

2019-5-21

行业研究 | 深度报告

评级 看好 维持

社会服务行业

如何看待速冻食品餐饮 B 端市场？

报告要点

■ 当前国内速冻食品市场发展情况如何？

国内速冻食品市场发展已进入稳定状态，但 B 端市场整体发展仍然较慢。中国速冻食品市场规模从 2013 年的 828 亿元上升至 2017 年的 1,235 亿元，年复合增长率 10.5%，预计 2019 年市场规模将达到 1,467 亿元。但国内速冻食品目前仍主要集中在家庭消费，相比日本等海外市场 B 端业务还有一定发展空间。通过内部比较各子领域渗透率、外部横向对比发达国家和地区，目前中国速冻食品在火锅赛道应用已经较为广泛，但其他领域渗透率或将进一步提升。

■ 我们为什么看好餐饮速冻 B 端市场前景？

在当前的竞争形势下，依附于零售终端的销售模式已难以满足速冻食品企业的快速发展，加大对餐饮渠道的开发力度，将是业内各企业的迫切之选。从行业整体来看，当前餐饮行业正呈现竞争者不断涌现、模式技术更迭加快的阶段，在餐饮行业日益多元、团餐及外卖等形式发展迅速的背景下，面向餐厅的 B 端速冻食品市场成长空间可观。从供需双方来看，对生产企业来说 B 端客户更具规模优势，可帮助其扩大收入规模和业务布局；对餐饮商家来说，集中采购有利于降低成本、维持品质，保持适当的外采菜品比例有助于自身业务的优化。

■ 面向 B 端市场，速冻食品企业需要何种特质？

中国餐饮市场有自身特色，优秀的速冻食品企业需具备研发、生产、配送及分销四大能力。海外成熟市场速冻食品 B 端占比较高，甚至超过 C 端市场，中外餐饮的差异导致国内短期速冻食品仍然会以 C 端为主，但在当前占比偏低的情况下部分品类有可观提升空间。基于中国餐饮市场的独特性，我们认为未来在餐饮 B 端市场能够脱颖而出速冻食品企业需要具备四大要素：产品研发创新能力、中央厨房生产能力、冷链运输配送能力及深度分销能力。我们认为目前速冻米面、火锅底料及冷鲜肉领域已经较为成熟，而从标准化、受众市场、利润率水平三个层面考虑，糕点点心类仍有孕育大公司的市场基础。

■ 深耕 C 端，广州酒家速冻食品 B 端发展值得期待

广州酒家迄今已有 80 多年的历史，是一家“中华老字号”企业。2018 年公司月饼、速冻及餐饮收入增速分别为 15.7%、29.9% 和 7.5%，速冻食品增长较快，收入占比提高 1.7pct 达 16.2%。公司速冻食品未来发展的主要动力来自品牌影响力、研发创新投入以及产能扩张三个方面。结合公司实际战略，短期内速冻食品仍然会以 C 端客户为主，长期来看 B 端市场空间值得期待，建议积极关注。

风险提示：

1. 速冻食品 B 端市场渗透率提升低于预期；
2. 速冻类竞品出现加速行业竞争。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

联系人 范晨昊

☎ (8621) 61118739

✉ fanch@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《餐饮旅游行业 18 年报&19Q1 季报综述：子板块表现分化，龙头公司成长性凸显》2019-5-3

《龙头持仓出现分化，北上资金持续超配——餐饮旅游行业 19Q1 基金持仓分析》2019-4-24

《从三大酒店年报我们读出了什么？》2019-4-21

目录

当前国内速冻食品市场发展情况如何？	4
中国餐饮行业稳健增长穿越周期	4
餐饮 B 端速冻食品市场仍有孕育大公司的机遇	4
我们为什么看好餐饮速冻 B 端市场前景？	7
行业整体：分散化趋势下 B 端市场价值凸显	7
供需双方：央厨+门店模式可实现双赢	9
面向 B 端市场，速冻食品企业需要何种特质？	12
借鉴海外经验，辨海内外速冻市场差异	12
四大要素决定速冻食品餐饮企业竞争力	14
聚焦细分市场，速冻食品 B 端下一个发力点在哪里？	19
深耕 C 端，广州酒家速冻食品 B 端发展值得期待	22
食品及餐饮良好协同，传统主业根基稳健	22
产能逐步释放，为后续市场拓展奠定基础	23
品牌+研发+产能，看好未来速冻食品市场拓展	24

图表目录

图 1：2018 年社零餐饮收入突破 4 万亿	4
图 2：中国速冻食品整体市场规模保持增长	5
图 3：速冻食品两大渠道市场对比	5
图 4：中国速冻食品人均占有量明显低于发达国家和地区	6
图 5：中国速冻食品消费仍以 C 端为主	6
图 6：各类速冻食品市场体认及标准化程度定位	6
图 7：社零餐饮收入累计值及同比增速	7
图 8：限额以上餐企收入累计值及同比增速	7
图 9：2017 年接受统计调查的餐饮企业营业额同比增速情况	8
图 10：2017 年接受统计调查的餐饮企业平均盈利能力情况	8
图 11：2017 年接受统计调查的餐饮企业门店数量增长情况	8
图 12：2017 年接受统计调查的餐饮企业员工总数增长情况	8
图 13：中国互联网餐饮外卖市场交易规模及同比增速	9
图 14：2019 年 2 月外卖平台市场份额对比	9
图 15：部分餐饮上市公司 2018 年供应商采购金额占比	10
图 16：连锁餐饮企业全国布局全面（以海底捞、呷哺呷哺门店占比为例）	10
图 17：2013 年及 2015 年传统餐饮品牌的平均生命周期	10
图 18：部分上市餐饮企业人工成本占收入比重较高	10
图 19：日本速冻食品产国内产量及产值	12
图 20：日本速冻食品全国及人均消费量	12

图 21: 日本速冻食品产值渠道结构占比	13
图 22: 日本速冻食品产量渠道结构占比	13
图 23: 中国餐饮标准化程度显著低于美国、日本	13
图 24: 2017 年美国餐饮连锁市场集中度远高于中国	14
图 25: 中美餐饮品牌营收能力差距显著	14
图 26: 中美餐饮品牌门店规模差距显著	14
图 27: 年轻消费者对于餐饮的需求正在发生变化	15
图 28: 进入不同区域产品口味需要因应市场变化	15
图 29: A 股上市餐饮、食品公司 2018 年研发投入情况对比	15
图 30: A 股上市餐饮、食品公司 2018 年研发投入增长情况	15
图 31: 冷链需求增长旺盛, 但有效供给稍显滞后 (2018 年上半年)	17
图 32: 限额以上餐饮企业累计收入逐渐走低	18
图 33: 快餐连锁品牌数量增加 (单位: 个)	18
图 34: 安井食品 2018 年分区域经销商数量及变化	18
图 35: 广州酒家 2019Q1 分区域经销商数量及变化	18
图 36: 火锅是目前国内中餐市场中份额最大的细分领域	20
图 37: 除广东省外福建、广西、江苏等地粤菜馆数量也较多	20
图 38: 广东省粤菜餐厅人均消费普遍在百元以下	20
图 39: 广式点心影响力遍及全国	21
图 40: 广州酒家迄今已有 80 多年历史	22
图 41: 广州酒家 2014 至 2018 年营业收入及同比增速	22
图 42: 广州酒家 2014 至 2018 年归母净利及同比增速	22
图 43: 广州酒家主要产品及业务收入增速	23
图 44: 广州酒家主要产品收入占比	23
图 45: 广州酒家主要产品产量及销量 (单位: 吨)	24
图 46: 广州酒家主要产品产销率变化	24
表 1: 中央厨房模式优缺点比较	16
表 2: 中央厨房与其他餐饮单位人员分工比较	16
表 3: 国内外生鲜农产品流通渠道及其他情况比较	17
表 4: 中国农产品冷藏加工运输与其他国家比较	17
表 5: 速冻食品各细分领域代表企业	19
表 6: 广州酒家两大新生产基地概况	23

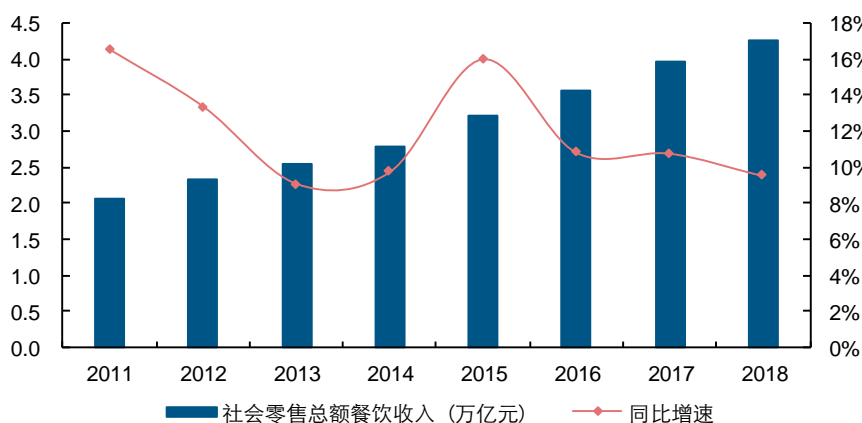
当前国内速冻食品市场发展情况如何？

国内速冻食品市场发展已进入稳定状态，但 B 端市场整体发展仍然较慢。中国餐饮行业在过去几年中表现出穿越周期的稳健增长，但速冻食品的行业增长主要体现在 C 端家庭消费，其在整个餐饮市场规模中的占比偏低。通过内部比较各子领域渗透率、外部横向对比海外发达国家和地区，我们认为目前中国速冻食品在火锅类赛道应用已经较为广泛，但其他领域渗透率还有提升空间。

中国餐饮行业稳健增长穿越周期

中国餐饮行业持续稳健增长，孕育庞大商机。国家统计局数据显示，2018 年全国餐饮收入实现 42,716 亿元，比上年增长 9.5%，首次超过 4 万亿元大关。数据还显示，2018 年全国餐饮收入占社会消费品零售总额的比重为 11.2%，市场规模持续扩大，餐饮消费成为国内消费市场的重要力量。外卖、团餐、婚庆喜宴等新业态新模式领跑餐饮市场。

图 1：2018 年社零餐饮收入突破 4 万亿



资料来源：Wind，长江证券研究所

但是中国餐饮市场在业态、质量、地域、城乡等方面还存在发展不平衡、不充分等问题。整个餐饮产业链发展不完善、产业集中化程度不高、缺少享誉全球的餐饮品牌、人均餐饮消费水平很低，美国人均餐饮消费水平是超过中国数倍以上。在 4 万亿的市场中却没有一家巨头企业，市场份额分散程度极高，中国餐饮业与世界先进水平仍有较大差距。

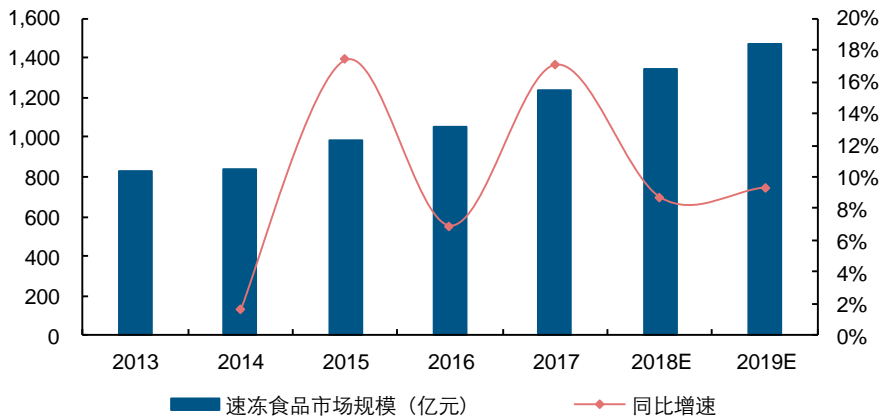
餐饮 B 端速冻食品市场仍有孕育大公司的机遇

速冻整体市场规模仍在稳健增长

中国速冻食品整体市场规模增速保持平稳。根据中商产业研究院的数据，中国速冻食品市场规模从 2013 年的 828 亿元上升至 2017 年的 1,235 亿元，年复合增长率 10.5%¹。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，促使中国速冻食品行业整体市场规模持续增长，预计 2019 年市场规模将达到 1,467 亿元。

¹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1623622824616231524&wfr=spider&for=pc>

图 2：中国速冻食品整体市场规模保持增长

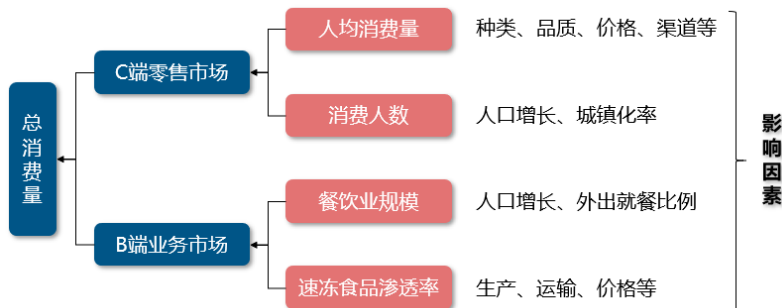


资料来源：Wind，长江证券研究所

横向对比 B 端渗透率有提升空间

按直接销售对象划分，速冻食品可分为 C 端零售和 B 端业务两类市场。零售市场直接面向家庭消费，产品集中在大型商超、便利店等零售终端进行销售，其消费量是由人均消费量和消费人数决定的；业务市场主要面向餐饮业消费，客户主要为酒店和快餐业，以及学校、军队、机关单位等集体食堂。

图 3：速冻食品两大渠道市场对比



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

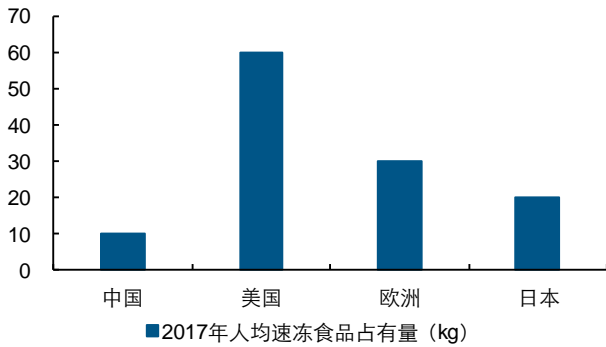
从消费规模来看，我国速冻食品较国外差距明显。根据中国产业信息网的数据，目前我国人均年消费量仅约 10 千克，与美国、日本等发达国家相比，仍存在一定的差距²。随着中国经济的不断发展，居民的生活消费水平不断提升，加之城镇化进程的推进，社会分工细化，生活节奏日益加快，速冻食品被越来越多的人接受并成为日常饮食的一部分，我国对速冻食品的消费需求将逐渐与发达国家靠拢。因此，我国速冻食品行业发展空间仍较大，市场潜力被业内看好。

从消费结构来看，对比海外中国的 B 端消费市场占比偏低。中国速冻食品的消费正逐渐从以往的季节性消费，向日常消费转变；目前过半以上仍集中在家庭消费，餐饮业业务端消费不足，与发达国家相比，还有巨大的发展空间。而在发达国家，餐饮业务 B

² <http://www.chyxx.com/industry/201901/711230.html>

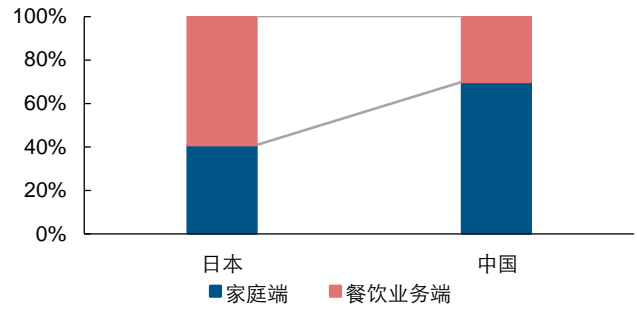
端占比通常在 50%以上，虽然餐饮环境的不同难以简单对比来判断市场规模，但现代餐饮业规模化、集约化、品质化的需求仍为 B 端速冻食品的需求创造了市场空间。

图 4：中国速冻食品人均占有量明显低于发达国家和地区



资料来源：中商产业信息网，长江证券研究所

图 5：中国速冻食品消费仍以 C 端为主



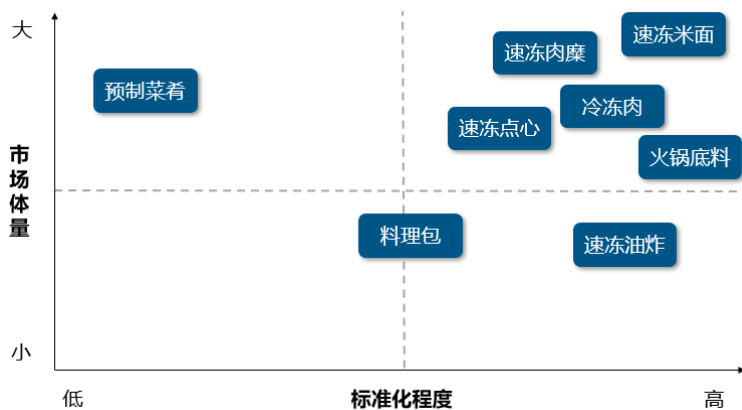
资料来源：华经情报网，长江证券研究所

米面及火锅调料之外，下一个好赛道是什么？

就 B 端市场而言，目前速冻食品在火锅赛道应用已经较为广泛，但其他领域渗透率还有提升空间。速冻食品进餐饮渠道，除了传统的火锅店、饺子店，速冻鱼糜制品、速冻肉制品还先后打入了关东煮、麻辣香锅、麻辣烫等餐饮业态，一些速冻面条制品还进入了焖面店、粥铺。借此契机，速冻食品在外卖餐饮中需求快速增长，特别在麻辣烫、烧烤、冒菜、速食便当等餐饮形态中使用广泛。

我们认为，衡量一个速冻食品品类市场空间应该从市场角度和公司角度来看。市场角度主要看受众基础（人数）、消费频次（次数）和客单价情况（价格）；公司角度主要看标准化程度（规模）、技术壁垒（竞争力）、下游集中度（客户）等指标。对比分析来看，速冻米面、速冻肉糜和火锅底料等赛道已经证明其庞大的市场体量和较高的产品标准化程度，而速冻点心等赛道值得关注。

图 6：各类速冻食品市场体谅及标准化程度定位



资料来源：长江证券研究所

我们为什么看好餐饮速冻 B 端市场前景？

随着速冻食品行业的竞争日益加剧，我们判断速冻食品 B 端市场未来市场前景十分可观。在当前的竞争形势下，依附于零售终端的销售模式已难以满足速冻食品企业的快速发展，加大对餐饮渠道的开发力度，将是业内各企业的迫切之选。

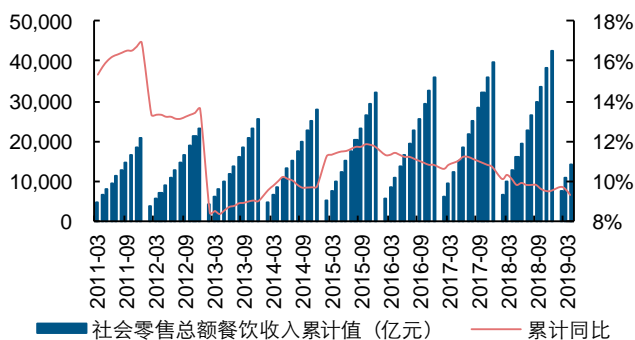
行业整体：分散化趋势下 B 端市场价值凸显

当前餐饮行业正呈现竞争者不断涌现、模式技术更迭加快的阶段，为 B 端市场的整合埋下了伏笔。我们认为在餐饮行业日益多元、团餐及外卖等形式发展迅速的背景下，面向餐厅的 B 端速冻食品市场成长空间巨大。

中小型餐饮企业不断涌现加剧竞争

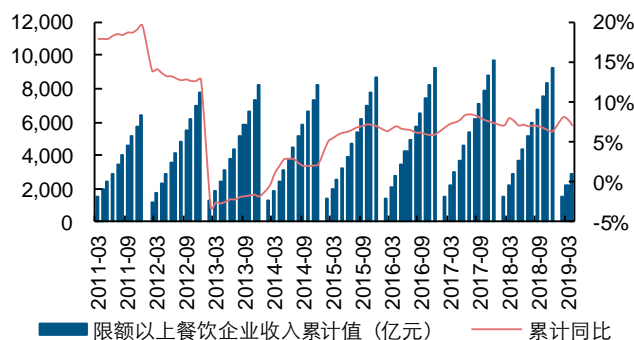
国内餐饮行业整体增长稳健，限额以上占比进一步下降。2019 年 4 月社零餐饮收入 3,281 亿元，同比增长 8.5%；1-4 月收入 13,925 亿元，同比增长 9.3%，相比 1-3 月增幅有所回落，主要是今年 4 月节假日天数同比减少两天所致，剔除影响后增速预计环比持平。4 月限额以上单位餐饮收入 691 亿，同比增长 4.8%；1-4 月收入 2,921 亿元，同比增长 7.1%，增幅同样出现下降。整体看餐饮消费增速表现稳健符合预期，此外限额以上单位收入增速持续慢于整体收入增速，表明餐饮业整体多元化、分散化结构未改变。

图 7：社零餐饮收入累计值及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：限额以上餐企收入累计值及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

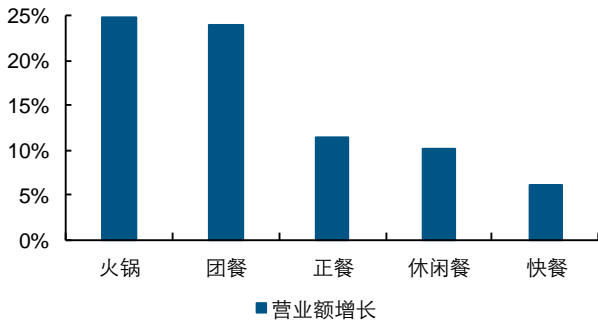
团餐、外卖等形式餐饮快速发展

从中国餐饮集团百强情况来看，在市场的重新洗牌下，大众餐饮成为市场新的主体。中国饭店协会的数据显示，2017 年特色餐饮 50 强营业额合计超过 1,000 亿元，杭州饮食服务集团有限公司以其近 60 亿的营收继续蝉联百强榜首。火锅餐饮 20 强营业额合计超过 440 亿元，四川海底捞餐饮股份有限公司成为领军企业，呷哺呷哺餐饮管理有限公司、成都小龙坎餐饮管理有限公司进入前三甲。

从盈利能力角度看，火锅及团餐营业额增速较高，中式正餐及休闲餐的利润率水平较好。2017 年接受统计调查的企业中，火锅和团餐企业整体营业额增速均超过 24%，体现出

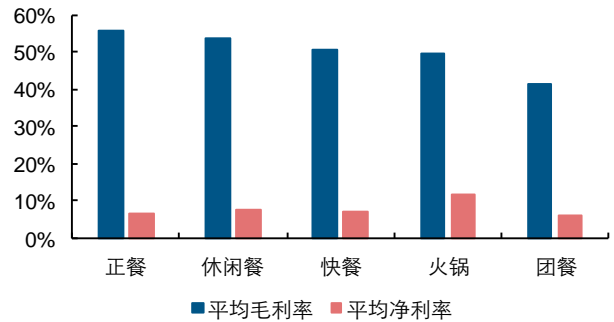
这两个市场的快速扩张，背后实际上是火锅门店增多以及团餐消费场景增加在支撑。而从利润率角度来看，中式正餐以平均 56.0%的毛利率以及 6.8%的净利率领先其他细分板块，可以看出定价较高、较为正式的正餐盈利能力较好。

图 9：2017 年接受统计调查的餐饮企业营业额同比增速情况



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

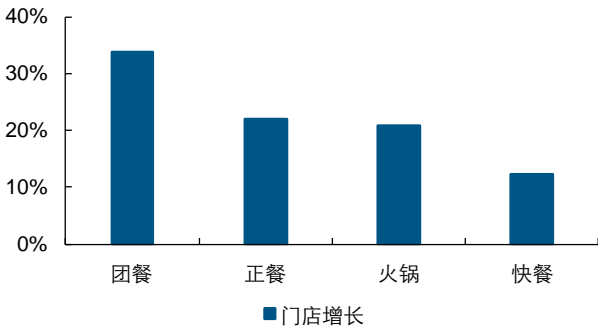
图 10：2017 年接受统计调查的餐饮企业平均盈利能力情况



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

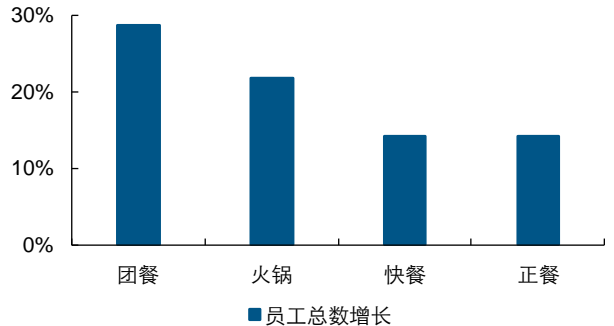
从门店和员工规模来看，团餐的增长速度亮眼。2017 年团餐门店数量以及员工数量的同比增长分别达到 33.8%和 28.7%，在各细分领域中均位居榜首（休闲餐未披露数据）。目前中国的团餐消费者主要集中在二线城市。以学生和白领群体占比最高，这类人群对团餐健康品质的追求明显高于价格、菜量等因素，体现出团餐消费者在餐标、健康、消费场景、服务方面的升级需求。

图 11：2017 年接受统计调查的餐饮企业门店数量增长情况



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

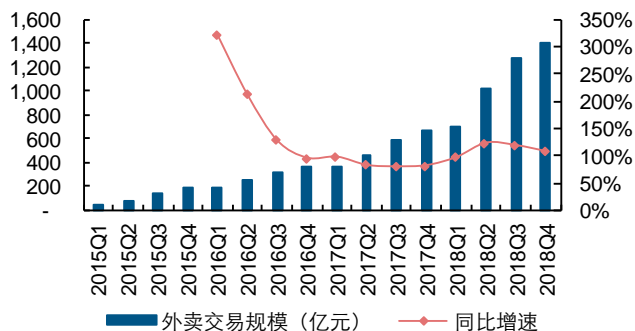
图 12：2017 年接受统计调查的餐饮企业员工总数增长情况



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

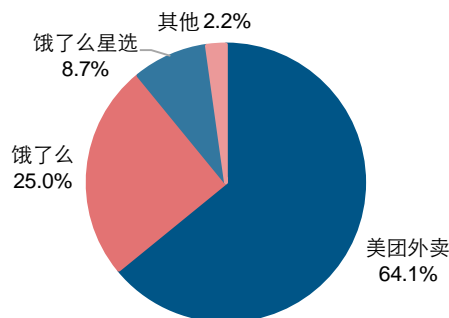
在餐饮市场中，外卖业务持续保持高速增长。根据 Analysys 易观监测数据显示，2018 年第 4 季度中国互联网餐饮外卖市场整体交易规模达 1,406 亿元人民币，环比上涨 10.2%。与去年同期相比，增幅高达 108%，我们预计 19Q1 能够维持 90%以上高增长。从 2019 年 2 月 DCCI 最新的市场调查显示，美团外卖以 64.1%的市占率一马当先，持续巩固优势地位。美团在竞争相对激烈的一线城市比低线的城市中具有市场更具竞争优势，与高品质供应商的商业关系更加密切和稳定，同时配送服务也更加优质，解决了一线城市高质量用户的主要问题。

图 13：中国互联网餐饮外卖市场交易规模及同比增速



资料来源：易观智库，长江证券研究所

图 14：2019 年 2 月外卖平台市场份额对比



资料来源：DCCI，长江证券研究所

因此，我们认为在餐饮行业日益多元、团餐及外卖等形式发展迅速的背景下，面向餐厅的 B 端速冻食品市场成长空间巨大。限额以上餐饮企业收入增速持续慢于整体增速，表明直接面向 C 端的餐饮服务竞争持续加剧，而随着中小型餐饮企业的不断涌现，B 端业务或许是下一个发力点。此外，团餐、外卖近年来的快速发展为 B 端菜肴产品的市场增长提供了广阔空间，因为相当多团餐、外卖商家烹饪水平不高、时效性要求较强。综上所述我们认为未来面向餐厅的 B 端速冻成品、半成品食品市场空间可观。

供需双方：央厨+门店模式可实现双赢

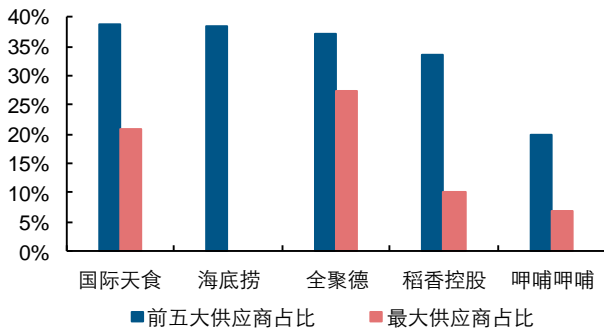
对于速冻食品生产商和餐饮门店供需双方来说，餐饮速冻产品可帮助双方解决各自痛点。生产企业具有较强的研发能力、规模化生产能力和稳定的品控能力；餐饮门店则具备网点优势。对生产企业来说，B 端客户更具规模优势，可帮助其扩大收入规模和业务布局；对餐饮商家来说，集中采购有利于降低成本、维持品质，保持适当的外采菜品比例有助于自身业务的优化。

对生产企业来说，B 端更具规模优势

一方面，B 端客户采购具有规模优势，相对 C 端客户更为稳定。B 端客户的规模体量大、合同签约模式下需求可预测且持续时间相对较长，对于速冻食品生产企业来说市场拓展效率更高。我们分析了部分餐饮上市公司 2018 年供应商采购的集中度，前五大供应商占比均在 20%及以上，其中部分甚至超过 35%。因此如果能够维系好有规模优势的 B 端客户，速冻食品生产商的收入来源可以获得一定保障。

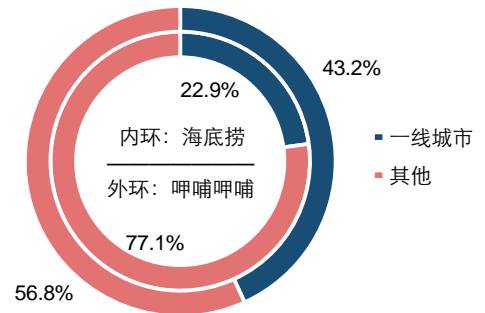
另一方面，借助 B 端客户的连锁门店网络，生产企业可以更快实现扩张。连锁餐饮企业通常面向全国布局，单一企业的门店布局有局限性，异地扩展又存在较高不确定性，如果通过中央厨房的模式同时向其他餐饮企业供应成品或半成品菜品，能够解决生产企业扩张较慢的问题。

图 15: 部分餐饮上市公司 2018 年供应商采购金额占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 16: 连锁餐饮企业全国布局全面 (以海底捞、呷哺呷哺门店占比为例)



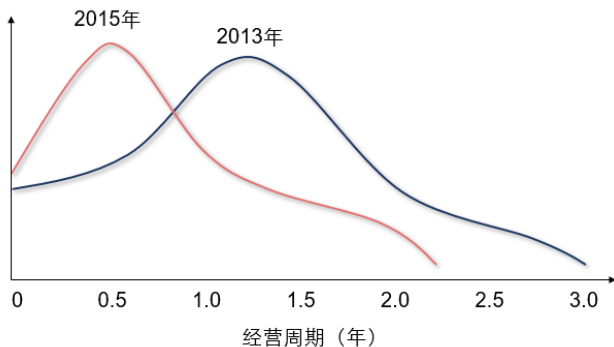
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

对餐饮商家来说, 有利于降低成本、维持品质

一方面, 小规模餐饮商家自己制作菜品不具备规模优势。餐饮门店关店迭代加快、规模普遍偏小, 难以实现规模优势。2015 年 1~10 月, 中商数据在上海数百个餐饮商家中进行大范围调查, 发现传统餐饮品牌的平均生命周期已经从 2013 年的 2.9 年缩短到了 2.1 年, 经营峰值也从一年缩短至 6 个月。广大中小规模餐饮商家在原材料采购方面不具备规模优势, 因此通过成品或半成品的速冻食品采购可在某种程度上降低成本。

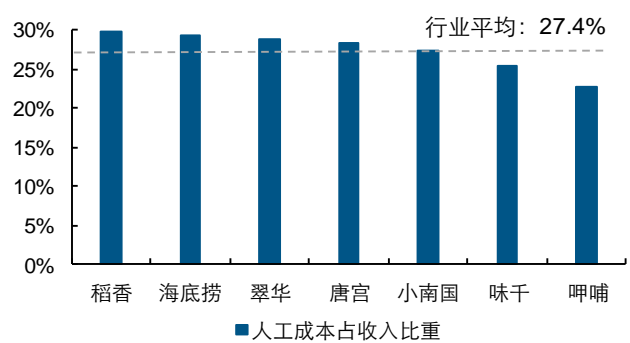
另一方面, 小规模餐饮商家缺少专业厨师技术支持。在人工成本高企的背景下, 维系自身的厨师团队将带来较大的人工成本。速冻食品生产企业具备工业化生产优势, 如果餐饮企业选择从菜品生产商的中央厨房直接采购, 则到店后仅需要进行简单的加热烹调处理, 可以减少对店内厨师的制作依赖, 可以提升供应服务能力、降低人工成本、维持菜品品质。

图 17: 2013 年及 2015 年传统餐饮品牌的平均生命周期



资料来源: 中商数据, 长江证券研究所

图 18: 部分上市餐饮企业人工成本占收入比重较高



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

比起家庭端, 餐企端的链条更长。以中午 11 点开始营业的中餐厅为例, 通常提前 3-4 小时就要进入食材挑选、清洗、切配等预制作的环节。传统早餐店更是得在凌晨 3、4 点就要进行产品烹饪处理。如何提高生产效率、提高供应能力、缩短前置预制作耗费的时间和精力, 是速冻食品企业可以参与进来的领域。

但是不可否认的是, 餐饮企业之所以能立足于市场并实现一定品牌影响力, 差异化的产品是重要的因素之一。因此我们认为餐饮门店不应过度依赖成品或半成品的菜肴采购:

对于外卖简餐类商家来说，由于消费者对产品差异的敏感度低，预制菜品的占比会相对较高；对于中高端正餐来说，可选择部分标准化程度高、规模优势明显的产品进行集中采购（火锅类、点心类尤为典型），保持适当的外采比例是长远发展的基础之一。

面向 B 端市场，速冻食品企业需要何种特质？

中国餐饮市场有自身特色，优秀的速冻食品企业需具备四大特质。中国餐饮市场受中餐标准化程度低、连锁餐饮店规模较小等因素影响，速冻食品 B 端渠道占比难以达到海外成熟市场水平，但在当前占比偏低的情况下部分品类仍有可观提升空间。基于中国餐饮市场的独特性，我们认为未来在餐饮 B 端市场能够脱颖而出速冻食品企业需要具备四大要素：产品研发创新能力、中央厨房生产能力、冷链运输配送能力以及深度分销能力。

借鉴海外经验，辨海内外速冻市场差异

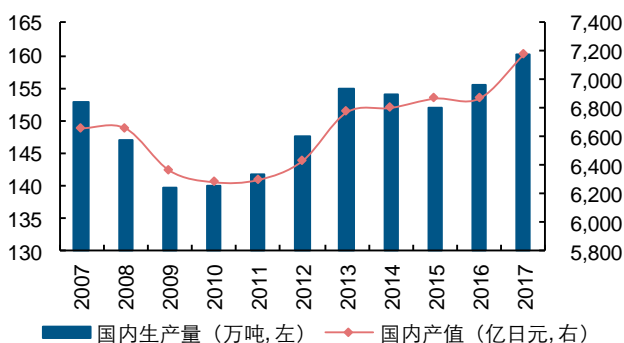
海外成熟市场速冻食品 B 端占比较高，甚至超过 C 端市场，但中外餐饮市场的差异导致国内短期来看速冻食品仍然会以 C 端为主。美国及日本速冻食品 B 端销售市场产量及产值占比均过半，但受中餐标准化程度低、连锁餐饮店规模较小等因素影响，B 端市场（尤其是菜肴、点心类）短期内难以超越 C 端零售。

海外市场 B 端速冻食品消费占比高

美国速冻食品 B 端市场占据主流。根据 Datamonitor 的数据，1992 年美国速冻食品 B 端市场消费量达 757.4 万吨，占总产量的 57%，B 端市场产值 518.1 亿美元，占总产值 54.7%。其 68% 的预制食品和 66% 的禽肉类产品产量是在零售市场销售，除此之外其他产品（如蔬菜、水果、水产品等）均以 B 端消费为主。

日本速冻食品消费呈现波动上升趋势，B 端消费已经成为主流。根据日本速冻食品协会公布的数据，2017 年日本国内速冻食品产量及产值分别达到 160.1 万吨和 7,180 亿日元，均创下十年来新高。从销售渠道来看，B 端市场产值及产量占比分别达到 57.9% 和 59.3%，两者均长期保持在 55% 以上的多数水平，已形成成熟稳定的渠道分布。

图 19：日本速冻食品产国内产量及产值



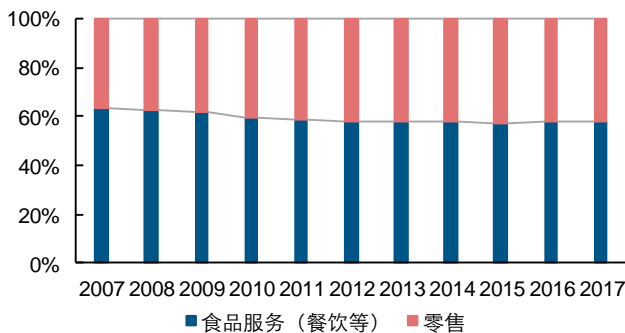
资料来源：日本速冻食品协会，长江证券研究所

图 20：日本速冻食品全国及人均消费量



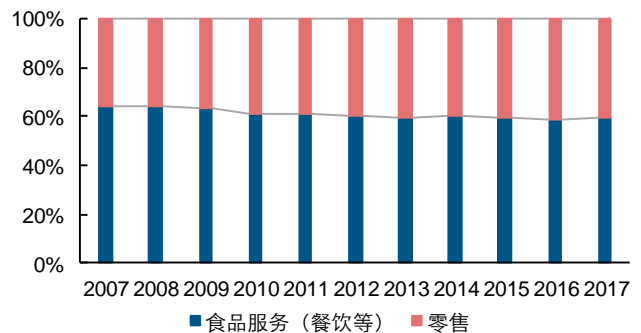
资料来源：日本速冻食品协会，长江证券研究所

图 21：日本速冻食品产值渠道结构占比



资料来源：日本速冻食品协会，长江证券研究所

图 22：日本速冻食品产量渠道结构占比



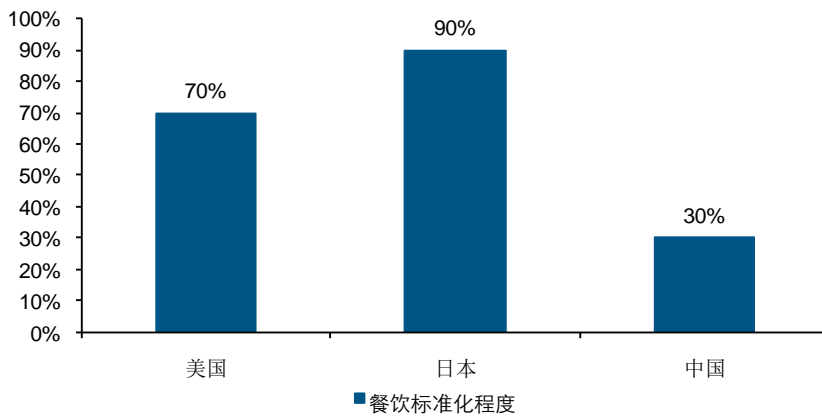
资料来源：日本速冻食品协会，长江证券研究所

中餐标准化程度偏低、连锁规模占比较小

由于餐饮市场及习惯的差异，中国速冻食品餐饮 B 端市场的发展程度及长期渗透率可能难以达到美日的水平。我们认为主要原因有两方面：

一是中餐标准化程度偏低，因此速冻预制菜品的占比将会相对有限。中餐属性决定中餐标准化程度中短期难以提升，现阶段中餐的标准化或还是个伪命题，食材、加工、料理每个环节都有非标因素。与发达国家餐饮发展的过程相比，中国餐饮行业标准化程度低及产品质量不稳定是一个长期存在的痛点，将持续影响着餐饮行业的整体效率。

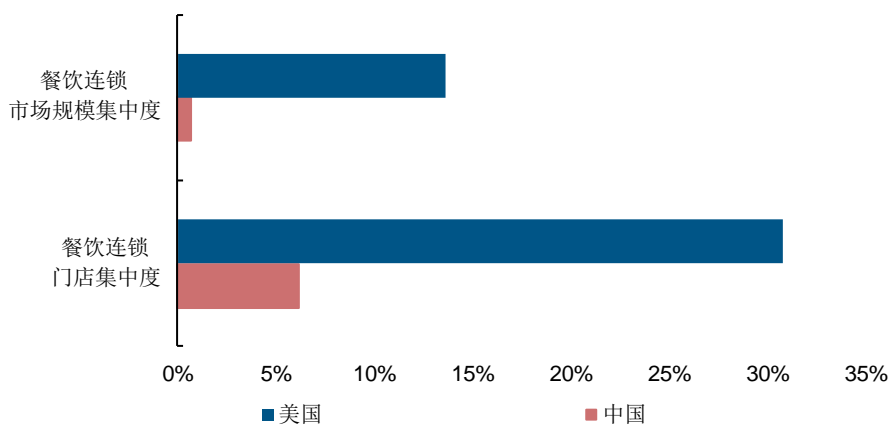
图 23：中国餐饮标准化程度显著低于美国、日本



资料来源：中国烹饪协会，长江证券研究所

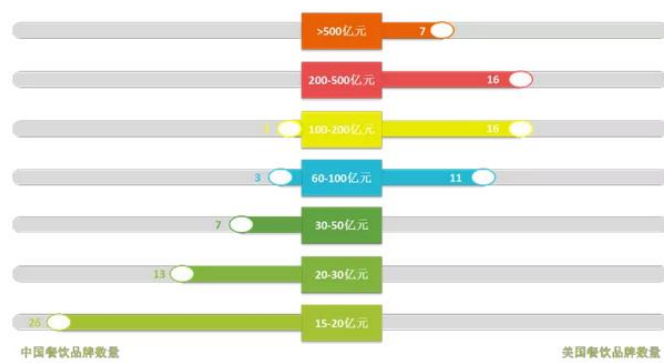
二是中国餐饮行业连锁化程度低，整体呈现小、散、弱的格局。美国快餐特许经营企业的发展对餐饮业的影响巨大。在美国餐饮市场中，TOP50 餐饮公司的市占率约为 28%（中国仅约 5%），其中 25 家为快餐厅。总而言之，20 世纪 7、80 年代，标准化水平较高、食材相对单一的快餐店的崛起，简化了食材需求，为速冻食品 B 端市场的迅速发展提供了契机。而中国餐饮连锁化程度低、品牌规模优势弱，速冻食品 B 端市场发展先天优势不足。

图 24：2017 年美国餐饮连锁市场集中度远高于中国



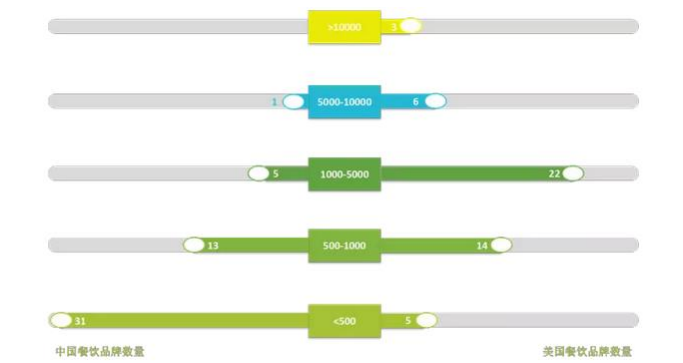
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 25：中美餐饮品牌营收能力差距显著



资料来源：餐数，长江证券研究所

图 26：中美餐饮品牌门店规模差距显著



资料来源：餐数，长江证券研究所

尽管先天市场条件存在差异，但中国 B 端速冻食品市场仍然有一定发展空间。正如我们前文所述，对于速冻食品生产商和餐饮门店供需双方来说，餐饮速冻产品可帮助双方解决各自痛点。考虑到部分整体庞大的餐饮市场规模、部分领域严重偏低的渗透率，我们认为中国餐饮行业仍有望支撑数家有一定规模体量的 B 端速冻食品供应商。

四大要素决定速冻食品餐饮企业竞争力

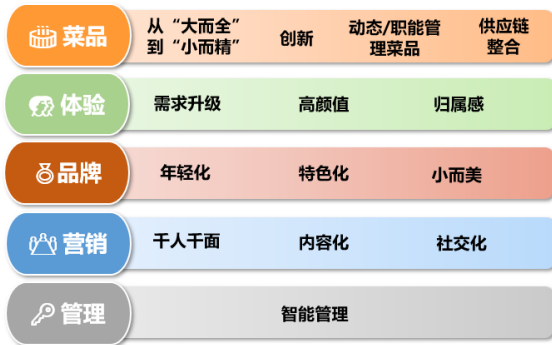
基于中国餐饮市场的独特性，我们认为未来在餐饮 B 端市场能够脱颖而出速冻食品企业需要具备四大要素：产品研发创新能力、中央厨房生产能力、冷链运输配送能力以及深度分销能力。

要素一：产品研发创新能力

产品设计的源头，应该基于使用者（餐企端）的需求和消费者的消费体验，继而做到两者的融合。随着 80、90 乃至 00 后逐渐成为餐饮消费的主体，餐饮产品也必须随之进行调整创新。年轻消费者对菜品的需求从“大而全”转向“小而精”，重视产品的新颖、

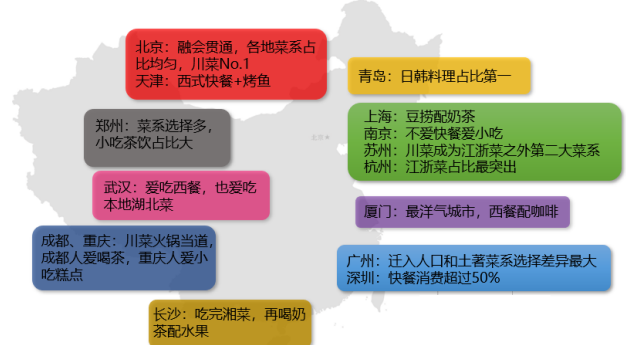
健康、美味，菜品的创新周期必须跟上消费者的需求。此外，当进入到全国不同的区域时，产品口味需要因应市场变化，这些都对餐饮及食品企业的研发创新提出了更高要求。

图 27：年轻消费者对于餐饮的需求正在发生变化



资料来源：CBNdata，长江证券研究所

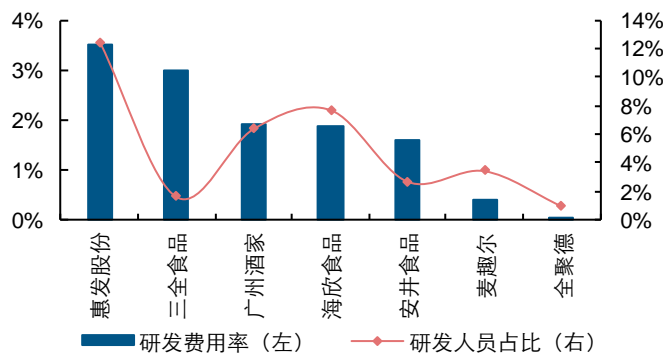
图 28：进入不同区域产品口味需要因应市场变化



资料来源：CBNdata，长江证券研究所

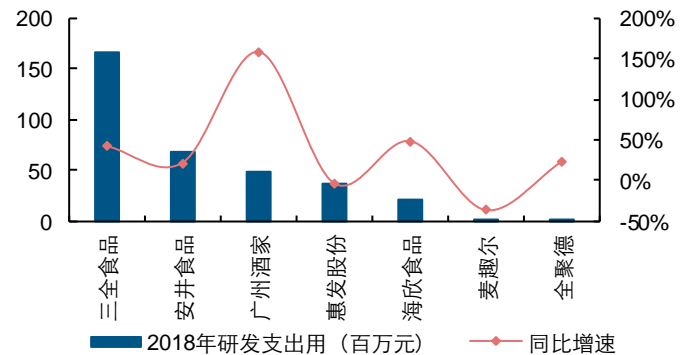
对比 A 股上市的部分餐饮、食品公司研发方面的投入，可以看出食品企业在研发方面的投入通常更高。从研发开支占营业收入的比重来看，2018 年惠发股份、三全食品、广州酒家占比较高；从研发人员占比来看，惠发股份、海欣食品、广州酒家较为领先。从 2018 年的研发投入绝对值及增长速度来看，三全食品、安井食品、广州酒家相对突出。对比可以看出，食品企业相对餐饮企业可以更加专注产品的研发创新，因此速冻食品生产企业面对 B 端餐饮门店具备一定优势。

图 29：A 股上市餐饮、食品公司 2018 年研发投入情况对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：A 股上市餐饮、食品公司 2018 年研发投入增长情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

要素二：中央厨房生产能力

不同于 C 端零售，面向 B 端销售的速冻食品更适合冷藏类产品。冷冻与冷藏产品的主要差异在于温度，其中冷冻食品温度低可达到零下 18 度，适合保存鱼虾肉类生鲜等食品，避免腐败变质；冷藏食品一般保持在 1-10 摄氏度，适用于大多数蔬菜、水果及剩余食物菜品的保存。冷藏类食品在加热过程中温度提升幅度小，食品口感等方面体验优于冷冻食品。B 端销售过程中不存在 C 端所面临的销售周期不确定、运输距离不确定等问题，因此可以适用冷藏类食品。

中央厨房是生产冷藏食品的理想基地，在 B 端冷鲜食品销售过程中将扮演重要的角色。由于餐饮连锁门店全国分布广泛，速冻食品生产企业需要在不同区域设立生产基地以实

现高效供应，中央厨房模式将大有用武之地。中央厨房最大的好处就是通过集中规模采购、集约生产来实现菜品的质优价廉。在需求量增大的情况下，采购量增长相当可观。为降低食品安全风险，形成集约化、标准化的操作模式，中央厨房对原料采购的要求也在不断提高。据中国连锁经营协会数据，2016 年我国限额以上连锁餐饮企业数 912 家，中央厨房普及率达到 70%，即拥有央厨的限额以上餐饮连锁品牌为 765 家。另外根据速途研究院数据，2016 年国内中央厨房累计投资额已经达到 4.2 万亿元³。

表 1：中央厨房模式优缺点比较

	优点	缺点
口味	可以批量生产相同口味的成品或者是半成品，保证各服务单位的食品口味稳定统一	需要确定好配方，无法提供多样化的口味，味道相对单一；食物包装采用生产线，耗费时间较长，热链不宜做绿色蔬菜
品质	食材一般大批量采购，来源稳定，且食物生产卫生安全标准很高，所以食物的品质稳定优良	食物大批量生产，生鲜食品保质期短，所以需要合理安排运输路线和运输时间
效率	机械化程度高，大大节省人力，快速大批量生产食物，节省各服务单位的库存和货运时间	生产量和配送量、配送情况，必须精准预测，否则会延误时间，运输条件不好还会影响食物的品质
成本	采用大量生产设备，节省人力成本；采购货量大，可以降低原材料成本；运输统一安排，减少运输成本	设备的采购成本比一般的小型餐饮场所要高很多

资料来源：一厨一帮，长江证券研究所

作为行业内的传统玩家，餐饮企业通常采用“中央厨房+连锁门店”的传统模式。然而随着网购、外卖、最后一公里到家等新消费的基础设施加速完善，我国中食产业（区别于内食、外食，定义为在外购买带回家简单加工的即食食品）快速崛起，传统模式逐渐迭代演变出了“中央厨房半成品+全渠道销售至终端用户”的模式。未来中央厨房的数量、规模和选址将影响速冻食品企业面向 B 端的供应能力。

表 2：中央厨房与其他餐饮单位人员分工比较

工种	中央厨房		其他餐饮单位	
	人数 (人)	占比	人数 (人)	占比
前期加工	46	39.0%	142	24.6%
烹饪	16	13.6%	166	28.7%
备餐分装	27	22.9%	90	15.6%
清洗消毒	7	5.9%	45	7.8%
食品安全	9	7.6%	34	5.9%
总管理	3	2.5%	27	4.7%
其他	10	8.5%	74	12.8%
合计	118	100.0%	578	100.0%

资料来源：《上海餐饮业从业人员食物中毒相关行为及影响因素研究》，长江证券研究所

³ <http://www.ah.chinanews.com/news/2018/1207/169101.shtml?qq-pf-to=pcqq.c2c>

要素三：冷链运输配送能力

中国生鲜食品流通效率低下且安全问题突出。据不完全统计，2015年我国果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别达到22%、34%、41%，冷藏运输率分别为35%、57%、69%。与发达国家相比，差距巨大。

表 3：国内外生鲜农产品流通渠道及其他情况比较

	美国	日本、韩国	中国
主要流通渠道	配送中心	批发市场	批发市场
终端销售渠道	超市、食品商店	超市、食品商店	农贸市场
主要流通形式	冷链全程配套	低温保鲜	常温、自然
保鲜量占总量的比例	>50%	>50%	10%~20%
损耗率	1%~2%	<5%	25%~30%
物流成本占总成本的比例	≈10%	≈10%	20%~30%

资料来源：科技情报开发与经济，中物联冷链委，长江证券研究所

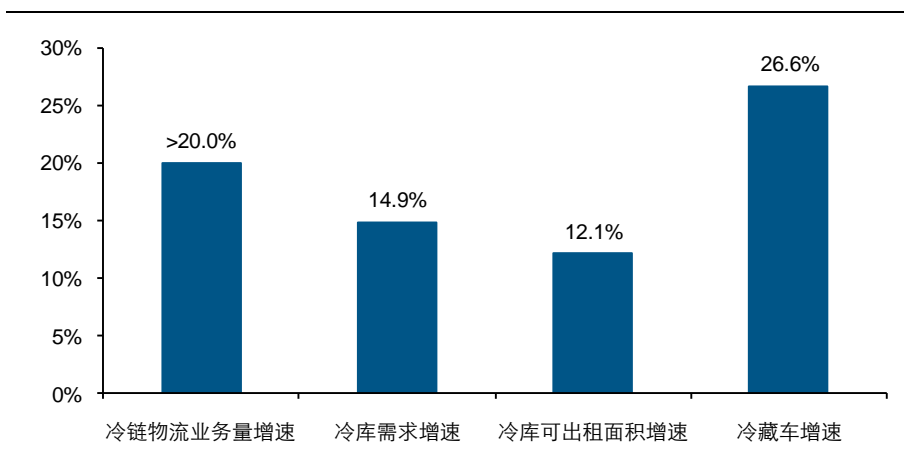
表 4：中国农产品冷藏加工运输与其他国家比较

国家	中国	美国	日本	欧洲
产品保鲜化比率	30%	75%	72%	60%
产后产值与自然产值之比	0.4:1	3.7:1	2.2:1	2.1:1

资料来源：《农产品冷链物流发展政策措施研究》，长江证券研究所

冷链设施建设滞后，头部企业加速投入。尽管中国冷链行业规模巨大，但仍处于初级发展阶段。一方面，冷链基础设施、设施的投资建设相对滞后，且高标冷库的供需矛盾更加突出；另一方面，国家、行业层面的冷链实施专项标准尚不完善，且食品质量监控体系缺乏执行力，使得行业“劣币驱逐良币”的现象仍在。中物联冷链委的统计数据显示，2017年百强企业拥有冷藏车资源占全行业比重较上期大幅提升19.5个百分点至55.9%，而拥有的冷库资源占比则提升3.6个百分点至26.7%。

图 31：冷链需求增长旺盛，但有效供给稍显滞后（2018年上半年）



资料来源：《2018年上半年中国商贸物流运行报告》，长江证券研究所

对于速冻食品生产企业来说，自建冷链运输网络成本高昂，战略合作或是主要对策。从冷链物流的产业链条来看，高成本主要体现在中下游的冷链仓储和流通环节，冷库建设

成本高、冷藏车等冷链设备的投入大，且冷链技术要求较高。对于速冻食品生产企业来说，自建冷链网络虽然能够实现更高的控制程度，但初始投入过大、规模效应有限等问题将制约企业利润。而选择与专业的运输公司合作将实现双赢。

要素四：深度分销能力

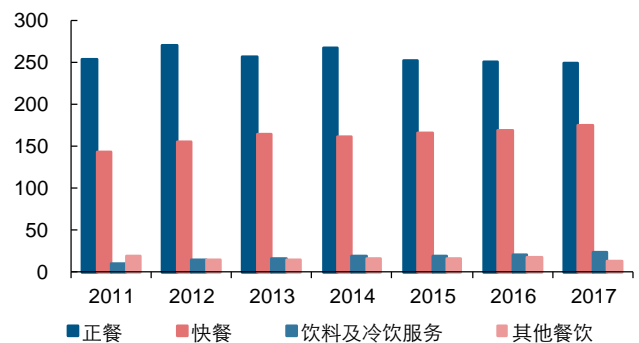
受餐饮企业高度分散的格局影响，速冻食品企业要想做大业务规模必须具备优秀的深度分销能力。虽然近年来出现了部分连锁餐饮龙头企业，但整体来看中国餐饮行业规模化、连锁化的提升还不明显。我们对比了 2011 年以来限额以上餐饮企业收入占社零餐饮收入的比值，发现 2013 年之前比值呈上升趋势，但近年来则出现明显的阶梯下降态势，表明行业分散化的格局或在加剧。从结构上看，快餐连锁品牌占比大幅增加，正餐连锁品牌小幅下降，新兴品牌的规模通常较小，因此也进一步加剧了行业分散的趋势。

图 32：限额以上餐饮企业累计收入逐渐走低



资料来源：Wind，长江证券研究所

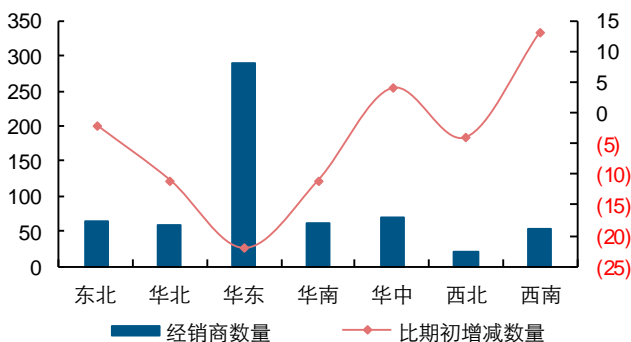
图 33：快餐连锁品牌数量增加（单位：个）



资料来源：Wind，长江证券研究所

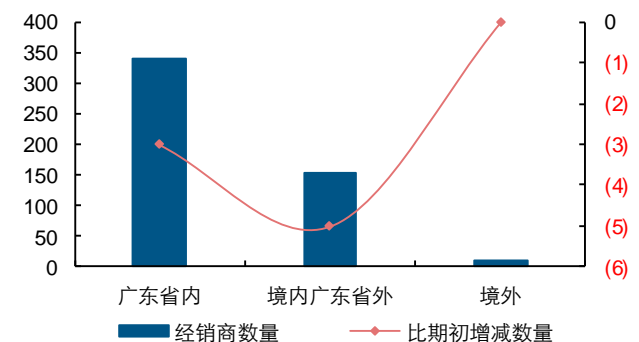
面对下游的分散化市场，速冻食品企业需要加强深度分销能力。速冻食品企业自身难以开拓及维护数量庞大的潜在 B 端客户，因此需要依靠经销商在各自市场领域的渠道分销与客户维护。以安井食品和广州酒家的经销商发展数据为例，安井食品成熟市场经销商进行动态调整优化，整体数量略有减少，但西南地区同比增长 32.5% 主要是四川建厂并于 2018 年年底试生产带来西南地区经销渠道进一步下沉所致；广州酒家经销商数量同样出现调整，目前整体仍主要集中在广东省内，省外拓展待产能释放后持续深耕。

图 34：安井食品 2018 年分区域经销商数量及变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：广州酒家 2019Q1 分区域经销商数量及变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

聚焦细分市场，速冻食品 B 端下一个发力点在哪里？

我国冷冻食品行业在前十年发展和积聚基础上，新世纪初面临发展机遇和严重挑战的关键时刻。根据中国食品报的估计，全国现有大小冷冻食品厂近 1,000 家（真正意义上 0-15℃冷藏食品企业已有出现，但不多），形成亿元销售量的冷冻食品企业约有 50 家，已形成十来个著名品牌，占到市场 40%以上的份额⁴。

在当前的速冻食品餐饮 B 端中，已经出现了一些比较成熟的细分市场领域。速冻汤圆、水饺中，三全、思念、湾仔码头已经成长为行业巨头；火锅丸子、肉制品类别中，南方以海霸王、海欣为领头企业，北方则以山东惠发、佳士博为代表，华东则属安井较为突出；速冻点心小吃类的企业有利口福、阿诺、安井、金城等企业；在冷鲜肉领域，双汇和雨润依然占据了绝对的优势。

表 5：速冻食品各细分领域代表企业

速冻食品类型	代表企业
速冻米面	三全食品、思念食品、湾仔码头等
火锅调料	颐海国际、海霸王、海欣食品、惠发股份、佳士博、安井食品等
冷鲜肉	双汇发展、雨润食品、金字火腿等
菜肴料理	信良记、蒸烩煮食品、朝和食品、顶顺豪鲜食品、得利斯食品等
糕点点心	广州酒家、安井食品、避风塘等

资料来源：筷玩思维，长江证券研究所

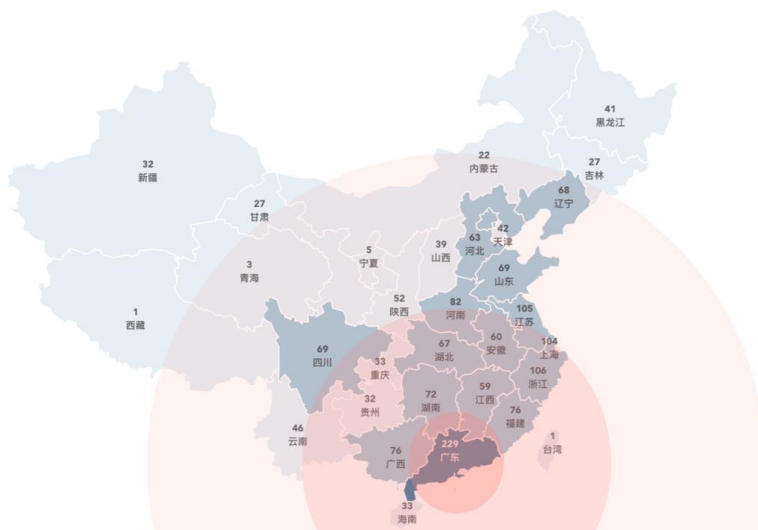
除了速冻米面和火锅调料产品，未来哪一个品类有可能再出现面向 B 端的大型速冻食品企业？综合以上分析，我们认为面向 B 端市场有发展潜力的产品应该具备几个特点：一是标准化程度相对较高，易于规模化生产，比如冷鲜肉、糕点等；二是消费频率较高，用户需求足以支撑一定的市场规模，比如菜肴料理包、糕点点心等；三是利润率相对较高，糕点点心（尤其是高端粤式点心）值得关注。

粤式餐饮在全国具备较好市场基础

从餐厅数量来看，在中餐市场中粤菜是仅次于火锅、川菜以外占比最大的正餐细分市场。根据弗若斯特·沙利文分析数据显示，粤菜在所有中式餐饮中的市场份额为 8.2%，在中式正餐中的市场份额为 11.7%，具备一定的规模。

⁴ http://www.sohu.com/a/280721331_269435

图 39：广式点心影响力遍及全国



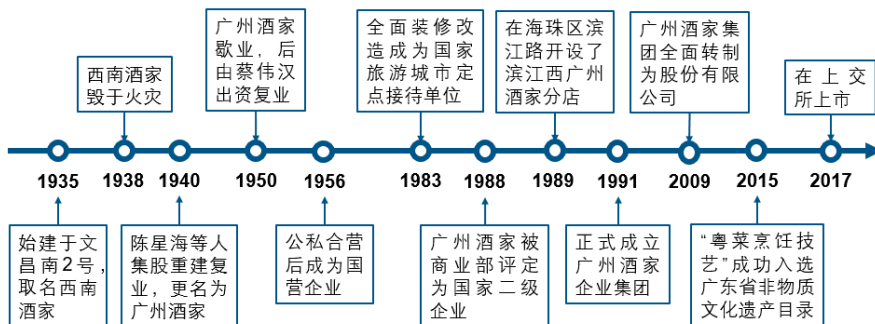
资料来源：百度指数，长江证券研究

从利润角度看，点心是一个兼具高价、高频、高利润的综合属性产品，但其痛点是制作流程极为复杂且难以标准化。过去多数粤菜品牌都要雇佣较多的资深厨师来负责产品的预制作和承担一定的研发任务，而速冻食品生产企业的优势在于研发投入转化率高、规模化优势突出等优势。

深耕 C 端，广州酒家速冻食品 B 端发展值得期待

广州酒家迄今已有 80 多年的历史，是一家“中华老字号”企业。公司起源于陈星海先生 1935 年创办的“西南酒家”，1939 年重建后取意“食在广州”而改名为“广州大酒家”（后称“广州酒家”）。除餐饮业务外，公司食品业务也在全国赢得了良好的口碑，广州酒家利口福月饼是广式月饼的知名品牌，经中国食品工业协会面包糕饼专业委员会认定多年产销量位居全国前三甲，曾被评为“中国名牌产品”、“中国月饼第一家”、“国饼十佳”、“中国烘焙最具竞争力十大品牌”等。

图 40：广州酒家迄今已有 80 多年历史

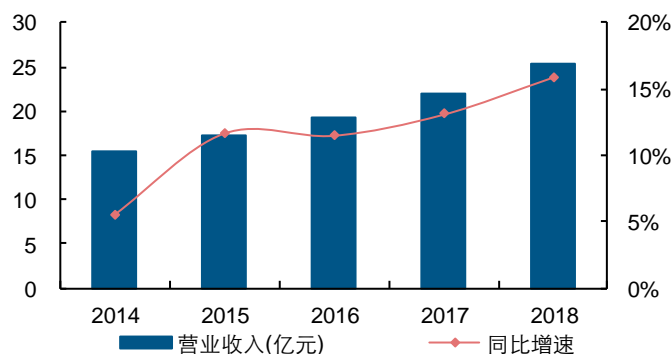


资料来源：公司官网，长江证券研究所

食品及餐饮良好协同，传统主业根基稳健

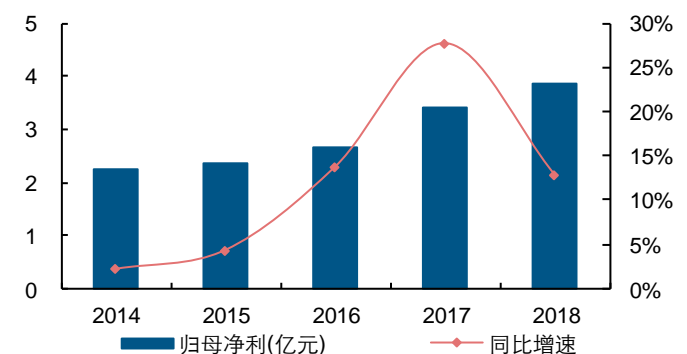
公司作为扎根广州的老字号餐饮食品企业，近年来收入及净利润规模持续增长。公司 2018 年实现营业收入 25.37 亿元，同增 15.9%；归母净利润 3.84 亿，同增 12.8%；EPS 为 0.95 元。2018 年月饼系列产品及速冻食品产量分别增长 10.3%和 22.9%，销量分别增长 9.9%和 20.5%；两类产品产销率维持高位，月饼及速冻分别为 99.5%和 98.1%。

图 41：广州酒家 2014 至 2018 年营业收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

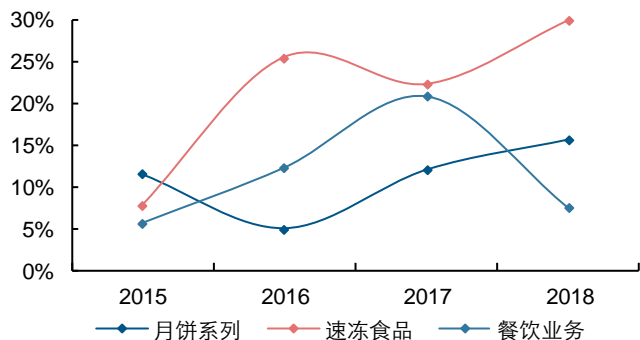
图 42：广州酒家 2014 至 2018 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

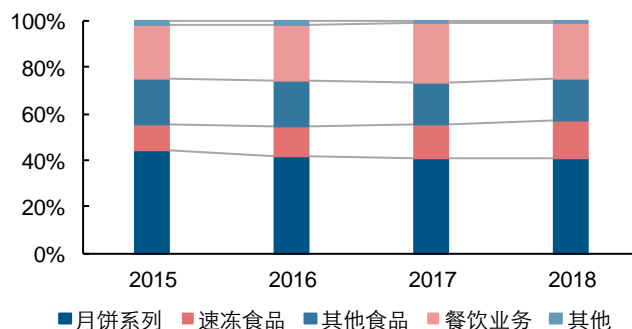
速冻食品高速增长持续，收入占比进一步提升。2018 年公司月饼、速冻及餐饮收入增速分别为 15.7%、29.9%和 7.5%，速冻食品增长较快，收入占比提高 1.7pct 达 16.2%。速冻食品销量及均价分别增长 20.5%和 7.8%，月饼系列产品销量及均价分别增长 9.9%和 5.2%。

图 43: 广州酒家主要产品及业务收入增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 44: 广州酒家主要产品收入占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

产能逐步释放, 为后续市场拓展奠定基础

公司的未来产能释放的主要来源为募投资项目广州基地以及湘潭、梅州基地。

- 广州基地:** 三号厂房已建设完毕, 募集资金投建的冷链配送中心已完成土建工程, 速冻车间已完成部分技改和设备投入, 关键设备采购安装暂未完成; 中央配餐车间已完成投入; 腊味车间已完成部分技改投入。公司公告该项目扩大产能 7,040 吨, 2018 年销售收入 12,022.28 万元。项目完成后预计将新增产能合计不低于 2.1 万吨/年。
- 湘潭基地:** 项目一期预计产能达产后月饼类产品产能预计不低于 2,000 吨/年, 馅料产品产能预计不低于 6,000 吨/年。公司选择在湘潭设立生产基地, 不仅有助于进军华中市场, 还有助于更便捷、更经济地掌握上游资源, 为公司产能扩张奠定坚实基础。
- 梅州基地:** 预计将在湘潭一期项目建设之后进行建设, 主要服务广东临近市场, 主要为速冻、腊味生产基地。公司选择在梅州设立工厂, 是综合考虑区位优势、投资环境和劳动力成本的结果, 有助于深挖广东市场、提高公司毛利率水平。

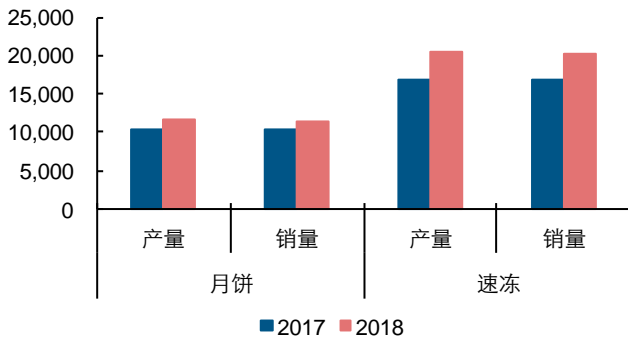
表 6: 广州酒家两大新生产基地概况

	投资金额	月饼 (吨/年)	速冻 (吨/年)	馅料 (吨/年)	腊味 (吨/年)
湘潭基地	不低于 4.5 亿	2,000	12,000	6,000	-
梅州基地	不低于 4.5 亿	2,000	12,000	-	2,000

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

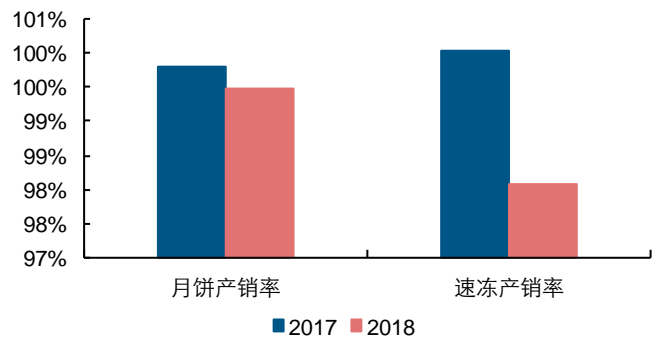
产能释放效应正在逐步显现。2018 年月饼系列产品及速冻食品产量分别增长 10.3%和 22.9%, 销量分别增长 9.9%和 20.5%; 两类产品产销率维持高位, 月饼及速冻分别为 99.5%和 98.1%。2018 年公司新增产能主要来自于募投资项目建成、原有设备升级改造以及外延并购代工。

图 45：广州酒家主要产品产量及销量（单位：吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46：广州酒家主要产品产销率变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

品牌+研发+产能，看好未来速冻食品市场拓展

我们认为公司速冻食品未来发展的主要动力来自品牌影响力、研发创新投入以及产能扩张三个方面：

- 品牌方面，作为中华老字号企业，公司在粤式点心市场中具备一定影响力。**从电商平台关注度数据来看，广州酒家在广式点心类商家中关注度居于前列。公司目前的食品战略中速冻食品是最重要的产品系列之一，基于公司的餐饮业务速冻食品在新品研发、口味改良方面有先天优势，将成为中短期内支撑公司业务规模扩大的主要抓手。
- 研发方面，公司具有将部分餐饮服务产品工业化的优势，使传统产品生产从传统的手工操作转向自动化，并最大限度的保留产品质感，同时实现规模化生产。**2018年，公司科技项目立项 17 个，涵盖公司食品制造产品及餐饮菜式的研发和技术革新。公司在研及申报政府项目 3 个；产学研项目合作 6 个；成功搭建广州市博士后创新实践基地、获批中国轻工业工程技术研究中心、挂牌中国烘焙食品糖制品协会烘焙食品研究院，并成立“大师工作室”；申请专利 46 件，获得授权专利认证 7 件；形成上市销售新产品 25 款，改良产品 7 款，储备产品 100 余款。
- 产能方面，新生产基地建成后将贡献可观速冻食品产能。**根据此前规划，湘潭和梅州两大生产基地规划速冻食品产能合计 2.4 万吨，同时湘潭和梅州基地将帮助公司拓展广东省以及华中地区市场。

结合公司实际战略，短期内速冻食品仍然会以 C 端客户为主，长期来看 B 端市场空间值得期待，建议积极关注。



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: 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; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。