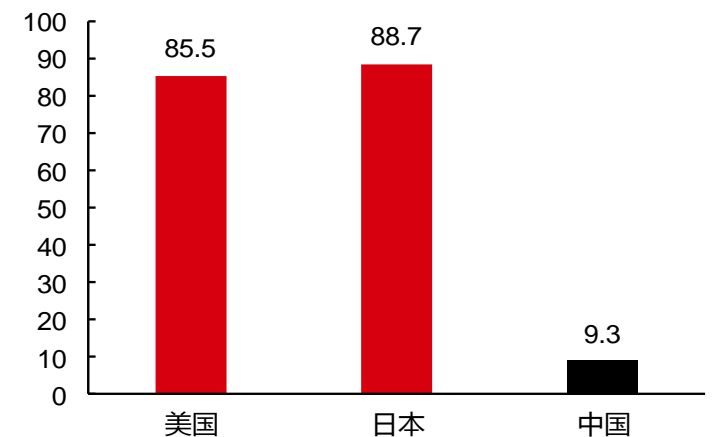
复合调味品行业规模（单位：十亿元）



2016年复合调味品市场各品类占比



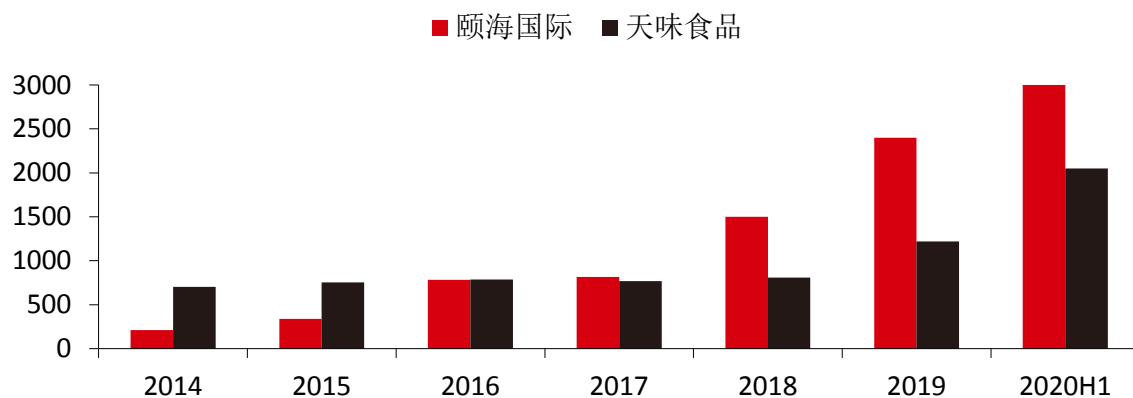
2016年中日美人均复合调味品消费额（美元）



资料来源：Frost & Sullivan（含预测，转引自颐海国际招股说明书），中信证券研究部

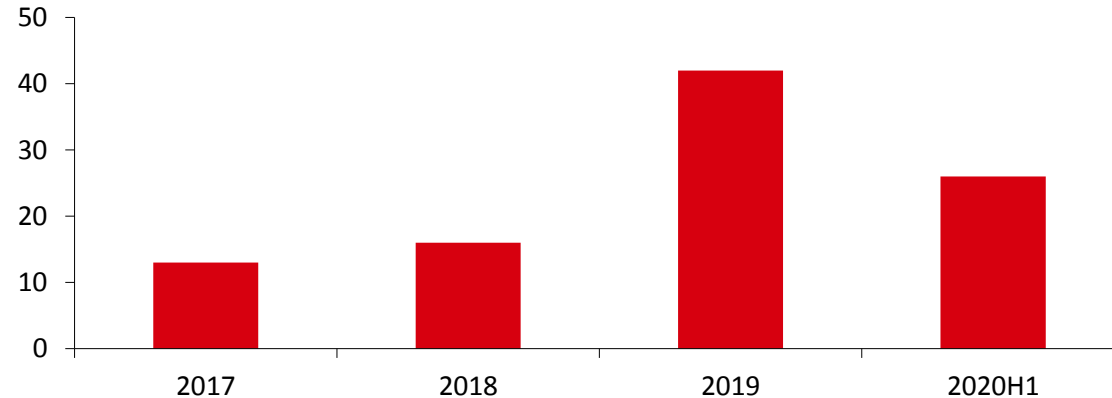
- 中国菜系较多、不同菜系的菜式又十分丰富，因此对应的中式复合调味料细分品类繁多，各个品类的天花板空间不同。基于此，对于复合调味品龙头公司而言，品牌力、渠道力、研发&品类开拓能力缺一不可。
 - **品牌力**：复合调味品细分赛道较多，因此是否拥有能够承载不同品类发展的品牌就显得十分重要。拥有突出的品牌力才能够打开公司整体发展空间。
 - **渠道力**：在行业高速增长过程中，率先抢占渠道资源尤为关键。目前复合调味品公司主要通过自己和经销商共同开发下游餐饮客户，截至2020H1年颐海国际有约3000家（含部分仅销售自热小火锅经销商）经销商，天味食品有2051个经销商。大规模的经销商团队将有效推动公司下游客户的持续开拓。
 - **研发&品类开拓能力**：复合调味品细分品类天花板空间不同、需要保持相对传统调味品更高的口味更新迭代，因此公司的产品研发能力和开拓品类能力显得至关重要。
- **相关公司**：颐海国际、天味食品、日辰股份、丁点儿股份、重庆聚慧、白家食品、红九九、德庄、桥头等。

经销商数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

颐海国际每期新品数量

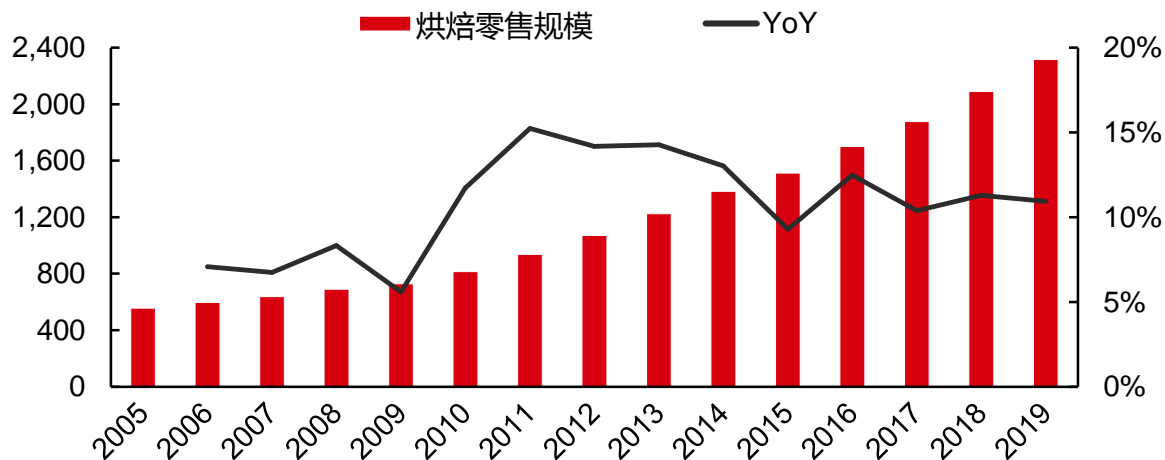


资料来源：公司公告，中信证券研究部

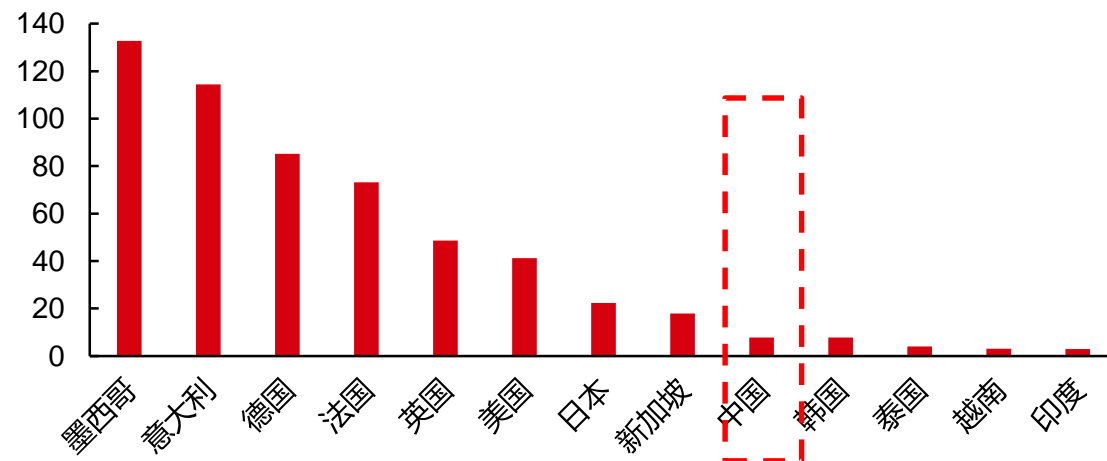
烘焙：正餐&休闲两大需求催生烘焙行业扩容

- **两千亿烘焙市场，成长空间广阔。**根据Euromonitor统计，2019年烘焙行业零售规模约2317亿元，2009-2019年CAGR=12.3%，2019-2024年国内烘焙市场零售额CAGR达10.5%。相较全球市场，国内烘焙市场规模仍较小，2019年国内人均消费量约7.8kg，对比欧美国家差异明显，相较亚洲国家日本/新加坡仍有翻倍以上空间（分别22.3/17.9kg）。
- **未来在烘焙正餐化需求&休闲需求持续增长背景下，烘焙行业有望持续扩容。**
 - **正餐化消费需求的主食类面包市场空间大、生命周期长，更容易实现规模化生产。**早餐食用面包已经被越来越多国内消费者接受，且在未来正餐化趋势发展下，以主食类面包为主的企业规模化优势望持续强化，市占率实现持续提升。
 - **消费升级带动烘焙食品休闲垫饥需求持续扩张。**近年来烘焙市场消费升级需求尤为明显，涌现出脏脏包、小白心里软等网红面包产品及品牌。根据Euromonitor预测，2019-2024年蛋糕、糕点子板块零售额CAGR分别达10.6%、11.2%。

2005-2019年国内烘焙市场零售规模及增速



2019年全球部分国家和地区人均烘焙产品消费量 (KG)



烘焙：格局分散有待提升，短保兼具空间&壁垒，有望孵化烘焙龙头

- **竞争格局分散，集中度有望持续提升，短保龙头潜力显著。**根据Euromonitor统计，2019年国内烘焙行业CR5=10.6%，显著低于日本（43.0%）、英国（23.2%）、墨西哥（20.1%）、美国（18.3%），未来仍具较大提升空间。同时，海外烘焙龙头公司均以短保产品为主，且市占率均在接近或者超过10%，国内前两大品牌达利园、桃李市占率仅为3.7%、3.3%，作为短保龙头的桃李未来具备持续提升市占率的空间。
- **短保兼具成长空间&行业壁垒，有望孵化行业龙头。**对比长/中/短保及烘焙店模式，短保聚焦主食需求，行业需求稳定且成长空间广阔。同时短保对新鲜日配要求高，因此短保企业需要拥有更强的渠道和配送管控能力来保障盈利，行业竞争壁垒更为明显，更易孵化行业龙头。
- **相关公司：**桃李面包、达利食品、宾堡、嘉顿等。

2019年全球各国烘焙行业前五大公司市占率（单位：%）

排名	日本		美国		墨西哥		英国		中国	
1	Yamazaki	23.7	Grupo Bimbo	8.4	Grupo Bimbo	18.5	PremierFoods	8.3	达利园	3.7
2	Shikishima	7.4	Flowers Foods	3.8	Kraft Heinz	0.6	Warburtons	8.2	桃李	3.3
3	Fuji	7.2	Kellogg	2.4	D'Gari	0.5	ABF	4.1	盼盼	1.4
4	Kobeya	2.7	McKee Foods	2.1	Organización Soriana	0.3	Mondelez	1.4	奥利奥	1.3
5	First	2.0	Hostess Brands	1.6	General Mills	0.2	Pladis	1.2	徐福记	0.9
CR5		43.0		18.3		20.1		23.2		10.6

资料来源：Euromonitor，中信证券研究部；注：墨西哥是全球人均烘焙消费量最大的国家之一，同时也是全球龙头宾堡的诞生地。

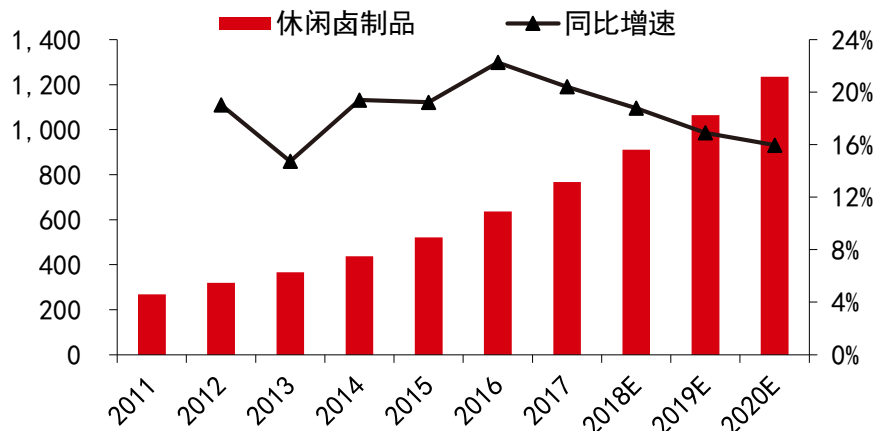
3. 细分赛道探究

- I. 食品类
- II. 连锁类

卤味连锁：空间广阔&格局分散，关注门店管理&供应链能力

- 休闲卤制品市场千亿市场规模，泛卤味市场空间更为广阔。卤味市场具备深厚的群众基础&卤味饮食文化、酸甜咸辣重口味高粘性，未来卤味休闲需求&餐桌需求持续扩张助力行业持续增长。
- 格局分散，集中度有望提升。卤味市场夫妻老婆店充斥，竞争格局较为分散，连锁品牌也仅绝味基本实现全国市场布局，煌上煌、紫燕百味鸡等虽门店数量超过3000家，但仍仅在部。在消费升级、监管&食品安全要求不断提升的背景下，全国化&区域化品牌凭借规模效应、品牌力、供应链等优势有望不断赋能传统门店，进一步攫取市场份额。以绝味食品为例，目前全国范围内已经超过万家门店，但仍有低线城市下沉以及高线城市加密较大的展店空间。

2011-2020E休闲卤制品市场规模（亿元）



国内知名卤味品牌及门店分布

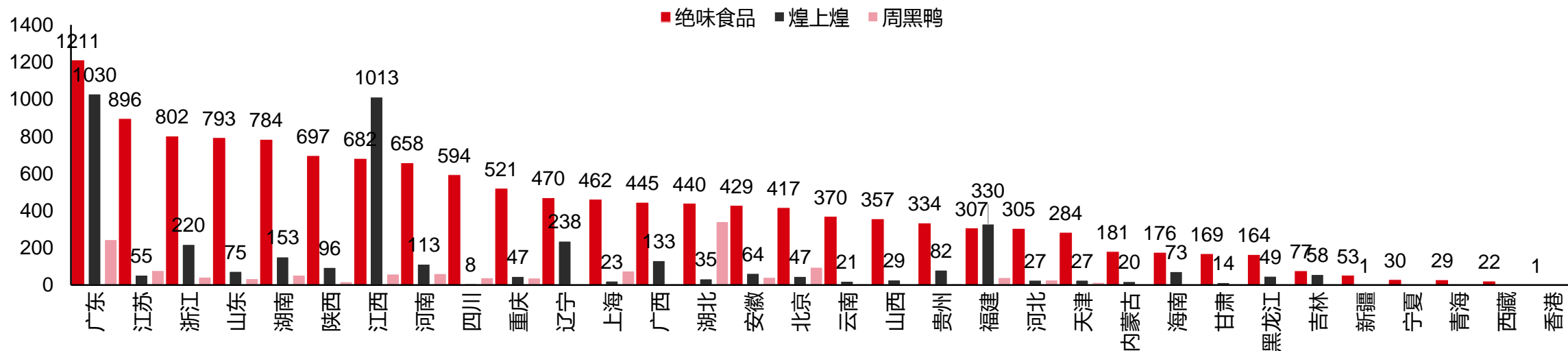
	绝味食品	周黑鸭	煌上煌	紫燕百味鸡	廖记棒棒鸡	久久丫	哈哈镜	留夫鸭	辣小鸭	卤三国	洪濑鸡爪
门店数量	12058	1367	3706	4990	760	1401	652	1186	600	600	3500
主要省份	全国	交通枢纽等	江西、浙江、广东	江苏、上海、安徽	四川、湖北、重庆	北京、上海、河北	北京、河南、河北	江苏、浙江	东北	江苏、河南、山东	福建、广东、江苏
主要原材料	鸭副产品	鸭副产品	鸭副产品	鸡肉、猪肉等	鸡	鸭副产品	鸭副产品	鸭副产品	鸭副产品	鸭、猪、鸡副产品	鸡、鸡爪

资料来源：Frost & Sullivan（含预测，转引自周黑鸭招股说明书），红餐品牌研究院，公司公告，中信证券研究部

卤味连锁：空间广阔&格局分散，关注门店管理&供应链能力

- 卤味兼具休闲需求&餐桌需求，具有较强的即食冲动消费属性，其可见性尤其关键，因此门店布局是卤味市场攫取市场份额的基础。针对门店的持续扩张，核心体现公司管理能力&供应链能力的综合体现。
 - 门店管理能力：卤味市场以加盟连锁模式实现最快最为广泛的门店布局，厂家通过成熟的门店管理以及加盟商体系，保证充分的单店盈利能力以及加盟商的投资回报率，最终实现可复制的商业模式。
 - 供应链能力：卤味产品保质期较短，对产品的新鲜度以及食品安全要求高，需要强大销地产以及冷链配送能力支撑，保障每日门店快捷、低成本、高新鲜度的产品配送，为在全国各地开店提供坚实的后盾。以绝味食品为例，全国建立超20个中央工厂，以最优冷链配送距离为辐射半径，基本能够实现当日订货、当日生产、当天分拣、当天配送。
- 相关公司：绝味食品、煌上煌、周黑鸭、紫燕、廖记棒棒鸡、久久丫、留夫鸭等。

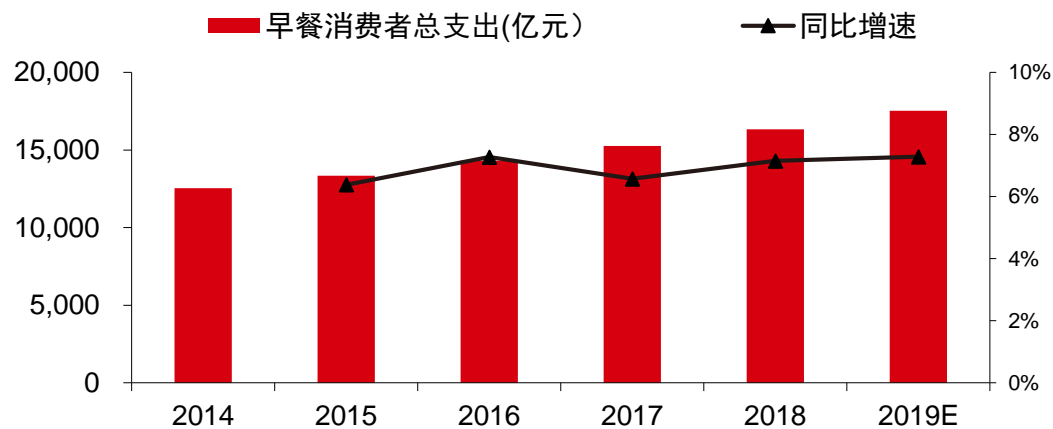
绝味食品、煌上煌、周黑鸭门店分布



早餐连锁：万亿早餐市场，加盟连锁空间广阔

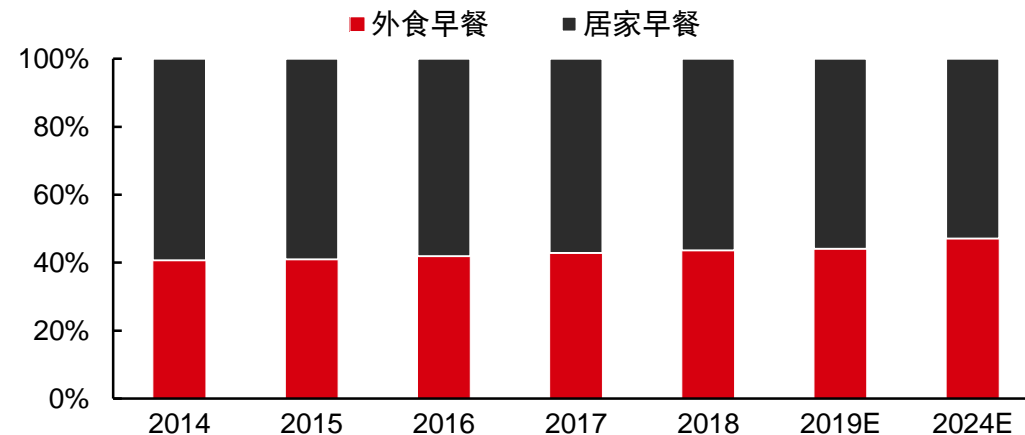
- **万亿早餐市场空间广阔， 外卖早餐占比不断提高。**2019年中国人均GDP首超1万美元，在餐饮消费快速增长的经济基础上，生活方式改变、渠道增加、人群迭代等因素助推早餐行业快速发展。根据Mintel统计，2019年我国早餐市场规模（消费者在早餐上的总支出）达到1.75万亿元，Mintel预计2024年将达到2.37万亿元，2019-2024年CAGR为6.2%。早餐市场中外卖早餐占比不断提高，2019年外卖早餐规模0.77万亿元，占比44.1%、较2014年提升3.1Pcts。根据Mintel预计，未来外卖早餐占比将持续提升，2024年或将达到1.12万亿规模，占比为47.1%，2019-2024年市场规模CAGR 7.6%。
- **中式面点速冻食品企业具备多种发展模式， 连锁加盟具备发展空间。**由于早餐品类丰富且消费场景多样、销售渠道多元，在此背景下中式面点速冻食品企业具备多种发展模式，包括连锁门店、团体供餐、家庭备餐等，其中：①连锁门店，中式面点以早餐消费场景为主，其经营特点十分适合加盟连锁门店模式销售；②团队供餐，为餐饮连锁店、商超便利店、单位食堂等提供速冻面点产品，降低后厨成本，节约制作时间；③家庭备餐，通过现代渠道、传统渠道、电商等渠道为家庭提供速冻面点产品，满足家庭便捷性消费需求。

国内早餐消费者总支出（亿元）及同比增速（%）



资料来源：MINTEL（含预测），中信证券研究部

国内外食早餐以及居家早餐占比



资料来源：MINTEL（含预测），中信证券研究部

早餐连锁：万亿早餐市场，加盟连锁空间广阔

- 中式面点早餐店市场广阔但格局分散，规模化企业也都以区域化经营为主。目前中式面点门店格局分散，夫妻老婆店较多，即便是品牌连锁门店也以区域性为主。在包子早餐连锁店中，巴比食品、和善园、青露馒头在华东地区知名度较高，沈老头包子、东坡肉包在东北地区，安仔包在河南地区，庆丰包子铺在北京地区等，尚未形成全国化品牌。
- 未来伴随消费者对于食品安全、品类多样化等诉求不断增强，连锁加盟品牌凭借突出的品牌力、门店管理能力以及强大的供应链支持，有望实现对目前现存较多夫妻老婆店或者流动早餐网点的赋能与替代，持续全国化复制。核心考验：①成熟门店管理能力，保证加盟商的盈利能力，其中包括品牌力支撑、加盟管理体系的建立等；②供应链能力，实现产品标准化生产，同时兼具销地产及冷链仓储配送能力；③规模化基础，保证产品性价比。
- 相关公司：巴比食品、甘其食、和善园、狗不理、庆丰等。

知名连锁包子门店数量、主要区域、人均消费（元）

	巴比食品	和善园	安仔包	肚子里有料	青露馒头	蒸福包子	包原味	沈老头包子	东坡肉包	张小生鲜汁肉包	庆丰包子铺	狗不理
门店数（家）	2931	748	459	366	354	273	250	750	531	329	339	60
主要区域	江浙沪	江苏	河南	福建浙江	江苏	湖北	广东	东北	东北	山东河北	北京	天津
人均消费（元）	6.0	5.5	5.2	9.5	5.3	6.0	11.9	10.8	12.4	11.8	21.1	83.1
是否堂食	非堂食	非堂食	非堂食	非堂食	非堂食	非堂食	非堂食	堂食	堂食	堂食	堂食	堂食

资料来源：各公司公告，窄门餐眼，中信证券研究部，注：肚子里有料的客单价较高主要系产品定价较高，包原味除包子外还销售较多点心，庆丰和狗不理定位高端

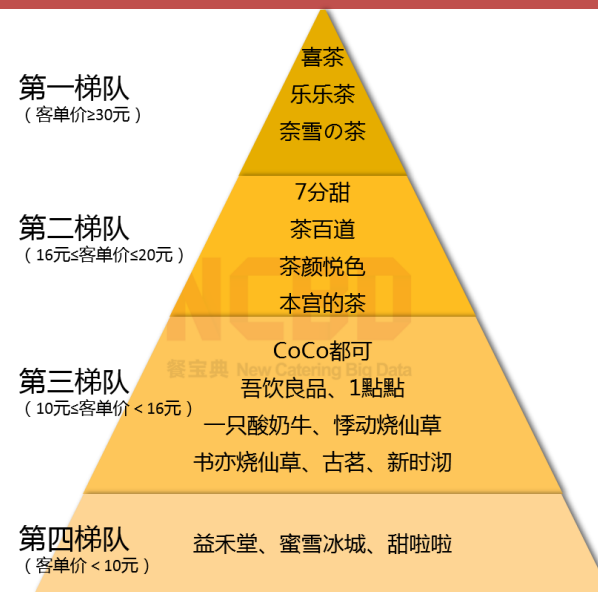
- 蜜雪冰城总部位于郑州，自1997年创立以来的二十年来始终坚持高质平价原则，产品包括冰淇淋与茶、奶茶&特饮、奶茶盖&原叶茶四大系列，其中不乏冰鲜柠檬水、摩天脆脆冰淇淋、摇摇奶昔、满杯百香果等畅销爆品。目前公司已实现全国化布局，门店数量超过万家，领先其他茶饮品牌。
- 产品高性价比定位。公司产品多以10元以下为主，定位大众，目标用户以学生为代表的年轻消费群体，门店主要开设大学周边、步行街、商场周边等区域。

公司五代六代门店



资料来源：公司官网，中信证券研究部

茶饮品牌定位



资料来源：NCBD（餐宝典），中信证券研究部

- **伴随规模扩张，公司在供应链层面持续投入，夯实基础。**目前蜜雪冰城品牌由三大公司共同服务，郑州两岸企业管理有限公司主导管理运营；河南大咖食品有限公司主导研发生产；郑州宝岛商贸有限公司提供仓储物流服务。三大公司共同协作形成完整产业链。
 - **原材料：**原料好坏直接影响生意好坏，为保持“高质平价”的产品理念，公司自建原料生产工厂，除了少部分原料由指定供应商供应外，大部分核心原料均由公司自产供应。此外，公司万店规模也保证采购的规模效应。
 - **物流：**公司总仓设立在河南，并在东西南北区域设立四大分仓，五仓联动，辐射全国。强大的集中采购模式，大大降低加盟商投资成本；快捷稳妥的物配系统，能更快地把原料和物料送达门店。

部分茶饮品牌对比

	蜜雪冰城	益禾堂	CoCo	一点点	古茗	茶颜悦色	七分甜	喜茶	奈雪的茶
门店数量	10986	4024	4190	3119	4011	211	649	593	432
客单价	6.88	8.87	13.39	14.46	14.63	16.43	19.53	29.63	32.73
主要分布	全国	广东广西等	江浙沪广东	江浙沪广东福建	浙江福建	湖南	江苏上海等	广东省、一二线城市	广东省、一二线城市
核心模式	加盟	加盟	加盟	加盟	加盟	直营	加盟	直营	直营

资料来源：窄门餐眼，中信证券研究部

风险因素

- I. 消费景气下行
- II. 餐饮连锁化发展不及预期
- III. 食品安全问题

投资建议

- 未来餐饮标准化发展大势所趋，餐饮渠道连锁化发展&家庭便捷性需求提升，望持续带动上游相关细分食品饮料行业持续扩容，看好细分板块龙头公司成长空间。
- 核心推荐：安井食品、颐海国际、绝味食品、桃李面包、巴比食品、海天味业；
- 推荐：三全食品、天味食品、中炬高新、恒顺醋业。

盈利预测表

名称	最新价	EPS				PE				投资评级
		19A	20E	21E	22E	19E	20E	21E	22E	
安井食品	174.5	1.58	2.23	2.92	3.67	111	78	60	48	买入
颐海国际	104.1	0.69	0.98	1.30	1.68	135	94	71	55	买入
绝味食品	79.61	1.32	1.17	1.75	2.01	60	68	45	40	买入
桃李面包	65.1	1.00	1.33	1.46	1.69	65	49	45	38	买入
巴比食品	46.5	0.62	0.59	0.78	1.03	75	79	59	45	买入
海天味业	165.94	1.65	1.95	2.35	2.75	100	85	71	60	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年10月28日收盘价



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

薛缘（中信证券研究部 食品饮料首席分析师）

执业证书编号：S1010514080007

免责声明

证券研究报告 2020年10月28日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；韩国市场以科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性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dahamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INM000011735，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与美国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。