消费升级与娱乐研究中心

调味品行业后疫情思考与投资策略专题

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 分析当下后疫情时代，速冻食品行业产生了哪些变化？当前发展趋势是什么？
2. 在当前时点给出速冻食品行业投资策略。

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

行业高增长有可持续性，龙头企业更具优势

基本结论

- **疫情下速冻食品行业呈现出什么样的特点？1）餐饮端受影响较大，家庭端增长迅猛。**餐饮业的断崖式下滑导致餐饮端对速冻制品的需求明显下降；目前家庭端在速冻食品消费中仍可占 60%以上，疫情爆发后囤货需求暴增、家庭烹饪兴起，在此推动下，行业整体增速较高。根据凯度数据，速冻食品销售额在疫情爆发时（2020.1.25-2.7）较 2019 年春节前后两周增长 49%。上半年主要速冻企业营收增速均超过 20%，业绩表现亮眼。**2）毛销差扩大驱动净利率有效提升。**一方面，均价提升（家庭端产品占比提升+折扣力度降低）和部分关键原材料价格在 Q1 下行共同推动毛利率同比提升；另一方面，疫情期间市场费用节约使得各企业销售费用率同比下降，因此疫情期间速冻食品企业净利率基本不降反升。
- **后疫情时代如何把握速冻食品行业趋势？1）下游 B 端降本压力增大+C 端消费习惯加速培育，行业高增长具备可持续性。**餐饮端，受本次疫情打击巨大，降本压力加速凸显，同时连锁餐饮规模化、标准化趋势已较为明朗；家庭端，随着生活节奏加快和消费者接受度提高，速冻食品消费将走向日常化，速冻火锅料、预制菜肴等新品类有望加速普及。两端需求均有较大潜力可挖，行业具备长期增长动力。**2）行业集中度进一步提升，供应链管理能力为企业脱颖而出的关键，龙头企业具备先发优势。**速冻食品行业附加值相对偏低，企业盈利关键在于成本费用控制和营运效率提升，这需要“采购-生产-运输-销售”供应链各环节的精细化管理。龙头企业在供应链布局上具备先发优势，在疫情发生后调整更快速，能更快响应终端需求，积极主动开拓市场，优势进一步凸显。速冻面米上，三全在 C 端市场已大幅领先，有望凭借资金和研发优势在 B 端市场起势后快速攻城略地。速冻火锅料上，2015 年至 2018 年，安井、海欣和惠发三者合计市占率由 10.1%扩大至 11.0%，我们预计随着下游餐饮连锁化、标准化加快推进，疫情后消费者健康意识持续提升，品牌产品市占率有望加速提升。
- **推荐标的：安井食品、三全食品。1）安井食品：**公司战略清晰，产品上“三剑合璧”，渠道上“BC 兼修”；基本完成“销地产”布局，供应链管理能力优秀，净利率水平行业领先；18、19 年发行可转债积极扩产，2022 年可用产能有望突破 90 万吨，将有效支撑公司体量扩张和市场开拓。上半年业绩亮眼，中高端产品锁鲜装产品有望继续开拓家庭端客户，预计全年有望实现营收同比 20%左右的高增长，同时保持高个位数的净利率。**2）三全食品：**公司为速冻面米龙头，渠道力、品牌力优势突出，系列内部改革成效明显，盈利能力持续改善，疫情发生以来积极复工复产，发掘更多消费场景。我们预计公司全年有望实现收入端 15%~20%左右的增长，净利润率有望维持在 10%左右。

风险提示

- 原材料价格大幅上涨的风险/行业竞争加剧的风险/食品安全风险。

内容目录

一、疫情下速冻行业呈现出什么样的特点？.....4
1.1 收入端：餐饮受影响较大，家庭增长迅猛.....4
1.2 盈利端：毛销差扩大驱动净利率有效提升.....5
二、后疫情时代如何把握速冻食品行业趋势？.....9
2.1 下游 B 端降本压力增大+C 端消费习惯加速培育，行业高增长具备可持续性.....9
2.2 行业集中度进一步提升，供应链管理能力为企业脱颖而出的关键.....11
三、核心标的推荐：安井食品、三全食品.....15
3.1 安井食品：三剑合璧、BC 兼修，新产能陆续释放支撑规模扩张.....15
3.2 三全食品：内部改革成果显著，盈利能力持续改善.....17
四、风险提示.....18

图表目录

图表 1：疫情下社零-餐饮出现急剧下滑（亿元）.....4
图表 2：疫情期间下厨房 APP 热度猛升，家庭烹饪兴起.....4
图表 3：速冻食品销售额在疫情爆发时增长迅猛.....5
图表 4：主要速冻食品企业营业总收入增速.....5
图表 5：2020H1 主要速冻食品企业 2C 收入占比同比提升幅度.....6
图表 6：安井食品渠道营收结构.....6
图表 7：三全食品渠道营收结构.....6
图表 8：速冻产品成本结构一览（以安井食品为例）.....7
图表 9：各企业原材料在存货中占比变化.....7
图表 10：猪肉、白条鸡批发平均价走势（元/kg）.....7
图表 11：主要淡水鱼批发价走势（元/kg）.....7
图表 12：玉米淀粉价格走势（元/吨）.....7
图表 13：面粉批发平均价走势（元/kg）.....7
图表 14：主要速冻食品企业分季度毛利率水平变化.....8
图表 15：三全食品销售费用结构拆分（2019FY）.....8
图表 16：各速冻食品企业分季度销售费用率变化.....8
图表 17：各速冻品企业分季度毛销差变化.....9
图表 18：各速冻品企业分季度管理费用率变化.....9
图表 19：各速冻品企业分季度净利率变化.....9
图表 20：2013 年以来连锁餐饮营收增速高于行业平均.....10
图表 21：连锁餐饮平均门店数逐年上升（家）.....10
图表 22：餐饮业各项成本费用占营业额比例的平均值（2019）.....10
图表 23：餐饮业各项成本费用占营业额比例较上年变动的平均值（2019）.....10
图表 24：我国公路冷链运输车保有量快速增长.....11

图表 25：疫情稳定后 C 端速冻食品消费增长具有延续性.....11
图表 26：人均速冻食品消费量对比（2019，kg/人）.....11
图表 27：速冻面米竞争格局（2019）.....12
图表 28：速冻火锅料上市企业市占率变化情况.....12
图表 29：火锅产业链代表企业 ROE 对比.....12
图表 30：火锅产业链代表企业净利率对比.....12
图表 31：安井、惠发同时期鱼糜采购价格对比（元/kg）.....13
图表 32：安井食品毛利率受原材料价格上涨的影响更小.....13
图表 33：速冻食品行业两种经营模式对比.....14
图表 34：主要速冻食品公司生产能力和渠道布局情况对比.....14
图表 35：安井食品和海欣食品运输费用率对比.....14
图表 36：三全食品分地区收入结构.....15
图表 37：安井食品和惠发食品经销商变动对比.....15
图表 38：食品饮料各细分行业 PE-TTM 估值对比.....15
图表 39：各速冻食品企业研发费用率对比（亿元）.....16
图表 40：各速冻食品企业研发费用对比（亿元）.....16
图表 41：安井食品产品结构变化.....16
图表 42：安井食品分渠道收入增速.....16
图表 43：安井食品可转债募投情况.....16
图表 44：预计至 2022 年安井食品规划产能可超 90 万吨.....17
图表 45：三全食品分渠道毛利率水平.....17
图表 46：三全食品 ROE 和净利率变化.....17

一、疫情下速冻行业呈现出什么样的特点？

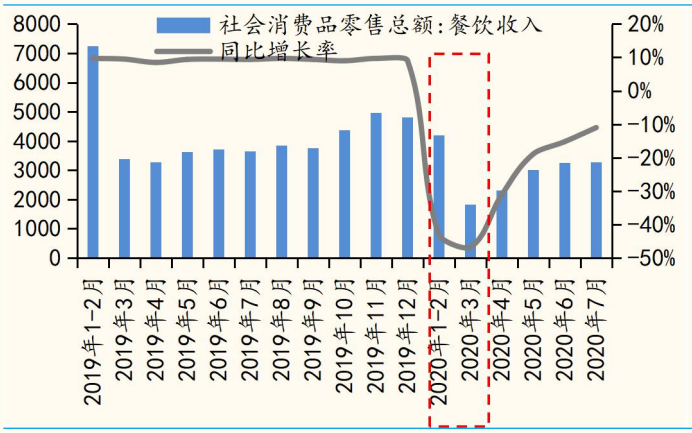
1.1 收入端：餐饮受影响较大，家庭增长迅猛

- **疫情影响下，餐饮和家庭渠道分化较为明显。**新冠疫情期间，终端餐饮门店客流量急剧下降，叠加疫情爆发初期外卖渠道受到限制，导致餐饮行业受较大影响。从国家统计局公布的全国餐饮收入数据来看，2020 年 1-2 月餐饮收入同比大幅下降 43.1%，上半年累计同比下降 32.8%，远高于同期社零总体 11.4%的降幅，餐饮业的断崖式下滑导致餐饮端对速冻制品的需求明显下降。而另一方面，家庭端需求出现猛增，主要源于：1）疫情初期家庭食品储备需求急剧增加，速冻食品具有囤货功能；2）隔离期间家庭烹饪快速兴起，如下厨房 APP 的下载量从 1 月末到 2 月中旬暴涨近 6 倍，速冻食品烹饪简单便捷受到欢迎。

- **我国速冻食品消费仍以家庭端为主，疫情下家庭需求爆发驱动行业整体经历快速上涨。**根据 Frost & Sullivan 数据，2017 年我国速冻食品消费 90%以上集中在家庭端，餐饮业消费不足 5%；IBIS 咨询数据显示，我国速冻面米食品渠道中，超市占 61%，小型零售终端占 23%，其他渠道仅占 16%；再结合草根调研情况，我们推测目前国内速冻食品消费中家庭端仍可占 60%以上。因此，疫情爆发后在主力渠道家庭端的推动下，行业整体增速较高，根据凯度数据，速冻食品销售额在疫情爆发时（2020.1.25-2.7）较 2019 年春节前后两周增长 49%，仅次于方便面（138%），远高于整体食品市场（-46%）。

- **上半年主要速冻企业营收增速均超过 20%，业绩表现亮眼。**2020H1 半年报数据看，惠发、海欣、三全和安井营业收入同比增速分别达 26.3%/23.3%/22.6%/22.1%。其中，三全为速冻面米龙头，产品契合家庭囤货需求，同时公司渠道以 C 端为主，上半年营收增速较 2019H1 同比大幅提升 23.7pct；安井、三全基本已形成“销地产”的全国化生产基地布局，受 Q1 物流不畅的影响更小，生产供应反应速度更快，因此一、二季度间营收波动较海欣、惠发（海欣生产集中在浙江舟山、福建厦门沿海地区，惠发生产集中于山东）明显更小，体现全国性企业更强的抗风险能力和供应链管理能力。

图表 1：疫情下社零-餐饮出现急剧下滑（亿元）



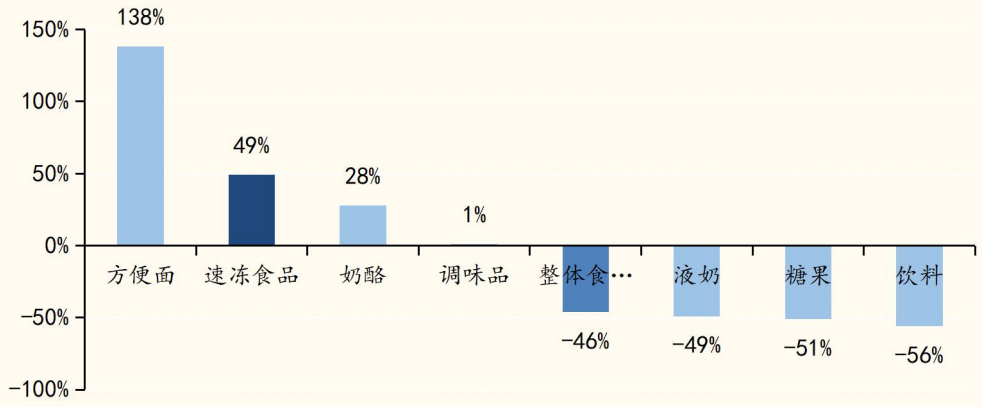
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 2：疫情期间下厨房 APP 热度猛升，家庭烹饪兴起



来源：百度指数，国金证券研究所

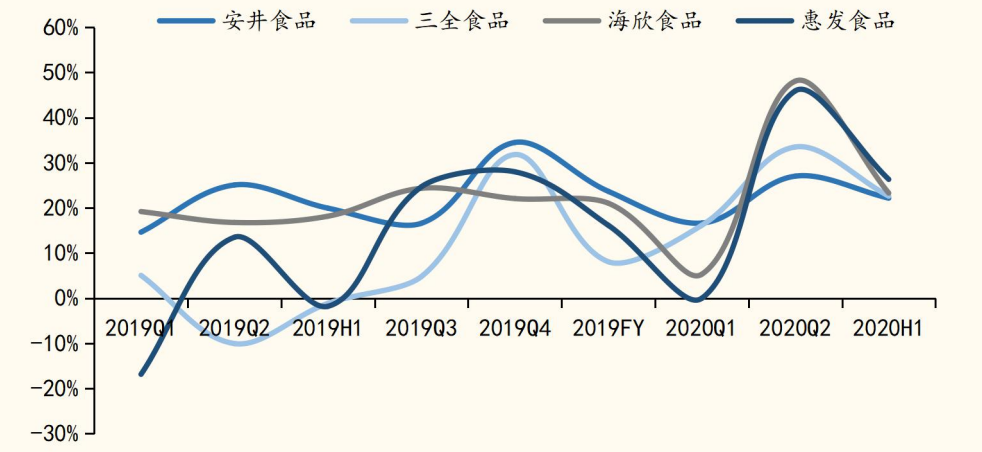
图表 3：速冻食品销售额在疫情爆发时增长迅猛



来源：凯度数据，国金证券研究所

注：对比时间区间为春节前后两周，即 2020.1.25-2.7，对比 2019.2.2-2.15

图表 4：主要速冻食品企业营业总收入增速

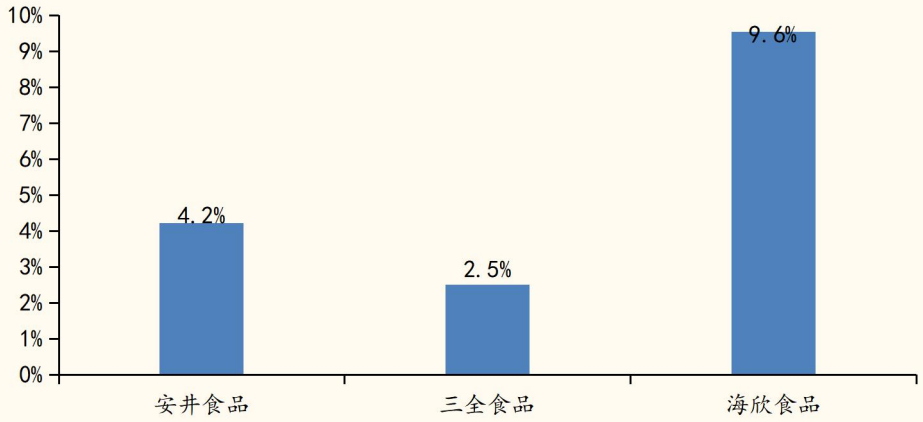


来源：wind，国金证券研究所

1.2 盈利端：毛销差扩大驱动净利率有效提升

- **毛利率的上升由均价提升和成本下行共同推动。**
  - **均价方面，C 端产品占比提升+折扣力度降低带动吨价提升。**一方面，疫情期间餐饮渠道占比下降，而出厂价更高的家庭端产品占比上升，2020H1 海欣、安井、三全的 C 端收入占比分别同比提升 9.6/4.2/2.5pct。其中，餐饮渠道为主的安井食品于去年下半年推出针对 C 端的中高端锁鲜装产品，同时在 19 年 9/10/11 月连续提价三次，幅度达 8%-10%，2020H1 商超和电商渠道收入分别同比+60.7%和 115.7%。另一方面，受疫情影响，商超终端大量缺货，速冻产品供不应求，使得上半年终端销售折扣明显降低，也带动实际均价提升。

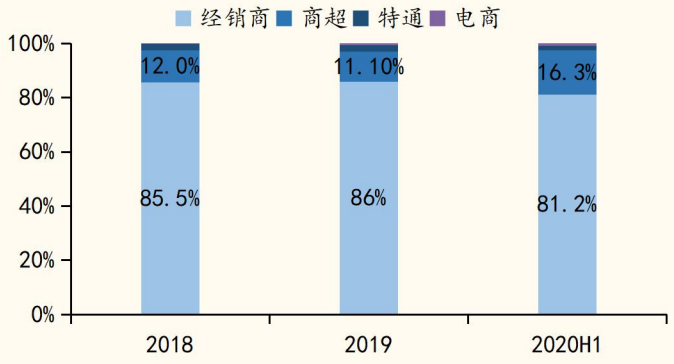
图表 5：2020H1 主要速冻食品企业 2C 收入占比同比提升幅度



来源：公司公告，国金证券研究所

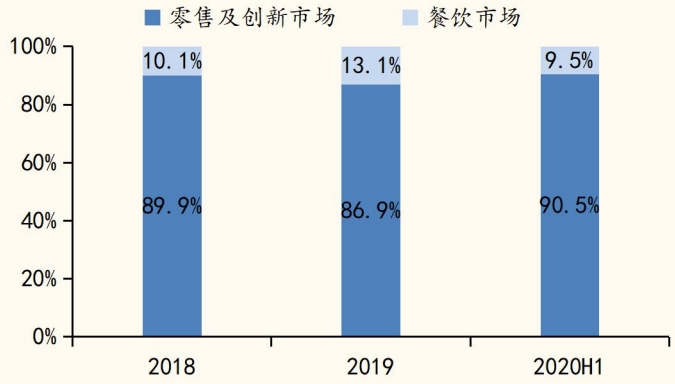
注：安井食品 2C 收入按照经销商和特通销售模式收入之和计算

图表 6：安井食品渠道营收结构



来源：公司公告，国金证券研究所

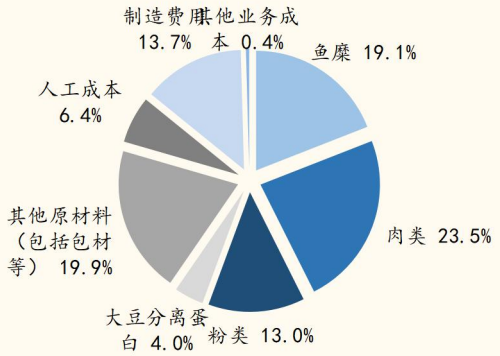
图表 7：三全食品渠道营收结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- **成本方面，Q1 部分关键原材料价格有所下降，且各企业对原材料提前有所储备。**我们以安井为例分析典型速冻食品的成本结构，可以发现原材料约占 8 成，其中肉类、鱼糜和粉类分别占到成本的 23.5%、19.1%和 13.0%。**1）肉类**，2020H1，因中央储备冻肉投放增加带来的示范效应，3-5 月猪肉批发价从近 50 元/kg 的高位有所回落（3-5 月累计下跌 18.3%），鸡肉价格从去年年底开始处于下行趋势（2020 年 1-6 月白条鸡批发价累计下跌 14.6%）。**2）鱼糜**，从主要淡水鱼价格来看，2020Q1 批发价均有小幅降低（鲤鱼、鲢鱼和草鱼批发价在 1 月底至四月中旬累计均有 3%-6%的下降），四月下旬开始温和上涨，结合去年鱼糜价格整体稳中有降，我们推测上半年鱼糜成本较为稳定。**3）粉类**，玉米淀粉价格在 Q1 稳重有降，Q2 开始攀升；面粉批发价上半年仍维持稳定。另外，从各公司的库存明细看，去年底行业主要企业均有所预判，增加了原材料储备，2019 年年报中三全、惠发、海欣和安井的原材料在存货中占比分别同比提升 8.8/5.7/3.4/2.2pct。如安井食品在猪价上涨前，提前大量储备了冻肉并采购了低价进口肉。
- 综合来看，上半年成本端呈下行趋势，各速冻食品企业的毛利率较去年同期基本有所改善，尤其是 C 端占比较高的三全，毛利率较去年同期提升 4.0pct，惠发、安井、海欣（还原可比会计口径后）亦有 4.3pct、2.1pct 和 2.0pct 的提升。

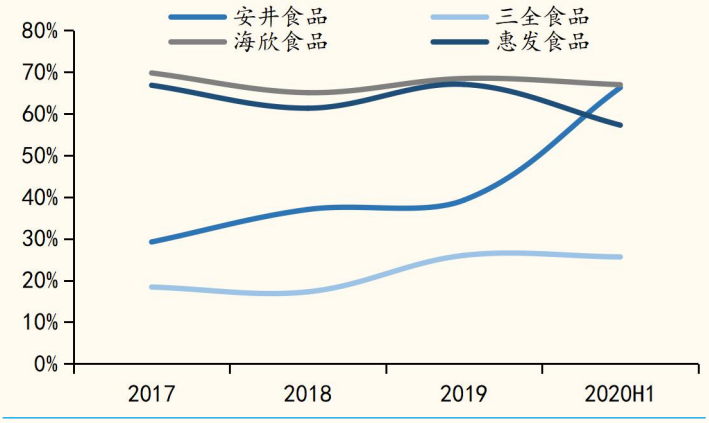
图表 8：速冻产品成本结构一览（以安井食品为例）



来源：安井食品招股说明书，国金证券研究所

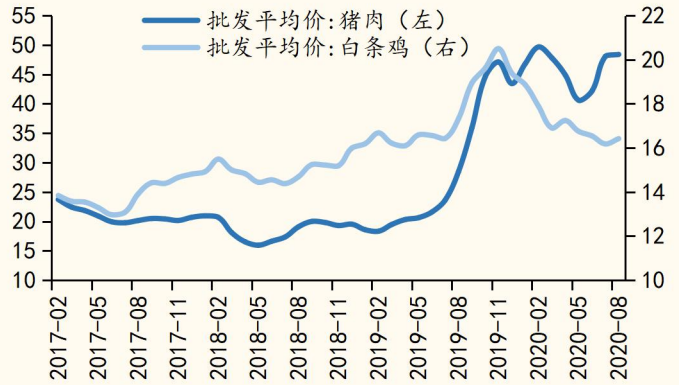
注：此成本结构为对安井食品 2013-2016H1 各原材料采购占比求平均计算得到

图表 9：各企业原材料在存货中占比变化



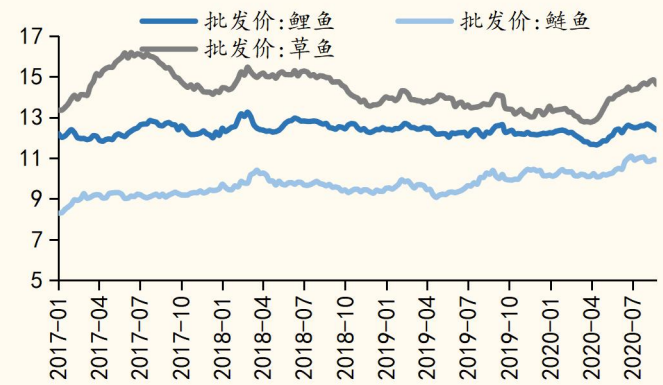
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：猪肉、白条鸡批发平均价走势（元/kg）



来源：农业部，国金证券研究所

图表 11：主要淡水鱼批发价走势（元/kg）



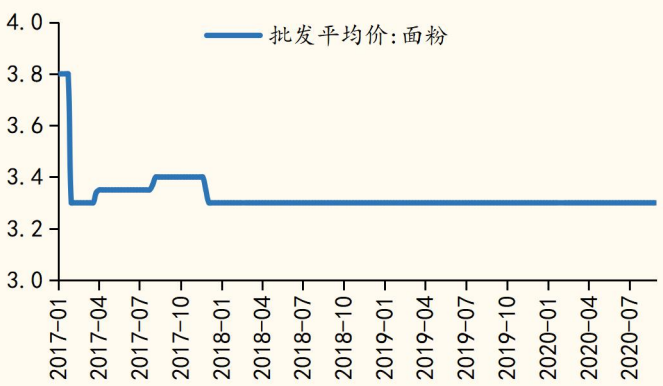
来源：商务部，国金证券研究所

图表 12：玉米淀粉价格走势（元/吨）



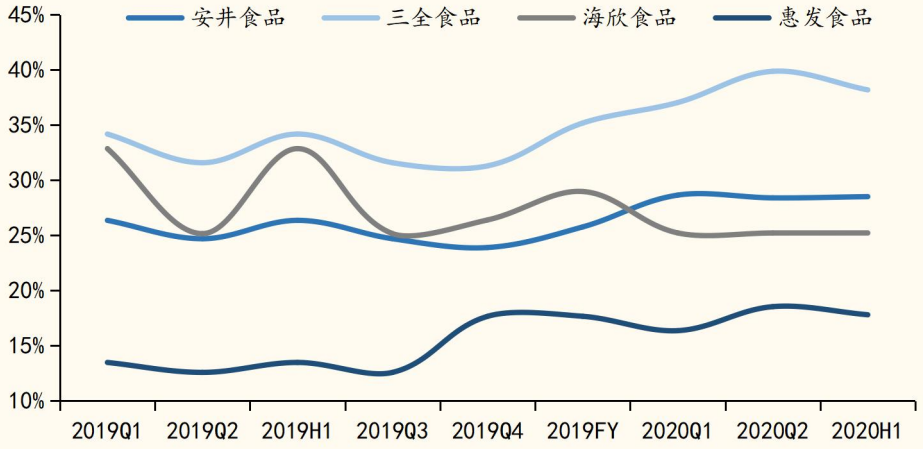
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：面粉批发平均价走势（元/kg）



来源：wind，国金证券研究所

图表 14：主要速冻食品企业分季度毛利率水平变化

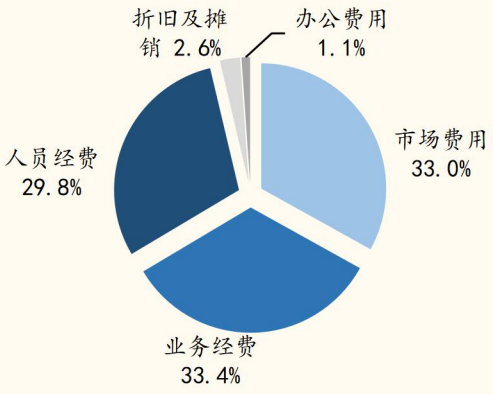


来源：wind，国金证券研究所

注：海欣食品因执行新收入准则，2020H1 毛利率同比下降 4.4%，还原去年口径后，实际毛利率提升 2.0%

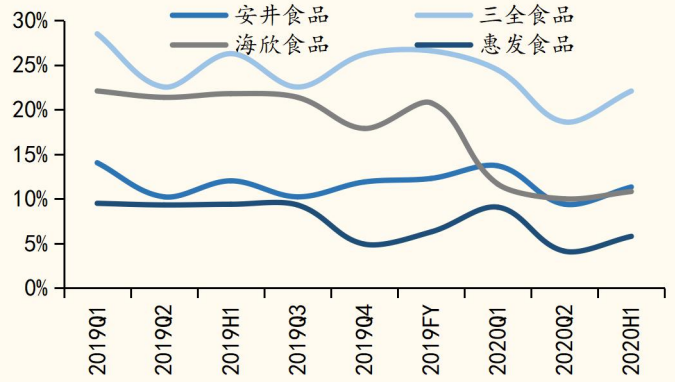
- **费用端来看，疫情期间推广费用减少使得各企业销售费用率同比下降。**分企业看，海欣、三全、惠发和安井 2020H1 的销售费用率较去年同期分别下降 11.0/4.2/3.5/0.7pct，我们认为主要在于销售收入的同比大幅增长和疫情期间 C 端线下推广活动明显减少。以三全食品为例，2019 年市场费用在其销售费用中占 33%，2020H1 市场费用同比-12.1%，节约明显。管理费用率上，安井、三全、海欣 2020H1 分别同比+1.8/1.1/0.4pct，主要系疫情下管理难度提升，费用投放优势增加，但仍控制在合理水平，上涨幅度均低于销售费用率的下降幅度。

图表 15：三全食品销售费用结构拆分（2019FY）



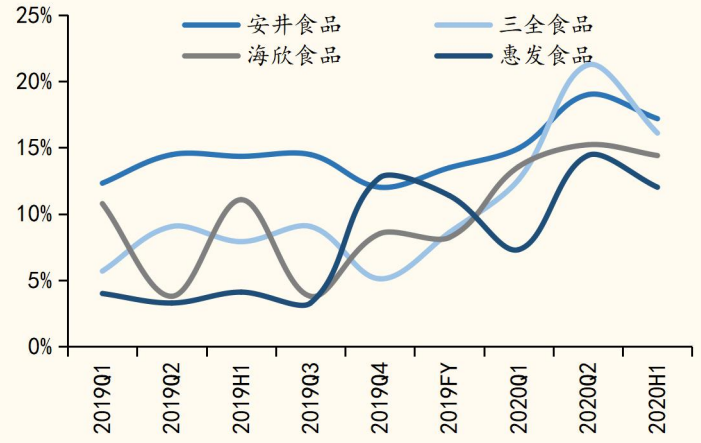
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：各速冻食品企业分季度销售费用率变化



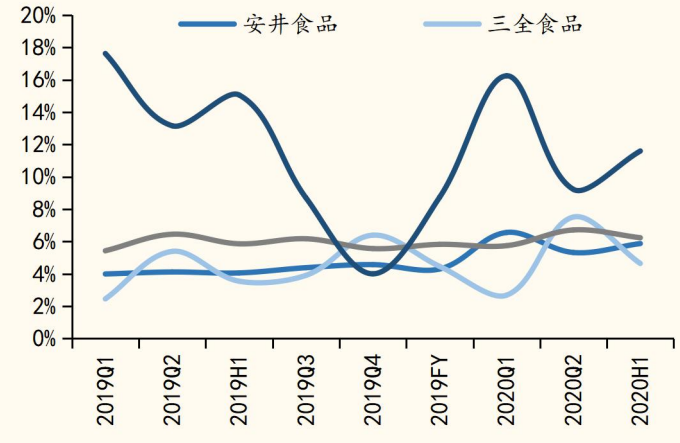
来源：wind，国金证券研究所

图表 17：各速冻品企业分季度毛销差变化



来源：wind，国金证券研究所

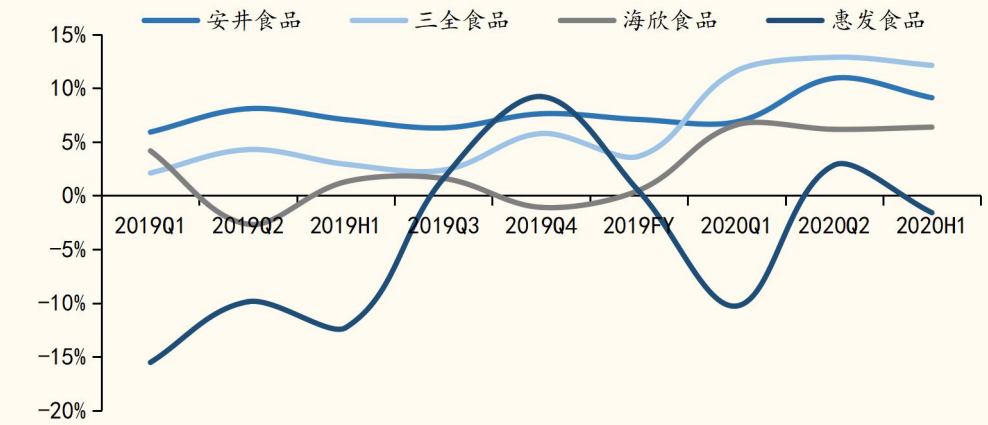
图表 18：各速冻品企业分季度管理费用率变化



来源：wind，国金证券研究所

■ **综合来看，毛销差扩大明显，使得疫情期间大部分速冻食品企业净利率不降反升。**在毛利率提升和费用率下降的合力推动下，2020H1 安井、三全、海欣和惠发的毛销差分别同比+2.8/8.2/3.3/7.9pct，净利润率分别达 9.1%/12.1%/6.4%/-1.6%，同比提升 2.0/9.2/5.1/10.7pct。

图表 19：各速冻品企业分季度净利率变化



来源：wind，国金证券研究所

二、后疫情时代如何把握速冻食品行业趋势？

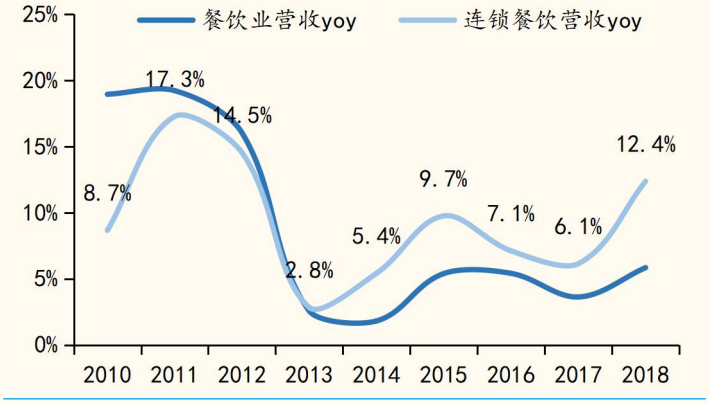
2.1 下游 B 端降本压力增大+C 端消费习惯加速培育，行业高增长具备可持续性

■ **后疫情时代餐饮端和家庭端均有较大增长潜力，双轮驱动下行业较高增速有望延续，但不同渠道的关注点有所差异。**

■ **餐饮端：1）短期看，**外卖和散客为主的商场连锁餐饮（如连锁火锅等）恢复相较大酒楼更快，有利于上游速冻食品 B 端销售也得到较快恢复。**2）长期看，**2013 年以来，连锁餐饮营收增速持续高于餐饮业的平均增速，且连锁餐饮平均门店数较总店数上升更快（13-18 年平均门店数和总店数的 CAGR 分别为 7.3%和 1.2%），连锁餐饮规模化趋势已较为明朗，预计对菜品标准化要求也将相应提升，利好上游速冻半成品。另外，本次疫情对餐饮业打击巨大，企业降本压力加速凸显，根据中国饭店协会数据，2019 年原料进货成本、人力成本和房租成本在被调查的餐饮企业营业额中占比平均分别可达 41.3%/22.4%/10.3%，同比

提升 1.7/2.0/2.5pct。若使用速冻半成品代工，将有效减少原料采购成本、后厨人员数量和厨房面积，我们预计在餐饮业标准化和降本诉求日益强烈+冷链运输成本不断下降的情况下，中央厨房将更快普及，驱动速冻食品行业更快成长。**3）关注点上**，B 端客户因有降本和差异化定制菜品的需求，更注重产品性价比和定制化产品服务能力，对上游议价能力较强，同时要求上游速冻企业有较强的研发能力。

图表 20：2013 年以来连锁餐饮营收增速高于行业平均



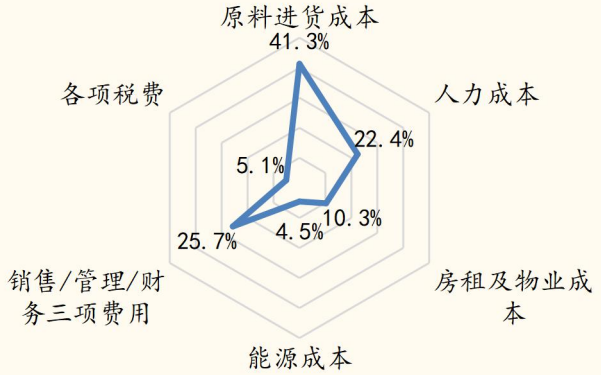
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 21：连锁餐饮平均门店数逐年上升（家）



来源：国家统计局，国金证券研究所

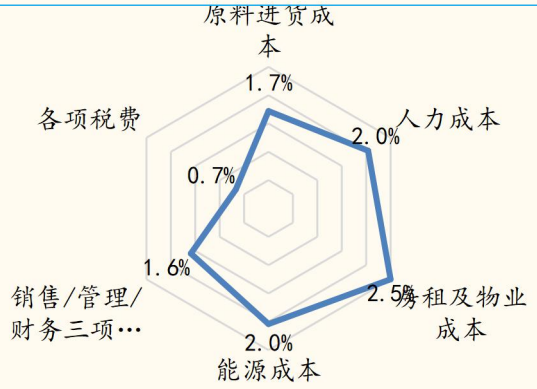
图表 22：餐饮业各项成本费用占营业额比例的平均值（2019）



来源：中国饭店业协会，国金证券研究所

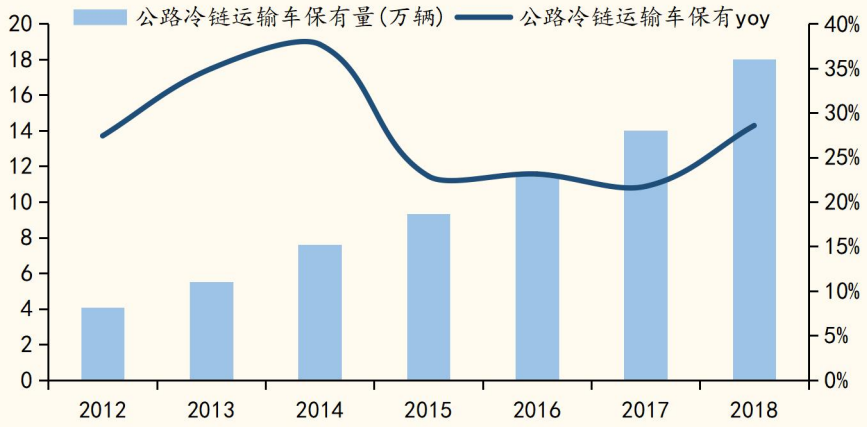
注：占比为协会调研样本的平均值，故各项成本费用相加超 100%

图表 23：餐饮业各项成本费用占营业额比例较上年变动的平均值（2019）



来源：中国饭店业协会，国金证券研究所

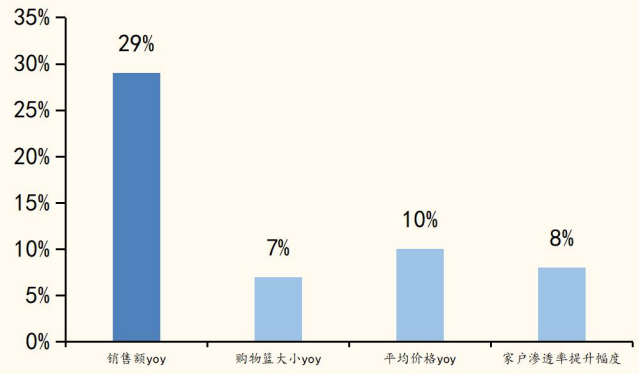
图表 24：我国公路冷链运输车保有量快速增长



来源：中国物流与采购联合会，国金证券研究所

- **家庭端：1）短期看，**随着疫情明显好转，囤货需求下降，我们预计下半年 C 端增速或有所回落。**2）长期看，**疫情加快了冷冻食品消费习惯的培养，根据凯度数据，新冠疫情爆发初期（2020.01.27-02.24 四周）有 26%的 C 端购买者在过去一年不曾消费过速冻食品，而在这些新消费者中又有 30%会在之后的 3 个月中复购；另外，区别于非典时期，疫情趋于稳定后的 12 周（2020.02.25-05.15）C 端速冻窗口红利具有延续性，家户渗透率同比提升 8pct。对比饮食习惯更相近的日本（19 年中国、日本人均速冻食品消费量分别为 20 kg/人和 9kg/人），我们预计随着生活节奏加快和消费者接受度提高，C 端速冻食品消费将走向日常化，速冻火锅料、预制菜肴等新品类有望加速普及。**3）关注点上，**疫情后消费者对安全、健康和品质的要求提升，中高端产品受众增加明显，如疫情期间安井锁鲜装热销，海欣中高端产品占比同比+8.8pct，预计消费升级趋势下 C 端产品吨价也有望得到进一步提升。

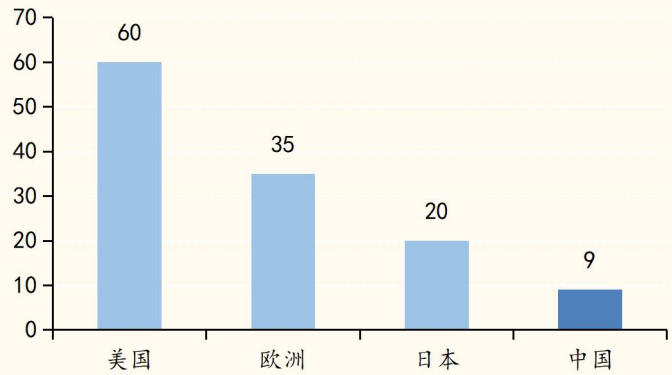
图表 25：疫情稳定后 C 端速冻食品消费增长具有延续性



来源：凯度数据，国金证券研究所

注：数据时间区间为 2020.02.25-05.15（12 周）对比去年同期

图表 26：人均速冻食品消费量对比（2019，kg/人）



来源：智研咨询，国金证券研究所

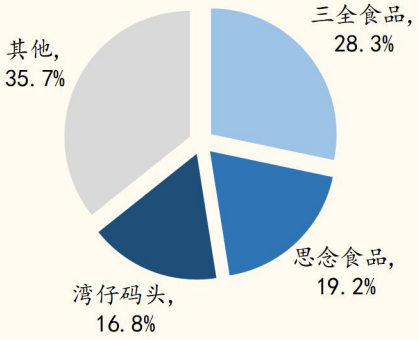
2.2 行业集中度进一步提升，供应链管理能力为企业脱颖而出的关键

- **龙头企业占据先发优势，抓住机遇积极开拓市场，行业集中度加速提升。**此次疫情是对各家企业应对突发系统性风险的能力的一次考验，也是各企业提升品牌知名度、抢占市场份额的一次机遇。龙头企业在供应链布局上具备先发优势，在疫情发生后调整更快速，借助自身较强的生产能力和渠

道掌控力，能更快响应终端需求，积极主动开拓市场，不断扩大领先优势。从速冻面米和速冻火锅料细分赛道看：

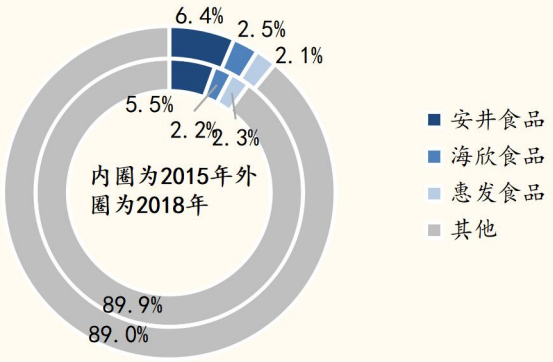
- **速冻面米：C 端三强地位稳固，龙头有望更快开拓 B 端市场。**2019 年速冻面米 CR3 已达 64.3%，其中占比第一的三全食品市占率达 28.3%，行业格局基本稳定，龙头企业已占据家庭消费者心智，我们预计三全、思念和湾仔码头在 C 端市场的地位难以撼动，并有望凭借资金和研发优势在 B 端市场起势后快速攻城略地。
- **速冻火锅料：行业 CR5 仅约 20%，疫情后集中度有望加速提升。**根据中国产业信息网数据，2017 年我国速冻火锅料 CR5 仅 16%（安井 6%，海霸王 4%，惠发、海欣、升隆均约 2%），结合相关上市企业的销售情况看，我们估计目前行业 CR5 约为 20%，较速冻面米明显偏低。2015 年至 2018 年，安井、海欣和惠发三者合计市占率由 10.1%扩大至 11.0%，显示行业集中度呈上升趋势，但速度较慢。目前行业内仍有大量区域作坊式企业，我们预计随着下游餐饮连锁化、标准化加快推进，疫情后消费者健康意识持续提升，品牌产品市占率有望加速提升。

图表 27：速冻面米竞争格局（2019）



来源：华经情报网，国金证券研究所

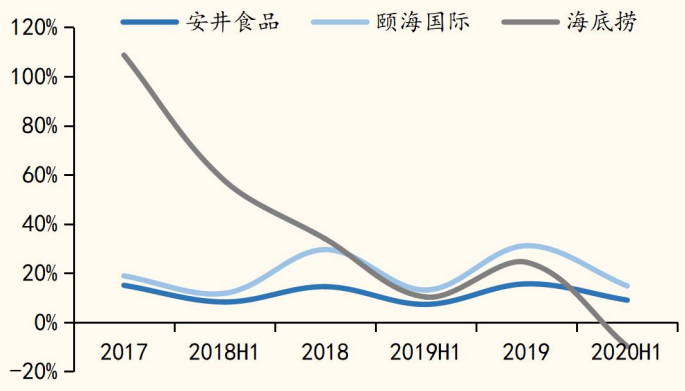
图表 28：速冻火锅料上市企业市占率变化情况



来源：中国餐饮协会，中商产业研究院，国金证券研究所

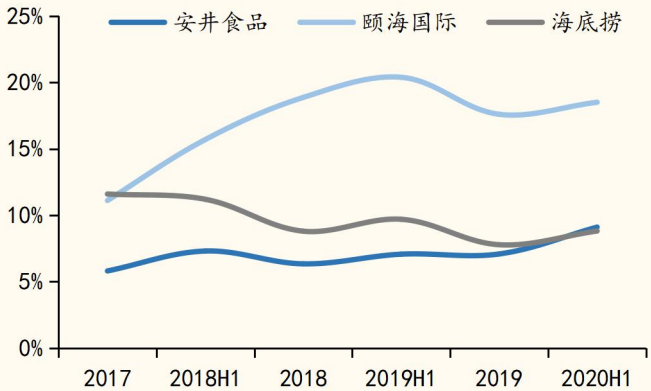
- **速冻食品行业附加值相对偏低，供应链管理能力为盈利关键。**除 2020H1 受疫情影响，对比火锅产业链上的代表企业，安井食品（上游速冻火锅料供应商）的 ROE 和净利润水平一直低于颐海国际（上游火锅底料供应商）和海底捞（下游连锁火锅店），而安井食品的盈利水平已处于速冻食品行业前列，反映速冻食品行业的附加值相较同是上游的复合调味品和下游的餐饮偏低。因此，速冻食品企业盈利关键在于成本费用控制和营运效率提升，这需要“采购-生产-运输-销售”供应链各环节的精细化管理。

图表 29：火锅产业链代表企业 ROE 对比



来源：wind，国金证券研究所

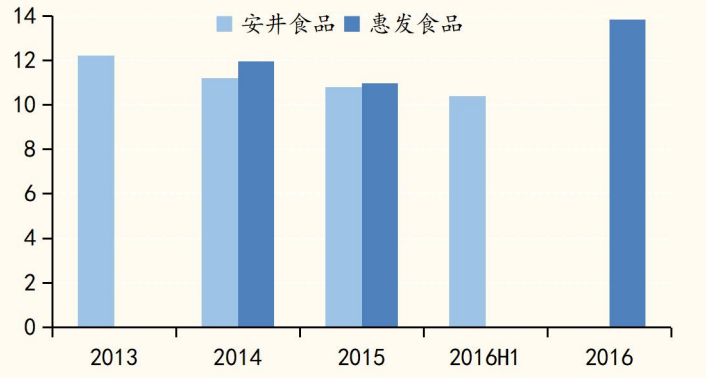
图表 30：火锅产业链代表企业净利率对比



来源：wind，国金证券研究所

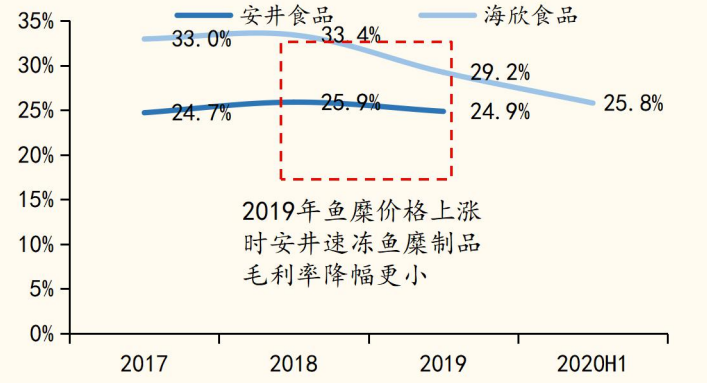
- **龙头企业在供应链管理上提前布局，优势已逐渐体现。**
  - **1）规模化采购成本控制能力更强。**龙头企业由于生产规模更大，对上游原材料供应商有更大议价权，同时能通过增加囤货、合约锁价等多种方式降低原材料价格波动的风险，更好地控制成本。三全食品和安井食品 2019 年规划产能分别达 75 和 47.5 万吨，在行业内属于第一梯队。13-16 年安井食品的鱼糜采购价格一直低于惠发食品，在 19 年鱼糜价格明显上涨时期毛利率降幅低于海欣食品（19 年海欣食品的速冻鱼糜制品毛利率同比下降 3.2pct，而安井食品仅下降 1.0pct）。从目前主要原材料的价格走势看，猪肉（截至 8 月底批发价已较 5 月底累计上涨 19.2%）、鱼糜（截至 8 月底鲤鱼、鲢鱼和草鱼三种主要淡水鱼价格较 4 月底平均累计上涨 7.0%）、淀粉（截至 9 月初，一级玉米淀粉批发价已较 4 月初累计上涨 18.5%）均呈上升趋势，**预计下半年行业成本压力将有所上升，龙头企业控本优势有望进一步凸显。**
  - **2）销地产模式对终端市场反应更灵敏，且能有效节约物流成本。**销地产模式相对产地销模式具有靠近目标市场和节约物流成本等优势，但需要较大的资本开支。三全食品和安井食品均采取销地产模式，分别拥有 8 个和 7 个已投产的生产基地，且地理位置分布上较为分散，可辐射全国主要区域市场。安井食品在四川、无锡等新生产基地陆续投产后运输费用率呈持续下降趋势，2019 年降至 3.2%，较 2015 年下降 0.6pct，较海欣食品（生产集中于舟山、福建）低 2.5pct。疫情爆发初期，物流受阻而终端需求暴增，龙头企业因采取销地产模式，生产、供应受到的影响更小，响应速度上更快（三全、安井 2020 前两季度之间营收增速波动更小）。**我们推测本次疫情加速了行业洗牌，龙头企业市场份额加速扩大，而部分边缘企业因产能有限、物流受阻等原因被淘汰。**
  - **3）渠道上龙头下沉更深，经销商开拓速度更快。**三全食品拥有经销商 2500 多家，掌握终端网点 20 多万个，长江以北和以南市场在其收入中占比相近，深入各级零售市场，已基本完成 C 端渠道的全国化布局。安井食品已拥有呷哺呷哺、海底捞等连锁餐饮客户，在上半年加速经销商开拓，截至 2020H1 末已拥有 885 家经销商，较期初增加 29.8%（总量已超过惠发，增速高出惠发 9.3pct），其中西北、华北、华南和西南地区拓展速度更快（2020H1 期末较期初分别 +64.3%/53.3%/41.8%/35.3%），全国化销售网络不断完善。**我们预计龙头企业有望凭借销地产模式和品牌溢价继续扩大渠道优势。**

图表 31：安井、惠发同时期鱼糜采购价格对比（元/kg）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：安井食品毛利率受原材料价格上涨的影响更小



来源：wind，国金证券研究所

图表 33：速冻食品行业两种经营模式对比

经营模式	生产	销售	优点	缺点	适合企业
产地销	集中在特定区域	生产集中并面向全国或某一特定区域销售	资本开支可控	远距离运输物流成本较高，对目标市场的管控力和反应速度有所欠缺	区域性品牌和规模较小的企业
销地产	在全国主要销售重要区域就地设厂	面向全国销售	节约运输物流成本，对终端市场反应更灵敏	资本投入较大	全国性品牌或规模较大的企业

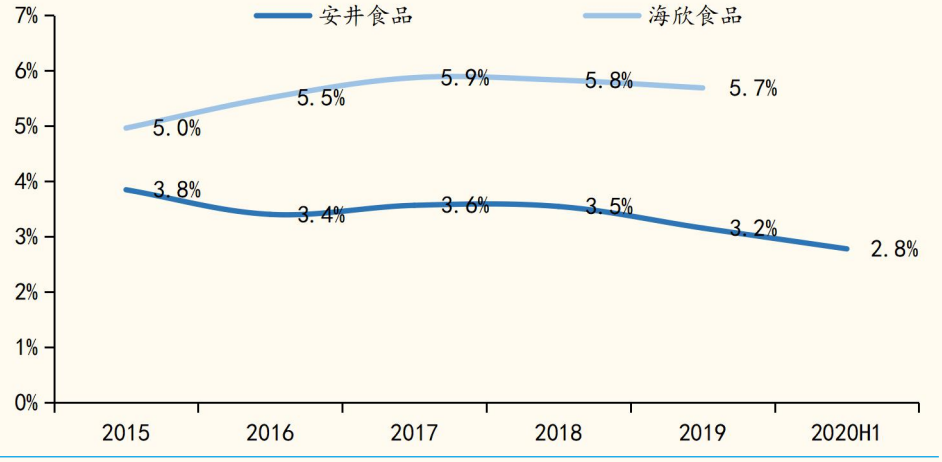
来源：安井食品招股说明书，华经情报网，国金证券研究所

图表 34：主要速冻食品公司生产能力和渠道布局情况对比

	生产能力	渠道布局
安井食品	在全国共有 7 个已投产生产基地及 10 座现代化工厂，包括厦门、无锡、泰州、湖北、四川、辽宁等地，2019 年规划产能为 47.5 万吨	营销驻外机构包含 5 个分公司和 30 余个联络处，截至 2020H1 在全国共有 885 家一级经销商，商超客户主要包括大润发、永辉、苏果、沃尔玛等，餐饮客户包括呷哺呷哺、海底捞、永和大王、杨国福麻辣烫等
三全食品	在全国共拥有 8 个已投产生产基地，包括郑州、广州、成都、武汉、天津、苏州等，2019 年规划产能达 75 万吨	已完成全国布局，拥分公司 40 余个，经销商 2500 多家，掌握销售终端 20 多万个；通过直营服务百胜、海底捞、呷哺呷哺、华住酒店等知名连锁品牌
海欣食品	在福建金山、漳州东山、浙江嘉兴和舟山有 4 个已投产生产基地，2019 年合计规划产能约 9 万吨	拥有 5 个 1000 多家经销商，覆盖 4 万多个终端网点，与家乐福、麦德龙、沃尔玛等大型连锁商超有长期合作
惠发食品	在山东有 3 个已投产的生产基地，2019 年规划产能为 11 万吨	截至 2020H1 末在全国共有 882 家经销商，目前公司商超模式仍处于发展初期

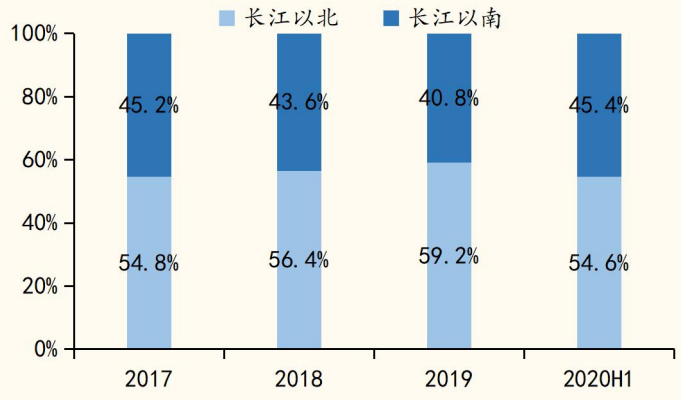
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：安井食品和海欣食品运输费用率对比



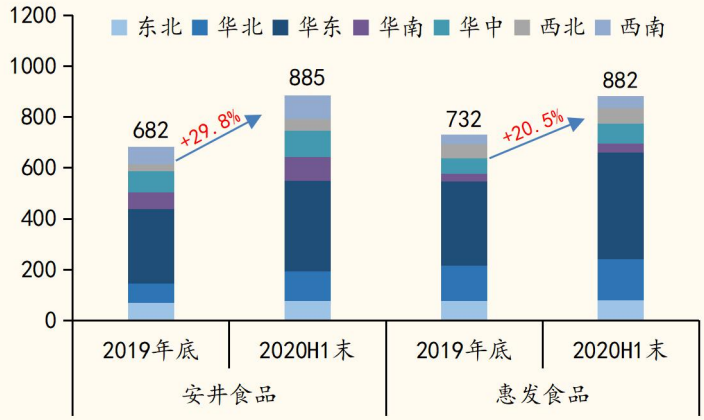
来源：wind，国金证券研究所

图表 36：三全食品分地区收入结构



来源：wind，国金证券研究所

图表 37：安井食品和惠发食品经销商变动对比



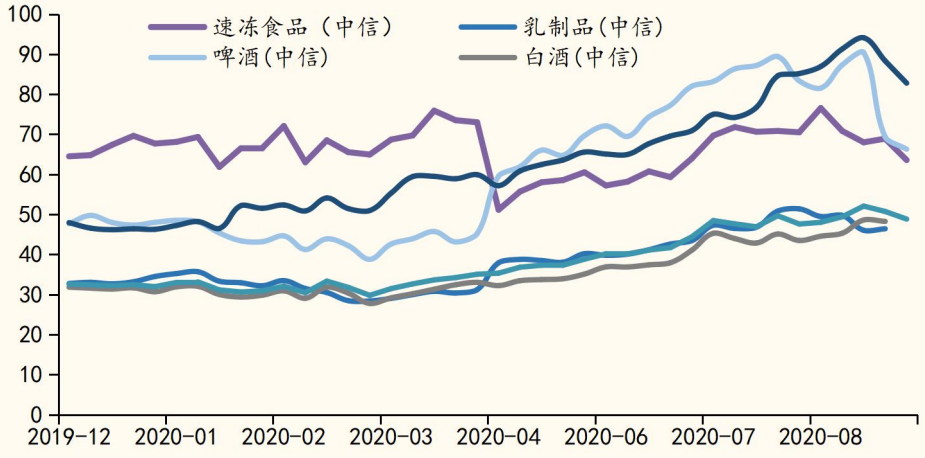
来源：wind，国金证券研究所

■ 综合以上分析，我们认为后疫情时代行业集中度将加速提高，龙头企业率先进行全国化布局，供应链管理能力更强，在本次疫情考验中优势尽显，强者愈强，行业马太效应将日益明显。

三、核心标的推荐：安井食品、三全食品

■ **速冻食品板块目前估值处于食品饮料板块较高水平。**今年上半年因下游需求暴增，速冻食品上市企业 EPS 同比均有明显提升，行业估值水平明显高于食品饮料板块整体，目前 PE-TTM 估值在 60 倍以上，与啤酒行业接近。基于行业趋势判断，**我们重点推荐速冻火锅料龙头安井食品和速冻面米龙头三全食品。**

图表 38：食品饮料各细分行业 PE-TTM 估值对比



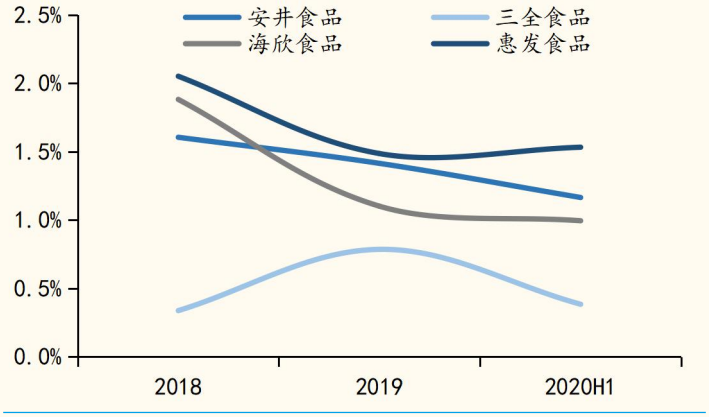
来源：wind，国金证券研究所

3.1 安井食品：三剑合璧、BC 兼修，新产能陆续释放支撑规模扩张

■ **公司战略清晰，产品上“三剑合璧”，渠道上“BC 兼修”。1）产品方面，**公司坚持行业领先的研发投入（2019 年研发费用达 0.75 亿元，较三全、海欣和惠发分别高 58%/388%/314%，同时在规模效应下研发费用率逐年下降）；公司在速冻火锅料（冻鱼糜制品、速冻肉制品）基础上拓展速冻面米和速冻菜肴，三大品类协同组合，2020H1 后两大品类在总收入占比已达 34.2%。我们预计公司有望凭借其研发优势加快产品力提升，同时能在

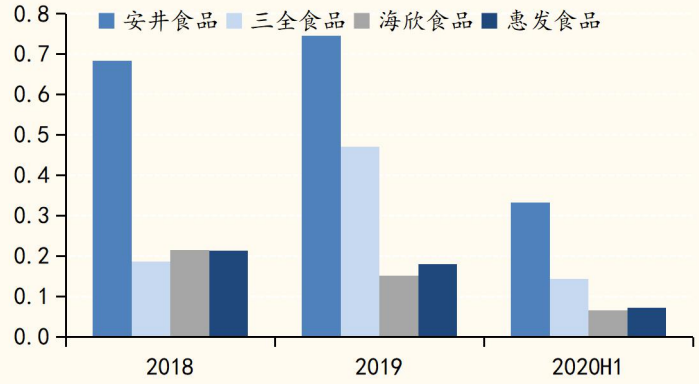
未来更好匹配餐饮客户的定制需求。2）渠道方面，公司在继续深耕 B 端渠道的同时 积极开拓 C 端渠道，2020H1 来自商超和电商渠道的收入同比分别大幅增长 60.7%和 115.7%，C 端影响力提升显著。

图表 39：各速冻食品企业研发费用率对比（亿元）



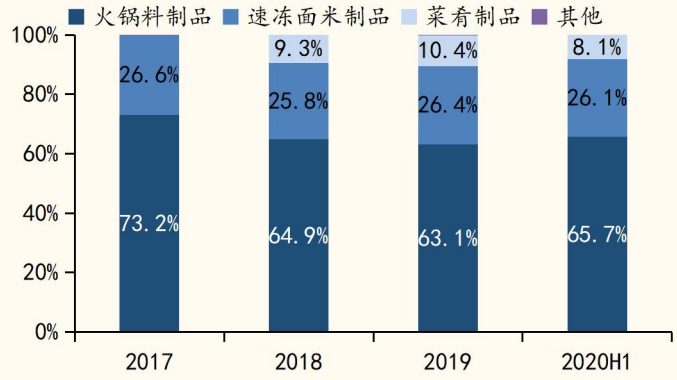
来源：wind，国金证券研究所

图表 40：各速冻食品企业研发费用对比（亿元）



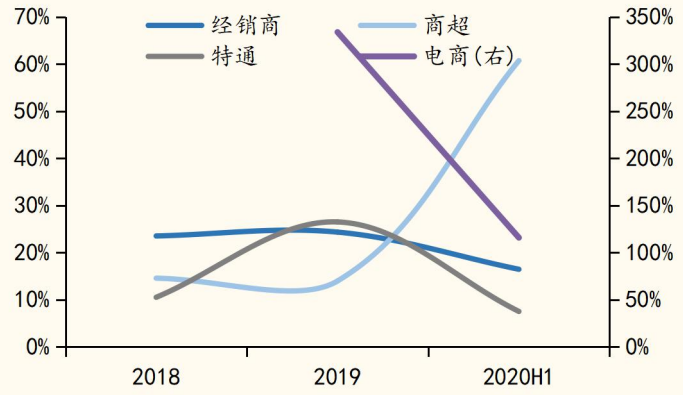
来源：wind，国金证券研究所

图表 41：安井食品产品结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：安井食品分渠道收入增速



来源：公司公告，国金证券研究所

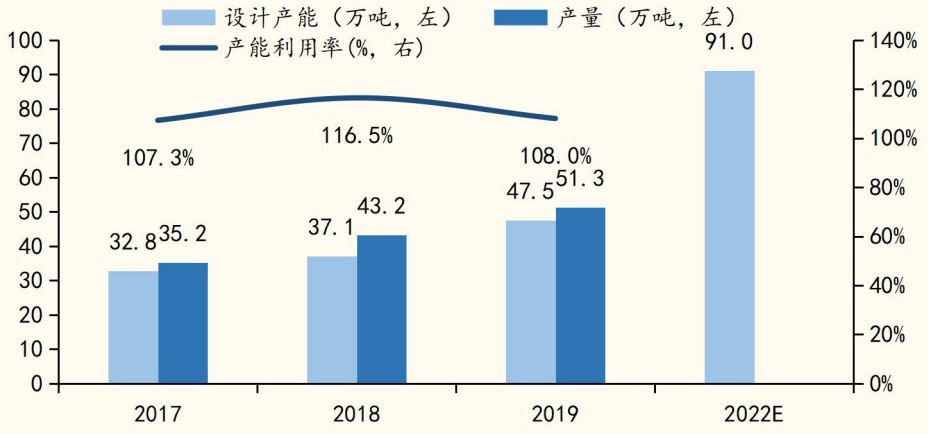
- **发行可转债积极扩产，2022 年可用产能有望突破 90 万吨。**公司 2017-2019 年产能利用率均超过 100%，目前产能问题仍是制约公司扩大销售规模的重要因素。公司于 2018 发行可转债募资 4.9 亿元，用于在四川 15 万吨生产线和无锡 7 万吨生产线建设，加强对西南、华东市场辐射，目前四川工厂一期已建成投产；公司又在 2019 年发行可转债募资 9 亿元，用于湖北 15 万吨、河南 10 万吨和辽宁 4 万吨生产线建设，预计将于 2022 年上半年完工。根据公司现有产能规划和推进情况，我们预计至 2022 年公司产能可达 91 万吨，较 2019 年规划产能可提升 91.5%，将有效支撑公司体量扩张和市场开拓。

图表 43：安井食品可转债募投情况

项目	募集资金投资项目	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
2019 年可转债	湖北安井食品有限公司年产 15 万吨速冻食品生产建设项目	60,000	53,600
	河南安井食品有限公司年产 10 万吨速冻食品生产建设项目	30,000	17,800
	辽宁安井食品有限公司新建年产 4 万吨速冻调制食品项目	18,600	18,600
2018 年可转债	四川安井“年产 15 万吨速冻食品生产线建设项目”	56,200	23,735
	无锡民生“年产 7 万吨速冻食品生产线建设项目”	35,000	25,000

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：预计至 2022 年安井食品规划产能可超 90 万吨



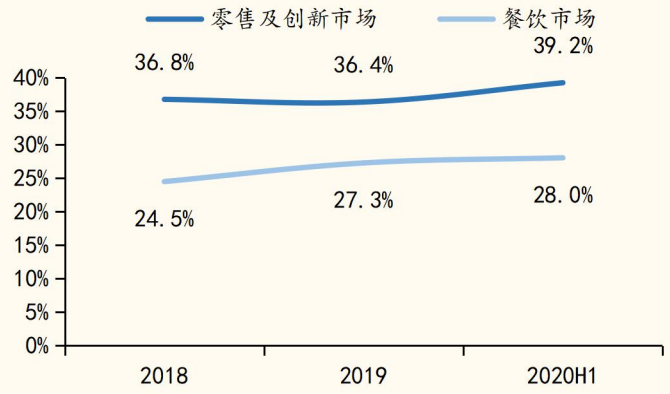
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司上半年实现营收 28.5 亿，同比+22.1%，实现归母净利润 2.6 亿，同比+57.4%；其中 Q2 实现营收 15.74 亿，同比+27.0%，实现归母净利润 1.72 亿，同比+71.6%，业绩超预期。公司为速冻火锅料行业龙头，随着疫情恢复，下半年餐饮端有望恢复较高增长，锁鲜装产品有望继续开拓家庭端客户，预计公司全年营收有望达成同比 20%左右的高增长。同时，公司供应链管理能力优秀，2020H1 末存货中原材料占比达 66.3%，同比+22.2pct，我们推测系公司预判原材料价格有上升趋势而提前做好囤货准备，预计下半年毛利率水平将维持相对稳定，全年有望实现高个位数的净利率水平。

3.2 三全食品：内部改革成果显著，盈利能力持续改善

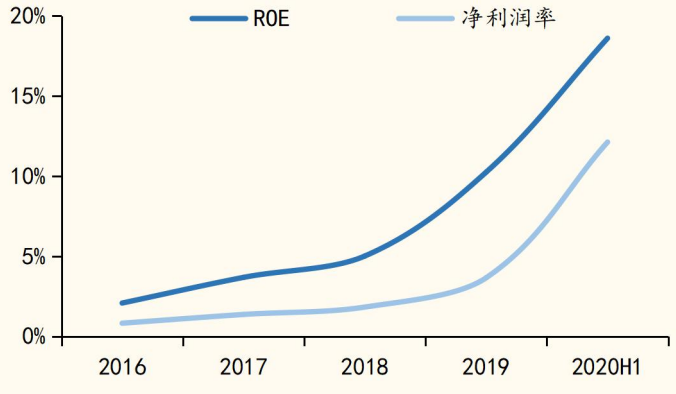
- **C 端代表发力餐饮市场，激励机制改革激发内部活力。**公司于 2018 年成立独立的餐饮事业部，发力 B 端，餐饮毛利率持续改善，2020H1 已达 28%，由于 B 端较 C 端所需的销售费用投放明显更少，预计未来将持续助力公司盈利能力改善。2019 年，公司进行了系列内部改革，在产品开发上改用从终端需求出发自下而上的方式，绩效考评上将人员薪酬与产品收入挂钩，激发销售人员推广新品的动力。2019Q4（改革完成后的第一个季度）销售费用率同比大幅下降 6.4pct，效果明显。改革后公司盈利能力快速改善，2020H1 公司 ROE 达 18.6%，同比提升 14.3pct，主要由于净利率改善显著（同比提升 9.2pct）。

图表 45：三全食品分渠道毛利率水平



来源：wind，国金证券研究所

图表 46：三全食品 ROE 和净利率变化



来源：wind，国金证券研究所

- 公司上半年实现营收 37.3 亿元，同比+22.6%，实现归母净利润 4.5 亿元，同比+409.6%。其中，Q2 实现营收 15.1 亿元，同比+33.48%；实现归母净利润 2.0 亿元，同比+300.9%，盈利能力大幅改善。公司为速冻面米龙头，渠道力、品牌力优势突出，内部改革成效明显，疫情发生以来积极复工复产，发掘更多消费场景。我们预计公司全年有望实现收入端 15%~20%左右的增长，净利润率受益于规模效应放大和销售费用节约而有望维持在 10%左右。

四、风险提示

- **原材料价格大幅上涨的风险。**速冻食品成本结构中约 80%为原材料成本，若上游原料价格大幅波动，将会对公司业绩产生一定的影响。
- **行业竞争加剧的风险。**当前速冻食品行业格局仍然较为分散，各家竞争较为激烈（尤其是速冻火锅料），若未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，将会影响公司业绩表现。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响公司口碑与销售。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH