

2020年02月21日

千亿赛道上的速冻龙头正在崛起

速冻食品行业深度报告

行业评级：增持

姓名：訾猛（分析师）

邮箱：zimeng@gtjas.com

电话：021-38676442

证书编号：S0880513120002

姓名：方勇（分析师）

邮箱：fangyong019027@gtjas.com

电话：0755-23976166

证书编号：S0880519080016

01

投资要点

01

2B餐饮需求推动上游迅猛发展，速冻行业是最受益的子行业之一

无论是当下快速成长的头部连锁餐饮企业，还是长尾餐饮小店，从整个产业链的角度来看均在加速上游食材等原材料供应商的规模化发展。餐饮行业标准化、规模化需求加深，带动上游规模化采集需求，从生产特点看下游餐饮行业产业链下游口味多样化，而上游更易在食材等原材料加工环节实现标准化、规模化生产，满足下游餐饮集采需求，上游格局有望呈现更高集中度，走出若干大型供应商公司，速冻行业是最为受益的子行业之一。

02

速冻行业效率至上，构筑先发优势

相比于下游餐饮，速冻行业的利润率更低，杠杆率更高，更依赖于规模扩张和运营效率，核心竞争里在于成本控制，具体表现为：1）龙头公司在上下游议价能力更强，规模效应降低产品成本和原材料价格波动；2）资产利用率水平更高；3）龙头公司呈现更强的费用控制能力。龙头在成本费用管控上的布局、管理输出以及在经营效率改善上能够构筑长期竞争优势，而上游目前正处于一个规模化发展的初期，先发优势下强者有望恒强。

03

多品类、多市场助力龙头实现全国化扩张。

大单品、多品类是公司规模效应的一个体现，行业受限于短距运输，产能布局与市场开拓存在天然壁垒。龙头的先发优势逐渐转化在产能、品类、市场上的扩张，从而逐步实现全国化市场布局。。

04

增持安井食品，公司在成本控制及经营效率优势明显，目前已经实现初步的全国化布局。受益标的：三全食品，公司从传统2C业务逐渐转向2B业务，管理层变更后有望改善经营。

家庭消费、餐饮消费多因素加快上游食材加工走向成熟

- **家庭消费侧重便利性、口味偏好个性化。** 社会生活节奏加快、新一代主力消费人群（90后、00后）在家下厨做饭频率低，外卖及方便食品需求大，更加追求多样化、个性化口味。
- **餐饮小店追求性价比与产品口味多样化。** 餐饮小店分布在社区与商区周围，品质化轻餐饮模式迎合大众需求（出餐快、客单价低、投资小），通过在店就餐、外带、外卖多种方式及更多产品品类提供服务。
- **连锁餐企强调品质与规模。** 连锁餐企注重品牌效应，追求顾客用餐体验、提升品质。同时面对大规模用餐需求，需要稳定可靠、颇具规模的食材供应商，以及快速响应、压缩上菜等待时间提升翻台率需求。
- **餐饮供应链加快上游食材加工产业发展。** 最初以家庭消费为先导催生上游食材加工产业兴起，而在租金成本、人工成本上升及下游连锁餐饮及小吃快餐等餐饮小店加速发展下，餐饮供应链加快带动上游食材工业走向成熟。

- 方便（外卖、速食等）
- 口味（品牌溢价）

家庭消费

连锁餐企

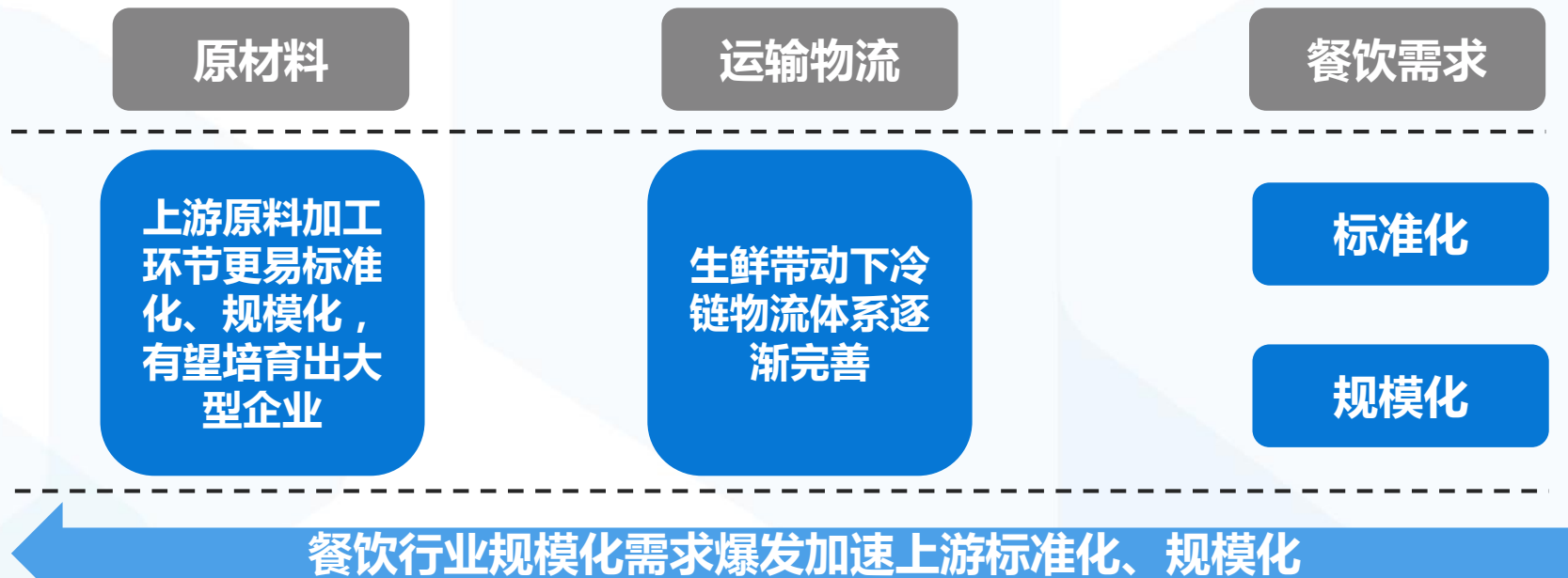
- 规模集采、品质安全可靠
- 提升效率控制成本

- 产品口味多样化
- 价格实惠
- 简易制作、快速响应

小吃店

01 餐饮需求加速上游规模化发展

- 餐饮需求加速上游规模化。2B餐饮需求巨大，①中式餐饮头部企业：以火锅等为代表的餐饮企业呈现标准化、规模化趋势，带动上游规模采集需求，加速上游产业化、规模化。②长尾小B餐企或门店：外卖需求增长、人力成本攀升、优化流程提升响应速度和服务效率等大幅拉动面点主食、快餐等半成品需求。



上游企业追求规模效应与成本最优

- 餐饮产业链上下游发展逻辑不同。①下游餐饮：消费升级、空间巨大但集中度低。②上游食材：下游议价能力更强、原材料成本刚性，更依赖规模效应和费用控制实现成本最小化，先发优势有望提升集中度。



02

2B餐饮需求加速上游供应商规模化

2B餐饮市场需求

下游带动上游

现状一：我国餐饮行业规模巨大且快速增长

现状二：餐饮连锁化、规模化带动上游食材集中采购

上游食材供应需求

规模化趋势

趋势一：餐饮产业链专业化分工，上游食材供应规模化

趋势二：餐饮产业下游众口难调，食材供应更易标准化

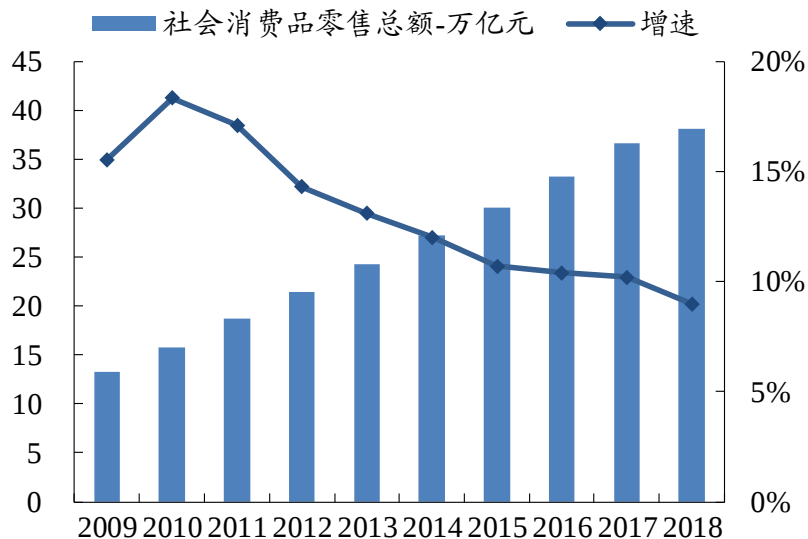
大型食材供应企业



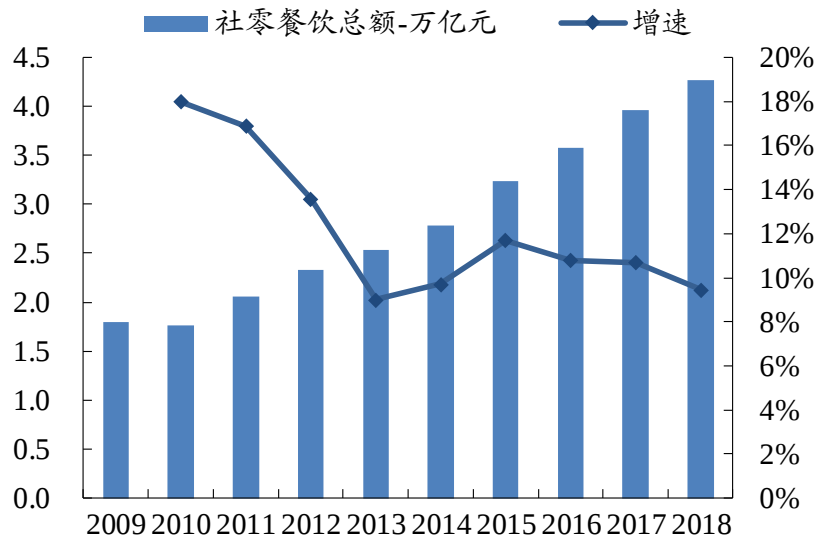
中国餐饮行业总体规模达到4.3万亿元且保持较快增长

- **我国社会消费规模巨大**：随着中国经济发展以及人均可支配收入的增加，社会消费品零售总额近十年来高速增长，从2009年的13.3万亿元增长至2018年38.1万亿元，复合增速达到12.4%。
- **社零餐饮市场广阔，增速稳定**：2018年社零餐饮总额达到4.3万亿元，同比增长9.5%。餐饮受宏观经济波动等外部影响较小，增速保持相对稳定，自2013年以来餐饮收入保持10%左右的增速，行业规模稳定扩张。

图：我国社会消费品零售总额规模巨大



图：我国社零餐饮收入达到4.3万亿元且较快增长



数据来源：wind，国泰君安证券研究



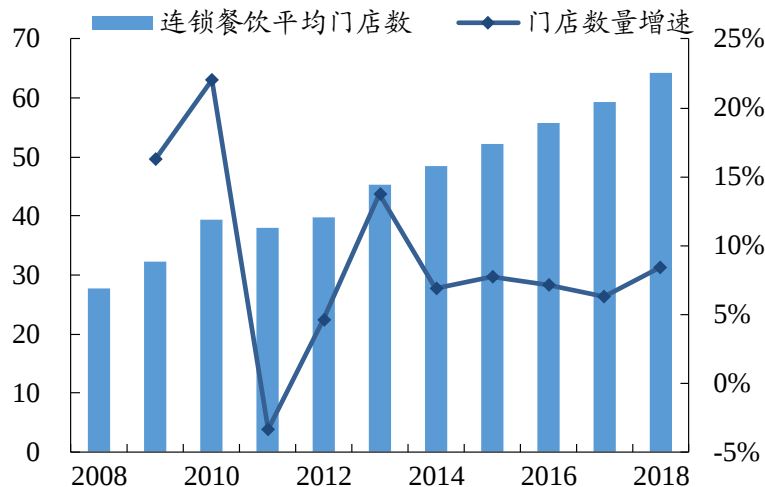
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

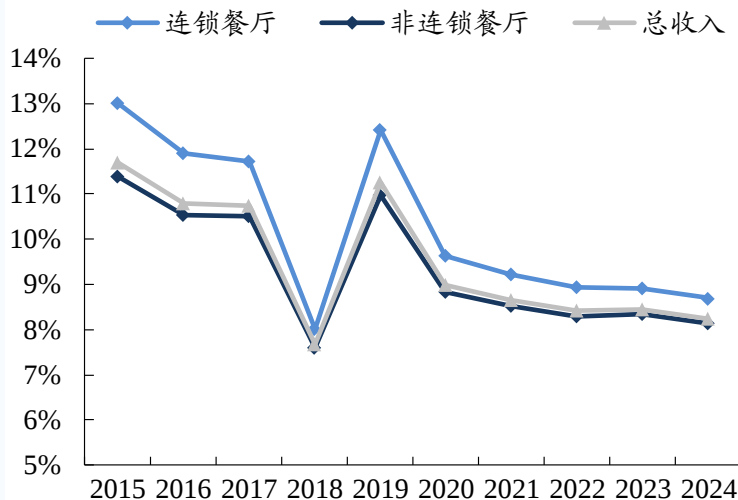
02 餐饮呈现连锁化、规模化趋势

- **餐饮服务市场出现连锁化趋势**：中国餐饮市场中，连锁餐厅的收入占比稳步提升至20%，并且连锁餐厅的增长速度更快，2014-18年CAGR达11.2%，高出非连锁餐厅1.1pct。
- **连锁餐厅的规模化程度不断提升**：为了满足消费升级的需求，餐饮行业不断推进业务规模化、标准化，连锁餐厅高知名度、高食品质量、高服务品质等优势得以体现，平均门店数量不断增加，规模化效应逐渐增强。

图：连锁餐饮平均门店数量增加，呈现规模化趋势



图：连锁餐厅增长快于非连锁模式

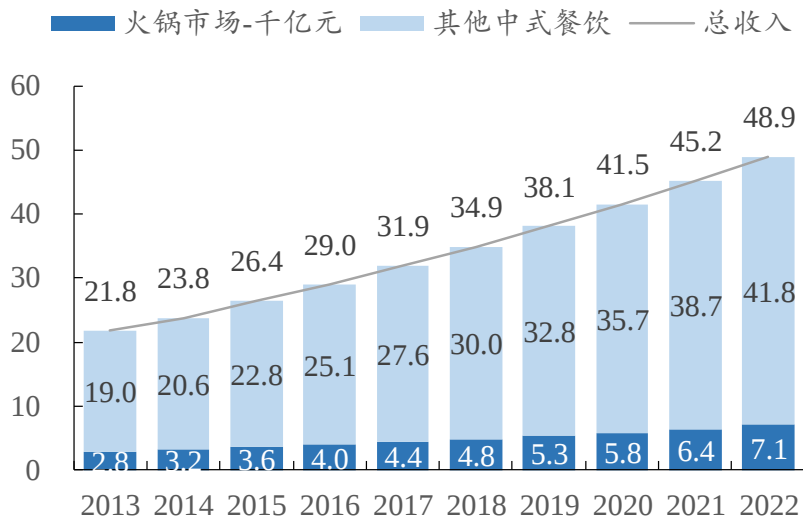


数据来源：wind，国泰君安证券研究

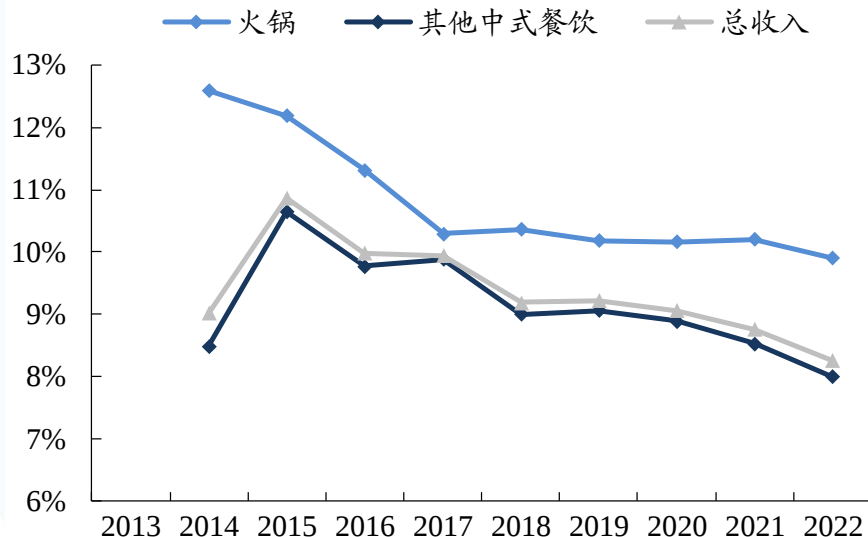
餐饮行业主要市场——中式餐饮占比约80%

- 国内中式餐饮为主：中国餐饮服务市场可划分为三部分：中式餐饮、西式餐饮及其他餐饮，其中中式餐饮占比最大（2017年约80.5%，2018年约80%），2018年收入3.5万亿元，2013-2018年复合年增长率9.8%。
- 火锅增速高于其他中式餐饮：目前餐饮行业呈现规模化趋势，火锅作为高标准化餐饮具有较好的发展潜力，2013-2018年复合增速为11.3%，扩张速度明显高于加工工艺相对复杂的其他中式餐饮。

图：以火锅为代表的中式餐饮市场快速增长



图：火锅作为高标准化餐饮，增速快于其他中式餐饮



数据来源：海底捞公告，国泰君安证券研究



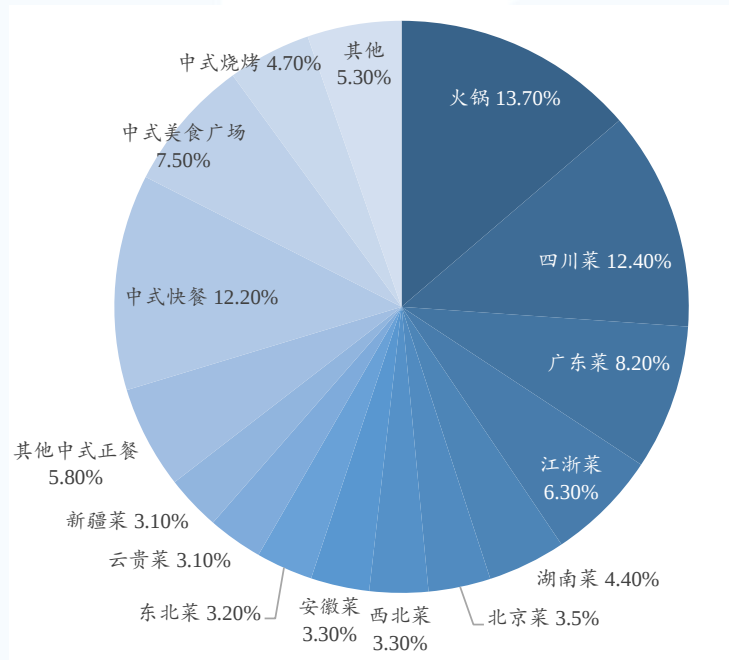
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

中式餐饮细分种类——火锅占比最高，约为14%

- **火锅市场以更好的标准化快速成长：**中式餐饮市场菜系丰富，品种格局较为分散，火锅、川菜、粤菜等中式正餐厅占比70.3%，中式快餐厅及其他占比29.7%，其中火锅所占份额最大，2017年占比13.7%。

图：中式餐饮中火锅、川菜等独特风味菜系占比最高

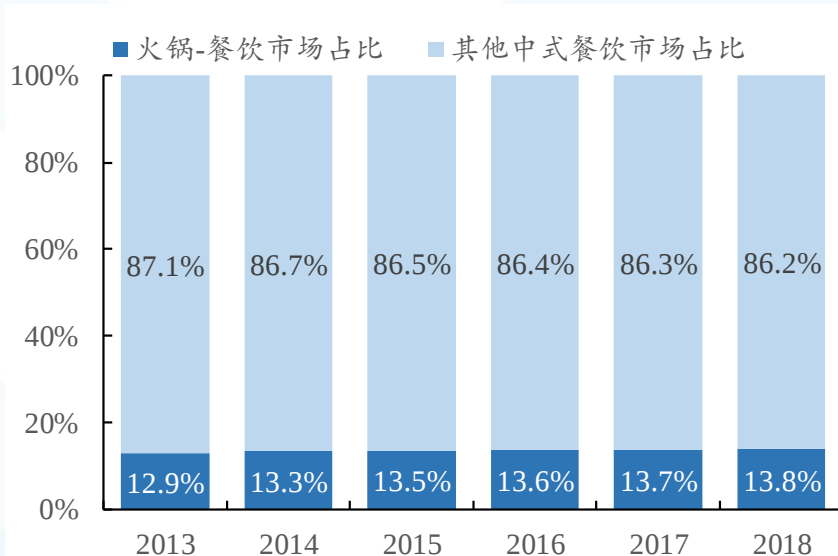


餐饮细分市场——火锅需求旺盛且最易标准化

火锅市场需求旺盛：在需求端，火锅独特的食用方式使得其具有食材新鲜、烹饪方式健康、口味个性化、品类丰富、社交元素丰富等特点，使其受到顾客的偏爱。近年来火锅行业发展势头良好，中式餐饮市场占比不断提高，2018年达到13.8%，并且近年来保持10%左右的快速增长，预计2019年市场规模达到5300亿元，2022年可能突破7000亿元。

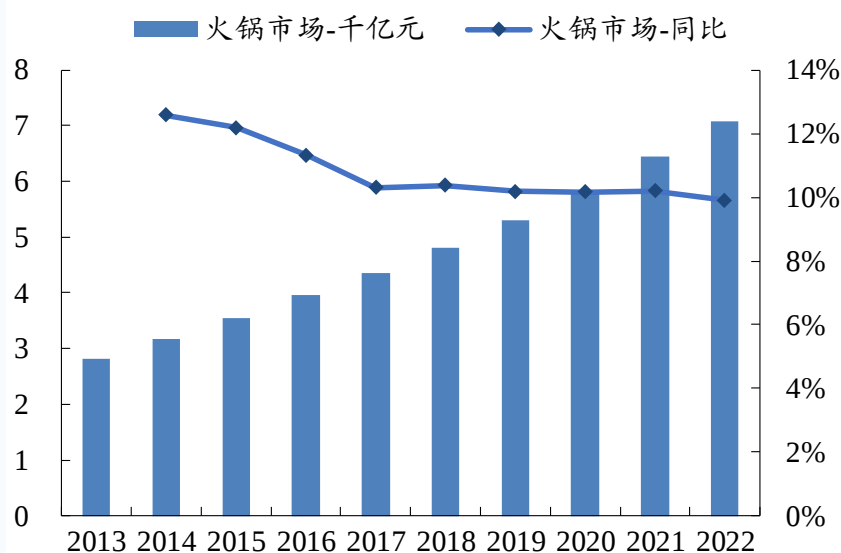
- **火锅最易标准化：**在供给端，火锅具有加工环节简便、易于标准化管理、人力成本较低、可扩张性较高、业务模式简洁等特征，适合连锁化经营，受到餐饮从业者的青睐。

图：火锅在中式餐饮市场中的份额不断提高



数据来源：海底捞公告，国泰君安证券研究。2019-2022年为预测数据。

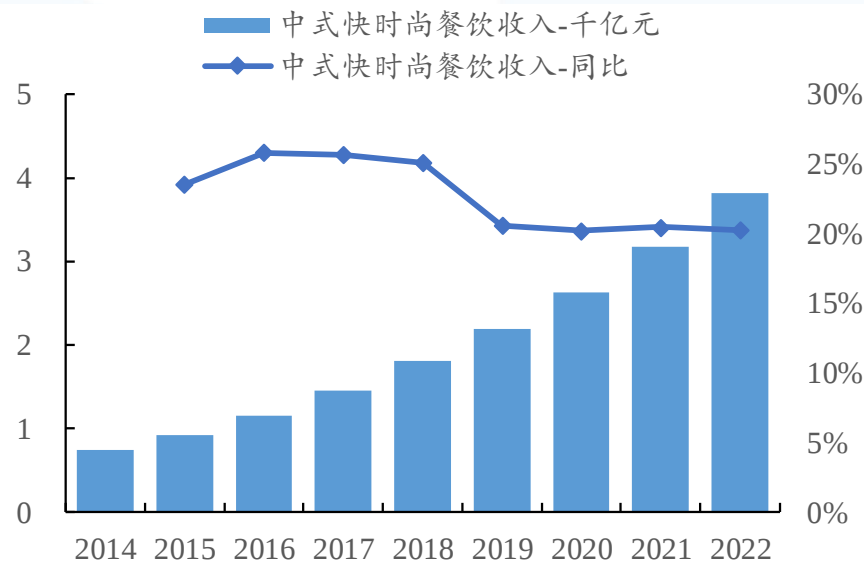
图：火锅市场维持10%快速增长



餐饮细分市场——中式快时尚餐饮市场快速扩张

- 中式快时尚餐饮通常为连锁餐饮，具有供应中式餐饮、位于购物商场内、人均支出50元~100元、翻台率较高（>2.0）、用餐时间短（<1h）、气氛休闲、装潢高端现代等特点。
- 快时尚餐饮快速发展：**中式快时尚餐饮为新兴市场，2018年规模达到2200亿元，2014-2018年年复合增长率高达25%。城市化率不断提高、餐饮在购物商场中重要性提高、外出就餐方式盛行、线上社交媒体发展、新技术应用更加广泛等多重因素促进中式快时尚餐饮高速扩张。

图：中式快时尚餐饮市场规模快速增长



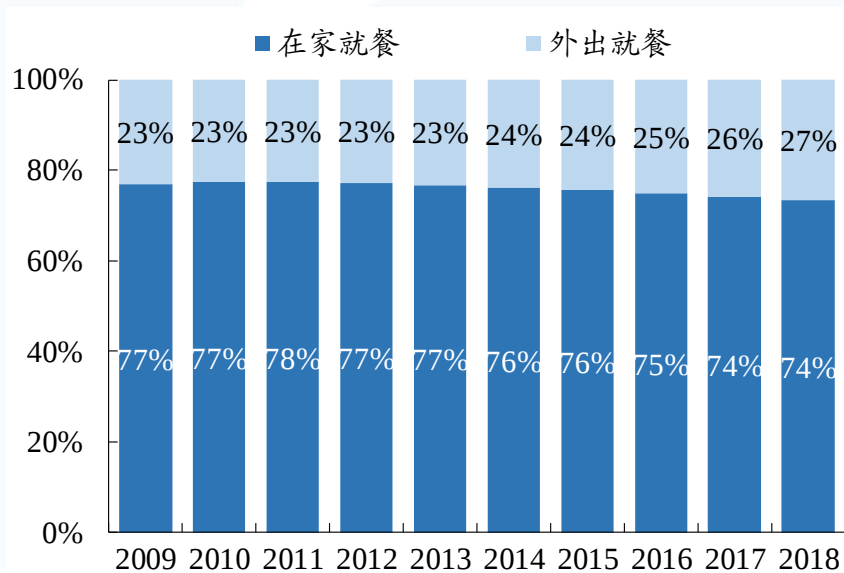
数据来源：九毛九公司公告，国泰君安证券研究。2019-2022年为预测数据。



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

图：外出就餐比例不断提升



餐饮行业格局：中式餐饮龙头正在崛起

- 中国餐饮市业态可划分为正餐、火锅、快餐小吃、团餐、休闲餐饮五类，不同品类间经营模式、产品卖点、发展策略等差异化明显。
- 连锁餐饮龙头以西式快餐、火锅为主：**连锁餐饮龙头企业TOP 5为肯德基、麦当劳、星巴克、必胜客及德克士，市场占比分别为11.0%、5.2%、4.4%、3.2%、2.5%；海底捞位居第六，占比2.2%，新餐饮品牌一点点、喜茶等市场渗透较快；整体本土品牌市场占有率仍偏低，火锅市占率较好。

表：2019年中国餐饮细分行业龙头TOP 5

正餐	火锅	快餐小吃	团餐	休闲餐饮
杭州饮食服务	四川海底捞	安徽老乡鸡	河北千喜鹤	济南嘉和世纪
北京华天饮食	呷哺呷哺	上海杨国福	快客利	江苏水天堂
上海杏花楼	四川香天下	张亮麻辣烫	深圳德保膳食	厦门豪享来
山东凯瑞	重庆刘一手	味千（中国）	北京健力源	广州一级棒
广州酒家	成都小龙坎	真功夫	安徽蜀王优芙得	北京汉拿山

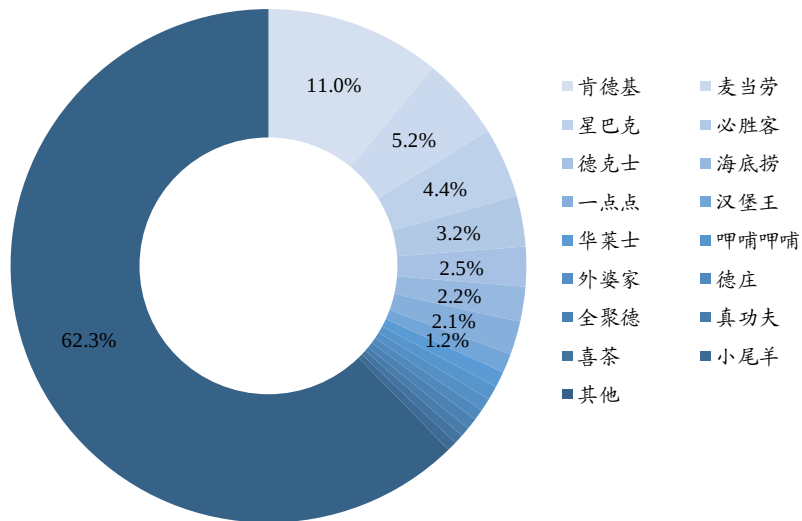
数据来源：2019中国餐饮业年度报告，国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

图：连锁餐饮龙头企业以西式快餐、火锅为主



数据来源：欧睿数据库，国泰君安证券研究

- **产品的标准化**：餐饮行业中央工厂的快速发展促进了产品的标准化，比如蜀海供应链供应给海底捞的标准化食材，以及颐海国际提供给海底捞的标准口味火锅底料。
- **服务的标准化**：海底捞聘请第三方提供餐厅装修及新员工培训等服务。海底捞致力于为顾客提供舒心的服务，从员工的着装到顾客排队等候、点菜单以及用餐服务，海底捞都有相关具体要求，并落实到员工培训和奖励机制上。
- **流程的标准化**：餐饮店铺的就餐流程逐渐标准化，比如用手机扫码点餐，后厨收到订单制作菜品，最后扫码结账，员工服务以及后厨做菜流程都更标准化。

图：海底捞门店推出的标准化服务



数据来源：海底捞公司官网，国泰君安证券研究

- 餐饮产业各个环节规模化龙头快速成长：随着餐饮市场规模不断扩张，从食材到餐厅以及外卖平台各个环节都涌现出一大批细分行业龙头，其规模化优势成为核心竞争力。

图：餐饮市场各细分行业逐渐规模化



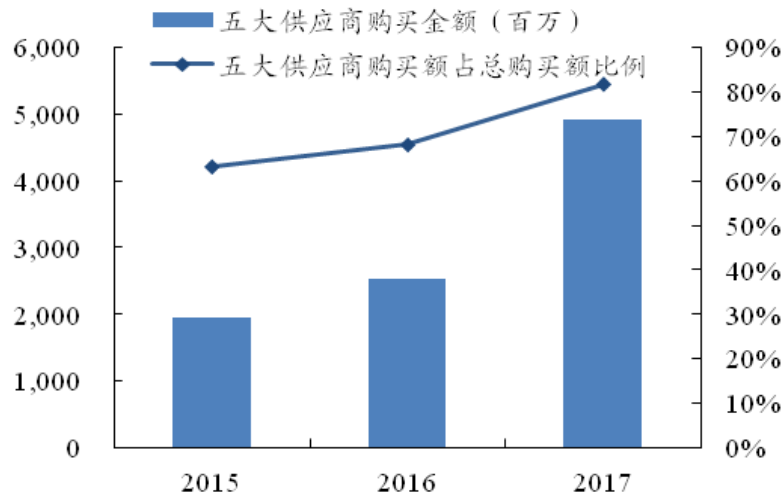
数据来源：中物联冷链委，国泰君安证券研究



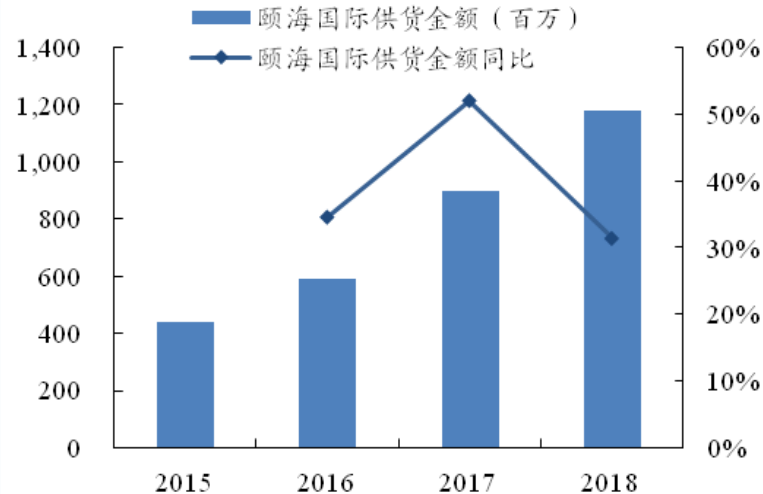
餐饮规模化发展——中上游规模化采购程度提高

- 餐饮下游企业通过与供应商合作规模化地采购食材。以海底捞为例，其主要采购火锅底料、食材及装修项目，五大供应商的采购占比逐年增加，2017年达到81.7%。其中向颐海国际采购火锅底料的金额同样逐年增加，2017年达8.96亿，同比增长14.8%。

图：海底捞五大供应商供货金额不断增大



图：颐海国际供货金额不断增大

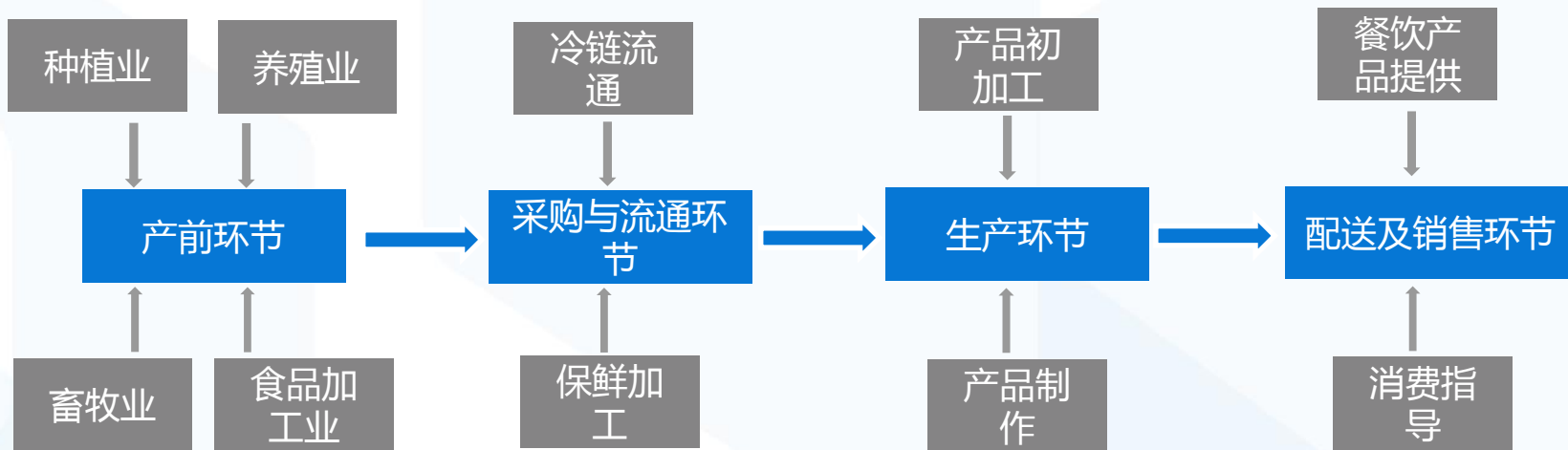


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从生产特点看餐饮行业产业链：下游口味多样化，上游更易标准化

- **菜肴口味难以标准化**：由于我国地域辽阔，各地人民口味偏好不同，口味单一的加工菜肴难以吸引顾客。下游企业在品牌溢价的加持下，盈利能力比上游企业强，但难以满足不同口味偏好人群的需求，。
- **餐饮产业链上游更易标准化**：食材供应商在生产环节进行食材初加工，产出半成品或者速冻菜品，配送至下游餐厅。食材、调味品和半成品的生产逐渐标准化，投资相对集中在产前环节、采购与流通环节以及生产环节。

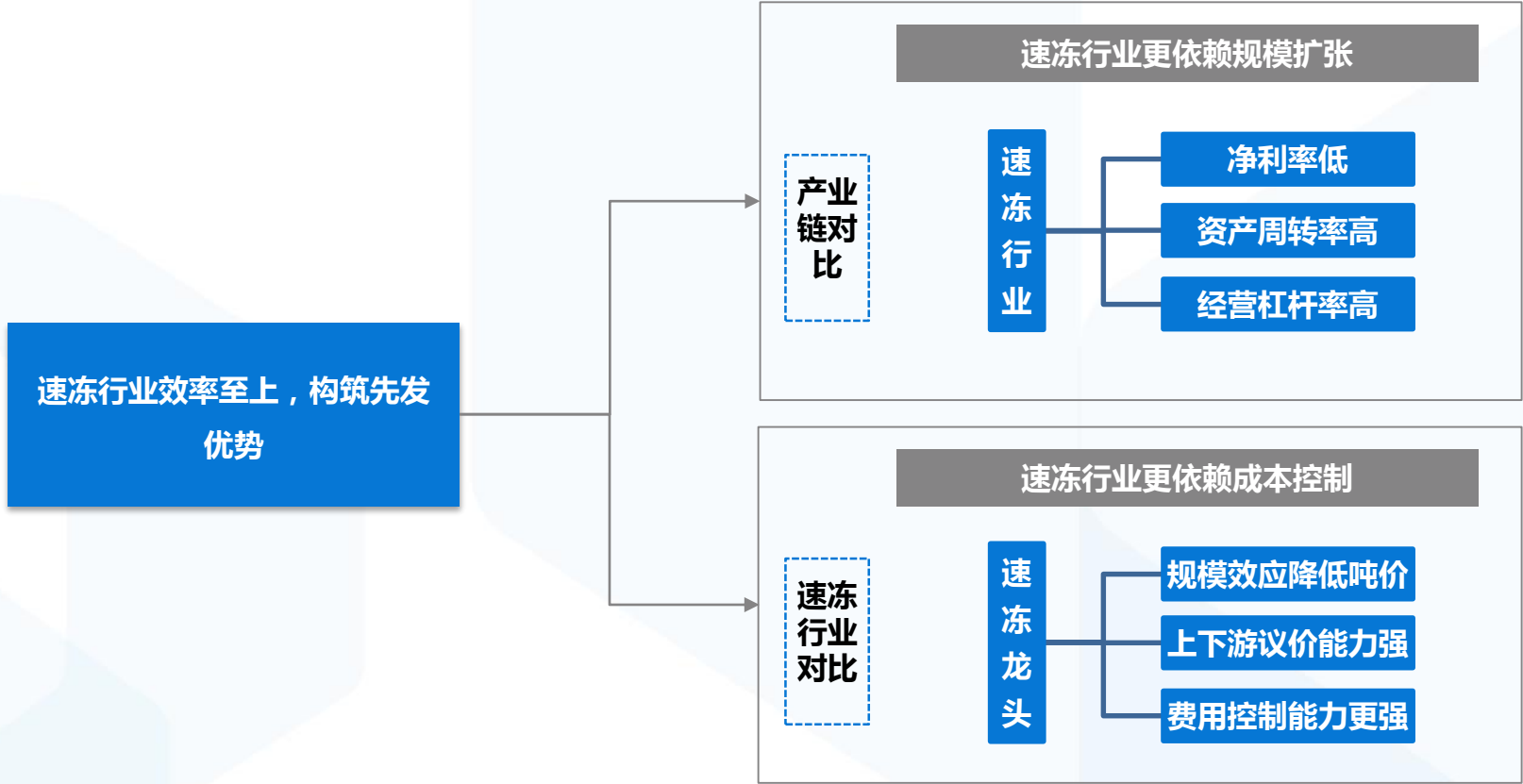
图：餐饮产业链示意图



数据来源：国泰君安证券研究

03

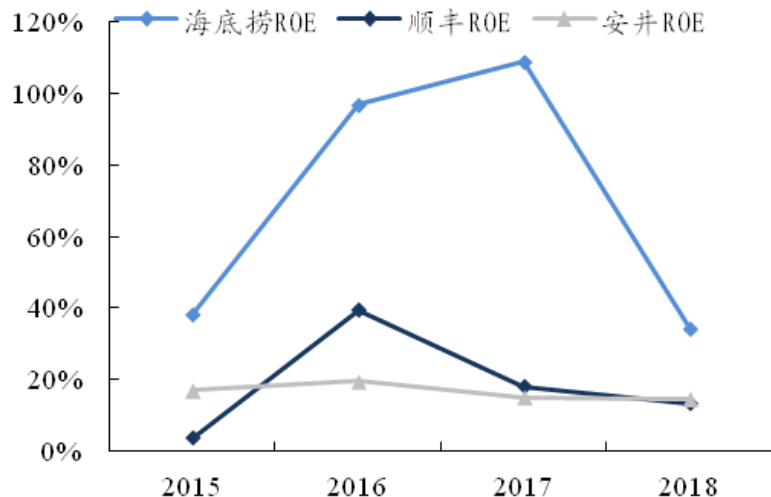
速冻行业效率至上，构筑先发优势



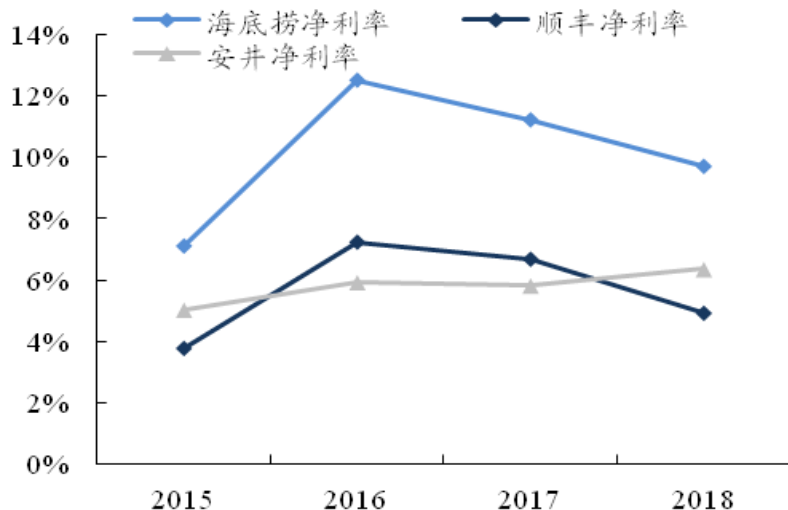
从ROE看餐饮行业周转效率：下游看品牌溢价，上游看管理周转

- 下游餐饮企业的ROE回报更高：上游企业（安井食品）以及中游运输（顺丰控股）的ROE靠较好的管理水平仍获得双位数以上的ROE回报，而下游餐饮企业（海底捞）的ROE可高达34%，下游餐饮企业的盈利能力更强。
- ROE的差距来源之一在于净利率水平差距：从净利率水平来看，海底捞的净利率水平明显高于顺丰与安井，这得益于下游连锁餐饮企业较高的品牌溢价。

图：下游餐饮企业的ROE回报更高



图：下游餐饮企业的净利率水平更高

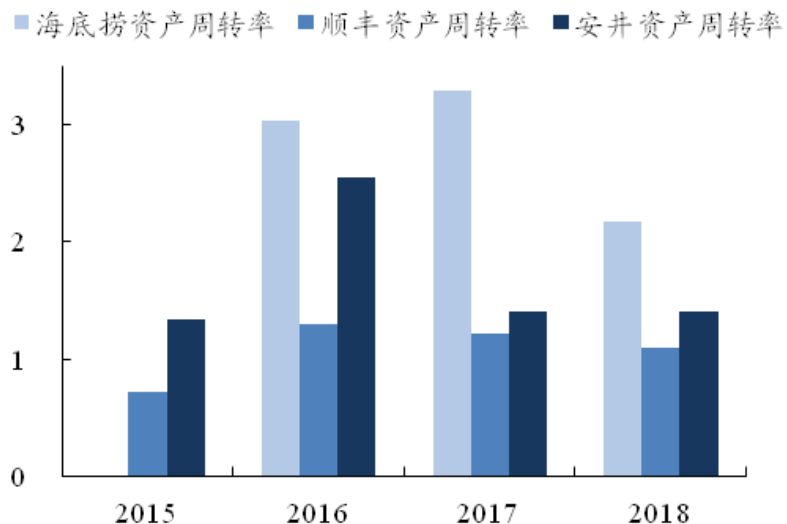


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

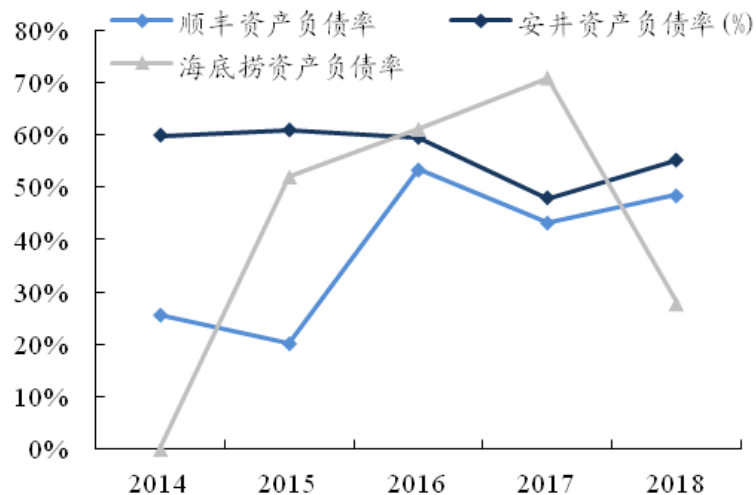
从ROE看餐饮行业周转效率：下游看品牌溢价，上游看管理周转

- **资产周转**：下游餐饮企业的资产周转效率更高，但同时中上游的企业同样需要保持较高水平的周转效率。
- **经营杠杆**：中上游的扩张更依赖于资产负债表的扩张，需要更高的经营杠杆，必需保持较高的资产负债水平。而下游餐饮企业的现金流结构更好，资产负债表的扩张弹性较大。

图：海底捞、顺丰、安井都有较高的资产周转



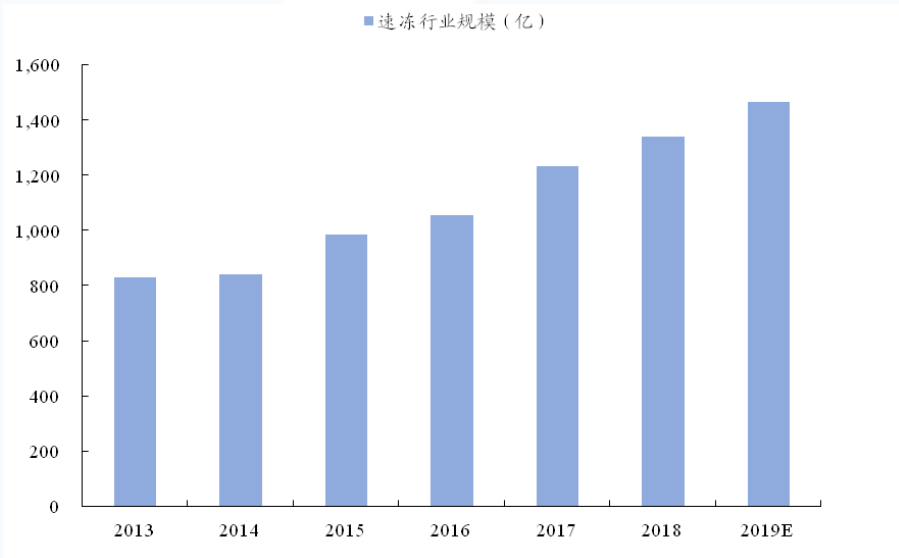
图：中上游的扩张难度大，因而资产负债率水平较高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

- 中国速冻食品市场规模巨大：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%。未来，速冻面米制品、速冻火锅料制品市场规模将维持稳定增长，促进速冻食品行业整体市场规模持续增长，预计2019年速冻食品规模将达1467亿元。

图：速冻食品市场规模巨大

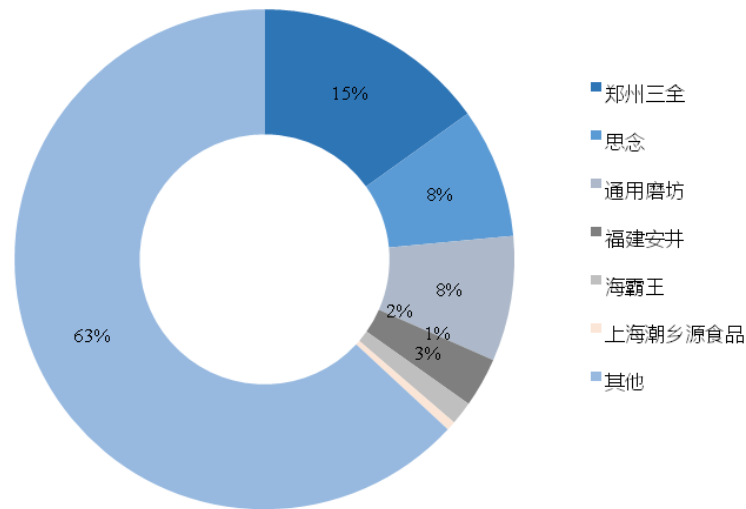


数据来源：欧睿数据库，国泰君安证券研究

速冻行业格局：2C端CR3达到31%，2B端或更加分散

- 速冻行业2C端CR3达到31%：
三全食品2018年巩固了行业领先地位，占到市场销售额的15%份额；思念食品、通用磨坊旗下品牌湾仔码头均占8%，福建安井近年来凭借其特色的速冻火锅料制品在速冻食品行业稳步增长，2018年占据市场3%份额。2B端尤其长尾小B客户分布分散，更多是区域性的作坊企业覆盖，行业整合在即，集中度有望提升。

图：速冻食品市场规模巨大



数据来源：欧睿数据库，国泰君安证券研究

- 相比于下游餐饮，速冻行业的利润率更低，杠杆率更高，更依赖于规模扩张和运营效率，核心竞争里在于成本控制，具体表现为：
1) 龙头公司在上下游议价能力更强，规模效应降低产品成本和原材料价格波动；2) 资产利用率水平更高；3) 龙头公司具有更强的费用控制能力。龙头在成本费用上的布局和管理，以及在经营效率上的提升能够构筑长期竞争优势。目前餐饮上游正处于规模化发展的初期，先发优势下强者有望恒强

图：速冻企业首要追求成本最小化

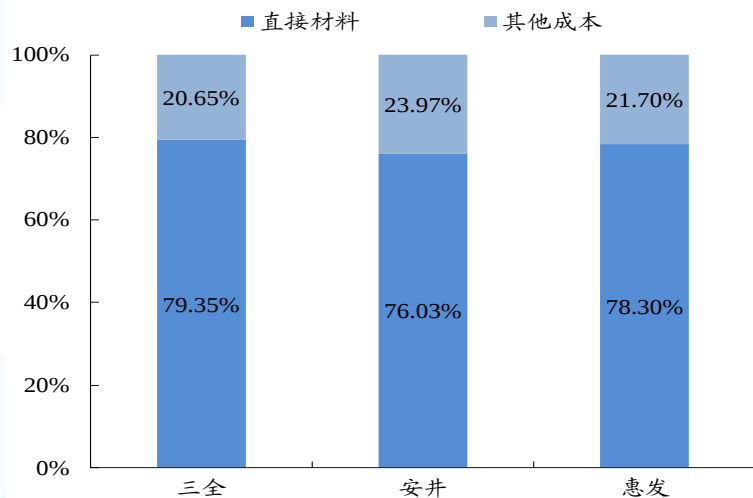


数据来源：国泰君安证券研究

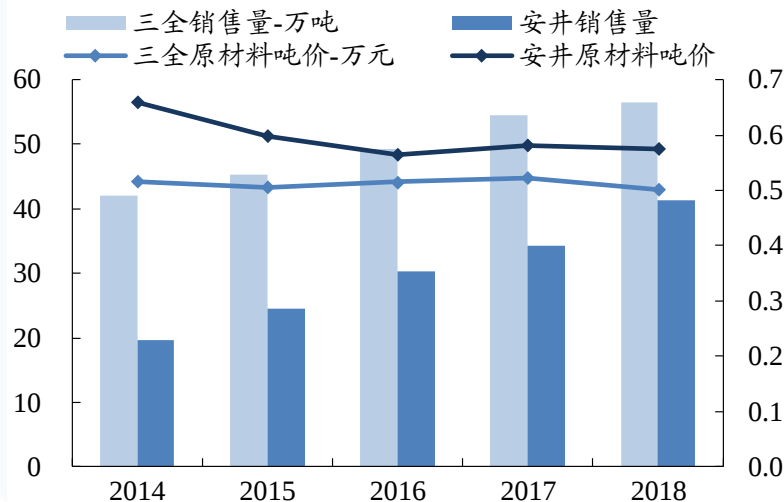
速冻企业原料成本控制：原材料成本占比高，上游对原料价格高度敏感

- **速冻食品成本中原材料占比大**：直接材料在速冻食品成本中占比近80%，行业属于成本敏感型，原料价格对速冻食品成本影响较大。
- **销售产品原料吨价存在规模化效应**：2018年三全销量为56.6万吨，销售产品成本中原料吨价约为0.5万元；安井销量为41.3万吨，销售产品成本中原料吨价约为0.6万元。随着销量的增加，销售产品成本中原料吨价出现下降趋势，规模化经营有助于降低单位成本。

图：2018速冻企业直接材料成本占比近80%



图：安井的产品原材料吨价呈下降趋势

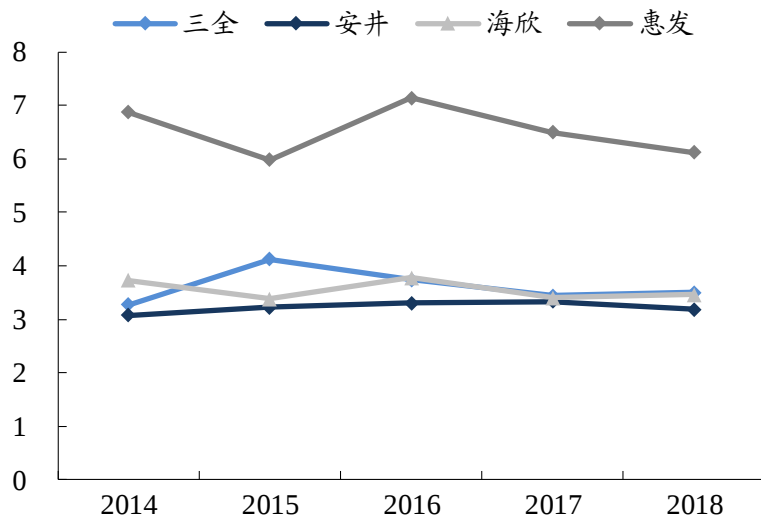


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

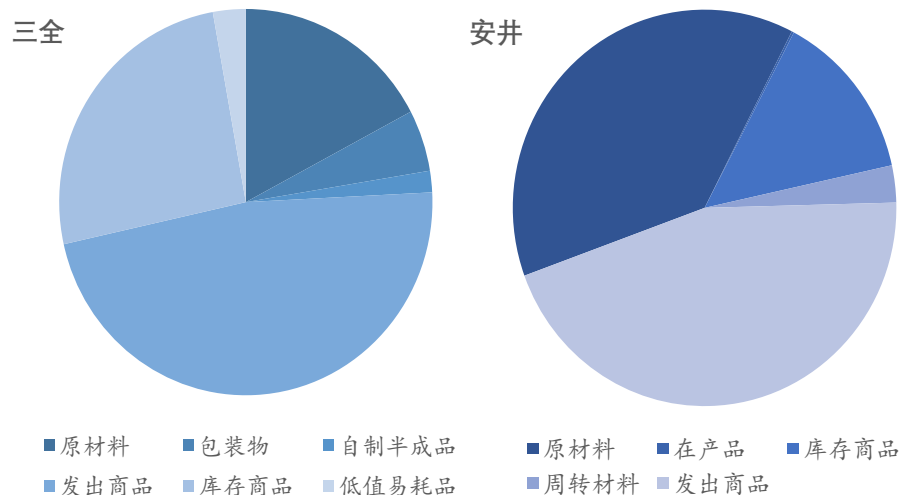
速冻企业原料成本控制：囤积低价原料对冲成本上涨

- 龙头公司会大量囤积低价原料应对成本上涨：由于与下游客户需要二次对账，发出商品在三全、安井存货结构中比重最高，占比分别为47.3%，40.6%；原材料占安井库存容量34.5%，在三全库存结构中仅占17.2%，安井在原材料的成本管理上更严格，通过囤积低价原材料来以防价格上涨；库存商品在三全结构中占比25.7%，远高于安井库存结构中的12.5%。

图：龙头存货周转的速度趋同



图：安井成本管理更严格，原材料占存货比例更高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



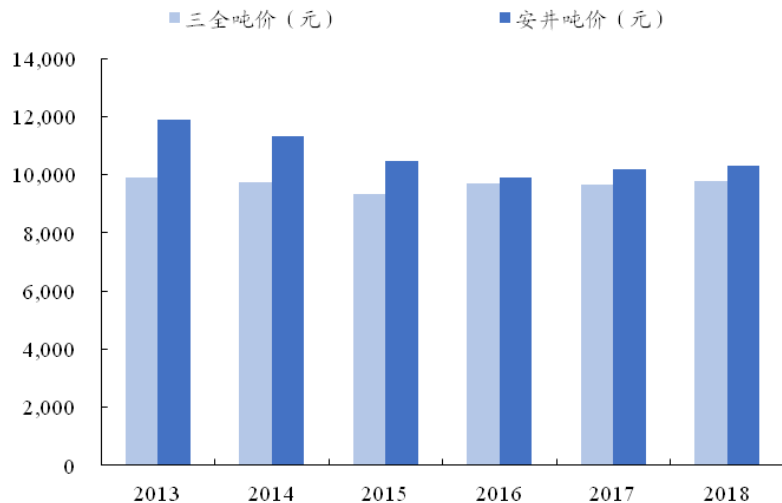
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

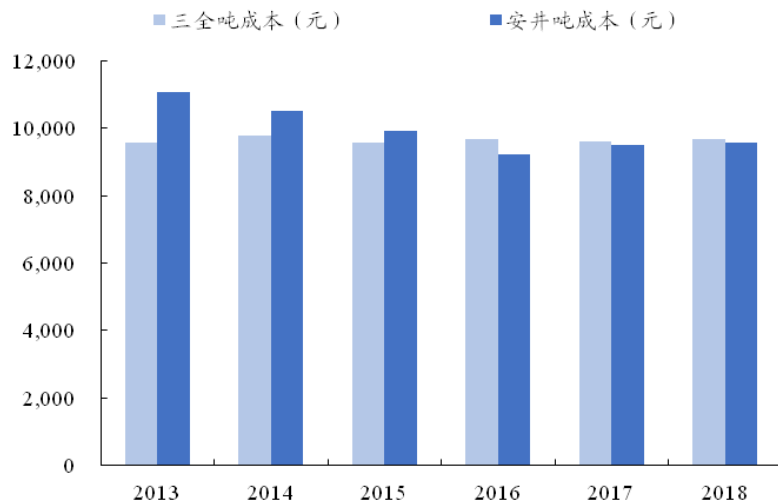
速冻企业原料成本控制：龙头成本在规模效应和成本管控中实现稳中有降

- **速冻产品运距受冷链限制**：冷链的成本大概是常温运输的3倍。顺丰每件运输成本在临近2-4元，偏远4-6元，航空国内件10-15，生鲜电商平均每单的冷链物流成本至少为30元。
- **安井与三全的吨价水平**：安井产品的吨价在10000元左右，呈下降趋势，仍高于三全的产品吨价。
- **安井与三全的吨成本水平**：安井产品的吨成本逐年降低，2015年后低至10000元以下，2016年开始低于三全产品的吨成本。

图：三全相比安井产品吨价更低



图：安井吨成本逐年下降，2016年起低于三全



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



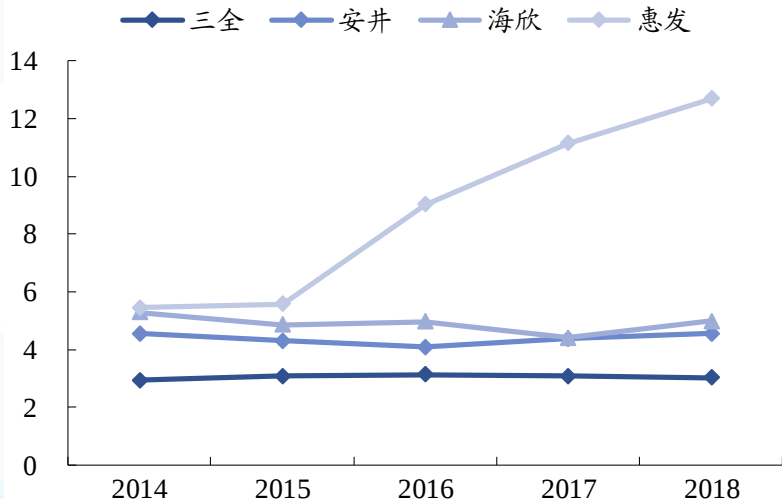
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

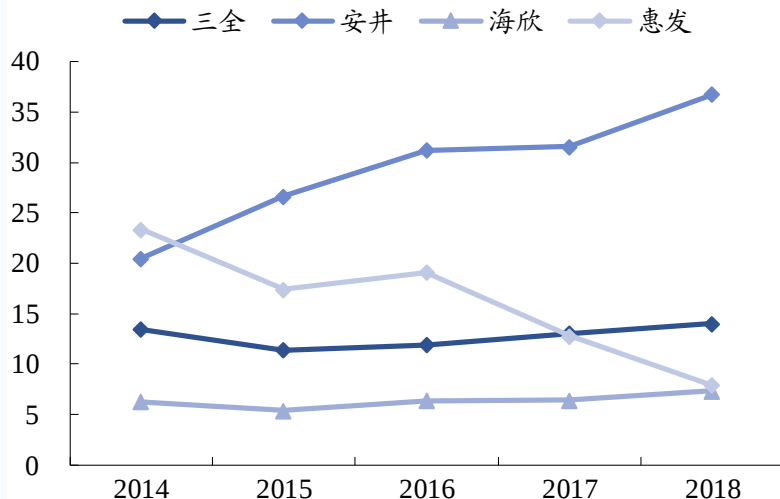
速冻企业营运效率：龙头在上下游中议价能力较强

- **龙头应付账款周转较低，呈现一定的议价能力：**安井、海欣应付账款周转率接近，近4年均均为4.5-5次，且变化幅度较小。三全的应付账款周转率最低，近五年均为3次左右，说明其对上游原料有更强的压款能力，可以更多占用供应商的货款。这显示了三全具有重要的市场地位，但同时也要承担较多的还款压力。
- **龙头应收账款周转水平较高：**三全应收账款周转率略高，2018年为14次，近五年保持相对稳定；安井2018年周转率达36.7次，远高于行业平均水平。安井下游经销商主要服务的是小B商家，三全下游客户主要是商超，商超普遍存在压款情况，因而安井的应收账款周转率快于三全。

图：龙头应付账款周转率低于行业



图：龙头应收账款周转率较高、资金回笼更快



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



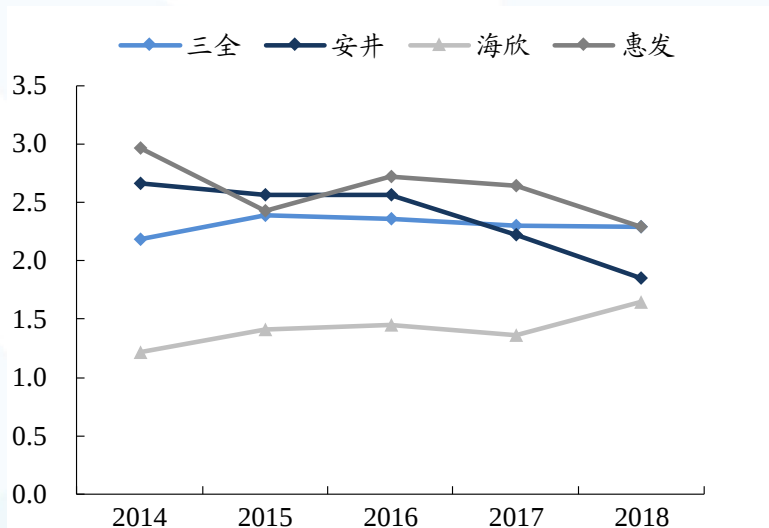
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

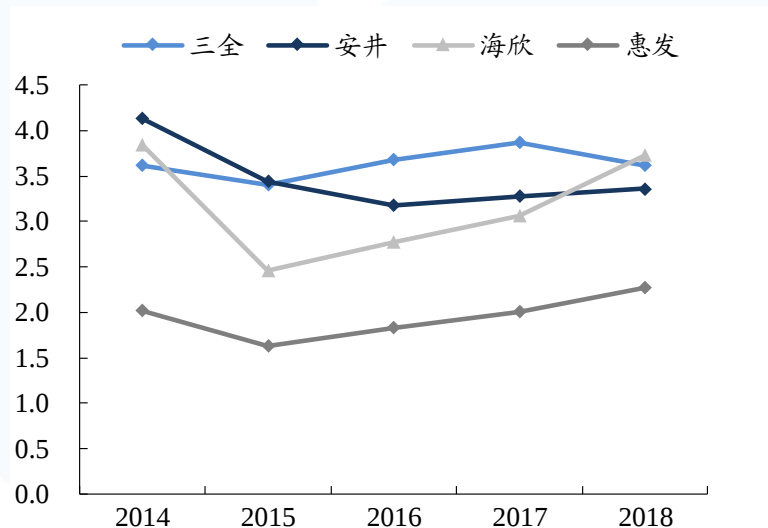
速冻企业营运效率：龙头企业资产利用率水平较高

- 流动资产周转效率有所差异来源于原料成本控制策略的不同：三全流动资产周转效率高于安井，主要是因为三全的存货周转率更高。海欣流动资产周转率最低，近年来有所改善。
- 龙头固定资产周转效率普遍较高：速冻行业普遍资产较重，固定资产运营水平是决定运营效率的关键。三全与安井保持不相上下的固定资产周转水平，惠发固定资产周转率最低。

图：流动资产周转差异取决于成本管理策略不同



图：三全和安井的固定资产周转率水平相当

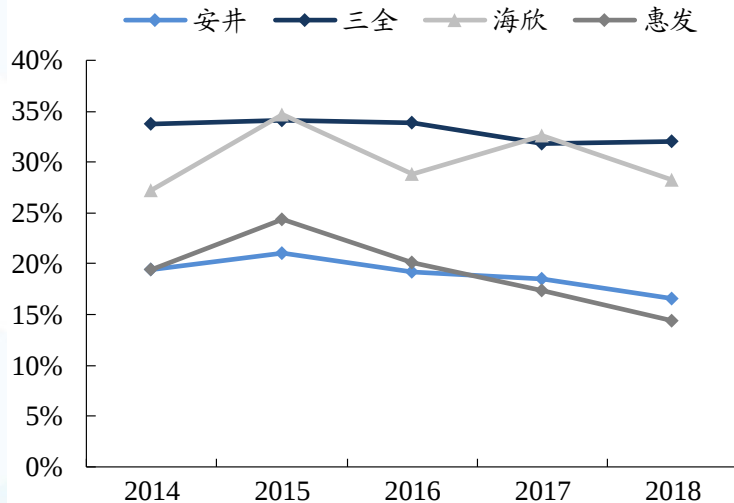


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

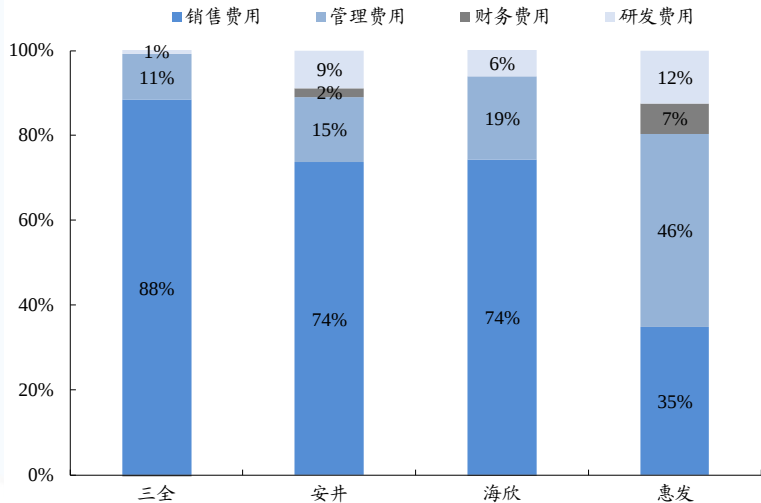
速冻企业费用控制：商业模式的不同导致龙头在期间费用控制上差异较大

- **2C模式下三全的期间费用率更高**：三全期间费用率始终居高不下，2018年期间费用率为32%，主要由于高昂的销售费用所致；安井期间费用率较低，且仍不断下降，2018年降至16.6%，提高了利润空间。
- **销售费用占比三全最高，惠发筹资渠道较差**：三全销售费用在费用结构中占比高达88%，管理费用占比仅为11%；安井、海欣销售费用占比均为74%，管理费用占比较小；惠发销售费用占比最小，仅为35%，但管理费用占比高达46%，管理效率偏低，7%的财务费用表明其筹资渠道较差。

图：2C模式下三全的期间费用率更高



图：2C模式的销售费用率高于2B模式



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



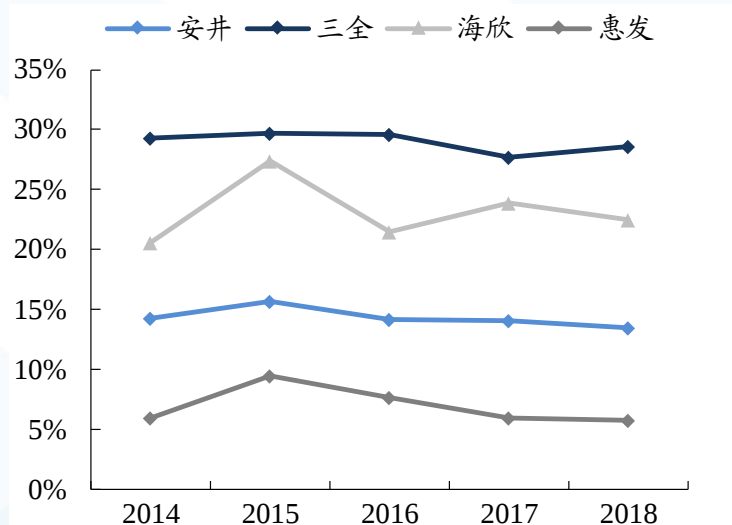
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

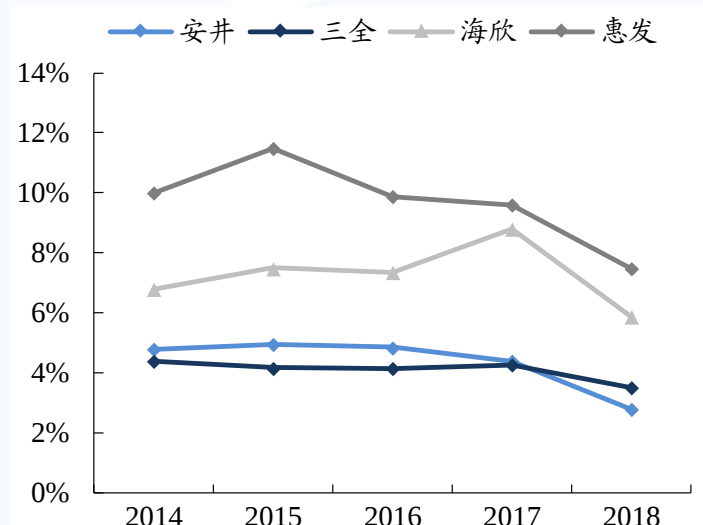
速冻企业费用控制：龙头呈现更强的费用控制能力

- 2C模式销售费用率高于2B模式：**不同商业模式下销售费用率差别显著，2018年安井、三全、海欣、惠发销售费用率分别为13.43%、28.58%、22.45%、5.76%。2C业务的三全销售费用率最高，是2B业务的安井食品销售费用的2.8-3倍。从销售费用率角度，三全逐步增长到30%左右，而安井稳定在14%左右。
- 管理费用率的差异取决于管理层的激励水平以及管理效率：**小型速冻食品企业海欣、惠发管理费用率较高；大规模速冻食品生产商安井、三全管理费用率较低。四家公司的管理费用率近年来均呈现下降趋势。

图：速冻企业销售费用率比较



图：速冻企业管理费用率比较

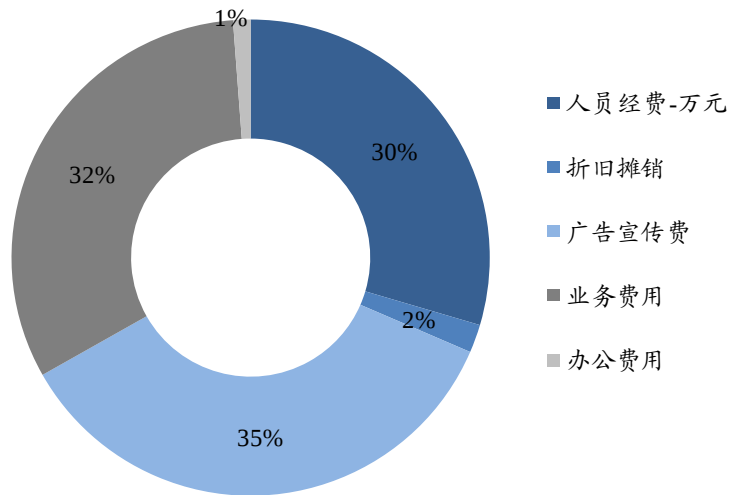


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

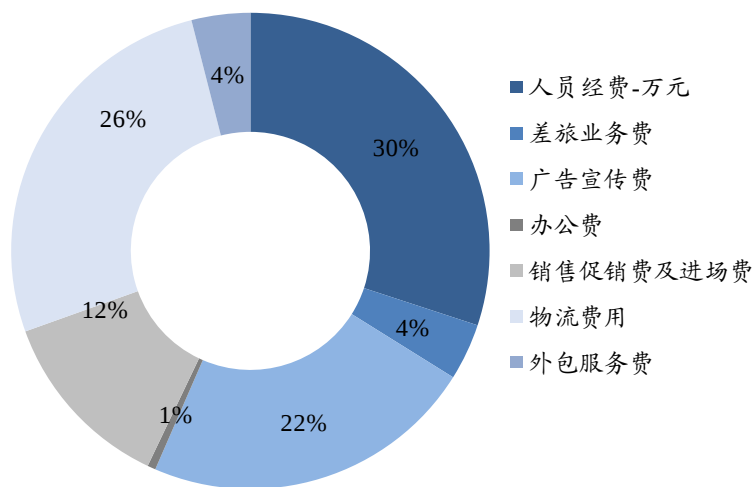
速冻企业费用控制：2C业务广宣费用较高

- 2C模式广告宣传费用普变较高**：为了达到2C市场的营销需求，三全投入了高额广告费用以及商超推广费用，市场费用在销售费用中占比达35%；而安井广告投入较小，占比仅为22%，主要由于2B业务的销售渠道的黏性更好，实惠价格、贴身服务终于广告宣传。三全、安井销售人员经费在销售费用中占比均接近30%，主要是2B业务及商超业务需要大量的销售人员维护。

图：三全广告宣传费占销售费用比例大



图：安井广告宣传费占销售费用比例较小

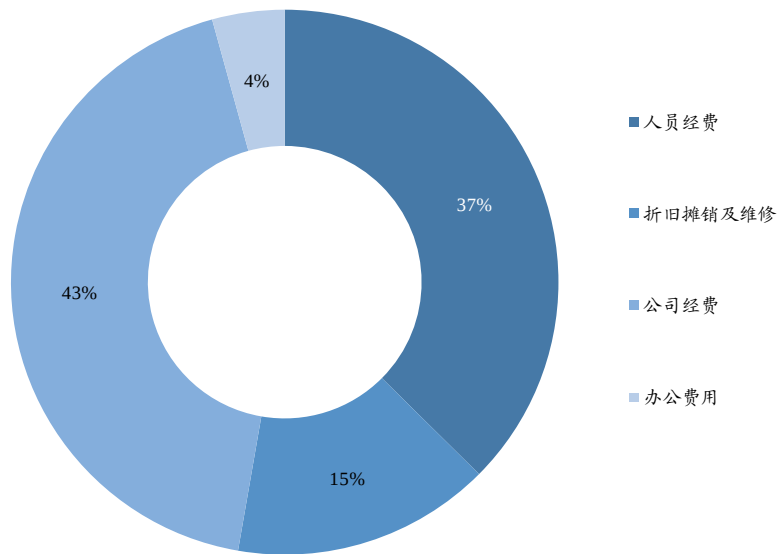


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

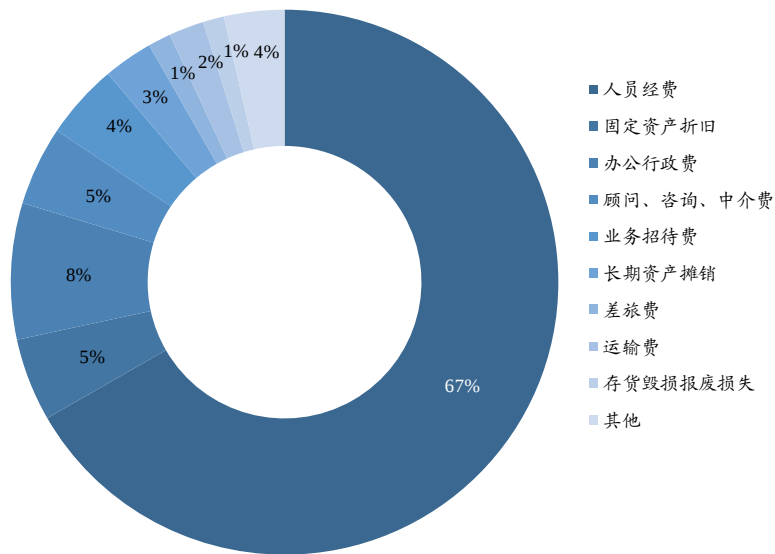
速冻企业费用控制：管理费用投入体现公司激励机制

- 安井对管理人员激励更高：三全管理人员经费占比仅为37.4%，安井管理人员经费高达66.7%，且其管理人员数量在员工结构中占比较小，管理人员平均薪酬及社保福利较高，在管理团队的激励比较到位，2019年安井也推出员工持股计划，基本覆盖中高层以上骨干员工。

图：三全管理费用中公司经费占比较大



图：安井管理人员经费占比超2/3



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

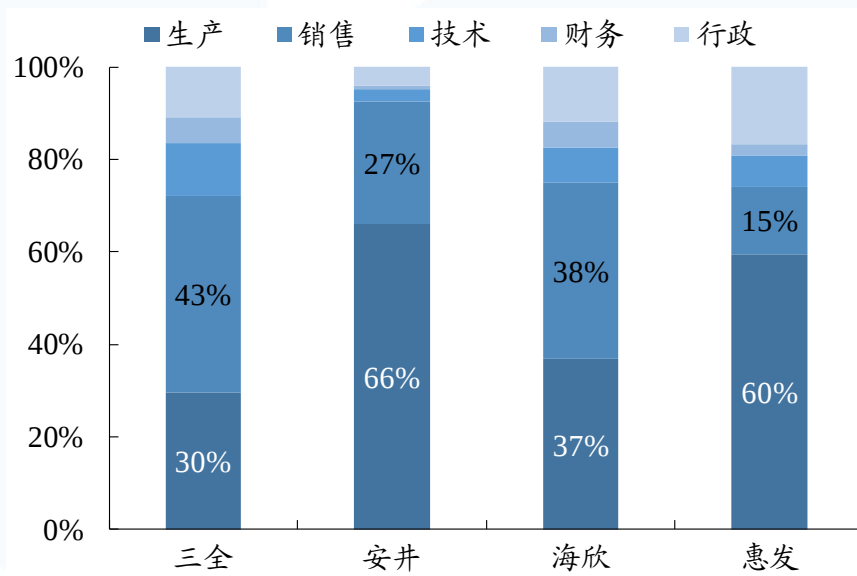
速冻企业费用控制：管理费用投入体现公司激励机制

- 安井销售人员占比更低，三全技术人员占比更高：2018年安井迅速发展扩张2B业务，销售人员占比明显降低（由36%降至27%，主因部分转移到劳务外包），生产人员占比提升至66%。相比而言，三全和海欣员工构成相似，销售人员占比居高不下，生产人员占比仅30%左右，行政人员占比较高；三全技术人员占比显著高于竞争者。

表：2018年速冻企业人员数量

	生产	销售	技术	财务	行政
三全	2027	2916	784	382	735
安井	6101	2465	250	50	379
海欣	487	507	102	72	157
惠发	974	240	109	41	272

图：2018年速冻企业人员结构

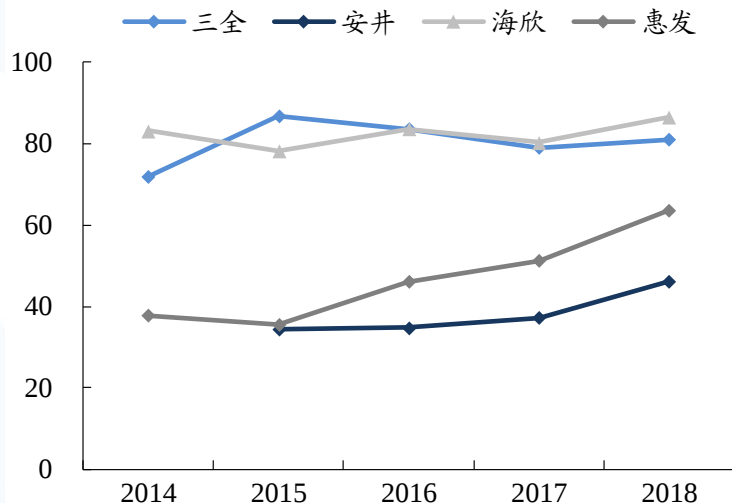


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

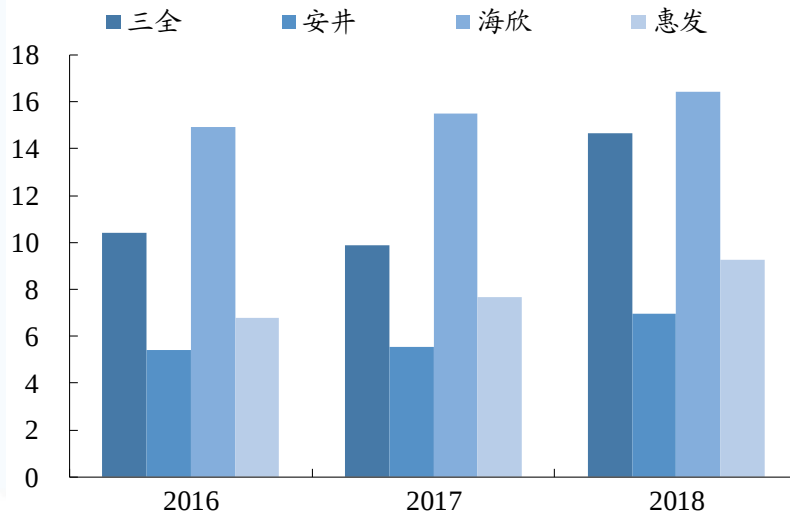
速冻企业费用控制：高效管理体系下员工薪酬与创收同步增长

- 安井、惠发员工待遇提升带动人均创收增长：安井和惠发的员工薪酬与创收近年来同步增长，而三全和海欣虽然员工薪酬增长，但员工创收呈现波动状态，反映其管理效率偏低。
- 不同商业模式和统计口径差别导致人均创收和薪酬差别：安井员工年平均创收和薪酬最低，2018年分别为46万元和5.5万元；而海欣的员工创收和薪酬最高，分别为86万元和15万元。我们认为一是由于不同商业模式导致，2B业务网点小但更为密集，需要大量销售员工维护。二是员工数量统计的口径或有差别，行业有大量劳务派遣员工不在公司披露范围之内。

图：速冻企业员工创收比较-万元



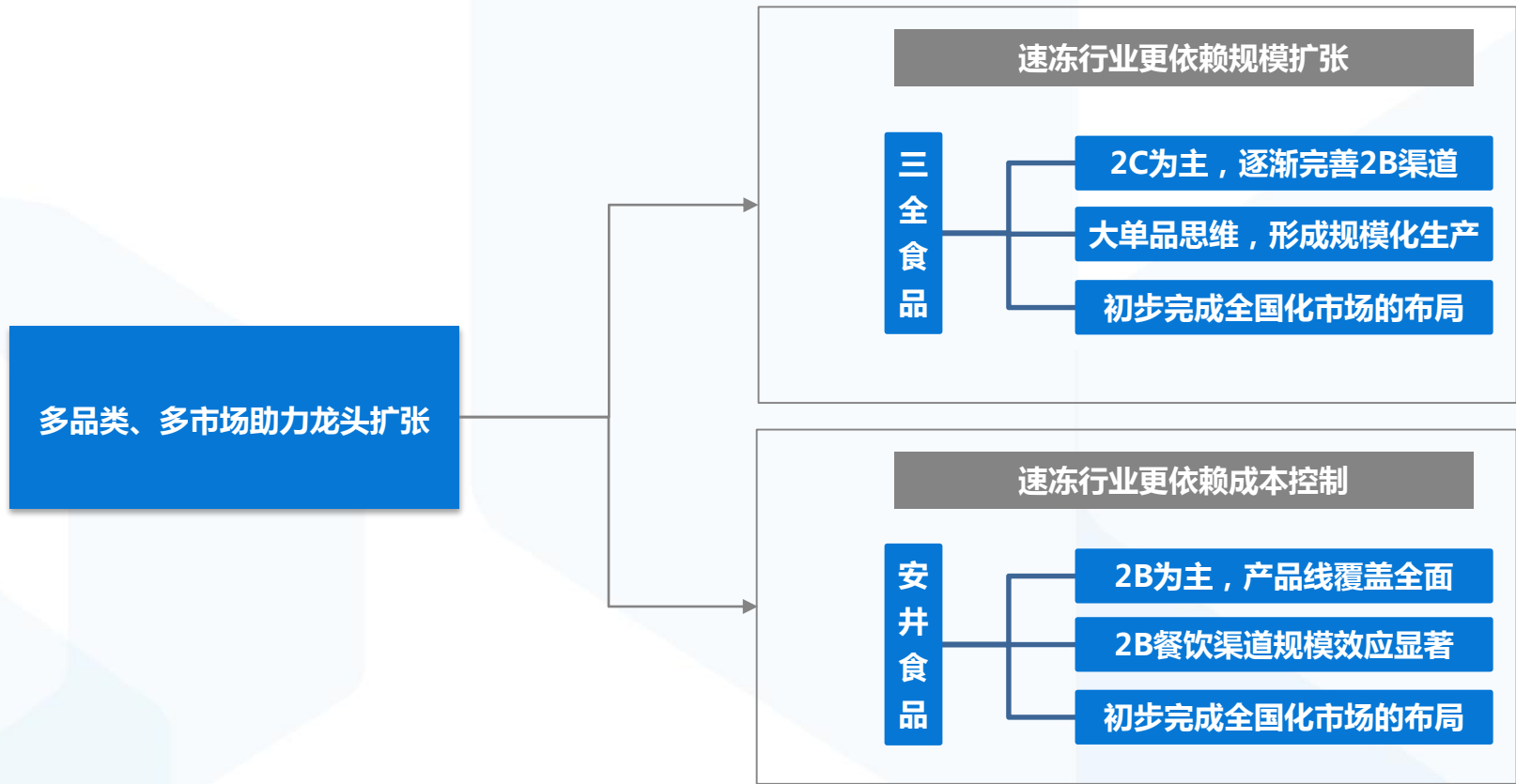
图：速冻企业员工薪酬比较-万元



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

04

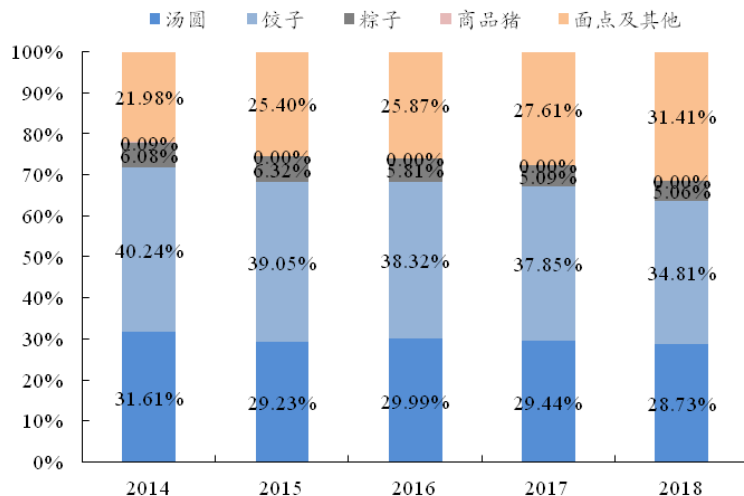
多品类、多市场助力龙头扩张



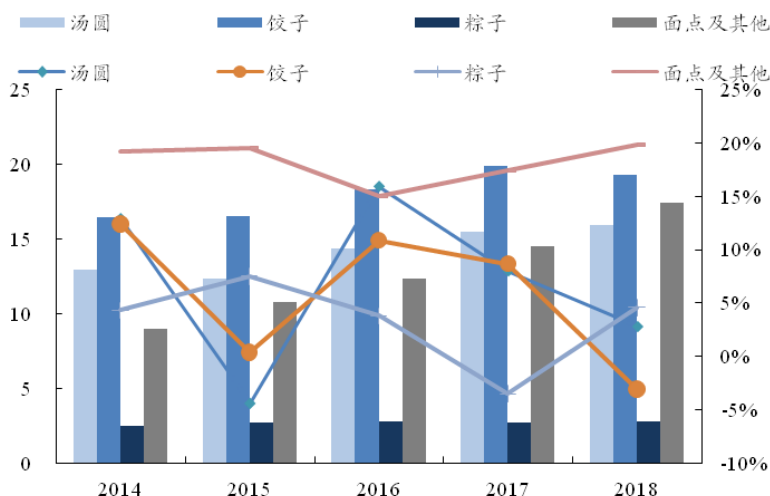
重点公司——三全以面米制品为主

- 三全以面米制品为主：**三全业务以汤圆、饺子、粽子以及面点等速冻面米制品为主，2018年汤圆、水饺和面点分别占主营业务收入的29%，35%和31%，合计占主营业务收入的95%。2018年汤圆和粽子营业收入增速均放缓，饺子营业收入出现负增长，面点则保持20%的增速。

图：三全产品主业以面点、汤圆类为主



图：面点业务增速近年来呈现快速平稳增长



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

04 重点公司——三全以面米制品为主

- 三全以米面为基础，频繁推出新品：三全在C端面临渗透率较高、渠道增速放缓以及龙头竞争激烈的压力，不断推出面向高端细分市场的大单品，如私厨超级虾皇水饺、状元墨鱼韭菜水饺、儿童组合装系列等40余种单品；同时积极拓展B端餐饮和便利店等增速较快的新渠道，布局短保鲜食品类，已经开发6个系列，共计78种产品。其中茴香小油条（2018年销量达3亿根）、捞面面节、素春卷、手抓饼等爆款单品，顾客反响强烈。2019年三全继续发力，上半年着力速食新系列，下半年着力经典产品口味改良，新品趋向多元化、全品类渗透。

表：三全品类在C端及B端逐渐丰富

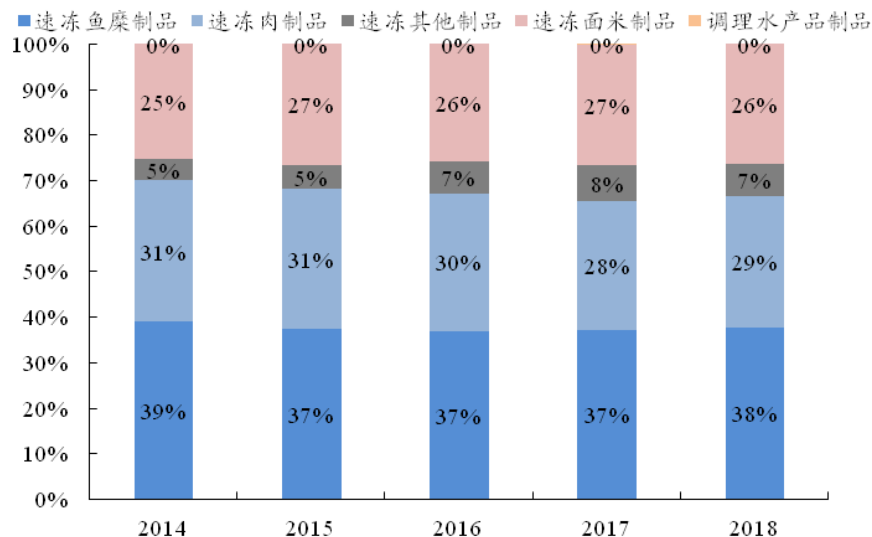
分渠道	新品分类	新品示例
C 端	水饺	私厨虾皇水饺、状元墨鱼韭菜水饺、儿童水饺、素水饺
	自热系列	常温红烧肉自热、自热米饭微波拉面
	早餐	“帕尼尼”意式早餐
B 端	面点系列（24 种）	黑糖红枣包、凤凰流沙包、广式核桃包、广式奶黄包、广式生肉包、芝士紫薯包、红糖开花馒头
	点心系列（18 种）	红糖方糕（沃尔玛定制）、牛角面包、蛋挞、葱油饼
	汤圆系列（13 种）	DIY 甜品汤圆、混搭炫彩小汤圆
	火锅系列（13 种）	三全火锅料新口味、福满记火锅料新口味、茴香小油条、牛肉丸。
	菜肴系列（8 种）	冷冻牛排、番茄鱼、水煮鱼、泰式冬阴功汤、酸汤肥牛等
	水饺系列（2 种）	私厨水饺超级虾皇饺

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

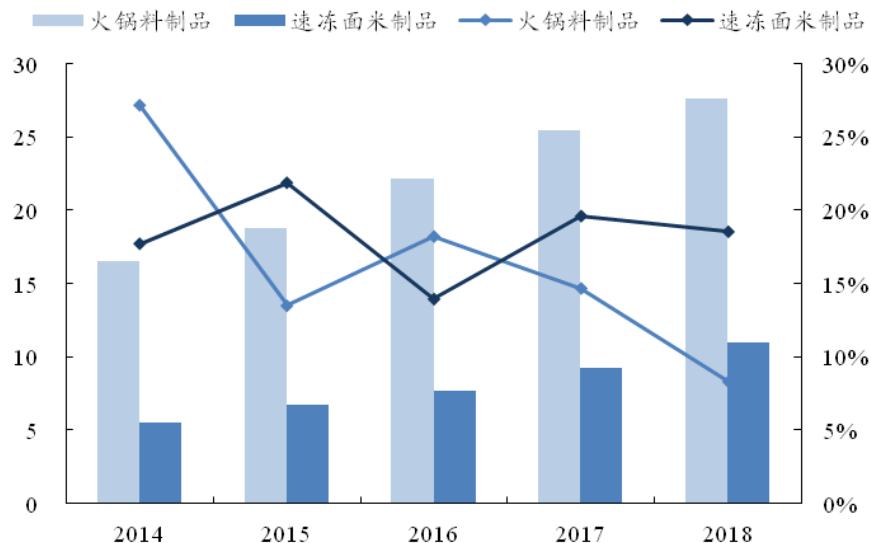
重点公司——安井覆盖肉制品、鱼糜、面米三大业务

- 产品收入结构：**2018年速冻火锅料制品占比64.9%，速冻面米制品 25.8%，速冻菜肴制品为9.3%。毛利润占比呈现类似的结构。从趋势上看，火锅料制品占比虽略微下降但仍占主导，而菜肴制品占比正逐步上升，符合公司产品升级的思路。
- 产品增速：**2018年火锅料制品营业收入增加8%，增速有所放缓，速冻鱼糜、速冻肉制品和面米制品增速平稳在20%水平，总体来看公司产品均保持较快增长。

图：安井鱼糜、肉制品、面米三大业务占比相对稳定



图：安井面米制品业务快速增长



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

重点公司——安井：产品线覆盖火锅料制品、速冻面米制品和菜肴制品

- 安井品类丰富，火锅料制品贡献最大：速冻火锅料制品方面，公司产品迎合行业高端化趋势，推出高端产品“丸之尊”和“三大丸”进行差异化竞争。对于面米制品，公司坚持爆品思维，在发面点心细分领域打造大单品。同时，面对高速发展的餐饮需求，2018年公司实行“三剑合璧、餐饮发力”的经营策略，发力餐饮业，将“其他制品”重分类为“菜肴制品”，定位中央厨房，进一步在速冻食材方面打造品类优势。

表：三全品类在C端及B端逐渐丰富

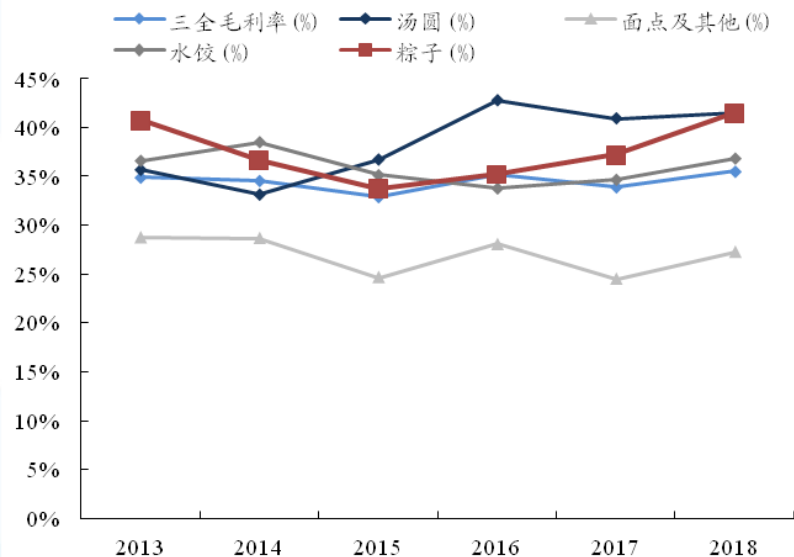
产品品类	图例	代表产品
速冻鱼糜制品		鱼丸、仿花枝丸、玲珑鱼果、仿龙虾排等、爆汁小鱼丸、仿蟹柳、包心鱼豆腐、福州鱼丸、仿蟹肉棒、夹心仿蟹排、墨鱼丸、章鱼丸、虾饺等
速冻肉制品		撒尿肉丸、霞迷饺、贡丸、弹珠肠、甜不辣肉条等、火锅饺、水晶包、香菇贡丸、太湖燕饺等
速冻面米制品		紫薯卷、葱油花卷、牛奶馒头、红糖馒头、水饺、小圆子、花生汤圆、芝麻汤圆、核桃包、叉烧包、香菇素包、玉兔包等
速冻菜肴制品		冻品先生腐竹、千页豆腐、蛋饺、天妇罗鱼、天妇罗虾、鲜腐竹等

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

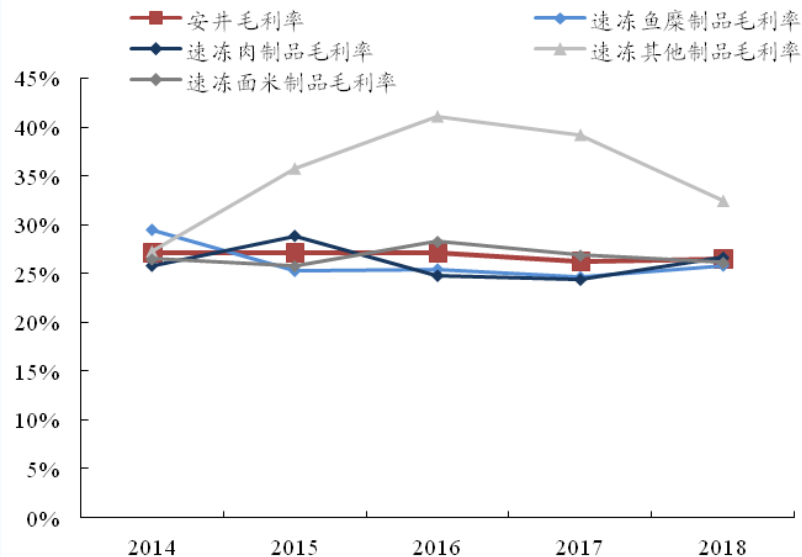
重点公司比较——2B与2C的毛利率差异在于客户结构不同

- 趋势：**整体来看，三全毛利率稳步提高，2018年达到35.5%，相比之下，安井的毛利率稍低，稳定在26%左右。**三全：**汤圆和粽子毛利率较高，2018年达40%，其次是饺子，达36%，面点产品毛利率较低，仅达27%。**安井：**火锅料制品中速冻其他制品的毛利率最高，2018年达33%，速冻鱼糜制品，速冻肉制品和速冻面米制品的毛利率相差不大，基本保持在26%的水平。

图：主要面向2C的三全产品毛利率普遍较高



图：面向2B业务的安井产品毛利率低于三全

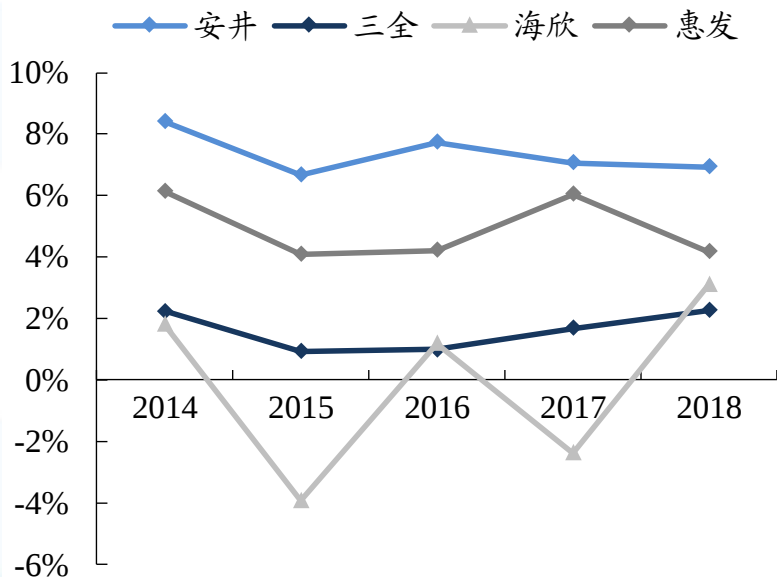


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

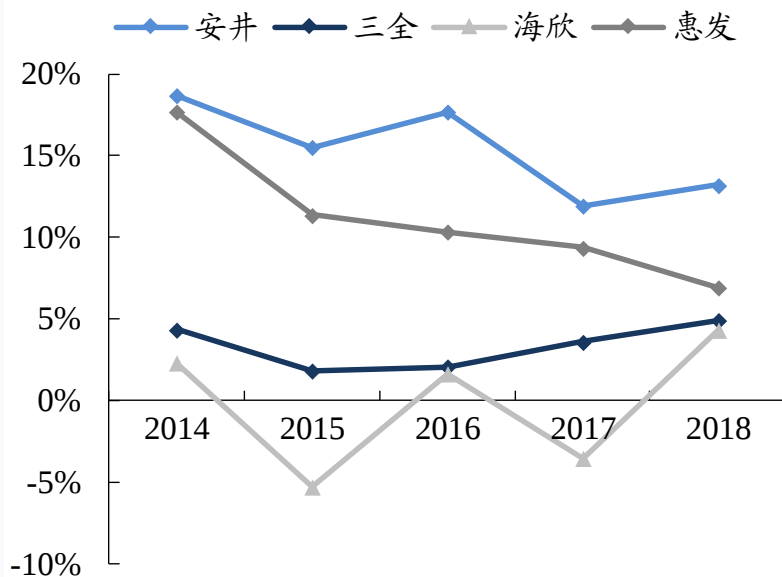
重点公司比较——得益于债务融资，安井ROE回报较高

- **ROA**：速冻食品行业近年来ROA整体呈现下滑趋势，其中安井ROA水平最高，三全ROA水平最低，但从2016年起出现改善。
- **ROE**：安井近五年ROE水平较高，但盈利能力有所下降，由2014年的18.6%下降至2018年的13.2%；三全ROE自2015年起有所提高；海欣ROE波动较大。

图：安井的ROA回报高于同业



图：安井的ROE回报高于同业

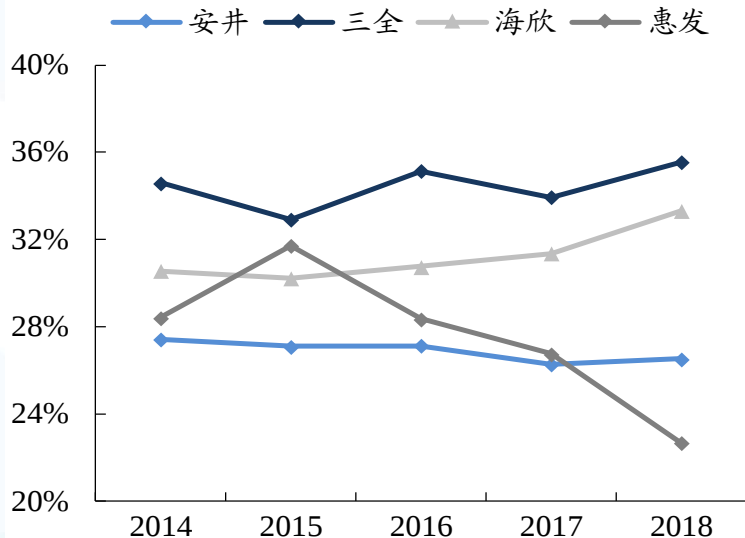


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

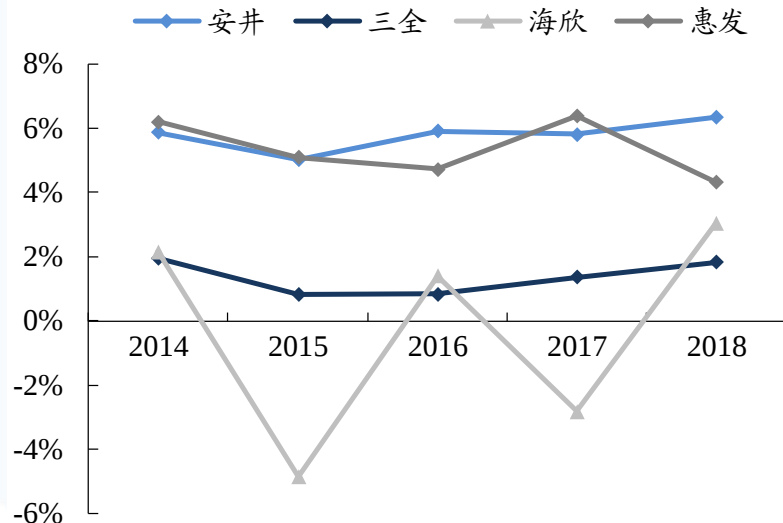
重点公司比较——不同商业模式导致毛利率、净利率差异

- 不同商业模式导致公司的定价方式不同：2C业务的三全食品毛利率较高，2018年三全毛利率达35.52%，海欣食品毛利率稳定提高；2B业务模式的安井毛利率更低，但更符合下游客户高性价比的需求。相比安井的高净利率，三全净利率更低，主要是由于2C渠道要求较高的市场费用投放（新品进场费、合同费、促销广告费等），导致零售市场净利水平偏低。

图：面向2C的三全毛利率水平较高



图：2B业务为主的安井净利率水平较高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



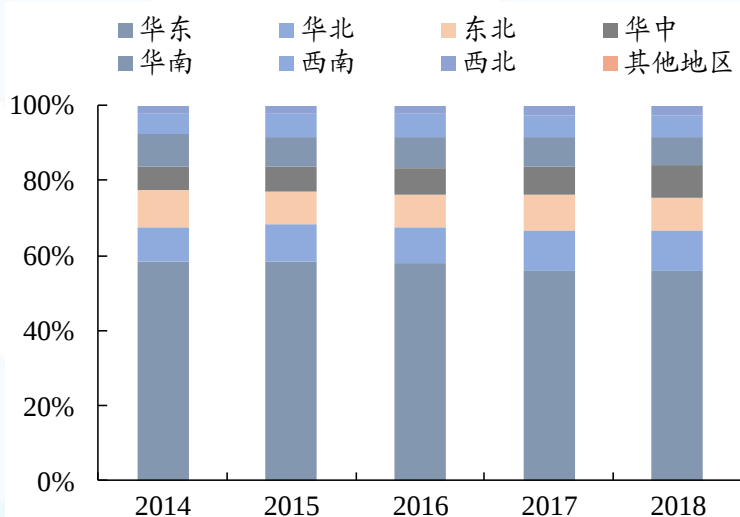
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

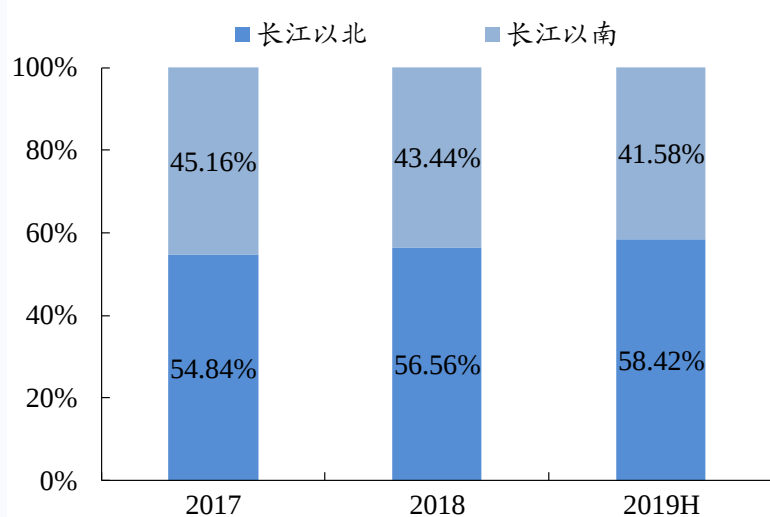
重点公司比较——安井、三全初步完成全国化市场的布局

- 安井**：安井优势区域为福建、华东、华南，其中华东区域收入占比过半，2013年占比68%，但随着安井全国化的推进，近年来华东片区的收入比重有所下滑，未来除华东以外的区域占比有望逐步提升。
- 三全**：三全大本营为河南，较早在全国2C渠道实现布局，在全国市场拓展较为平均，长江以北区域占比略高于长江以南，且收入比例近两年来有所提高。

图：安井逐渐从华东向其他区域推进



图：三全在市场布局上较为完善



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

05

盈利预测与投资建议

投资建议：增持安井食品，受益标的三全食品。安井食品与三全食品初具全国化布局，具备与之匹配的产能与营销布局，在需求红利的大背景下龙头有望率先受益并持续巩固先发优势。

安井食品：公司在成本控制及经营效率优势明显，目前已经实现初步的全国化布局。**三全食品：**公司从传统2C业务逐渐转向2B业务，管理层变更后有望改善经营。

表：核心公司盈利预测

截止 日期：	2020/02/19	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2018-20	PE			PEG	PS			评级
			18A	19E	20E		18A	19E	20E		18A	19E	20E	
603345	安井食品	141	1.14	1.38	1.67	21%	47	40	33	1.9	3.0	2.6	2.2	增持
000895	三全食品	123	0.13	0.24	0.32	59%	127	69	50	5.5	2.3	2.2	2.1	—

数据来源：Wind，国泰君安证券研究。三全食品盈利预测取自wind一致盈利预测。

- **宏观经济下行抑制消费需求。**我们认为新冠疫情对经济的影响主要是暂时性的，如果新冠疫情持续发酵，进而影响到大众消费的复苏，持续抑制消费需求，而企业端如果行业生产复工推迟，同样影响行业供应链稳定性，上游供应商可能承压，行业供应链可能需要较长时间恢复稳定供应。
- **食品安全风险：**新冠疫情的爆发提升大众对健康的关注及认知，中长期来看食品安全事件的影响可能超过以往。而且当下媒体传播效率大幅提升，负面安全事故或将对行业需求及企业发展造成严重打击。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安食品饮料团队

Thank you for listening