

餐饮供应链深度报告系列五

预制菜和冷冻烘焙行业格局有望优化，龙头优势明显

核心观点：

- **餐饮供应链变革，高景气度持续。**我们自 2020 年 1 月起发布 4 篇餐饮供应链系列报告以及立高深度，详细分析了各子行业的行业空间、竞争格局与核心竞争力。当前时间点，我们仍维持行业高景气度的判断。(1) 速冻：尚处成长期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 10%+。(2) 复调：尚处成长期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 10%+。(3) 预制菜：处于初创期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 20%+。(4) 冷冻烘焙：处于初创期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 20%+。
- **复盘历史：速冻和复调经历竞争加剧和改善过程，长期竞争格局优化。**速冻、复调、预制菜、冷冻烘焙均是对新鲜食材的渗透，产品属性和推动逻辑相似。复盘速冻和复调竞争格局，对判断初创期的预制菜和冷冻烘焙竞争趋势具备借鉴意义。(1) 2014-2015 年速冻和 2020-2021 年复调均发生短期竞争加剧。需求端：2015 年速冻和 2021 年复调的需求低于预期，主要由于以下两方面原因：房租和人工成本增速放缓等因素影响，餐饮降本增效诉求提升速度减缓；消费力下降、单人家家庭占比下降或疫情管控放缓等因素影响，家庭便捷化需求提升速度减缓。供给端：前期龙头市占率相近且行业景气度仍较好，龙头和行业外资本乐观看待未来行业增速，龙头加速扩产能，新入局者增加。(2) 2015 年后速冻行业需求改善，竞争格局持续优化。根据 Wind 和中国产业信息网数据测算，2015-2021 年安井在速冻火锅料行业市占率从 5.58% 提升至 10.52%，与其他公司差距加大。21Q3 后复调行业渠道去库存和部分中小企业出清，竞争趋缓。
- **展望未来：预制菜和冷冻烘焙竞争格局有望持续优化，龙头优势明显。**(1) 预制菜：预计 C 端竞争格局持续优化，B 端经历短期竞争加剧后，行业有望优胜劣汰，安井有望突围成为龙头。需求端：预计 B 端渗透率稳步提升、C 端渗透率有望加速。供给端：龙头市占率相近（2020 年前十公司市占率均处于 1%-3%），行业产能供给增加（龙头在建产能主要在 B 端）。(2) 冷冻烘焙：预计烘焙店和餐饮渠道竞争格局持续优化，商超渠道未来 3 年经历短期竞争加剧，行业有望优胜劣汰，立高有望维持龙头地位。需求端：疫情下短期承压，伴随疫后修复渗透率有望稳步提升。供给端：立高竞争优势较大（根据立高 2021 年报和 Wind 等数据测算，2021 年立高市占率达 15.51%，处于第一位），产能扩张快。其他公司新建产能主要在商超渠道，预计 3 年内投产。
- **投资建议。**推荐预制菜有望突围的安井食品、冷冻烘焙龙头地位稳固的立高食品。关注餐饮供应链其他企业如千味央厨、天味食品。
- **风险提示。**疫情反复风险。原材料上涨风险。食品安全风险。

行业评级

买入

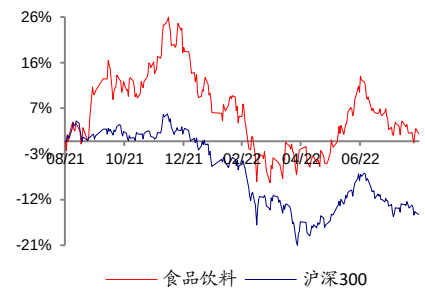
前次评级

买入

报告日期

2022-08-29

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001



021-38003630



gflujingyu@gf.com.cn

请注意，刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 餐饮供应链深度报告系列四：预制菜行业高景气，安井有望成为龙头 2021-07-31
- 餐饮供应链深度报告系列三：复盘日本复合调味料和速冻食品行业，核心看产品和渠道 2020-10-17
- 餐饮供应链深度报告系列二：安井和三全具有强渠道力和产品力，有望成为行业龙头 2020-09-09
- 餐饮供应链深度报告系列一：餐饮连锁化推动餐饮供应链变革，未来有望产生多家百亿收入企业 2020-01-12

联系人：廖承帅 021-38003800

liaochengshuai@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
安井食品	603345.SH	CNY	154.80	2022/08/24	买入	185.38	3.68	4.63	42.07	33.43	33.00	25.20	17.90	19.49
立高食品	300973.SZ	CNY	83.30	2022/08/29	买入	104.70	0.96	2.09	86.77	39.86	61.87	29.14	9.29	22.13
千味央厨	001215.SZ	CNY	50.12	2022/08/26	买入	55.83	1.12	1.47	44.75	34.10	23.60	18.48	9.21	10.82
天味食品	603317.SH	CNY	24.15	2022/08/23	买入	29.90	0.43	0.56	56.16	43.12	63.39	43.98	8.06	9.77

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、餐饮供应链变革，高景气度持续	8
（一）速冻行业：尚处成长期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 10%+	9
（二）复调行业：尚处成长期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 10%+	10
（三）预制菜行业：处于初创期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 20%+	12
（四）冷冻烘焙行业：处于初创期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 20%+	13
二、复盘历史：速冻和复调经历竞争加剧和改善过程，长期竞争格局优化	14
（一）速冻：2014-2015 年短期竞争加剧，2015 年后竞争格局持续优化	14
（二）复调：2020-2021 年短期竞争加剧，2021Q3 后竞争趋缓	21
三、展望未来：预制菜和冷冻烘焙竞争格局有望持续优化，龙头竞争优势明显	29
（一）预制菜：预计 C 端竞争格局持续优化	29
（二）冷冻烘焙：预计烘焙店和餐饮渠道竞争格局持续优化	34
四、投资建议	38
（一）安井食品：预计未来 3 年主业收入复合增速 15%+，预制菜有望实现突围 ..	38
（二）立高食品：行业景气度和竞争格局较优，业绩弹性较大	39
（三）千味央厨：产品渠道扩张，结构升级支撑盈利能力	40
（四）天味食品：收入稳健增长，利润弹性可期	41
五、风险提示	42

图表索引

图 1: 餐饮供应链竞争格局研究框架	7
图 2: 10-21 年我国餐饮行业收入复合增速达 9.30%	8
图 3: 我国餐饮行业食材成本占营收比例达 41.90%	8
图 4: 餐饮供应链变革: 食材加工程度持续加强、终端烹饪工序逐步减少	9
图 5: 16-21 年我国速冻行业规模 CAGR 为 10.71%	9
图 6: 2020 年我国速冻食品行业分产品收入结构	9
图 7: 16-21 年我国复调行业规模 CAGR 为 14.19%	11
图 8: 2021 年我国复合调味品行业分产品收入结构	11
图 9: 2021 年我国预制菜行业规模 397 亿元, 16-21 年 CAGR 为 46.42%	13
图 10: 21 年我国冷冻烘焙行业规模 111 亿元, 13-21 年 CAGR 为 23.86%(亿元)	14
图 11: 2014-2015 年速冻行业龙头企业的市占率均下降	14
图 12: 2014-2015 年我国主要城市商铺租金负增长	15
图 13: 2014-2015 年餐饮人员工资增速处于低位	15
图 14: 2014-2015 年我国商品零售额增速下降至 10% 左右	15
图 15: 2014-2015 年我国单人家庭占比出现下降	15
图 16: 2010-2021 年速冻行业收入增速以及渗透率	16
图 17: 2012 年速冻行业收入 CR5 仅 12.21%, 三全与思念差距较小	17
图 18: 2012 年 KA 渠道速冻米面收入 CR3 达 65%, 三全与思念差距较小	17
图 19: 2012 年速冻火锅料收入 CR3 达 12.64%, 安井与惠发差距较小	17
图 20: 2012-2015 年三全和安井产能投放较多, 产量复合增速 17.35%/30.39%	18
图 21: 2011-2015 年速冻食品企业数量大幅增加	18
图 22: 2014-2015 年速冻行业龙头销售单价均下降	19
图 23: 2014-2015 年速冻行业龙头销售费用率均上升	19
图 24: 2019 年 KA 渠道: 速冻行业收入 CR3 达 64%, 三全与思念差距较小	20
图 25: 2015-2021 年安井在速冻火锅料行业市占率从 5.58% 提升至 10.52%	20
图 26: 2019 年 KA 渠道: 速冻水饺行业收入 CR3 达 77%, 思念、三全、湾仔码头差距较小	20
图 27: 2019 年 KA 渠道: 速冻汤圆行业收入 CR3 达 79%, 思念与三全差距较小	20
图 28: 2019 年 KA 渠道: 速冻面点行业收入 CR3 达 49%, 三全、安井、思念差距较小	21
图 29: 2019 年 KA 渠道: 速冻休闲食品行业收入 CR3 达 57%, 三全与思念差距较小	21
图 30: 2020-2021 年复调行业龙头天味食品和颐海第三方的市占率下降	21
图 31: 2020-2021 年火锅料行业龙头市占率均下降	22
图 32: 2020-2021 年中式复调行业龙头市占率均下降	22
图 33: 2020-2021 年我国主要城市商铺租金负增长	23
图 34: 2020-2021 年餐饮人员工资增速处于低位	23

图 35: 2020 年受疫情影响餐饮收入同比下降 15.40%	23
图 36: 2020 年天味电商渠道收入同比增长 114.90%	23
图 37: 2010-2021 年复合调味品行业收入增速以及渗透率	24
图 38: 2018 年复调行业收入 CR2 仅 3.58%，天味与颐海差距较小	24
图 39: 2018 年火锅底料行业终端规模 CR5 达 24.6%，红九九与颐海差距较小	25
图 40: 2018 年中式复调行业收入 CR2 达 6.28%，天味与颐海第三方差距较小	25
图 41: 2020 年起颐海复调产能投放加速	26
图 42: 2020 年起天味复调产能投放加速	26
图 43: 2018-2021 年复合调味品新成立企业数量（个）	26
图 44: 2018-2021 火锅底料新成立企业数量（个）	26
图 45: 2020-2021 年复调行业龙头销售单价大多下降	28
图 46: 2020 年复调行业龙头销售费用率上升	28
图 47: 2021 年火锅底料行业终端规模 CR5 仅 18.1%，颐海、红九九等差距仍较小	28
图 48: 2021 年中式复调行业收入 CR2 达 7.28%，天味与颐海第三方差距仍较小	28
图 49: 2022 年以来我国主要城市商铺租金增速	30
图 50: 2020 年预制菜行业收入 CR10 仅 18.16%，竞争格局分散	30
图 51: 2018-2021 年安井和味知香产量增速加快	32
图 52: 2011-2021 年我国预制菜企业每年新注册数量	32
图 53: 2019-2021 年预制菜公司销售单价	34
图 54: 2016-2021 年味知香的销售费用率	34
图 55: 2017-2021 年立高甜甜圈和挞皮两大单品收入	35
图 56: 我国冷冻烘焙品类发展	35
图 57: 2021 年我国冷冻烘焙行业 CR4 达 36.27%，集中度较低	35
图 58: 2017-2021 年立高的冷冻烘焙食品销售单价	38
图 59: 2017-2021 年立高的销售费用率	38
图 60: 预制菜发展模式：“冻品先生”为 OEM 模式，随后收购新宏业及新柳伍，建立“安井小厨”自产	39
图 61: 2017-2022H1 立高食品毛利率和净利率	40
图 62: 22Q2 以来棕榈油/豆油价格最大跌幅 46%/28%	40
表 1: 速冻行业规模及相关测算（亿元）	10
表 2: 复合调味品行业规模及相关测算（亿元）	12
表 3: 未来 5 年我国预制菜规模测算表（亿元）	13
表 4: 速冻米面龙头三全自 2012 年起产能加快扩张	18
表 5: 速冻火锅料龙头安井自 2012 年起产能加快扩张，2013 年总产能超过惠发并快速拉开差距	18
表 6: 基础调味品企业和餐饮企业布局复合调味品	26
表 7: 新品牌 2020-2021 年获得一级资本融资情况	27
表 8: 预制菜主要企业情况	31
表 9: 预制菜公司产能规划	32

表 10: 预制菜公司近年来融资收购情况.....	33
表 11: 我国冷冻烘焙企业的产能和收入情况.....	36
表 12: 立高食品主要原材料价格同比变化	40

我们自2020年1月起发布4篇餐饮供应链系列报告以及1篇立高公司深度，详细分析了速冻食品、复合调味品、预制菜、冷冻烘焙这4个行业的行业空间、竞争格局与核心竞争力。参考海外成熟市场经验，我国正处于万亿餐饮供应链大变革的阶段，未来将催生多家超百亿收入的龙头企业。

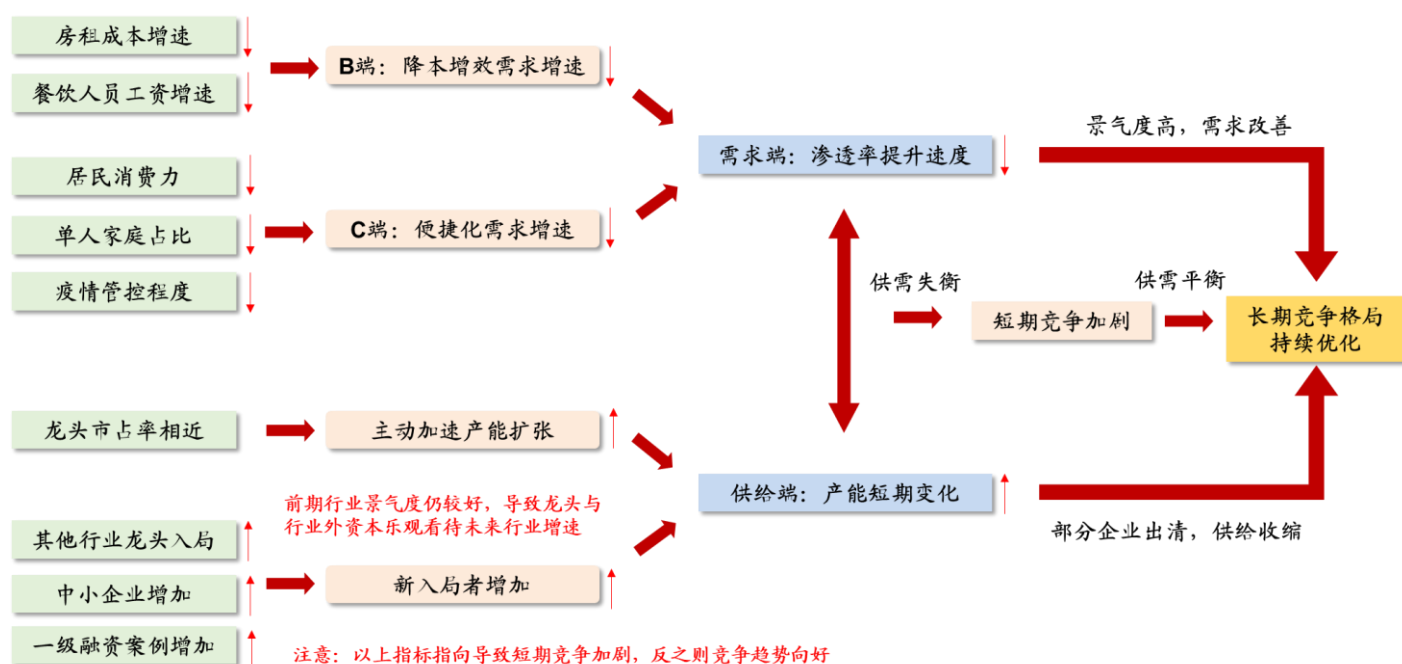
当前时间点，我们仍维持行业高景气度的判断。

对于竞争格局，复盘14-15年速冻和20-21年复调竞争格局，速冻和复调经历竞争加剧和改善过程，长期竞争格局优化。基于该框架我们判断：

(1) 预制菜：预计C端竞争格局持续优化，B端经历短期竞争加剧后，行业有望优胜劣汰，安井有望突围成为龙头。需求端：预计B端渗透率稳步提升、C端渗透率有望加速。供给端：龙头市占率相近（2020年前十公司市占率均处于1%-3%），行业产能供给增加（龙头在建产能主要在B端）。

(2) 冷冻烘焙：预计烘焙店和餐饮渠道竞争格局持续优化，商超渠道未来3年经历短期竞争加剧，行业有望优胜劣汰，立高有望维持龙头地位。需求端：疫情下短期承压，伴随疫后修复渗透率有望稳步提升。供给端：立高竞争优势较大（根据立高2021年报和Wind等数据测算，2021年立高市占率达15.51%，处于第一位），产能扩张快。其他公司新建产能主要在商超渠道，预计3年内投产。

图 1：餐饮供应链竞争格局研究框架



数据来源：广发证券发展研究中心

一、餐饮供应链变革，高景气度持续

2021年我国餐饮食材规模约2万亿元，预计未来5年超2.5万亿元。根据国家统计局，2021年我国餐饮行业收入4.69万亿元，10-21年复合增速达9.30%。餐饮行业收入快速增长推动上游食材供应链的规模增长。根据中国连锁经营协会，我国餐饮行业的食材成本、房租成本、人力成本、能源成本分别占营收比例为41.9%、11.8%、21.4%、4.0%。测算可得2021年我国餐饮食材规模约2万亿元，预计未来与餐饮行业收入增速保持一致，假设未来5年餐饮行业以及食材收入复合增速均为5%，则26年我国餐饮食材规模超2.5万亿元。

图 2：10-21年我国餐饮行业收入复合增速达9.30%

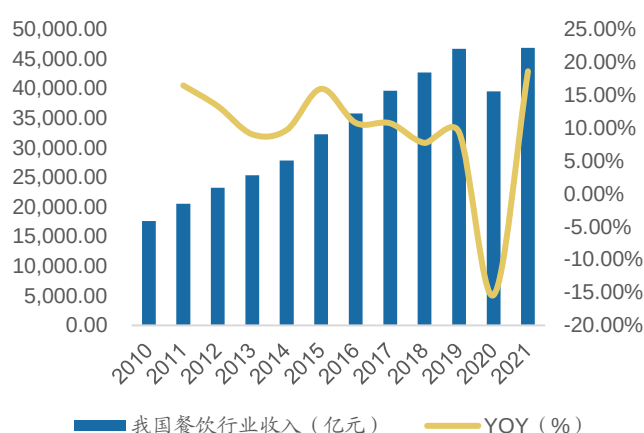
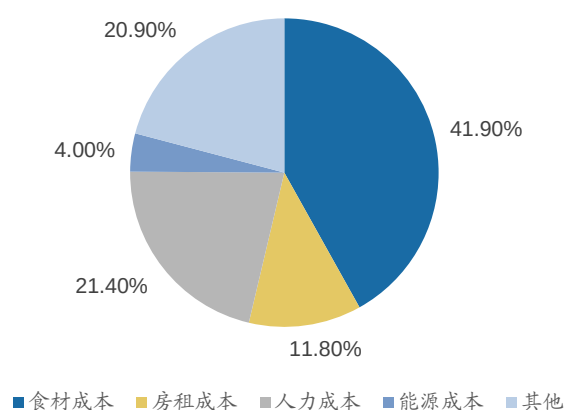


图 3：我国餐饮行业食材成本占营收比例达41.90%

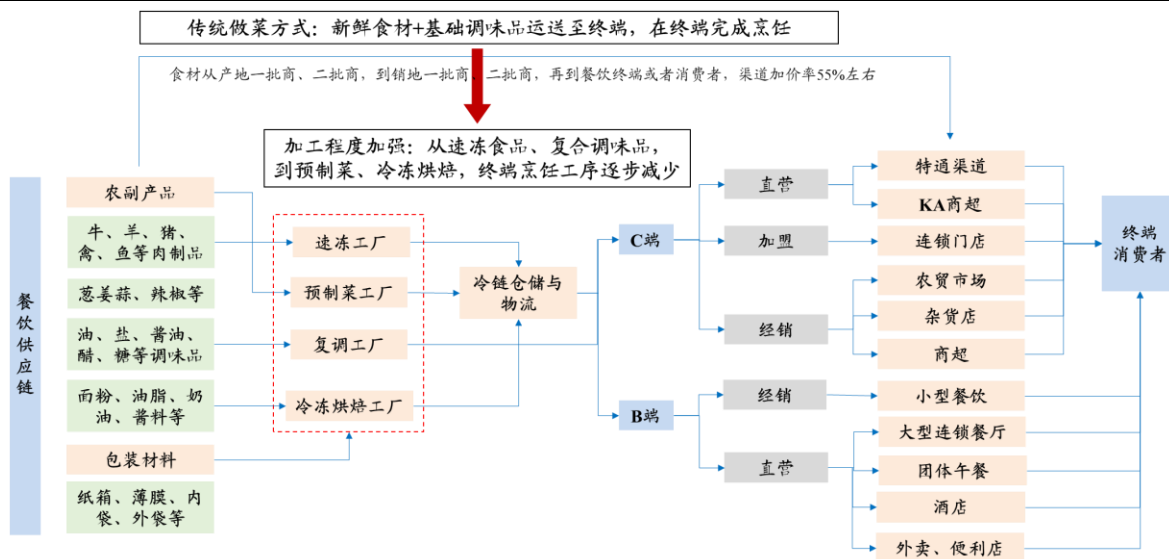


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

数据来源：中国连锁经营协会《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，广发证券发展研究中心

餐饮供应链变革，加工程度持续加强——从新鲜食材和基础调味品，转变为速冻食品、复合调味品，最终转变为预制菜、冷冻烘焙。本文对其口径定义为：（1）速冻食品：包括速冻米面制品（水饺、面点、汤圆等）、速冻火锅料（肉禽类、海鲜类、蔬菜类以及其他速冻食材）、预制菜。（2）复合调味品：指多种基础调味品按照一定比例进行调配制作得到的调味品。（3）预制菜：速冻食材和复合调味料在工厂完成烹饪加工，餐饮企业或消费者在终端烹饪2-3分钟即可完成的一道菜。（4）冷冻烘焙食品：指烘焙过程中完成部分或全部工序后进行冷冻处理得到的烘焙产品，运输至下游销售端完成成品的制作和销售。上述食品大幅减少了厨师的人工费用、节省了厨房空间的租赁费，且提高了烹饪效率，将逐步替代新鲜食材+基础调味品的传统餐饮供应链。

图 4：餐饮供应链变革：食材加工程度持续加强、终端烹饪工序逐步减少

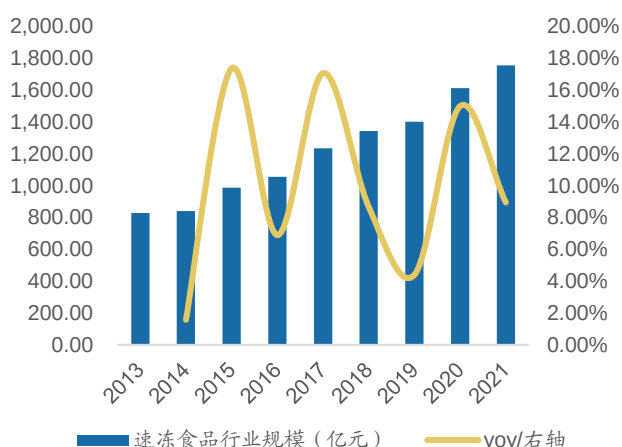


数据来源：广发证券发展研究中心

（一）速冻行业：尚处成长期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 10%+

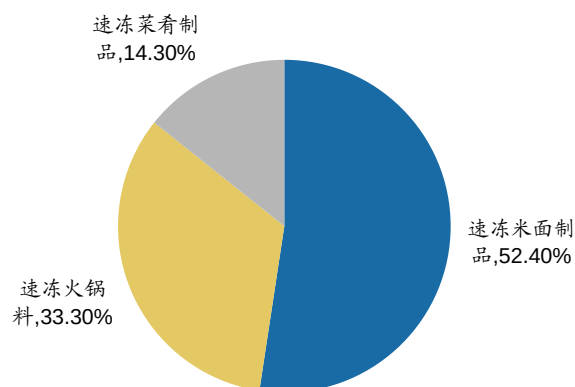
复盘历史，根据前瞻产业研究院，我国速冻行业16-21年市场规模CAGR为10.71%，2021年行业规模达1755亿元。展望未来，在《餐饮供应链深度报告系列二：安井和三全具有强渠道力和产品力，有望成为行业龙头》报告中，我们从经济发展水平、餐饮行业发展状态以及速冻食品餐饮渗透率等多个角度分析，认为目前我国速冻食品尚处成长期，所处阶段与80-90年代的日本情况相似，并且预计未来5年（以19年为基数）速冻食品餐饮端/家庭端收入CAGR分别约为15%+/10%。当下时点，在B端餐饮供应链大趋势不改、食材标准化逐步推进以及冷链配送日渐完善，C端社会生活节奏加快、家庭规模减小的背景下，我们仍然维持行业高景气度的判断。

图 5：16-21年我国速冻行业规模CAGR为10.71%



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

图 6：2020年我国速冻食品行业分产品收入结构



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

我们预计26年我国速冻行业规模有望达3389亿元，21-26年CAGR约14.07%。我们从品类以及渠道两个维度对行业拆分，进而对行业未来发展空间进行预判，相关假设及结论如下：

（1）速冻火锅料：预计26年行业规模约911亿元，21-26年CAGR约11.28%。分渠道来看，我们认为B端速冻火锅料的增长一方面来自于火锅及麻辣烫等餐饮的自然增长（根据Frost&Sullivan的估计，21-26年火锅及麻辣烫餐饮行业规模CAGR（E）约12.43%，考虑到22年疫情反复影响，我们预计实际复合增速可能略低于该预测值，我们预计CAGR约10-12%），另一方面来自于速冻火锅料在此类餐饮中的渗透率提升。综合考虑，我们预计21-26年B端火锅料规模CAGR约12.00%，26年B端火锅料规模达593亿元。另外，我们预计未来五年C端火锅料行业规模CAGR与整体速冻食品行业C端增速保持一致（《餐饮供应链深度报告系列二》中我们预计家庭端速冻食品19-24年规模CAGR约10%），则26年我国C端火锅料的规模有望达到318亿元。

（2）速冻米面：预计26年行业规模约1185亿元，21-26年CAGR约7.54%。我们认为速冻米面行业目前处于成熟期，其B端规模主要随餐饮行业发展而增长（根据Frost&Sullivan的预测，19-24年我国餐饮行业规模CAGR为7.2%），我们预计21-26年速冻米面B端收入规模CAGR约5.00%。速冻米面C端规模增速我们参考速冻米面龙头三全食品米面业务增长表现（15-21年三全米面业务营收CAGR约6.13%），同时考虑到疫情影响下C端米面的需求提升，发面类米面产品的增速高于传统米面，我们预计21-26年速冻米面C端收入规模CAGR约8.00%。

表1：速冻行业规模及相关测算（亿元）

	2021 年行业规模			21-26 年 CAGR (E)			26 年行业规模 (E)			行业发展阶段
	B 端	C 端	合计	B 端	C 端	合计	B 端	C 端	合计	
火锅料	336	198	534	12.00%	10.00%	11.28%	593	318	911	成长期，13-19 年 CAGR 约 12%
速冻米面	132	692	824	5.00%	8.00%	7.54%	168	1017	1185	成熟期，19-20 年行业增速约 4-5%
预制菜	318	79	397	25.61%	30.41%	26.63%	993	300	1293	初创期，16-21 年 CAGR 约 46%
合计	786	969	1755	17.42%	11.02%	14.07%	1754	1635	3389	16-21 年速冻行业 CAGR 约 11%

数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心 注：预制菜收入测算来自表3数据

（二）复调行业：尚处成长期，预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 10%+

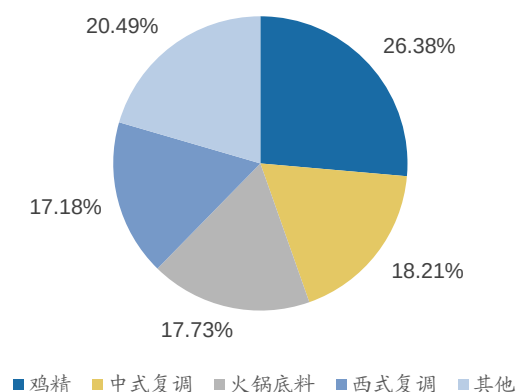
复盘历史，根据Frost&Sullivan、Wind和中商情报网的数据测算，我国复合调味品行业16-21年市场规模CAGR为14.19%，2021年行业规模达1005亿元（出厂口径）。展望未来，在《餐饮供应链深度报告系列一：餐饮连锁化推动餐饮供应链变革，未来有望产生多家百亿收入企业》报告中，我们认为目前我国复合调味品尚处成长期，预计未来18-23年复合调味品收入CAGR为15%左右。当下时点，在B端餐饮供应链大趋势不改以及食材标准化逐步推进，C端社会生活节奏加快、家庭小型化的背景下，我们仍然维持行业高景气度的判断。

图 7: 16-21年我国复调行业规模CAGR为14.19%



数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网, 广发证券发展研究中心 注: 以上数据为我们测算的出厂口径

图 8: 2021年我国复合调味品行业分产品收入结构



数据来源: Frost&Sullivan, 广发证券发展研究中心 注: 以上数据为我们测算的出厂口径

我们预计26年我国复调行业规模有望达1638亿元，21-26年CAGR约10.26%。我们从品类以及渠道两个维度对行业拆分，进而对行业未来发展空间进行预判，相关假设及结论如下：

(1) 火锅底料: 预计26年行业规模约338亿元，21-26年CAGR约13.65%。分渠道来看，我们认为B端火锅底料规模增长，一方面来自于火锅及麻辣烫等餐饮的自然增长(根据Frost&Sullivan的估计, 21-26年火锅及麻辣烫餐饮行业规模CAGR(E)约12.43%, 考虑到22年疫情反复影响, 我们预计实际复合增速可能略低于该预测值, 我们预计CAGR约10-12%), 另一方面来自于火锅底料在此类餐饮中的渗透率提升。综合考虑, 我们预计21-26年B端规模CAGR约12.00%, 26年B端火锅底料规模达145亿元。另外, 考虑疫情加速了C端火锅底料的市场教育, 参考16-21年火锅底料收入CAGR为15.03%, 我们预计未来5年C端火锅料行业规模CAGR约15%, 则26年我国C端火锅料规模有望达到193亿元。

(2) 中式复调: 预计26年行业规模约354亿元，21-26年CAGR约14.10%。分渠道来看，我们认为B端中式复调规模增长，一方面来自于中式餐饮的自然增长(根据Frost&Sullivan的预测, 19-24年我国餐饮行业规模CAGR为7.2%)，另一方面更多来自于中式复调在中式餐饮渗透率提升，其提升空间仍较大(根据中国产业信息研究网, 18年中式复调在中式餐饮渗透率仅9%, 预计每年提升1-2pct)。综上, 我们预计21-26年B端规模CAGR约10%, 26年B端中式复调规模达57亿元。另外, 考虑疫情加速C端中式复调的市场教育, 参考16-21年中式复调规模CAGR为15.97%, 我们预计未来5年C端中式复调规模CAGR约15%, 则26年我国C端中式复调规模有望达到297亿元。

(3) 鸡精、西式复调以及其他复调: 预计21-26年CAGR约8%。由于鸡精和西式复调在餐饮渗透率已经达到较高水平(根据中国产业信息研究网, 18年分别达64%和90%)，我们认为鸡精和西式复调均处于成熟期，未来B端规模增长来源于下游餐

饮行业增长(根据Frost&Sullivan的预测,19-24年我国餐饮/西式餐饮行业规模CAGR为7.2%/9.0%),C端规模增长来源于居民收入水平提升(根据Wind,参考16-21年我国居民人均可支配收入CAGR为8.1%)。综上,我们预计21-26年鸡精、西式复调以及其他复调在B/C端规模CAGR均为8%,则26年我国鸡精、西式复调以及其他复调有望分别达到390、254、303亿元。

表 2: 复合调味品行业规模及相关测算(亿元)

	2021 年行业规模			21-26 年 CAGR (E)			26 年行业规模 (E)			行业发展阶段
	B 端	C 端	合计	B 端	C 端	合计	B 端	C 端	合计	
火锅底料	82	96	178	12.00%	15.00%	13.65%	145	193	338	成长期, 16-21 年 CAGR 约 15%
中式复调	35	148	183	10.00%	15.00%	14.10%	57	297	354	成长期, 16-21 年 CAGR 约 16%
鸡精	186	80	265	8.00%	8.00%	8.00%	273	117	390	成熟期, 18-21 年 CAGR 约 11%
西式复调	138	35	173	8.00%	8.00%	8.00%	203	51	254	成熟期, 18-21 年 CAGR 约 10%
其他	165	41	206	8.00%	8.00%	8.00%	242	61	303	—
合计	606	399	1005	8.70%	12.48%	10.26%	920	718	1638	16-21 年复调行业 CAGR 约 14%

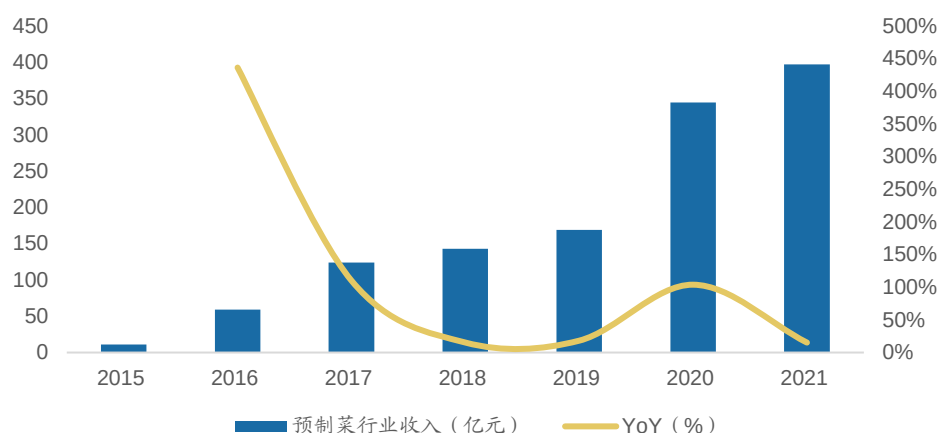
数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网, 广发证券发展研究中心 注: 以上为我们测算的出厂口径

(三) 预制菜行业: 处于初创期, 预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 20%+

复盘历史, 根据中国食协冷冻冷藏食品专业委员会和前瞻产业研究院, 我国预制菜行业16-21年市场规模CAGR为46.42%, 2021年行业规模达397亿元。展望未来, 在《餐饮供应链深度报告系列四: 预制菜行业高景气, 安井有望成为龙头》报告中, 我们从经济发展水平、预制菜发展水平、餐饮端驱动因素、家庭端驱动因素等多个角度分析, 认为2020年我国预制菜处初创期, 所处阶段与1970年的日本情况相似, 预制菜行业将迎来十年的高速发展。预计2030年我国预制菜渗透率有望达到日本1980年水平(家庭端渗透率保守预计维持不变), 20-30年预制菜餐饮端/家庭端收入CAGR分别为22.43%/9.79%。

当下时点, 我们对未来5年预制菜行业收入的假设条件和预测如下: (1) B端: 在餐饮供应链大趋势不改、食材标准化逐步推进以及冷链配送日渐完善, 我们预计未来5年预制菜B端收入复合增速20%+(基本维持餐饮供应链深度报告系列四的结论不变)。(2) C端: 由于疫情加快了预制菜的场景应用和消费者产品认知, 且电商平台预制菜销量已经出现快速增长, 因此我们提高对预制菜C端渗透率的预期(餐饮供应链深度报告系列四报告中, 预制菜C端收入预测偏保守, 假设渗透率不提升), 预计未来5年预制菜C端渗透率将提升0.3%, 对应收入复合增速达20%+。

图 9：2021年我国预制菜行业规模397亿元，16-21年CAGR为46.42%



数据来源：中国食协冷冻冷藏食品专业委员会、前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心 注：以上为出厂口径

表 3：未来5年我国预制菜规模测算表（亿元）

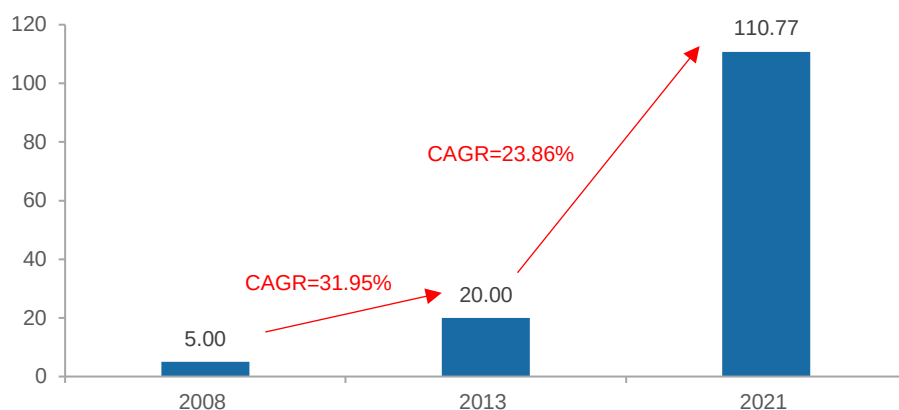
分渠道	2021 年食材规模	预计食材规模复合增速	2026 年食材总规模	预计 26 年渗透率	2026 年预制菜市场规模(终端口径)	2026 年预制菜市场规模(出厂口径)	21-26 年复合增速
B 端	19648.96	8%	28870.77	3.44%	993.05	827.54	21.11%
C 端	36490.93	6%	48833.10	0.61%	299.51	207.99	21.24%
合计	56139.89	-	77703.87	-	1292.56	1035.53	21.14%

数据来源：广发证券发展研究中心 注：B/C 端渠道加价率分别为 20%/44%，数据为我们测算值

(四)冷冻烘焙行业:处于初创期,预计 21-26 年行业规模 CAGR 为 20%+

复盘历史，根据荷兰合作银行、安琪烘焙大讲堂和Wind，我国冷冻烘焙行业13-21年市场规模CAGR为23.86%，2021年行业规模达111亿元。展望未来，在《立高食品：强供应链管理，立高有望成为冷冻烘焙百亿龙头》报告中，我们借鉴全球冷冻烘焙渗透率大多处于30%左右，预计我国冷冻烘焙渗透率有望从2021年的5%提升至2031年的25%（参考美日提升速度2pct左右），对应21-31年冷冻烘焙行业收入CAGR为29.21%。当下时点，在烘焙店、餐饮以及商超终端降本增效需求日益增加的背景下，我们维持未来5年行业高景气度的判断，预计21-26年行业规模CAGR为20%+。

图 10: 21年我国冷冻烘焙行业规模111亿元, 13-21年CAGR为23.86% (亿元)



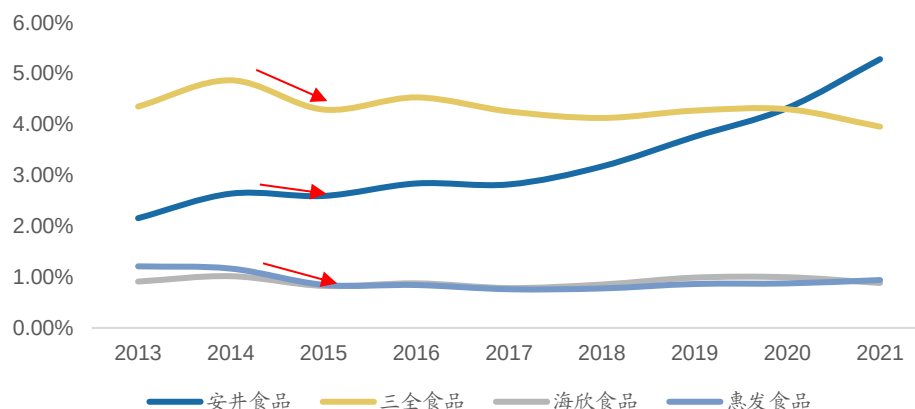
数据来源: 荷兰合作银行《中国冷冻面团行业的现状与未来》、安琪烘焙大讲堂、Wind, 广发证券发展研究中心

二、复盘历史: 速冻和复调经历竞争加剧和改善过程, 长期竞争格局优化

(一) 速冻: 2014-2015 年短期竞争加剧, 2015 年后竞争格局持续优化

2014-2015年速冻行业竞争加剧, 龙头市占率下降, 2015年以后安井市占率提升明显。根据Frost&Sullivan和前瞻产业研究院, 15年安井食品、三全食品、海欣食品、惠发食品在速冻行业的收入市占率分别为2.59%、4.29%、0.83%、0.85%, 较14年分别-0.04pct、-0.58pct、-0.19pct、-0.32pct, 14-15年速冻龙头市占率均下降。15-21年安井在速冻行业的收入市占率分别为2.59%、2.84%、2.82%、3.17%、3.76%、4.32%、5.28%, 市占率提升明显。

图 11: 2014-2015年速冻行业龙头企业的市占率均下降



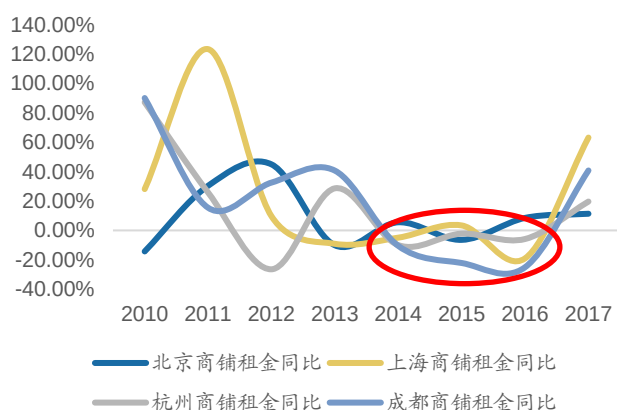
数据来源: Frost&Sullivan、前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

1. 需求端：2014-2015 年速冻渗透率提升速度减缓，2015 年后恢复提升

B端：2014-2015年商铺租金负增长、餐饮人员工资增速较低，餐饮降本增效需求提升速度减缓。受房地产调控影响，北京、上海、杭州、成都的平均商铺租金14年底分别同比+5.55%、-4.93%、-10.00%、-10.53%，15年底分别同比-6.44%、+3.40%、-2.22%、-22.19%，我国主要城市商铺租金出现负增长。14年全国住宿和餐饮从业人员平均工资达4.09万元/年，同比增速仅1.52%。餐饮企业房租和人工成本压力较小，降本增效需求提升速度减缓，影响速冻B端需求。

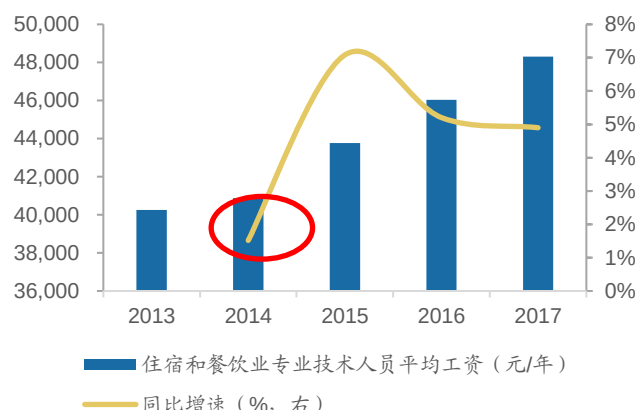
C端：消费疲软、单人家庭占比下降，便捷化需求提升速度减缓。一方面受宏观经济减速影响，我国商品零售额增速不断下降，从10年的18.50%下降至15年的10.60%，居民消费力不足影响零售整体需求。另一方面15年我国单人家庭占比12.45%，较14年的14.54%下降2.09pct，居民便捷化需求提升速度减缓。

图 12：2014-2015年我国主要城市商铺租金负增长



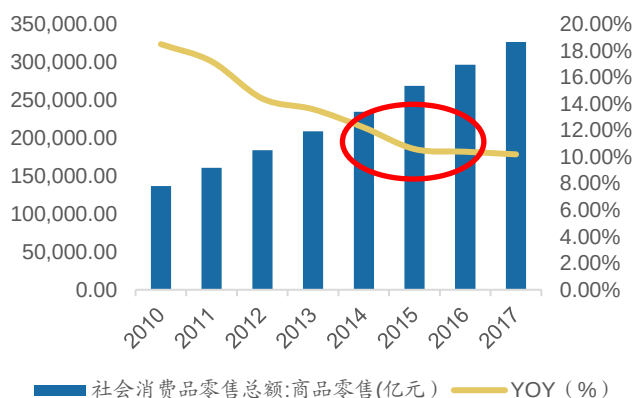
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13：2014-2015年餐饮人员工资增速处于低位



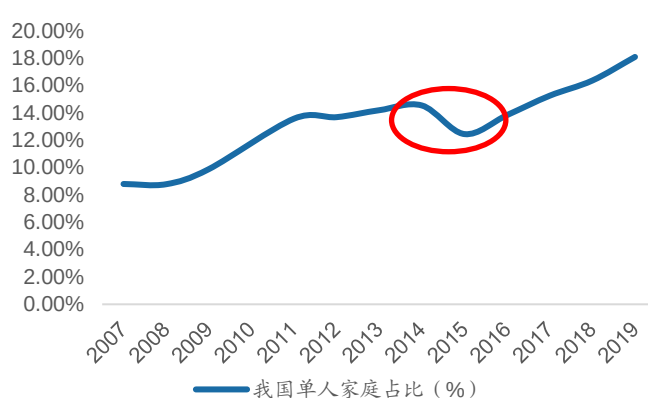
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 14：2014-2015年我国商品零售额增速下降至10%左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

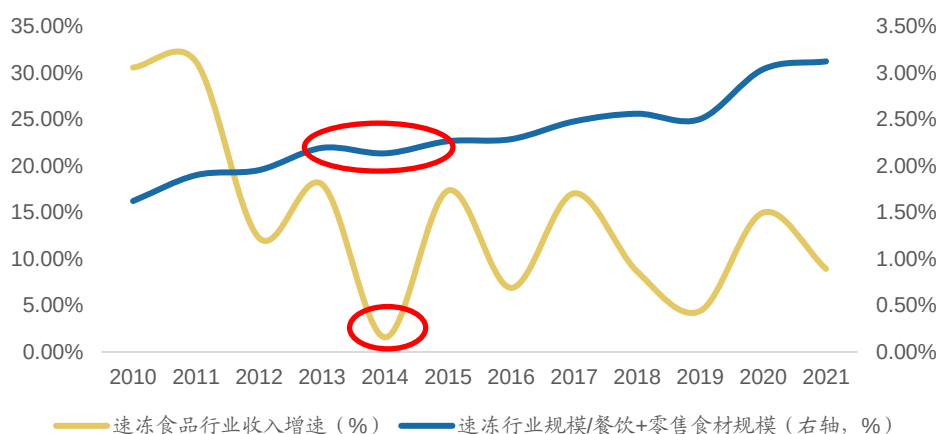
图 15：2014-2015年我国单人家庭占比出现下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2014-2015年速冻渗透率提升速度减缓，2015年后恢复提升。根据Frost&Sullivan、前瞻产业研究院和Wind的数据测算，13-21年速冻行业规模在食材（餐饮+零售）规模中的渗透率分别为2.20%、2.14%、2.27%、2.29%、2.48%、2.56%、2.50%、3.04%、3.13%，同比+0.24pct、-0.06pct、+0.13pct、+0.02pct、+0.19pct、+0.08pct、-0.06pct、+0.54pct、+0.09pct。（1）14年由于餐饮端降本增效需求和家庭端便捷化需求增速下降，导致速冻食品对新鲜食材的渗透率提升速度减缓，进入平台期。速冻行业整体增速下降，14年到达增速低点1.57%。（2）15年以后随着BC端需求回升，速冻食品对新鲜食材的渗透率恢复提升、收入增速回升。

图 16：2010-2021年速冻行业收入增速以及渗透率

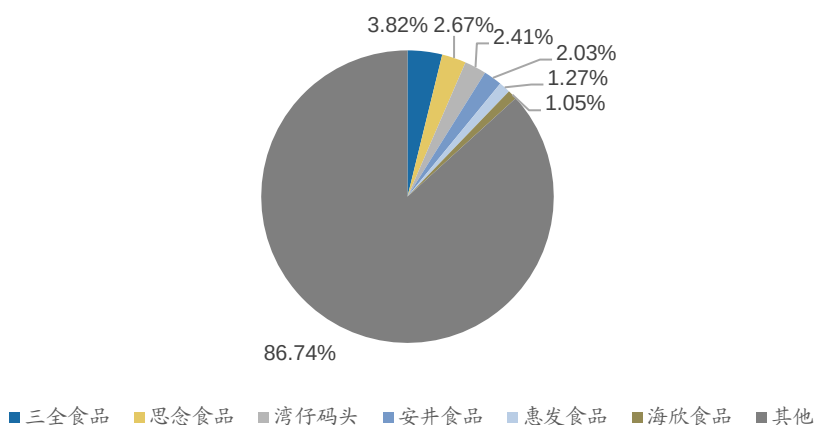


数据来源：Frost&Sullivan、前瞻产业研究院、Wind，广发证券发展研究中心

2. 供给端：龙头市占率相近，2015 年行业产能供给过剩

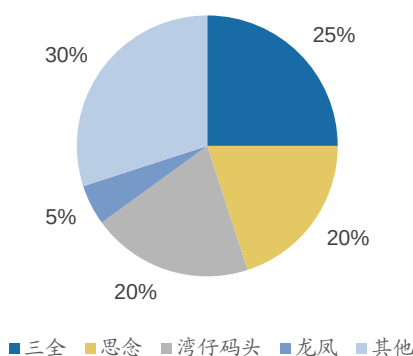
2012年速冻龙头市占率相近，具备提高市场份额的诉求。根据Frost&Sullivan、前瞻产业研究院以及Wind数据测算，12年速冻行业收入CR5仅12.21%，其中前三龙头三全、思念、湾仔的市占率分别为3.82%、2.67%、2.41%，差距不大。拆分品类来看：（1）速冻米面：12年三全、思念、湾仔在KA渠道市占率更为接近。根据中国经济网，12年KA渠道速冻米面收入CR3达65%，其中前三龙头三全、思念、湾仔的市占率分别约为25%、20%、20%，KA渠道市占率差距更小。（2）速冻火锅料：14年安井、海欣、惠发的市占率相近。根据中国产业信息网以及Wind数据，12年速冻火锅料收入CR3达12.64%，其中前三龙头安井、惠发、海欣的市占率分别为4.87%、4.25%、3.52%，差距不大。

图 17: 2012年速冻行业收入CR5仅12.21%，三全与思念差距较小



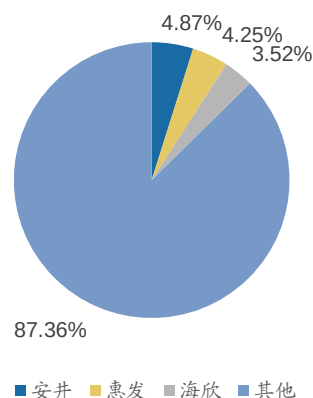
数据来源: Frost&Sullivan、前瞻产业研究院、Wind, 广发证券发展研究中心 注: 湾仔码头数据为我们测算值

图 18: 2012年KA渠道速冻米面收入CR3达65%，三全与思念差距较小



数据来源: 中国经济网, 广发证券发展研究中心

图 19: 2012年速冻火锅料收入CR3达12.64%，安井与惠发差距较小

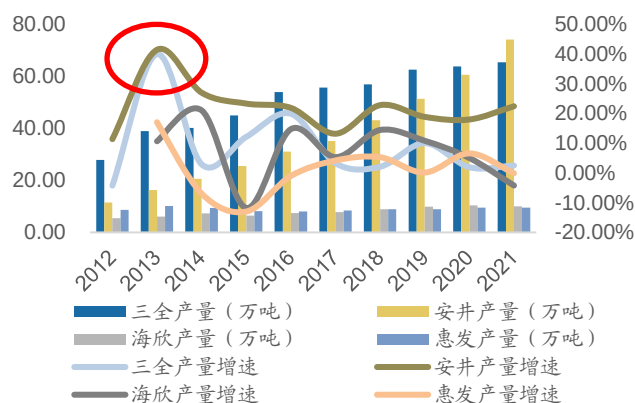


数据来源: 中国产业信息网、Wind, 广发证券发展研究中心

前期行业景气度仍较好，速冻米面龙头三全和思念、速冻火锅料龙头安井均主动加速扩产能，导致2015年行业供给过剩。根据Wind，12-15年三全和安井产能投放较多，产量复合增速分别为17.35%/30.39%，高于其他公司。（1）三全和思念自2012年起大量扩充速冻米面产能。根据Wind数据测算，11年三全总产能35万吨左右。12年以后随着西南基地一期、华北基地一期、综合基地二期等陆续投产，三全的速冻米面和鲜食产能增长较快，12-14年产能复合增速在15-20%左右。12年起行业第二名思念同样加快产能扩张，根据思念2012年报，思念广州工厂于12年初投产，新增产能10万吨；郑州新工厂一期已于12年初投产，二期预计于13年底投产，新增产能50万吨。（2）安井自2012年起产能加速扩张，2013年总产能超过惠发，并迅速拉开差距。根据Wind，12/13/14年安井总设计产能分别为7.87/11.53/21.64万吨，

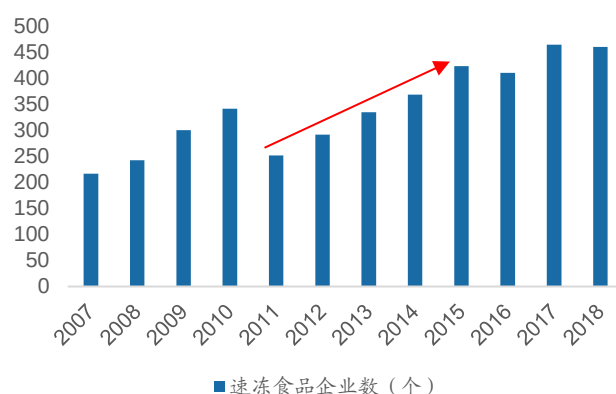
同比增长63.70%/46.39%/87.77%。速冻龙头供给大幅增加，规模效应下成本优势更大，为价格战提供基础。（3）此外2011-2015年中小速冻企业数量大幅增加，同样加剧竞争。根据Wind，11年速冻食品企业数量为252家，15年增加至424家，增长68.25%。

图 20：2012-2015年三全和安井产能投放较多，产量复合增速17.35%/30.39%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 21：2011-2015年速冻食品企业数量大幅增加



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4：速冻米面龙头三全自2012年起产能加快扩张

基地	投产或完工时间	速冻饺子 (万吨)	速冻汤圆 (万吨)	速冻面点 (万吨)	速冻粽子 (万吨)	鲜食 (万吨)	涮烤产品、自加热套餐、 餐饮产品等 (万吨)	总设计产能 (万吨)
郑州三全食品	2006 年前	2.3	—	1.2	1.4	—	—	5
郑州全新食品	2006 年前	2.1	2.8	0.1	—	—	—	4.9
郑州综合基地一期	2008 年	4.6	3	2	2.2	—	—	11.8
成都西南基地一期	2011 年	1.7	2.3	0.6	0.5	—	—	5
天津华北基地一期	2013 年	3.2	4	1	0.8	—	—	9
郑州综合基地二期	2017 年	8.6	6.4	—	—	—	—	15
成都西南基地二期	2018 年	2	2.7	0.8	0.5	—	—	6
佛山华南基地一期	2019 年	2.7	3.1	3	0.9	2	—	11.8
太仓华东基地一期	2020 年	2.8	2.1	1.8	0.4	—	—	7
武汉长江中部基地	建设中	—	—	—	—	—	—	15
三全新基地项目	建设中	50				20 万份	60	110+
总计		30+	26.4+	10.4+	6.7+	2+	60	200+

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：实际投产产能可能与项目规划产能有所偏差

表 5：速冻火锅料龙头安井自2012年起产能加快扩张，2013年总产能超过惠发并快速拉开差距

安井食品	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
设计产能(万吨)	4.81	7.87	11.53	21.64	23.96	28.98	32.77	37.08	47.53	57.83	75.28
产能增速(%)		63.70%	46.39%	87.77%	10.73%	20.94%	13.07%	13.17%	28.15%	21.68%	30.17%
产量(万吨)	10.32	11.49	16.26	20.65	25.48	31.06	35.16	43.19	51.34	60.58	74.18
产量增速(%)		11.39%	41.47%	27.03%	23.35%	21.90%	13.21%	22.83%	18.88%	18.00%	22.45%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

产能利用率 (%)	214.55%	145.99%	141.07%	95.44%	106.32%	107.17%	107.30%	116.45%	108.03%	104.75%	98.55%
惠发产能(万吨)		9.30	10.20	11.00	11.00	11.00	11.00	11.00	11.00	15.37	17.05
安井产能除以惠发产能		0.85	1.13	1.97	2.18	2.63	2.98	3.37	4.32	3.76	4.42

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2014-2015年行业景气度下行+供给过剩, 龙头开启价格战, 导致短期竞争加剧。

(1) 对于速冻米面行业, 12年思念主动降低出厂价和终端价, 三全等龙头相继跟随降价, 引起行业价格战。对于速冻火锅料行业, 13-16年起安井产量增速较快, 配合促销动作加速行业中小厂商出清。根据Wind, 13年安井/三全/海欣/惠发吨价增速分别为-4.23%/-1.77%/-0.74%/-0.13%, 14年安井/三全/海欣/惠发吨价增速分别为-7.39%/-3.68%/-0.78%/-3.08%。15年后受益于竞争趋缓以及产品高端化, 龙头销售单价逐渐恢复正增长。(2) 15年速冻龙头均加大买赠促销的费用投放。根据Wind, 15年安井/三全/海欣/惠发的销售费用率分别为15.70%/29.70%/27.41%/9.39%, 同比+1.48pct/+0.39pct/+6.86pct/+3.49pct。

图 22: 2014-2015年速冻行业龙头销售单价均下降

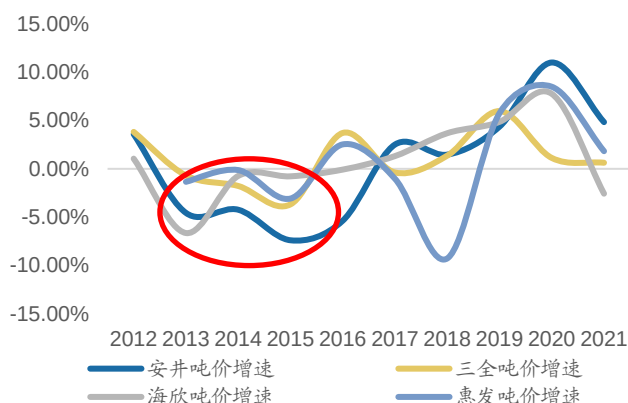
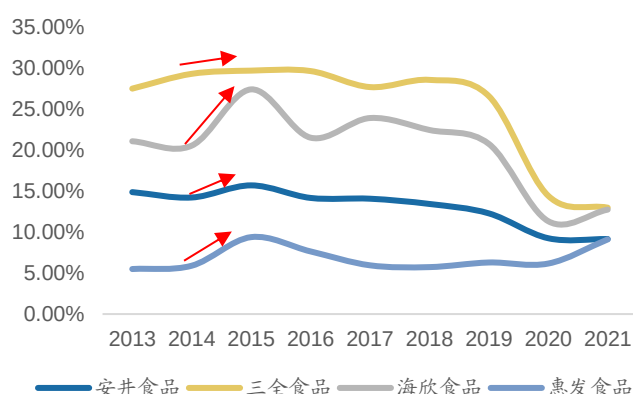


图 23: 2014-2015年速冻行业龙头销售费用率均上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

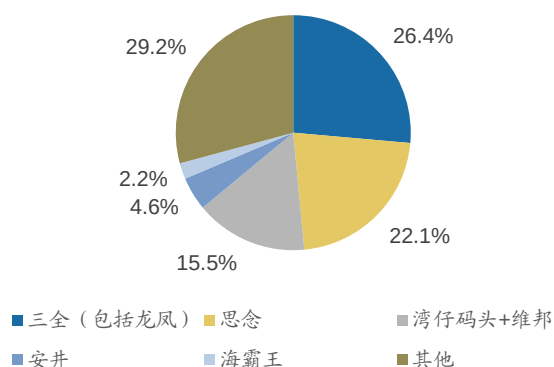
2015年后速冻行业需求改善、竞争格局持续优化, 安井逐渐从火锅料胜出 (2015-2021年市占率从5.58%提升至10.52%)。2015年速冻米面格局成熟, 双寡头三全和思念共同追求利润, 竞争趋缓。

(1) 速冻米面行业: 从14年至16年左右, 由于三全思念各自未能抢占对方市场份额, 在消费升级的背景下思念三全在商超渠道的价格战逐渐减弱, 三全思念转向推出高端产品追求利润。安井凭借速冻面点新品在C端市占率不断提高, 而湾仔在外资运作下新品推出较少、渠道拓展不佳导致市占率下降。根据第十二届中国方便食品大会, 19年三全 (包括龙凤)、思念、湾仔码头+维邦在KA渠道速冻行业市占率分别为26.4%、22.1%、15.5%, 三全与思念差距仍较小。其中分产品看: 水饺行业收入CR3达77.1%, 三全、思念、湾仔码头市占率27.1%、25.9%、24.1%, 差距较小; 汤圆行业收入CR3达79.1%, 思念、三全市占率35.7%、32.9%, 差距较小;

面点行业收入CR3达49%，三全、安井、思念市占率19.0%、16.0%、14.0%，差距较小；休闲食品行业收入CR3达56.9%，三全、思念市占率23.8%、22.0%，差距较小。可以看出KA渠道里，各速冻品类的竞争格局已经成熟，双寡头可形成垄断集团追求利润，导致竞争趋缓。

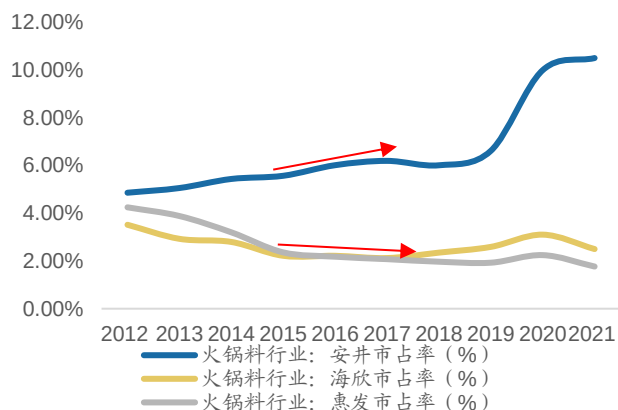
(2) 速冻火锅料行业：在2015年以后速冻行业需求改善的背景下，安井在速冻火锅料行业市占率不断提升，与海欣、惠发的差距逐渐拉大，行业竞争格局持续优化。根据中国产业信息网和Wind，2015年安井、海欣、惠发在速冻火锅料行业市占率分别为5.58%、2.22%、2.36%，相比2012年安井与其他龙头差距加大。2021年安井、海欣、惠发在速冻火锅料行业市占率分别为10.52%、2.50%、1.77%。安井市占率进一步提高，逐渐从火锅料行业中胜出。

图 24：2019年KA渠道：速冻行业收入CR3达64%，三全与思念差距较小



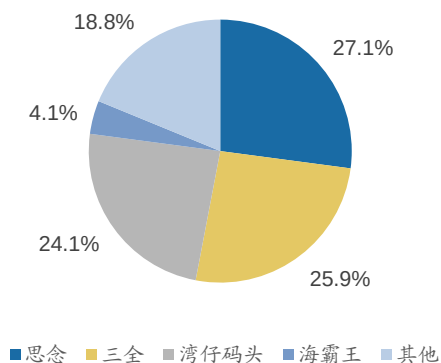
数据来源：第十二届中国方便食品大会，广发证券发展研究中心

图 25：2015-2021年安井在速冻火锅料行业市占率从5.58%提升至10.52%



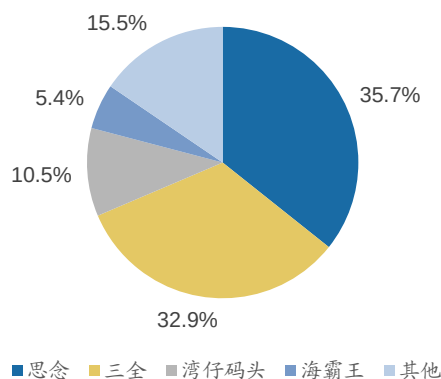
数据来源：中国产业信息网、Wind，广发证券发展研究中心

图 26：2019年KA渠道：速冻水饺行业收入CR3达77%，思念、三全、湾仔码头差距较小



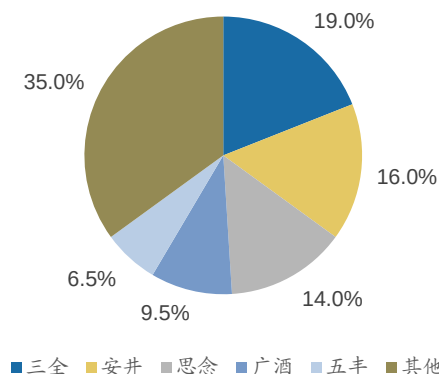
数据来源：第十二届中国方便食品大会，广发证券发展研究中心

图 27：2019年KA渠道：速冻汤圆行业收入CR3达79%，思念与三全差距较小



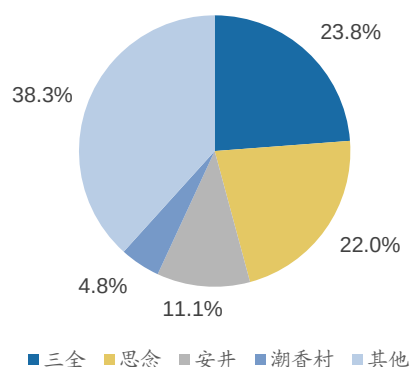
数据来源：第十二届中国方便食品大会，广发证券发展研究中心

图 28: 2019年KA渠道: 速冻面点行业收入CR3达49%，三全、安井、思念差距较小



数据来源: 第十二届中国方便食品大会, 广发证券发展研究中心

图 29: 2019年KA渠道: 速冻休闲食品行业收入CR3达57%，三全与思念差距较小



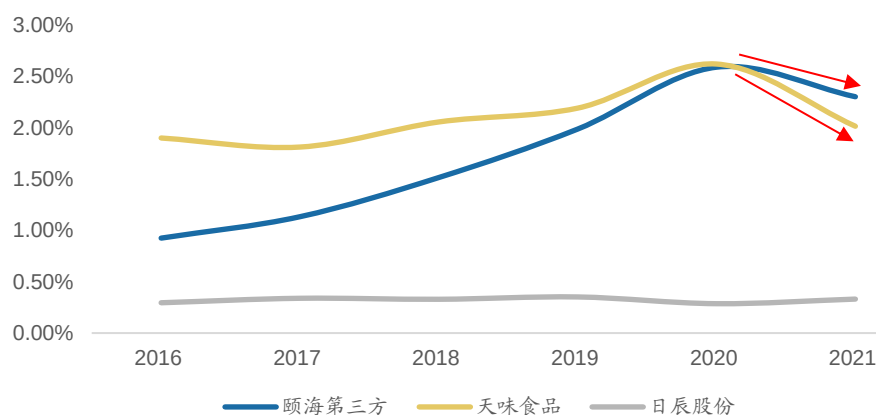
数据来源: 第十二届中国方便食品大会, 广发证券发展研究中心

(二) 复调: 2020-2021 年短期竞争加剧, 2021Q3 后竞争趋缓

2020-2021年复合调味品行业竞争加剧, 龙头市占率下降。根据Frost&Sullivan、Wind和中商情报网(测算的出厂口径, 下同), 2021年颐海第三方、天味食品、日辰股份在复合调味品行业的收入市占率分别为2.30%、2.02%、0.33%, 较20年分别-0.29pct、-0.61pct、0.04pct, 20-21年复合调味品行业龙头市占率下降。分品类看:

(1) 火锅料行业: 2021年颐海第三方、天味食品在火锅料行业的收入市占率分别为10.28%、4.91%, 较20年分别-1.92pct、-3.17pct。(2) 中式复调行业: 2021年颐海第三方、天味食品在中式复调行业的收入市占率分别为2.64%、4.64%, 较2020年分别-0.40pct、-1.17pct。

图 30: 2020-2021年复调行业龙头天味食品和颐海第三方的市占率下降



数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网, 广发证券发展研究中心 注: 以上数据为我们测算的出厂口径

图 31: 2020-2021年火锅料行业龙头市占率均下降

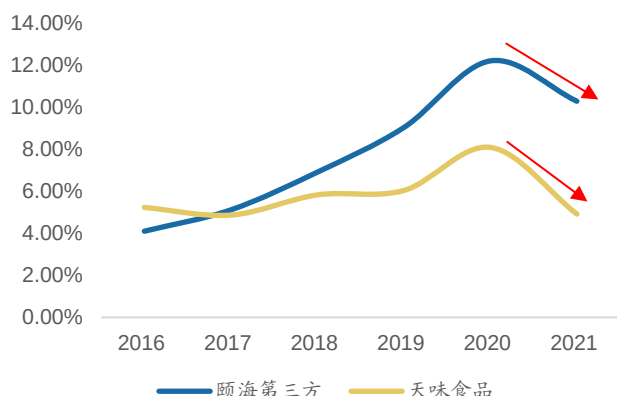
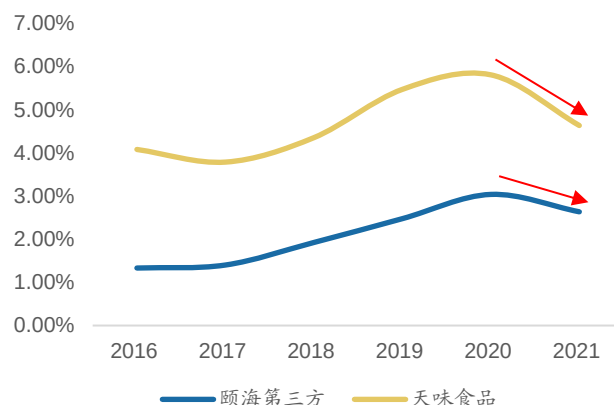


图 32: 2020-2021年中式复调行业龙头市占率均下降



数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网, 广发证券发展研究中心 注: 以上数据为我们测算的出厂口径

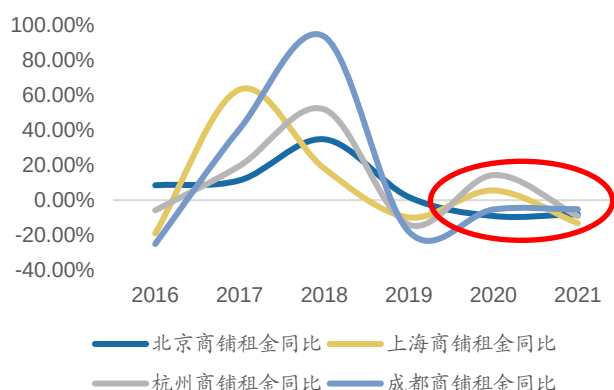
数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网, 广发证券发展研究中心 注: 以上数据为我们测算的出厂口径

1. 需求端: 2020-2021 年复调渗透率提升速度减缓, 低于预期

B端: 20-21年商铺租金负增长、餐饮人员工资增速较低, 疫情导致餐饮受创。受房地产调控趋严以及疫情影响, 北京、上海、杭州、成都的平均商铺租金20年底分别同比-9.07%、+5.54%、+14.35%、-5.34%, 21年底分别同比-8.05%、-13.17%、-9.07%、-5.21%, 我国主要城市商铺租金出现负增长。18/19/20/21年全国住宿和餐饮从业人员平均工资增速分别为16.43%、3.32%、-3.91%、9.14%, 20年增速处于低位, 餐饮企业房租和人工成本压力较小。疫情导致外出就餐减少, 餐饮行业受创。根据Wind, 我国餐饮行业20年收入39527.30亿元, 同比下降15.40%; 21年收入46894.90亿元, 同比增长18.64%, 恢复至19年水平(相比于19年增长0.37%)。

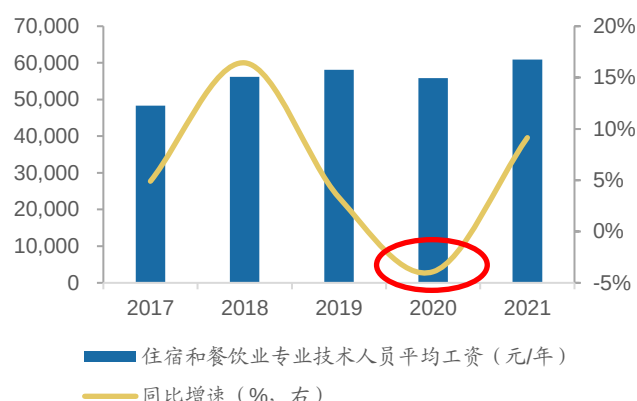
C端: 20年疫情提供居家消费场景, 短期创造大量便捷化需求; 21年随着疫情相对好转, 便捷化需求提升速度减缓。20年上半年疫情突发, 提供了居家消费场景, 导致C端复合调味品爆发式增长。在20年高基数以及21年疫情相对好转的背景下, 21年便捷化需求提升速度减缓, 导致复调增速放缓。以复调行业龙头公司天味食品为例, 20/21年天味食品在电商渠道收入分别为155.06、156.67亿元, 同比增长114.90%、1.04%。

图 33: 2020-2021年我国主要城市商铺租金负增长



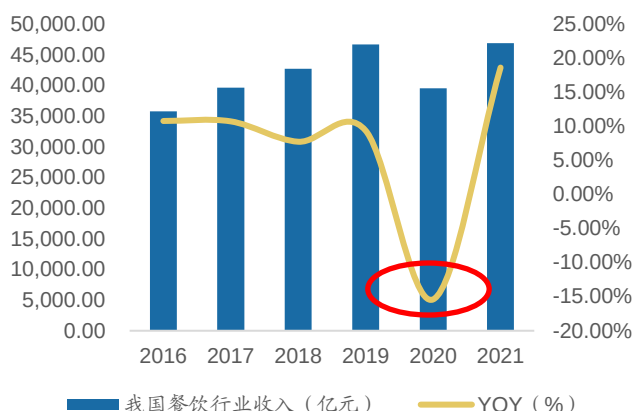
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 34: 2020-2021年餐饮人员工资增速处于低位



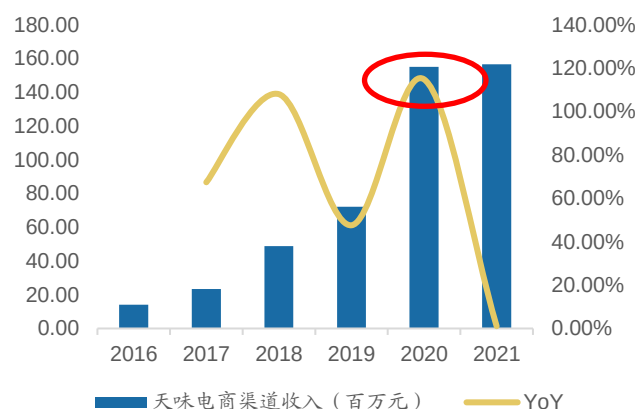
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 35: 2020年受疫情影响餐饮收入同比下降15.40%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

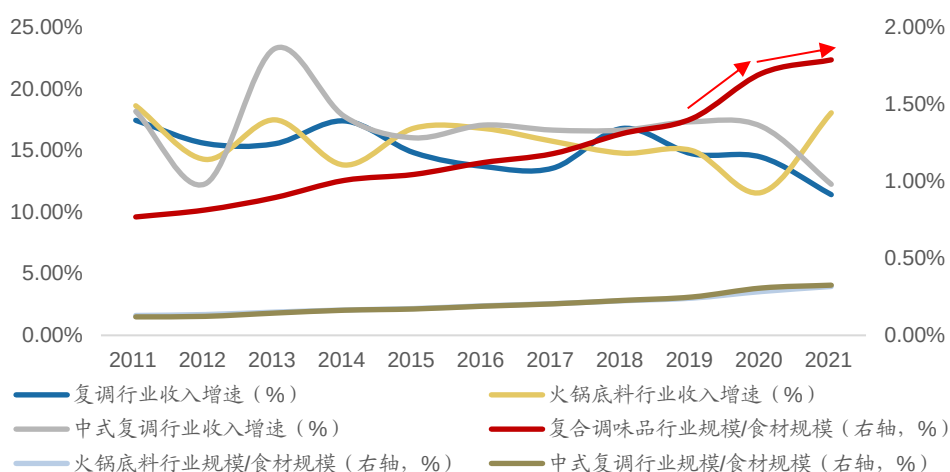
图 36: 2020年天味电商渠道收入同比增长114.90%



数据来源: 天味年报, 广发证券发展研究中心

复调渗透率2020年加速提升，2021年减缓，2021年低于市场预期。由于疫情影响家庭端便捷化需求大幅提升，导致20年复调对新鲜食材的渗透率加速提升。根据Frost&Sullivan、Wind和中商情报网的数据测算，17-21年复调行业规模在食材（餐饮+零售）规模中的渗透率分别为1.18%、1.31%、1.41%、1.70%、1.79%，分别同比+0.06pct、+0.13pct、+0.10pct、+0.29pct、+0.09pct，21年提升速度明显加快。21年行业高景气度下，龙头以及行业外资本乐观看待行业未来增速，龙头扩产能，行业外大量资本涌入。21年由于疫情好转导致部分C端需求未留存，复调渗透率回归正常增长水平，行业景气度低于市场预期。

图 37: 2010-2021年复合调味品行业收入增速以及渗透率

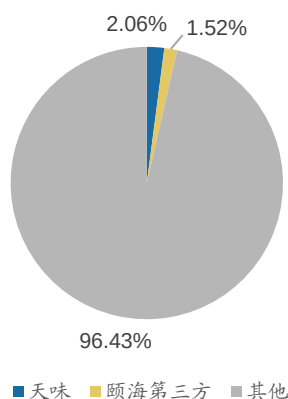


数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网等, 广发证券发展研究中心

2. 供给端: 龙头市占率相近, 2021 年行业产能供给过剩

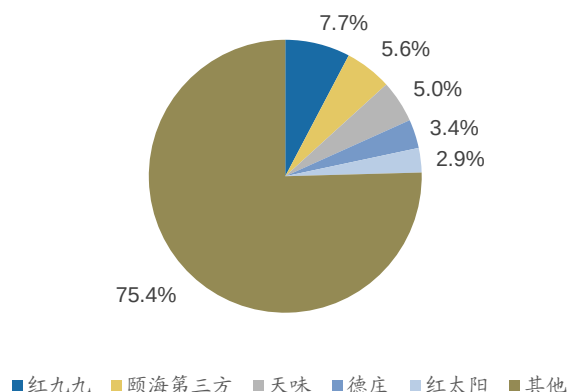
18年复调龙头市占率相近, 具备提高市场份额的诉求。根据Frost&Sullivan以及Wind数据测算, 18年复调行业出厂规模CR2仅3.58% (不考虑颐海的关联收入), 其中颐海第三方、天味的市占率分别为2.06%、1.52%, 差距较小。拆分品类来看: (1) 火锅底料: 18年颐海第三方、红九九、天味、德庄、红太阳在火锅底料的市占率较为接近。根据Frost&Sullivan、调料家以及Wind数据测算, 18年火锅底料行业终端规模CR5仅24.6%, 其中前五龙头红九九、颐海第三方、天味、德庄、红太阳的市占率分别为7.7%、5.6%、5.0%、3.4%、2.9%。(2) 中式复调: 18年颐海第三方和天味的市占率相近。根据Frost&Sullivan以及Wind数据测算, 18年中式复调行业收入CR2达6.28%, 其中天味、颐海第三方的市占率分别为4.36%、1.93%。

图 38: 2018年复调行业收入CR2仅3.58%, 天味与颐海差距较小



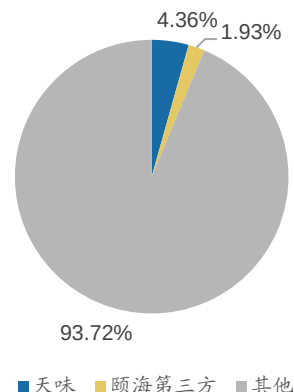
数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网等, 广发证券发展研究中心 注: 以上数据为我们测算的出厂口径

图 39: 2018年火锅底料行业终端规模CR5达24.6%，红九九与颐海差距较小



数据来源: Frost&Sullivan、调料家、Wind, 广发证券发展研究中心 注: 颐海第三方市占率为测算值, 数据口径为终端口径

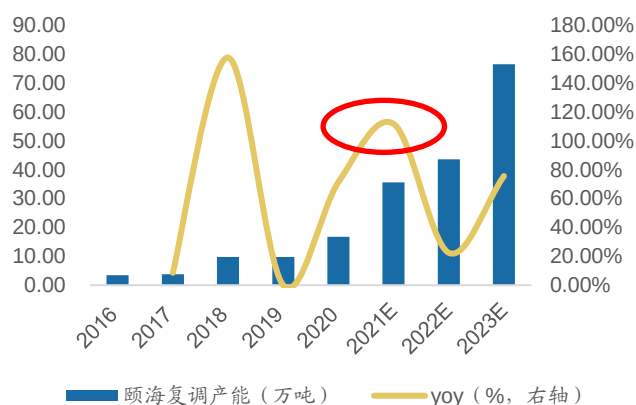
图 40: 2018年中式复调行业收入CR2达6.28%，天味与颐海第三方差距较小



数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网等, 广发证券发展研究中心 注: 以上数据为我们测算的出厂口径

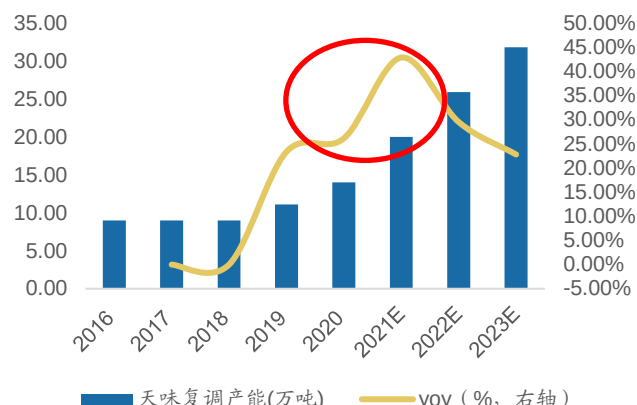
2020年疫情导致行业景气度好, 龙头加速扩产能+其他行业龙头入局+中小企业增加, 导致2021年行业供给过剩。(1) 20年起龙头颐海和天味均主动加速扩产能。根据Wind, 20年颐海复调产能16.80万吨, 同比增长71.43%; 预计21/22/23年有望达35.60/43.60/76.60万吨, 同比增长111.90%/22.47%/75.69%。20年天味复调产能14万吨, 同比增长26.13%; 预计21/22/23年有望达20.00/25.90/31.80万吨, 同比增长42.86%/29.50%/22.78%。**(2) 20年起基础调味品龙头和餐饮企业入局复调赛道。**例如海天、李锦记、千禾、恒顺等基础调味品龙头, 杨国福、呷哺呷哺等餐饮企业。以海天味业为例, 从20年下半年开始逐渐布局复合调味料: 20年8月海天天猫旗舰店首次推出4种火锅底料产品; 20年12月推出7款小包装中式复合调味料; 21年初火锅底料口味增加至9种。**(3) 18-20年中小复调企业数量大幅增加, 大量新品牌获得一级资本支持。**根据天眼查, 19H1/19H2/20H1复合调味品企业新成立数量分别为69/151/92家, 同比增长18.97%/11.03%/33.33%, 中小企业数量快速增加。20H2起复合调味品行业竞争加剧, 中小企业出清且新进玩家逐渐减少。此外, 20-21年大量新品牌获得一级资本支持, 加大产能投放和渠道费用投放力度, 同样推动行业竞争加剧。

图 41: 2020年起颐海复调产能投放加速



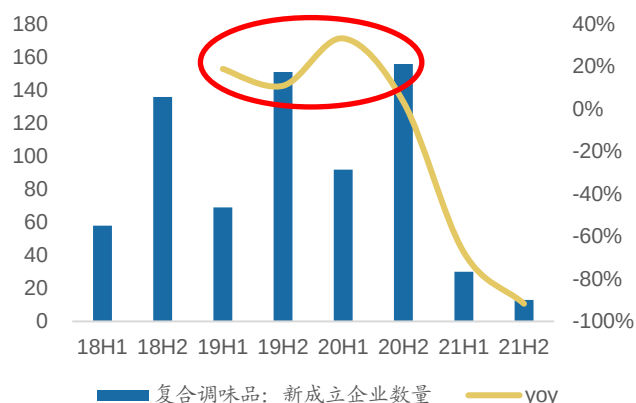
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 2020年起天味复调产能投放加速



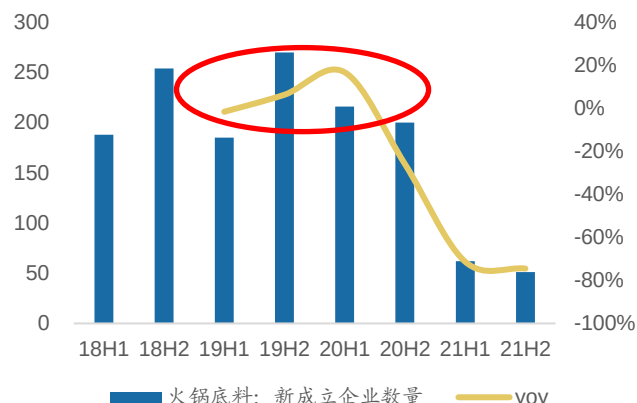
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 43: 2018-2021年复合调味品新成立企业数量(个)



数据来源: 天眼查, 广发证券发展研究中心

图 44: 2018-2021年火锅底料新成立企业数量(个)



数据来源: 天眼查, 广发证券发展研究中心

表 6: 基础调味品企业和餐饮企业布局复合调味品

性质	企业	开始时间	产品和市场动作
基础调味品企业	海天味业	2020年8月、12月	推出9种口味火锅底料（新疆番茄、新疆番茄辣、云贵酸汤、川渝风味牛油重辣型、川渝风味牛油清辣型、广式海鲜骨汤、日式寿喜锅、韩式辣牛肉、韩式部队）；推出7款“快捷方式”系列中式复合调味料（香辣小炒酱、清香焖锅酱、清爽沙拉汁、高汤卤水汁、浓香红烧汁、酸甜糖醋汁、酸辣鱼香酱）
	金龙鱼	2021年3月	对外宣称计划进入复合调味料领域
	中炬（厨邦）	2021年4月 2022年5月	推出5款火锅底料（手工牛油、香辣浓香牛油、麻辣浓香牛油、番茄靓汤、菌菇鲜汤）；推出5款金奖小龙虾调料（油焖小龙虾、蒜蓉小龙虾、十三香小龙虾、香辣小龙虾、麻辣小龙虾）
	李锦记	2021年5月	推出5款“一招胜”系列新品（酸爽金汤酱、麻辣香锅酱、酸甜糖醋汁、新奥尔良风味烧烤酱、鱼香风味小炒酱）
	千禾味业	2021年5月	推出5款中式复合调味（鱼香肉丝、麻婆豆腐、青笋烧鸡、回锅肉、香辣干锅），主打川式风味

	恒顺醋业	2021 年 11 月	定增预案涉及复合调味料的产能建设，年产能 10 万吨复合调味料建设项目
餐饮企业	杨国福	2021 年 3 月	推出火锅底料（牛油、番茄、香辣、清油），全国招商
	呷哺呷哺&日辰	2021 年 5 月	成立合资公司，将主攻调味料、火锅底料等

数据来源：天猫，公司官网，广发证券发展研究中心

表 7：新品牌2020-2021年获得一级资本融资情况

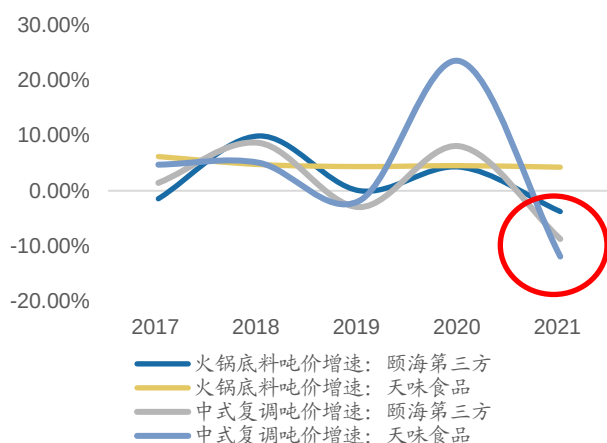
品牌	成立时间	定位	主要产品	2020-2021 年融资情况
加点滋味	20 年 9 月	聚焦年轻人餐桌和家庭厨房场景	佐餐酱：酸爽番茄牛肉酱、山笋火腿鲍菇酱、0 脂肪日式和风酸油醋汁、低脂黑椒牛肉酱等；厨房场景：新颖中式复合调味料（黄灯笼低脂酸汤肥牛、鱼香肉丝、钵钵鸡、口水鸡、麻辣香锅、小龙虾调料、红烧头酱料等）、火锅底料、汤底等	天使轮：成立初，青山资本领投数百万美元；天使+轮：21 年 2 月，高瓴创投领投，IDG 资本等跟投，融资近千万美金；A 轮：21 年 11 月，QY Capital 领投，3W 与杭州复林跟投，老股东继续加注，融资近亿元
美鑫食品	17 年 9 月	专注于中式复合调味品生产定制研发，主要 2B	清汤底料系列：番茄汤、高汤、酸菜汤等；酱料系列：各种辣酱、肉酱；鱼底料系列：酸菜鱼、双椒鱼、青花椒鱼、番茄鱼等；鱼酱料系列：香辣烤鱼、藤椒烤鱼、蒜香烤鱼等；团餐系列：鱼香肉丝、麻辣豆腐、红烧肉等各种菜品调料；麻辣底料系列：清油汤底、麻辣汤底。	天使轮：17 年 12 月，网聚投资；A 轮：21 年 6 月，金鼎资本，融资数千万人民币
自嗨锅	18 年 5 月	传统火锅文化的继承者，中国潮的引领者	自热锅：火锅、煲仔饭、便当、粉、面等；小七厨房：主要以炒菜酱和拌饭酱为主的各式调味品，包括麻辣豆腐、桂花红烧肉、麻辣香锅等 10 余种炒菜酱和多种口味的即食拌饭酱。	C++轮：21 年获得完成逾亿元融资，5 月份推出新品牌“小七厨房”
禧宝制研	21 年 1 月	“创意+新潮+健康”，产品原创，目标为年轻群体	各种辣椒酱拌饭酱（椒爆仔鸡酱、炭烧青椒酱、鲜爽彩椒剁椒酱）、火锅底料、调味汁调味粉	天使轮：21 年 3 月，梅花创投，近千万人民币；天使+轮：21 年 8 月，金沙江创投和洪泰基金，融资数千万人民币；Pre-A 轮：21 年 10 月，不二资本，融资数千万人民币
川娃子	15 年 3 月	面对餐饮	下饭酱：烧椒酱等；特色川调：乐山钵钵鸡、鱼调料系列、冒菜系列、麻辣香锅、麻辣豆腐、自热烤鱼、回锅肉、粉蒸肉调料；火锅底料：牛油、清汤。	A 轮：21 年 12 月，高榕资本等，融资 3 亿元

数据来源：公司官网，企查查，IT 桔子，广发证券发展研究中心

2020-2021年行业景气度下行+供给过剩，龙头开启价格战，导致短期竞争加剧。

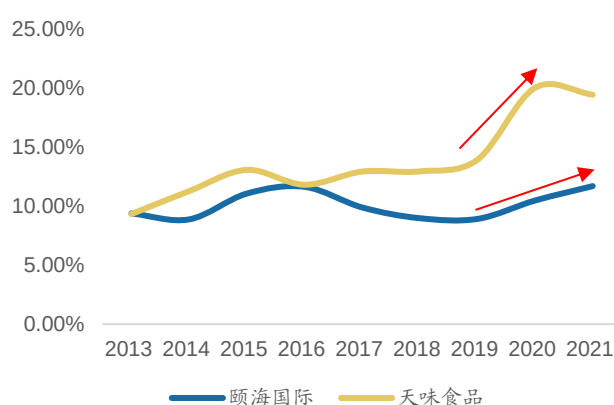
（1）20-21年复调龙头加大买赠促销。根据Wind，20年颐海/天味的销售费用率分别为10.49%/20.05%，同比+1.56pct/+6.11pct。（2）21年颐海为配合渠道扩张主动降价，天味核心产品火锅底料未降价、仅其他产品跟随降价。根据Wind，21年颐海第三方火锅底料/天味火锅底料/颐海第三方中式复调/天味中式复调的吨价增速分别为-3.75%、4.27%、-8.72%、-11.89%。

图 45: 2020-2021年复调行业龙头销售单价大多下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 46: 2020年复调行业龙头销售费用率上升



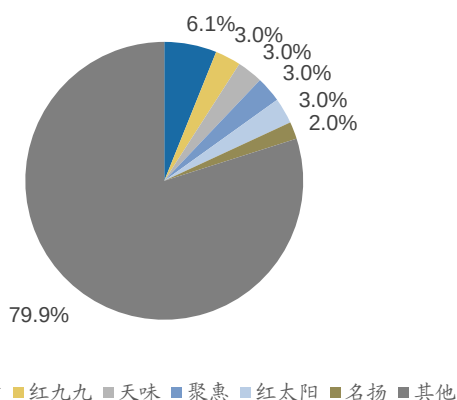
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2021年Q3以后渠道去库存和中小企业出清, 复调行业竞争趋缓。20Q2-21Q1行业景气度下行导致渠道库存不断增加, 21Q2起各公司通过买赠促销以及降价进行去库存, 21Q3起行业库存回归低位且部分中小企业出清, 复调行业竞争趋缓。

(1) 火锅底料行业: 根据Wind和华经产业研究院数据测算, 21年火锅底料行业终端规模CR5仅18.1%, 其中颐海第三方、红九九、天味、聚惠、红太阳、名扬的市占率分别为6.1%、3%、3%、3%、3%、2%, 颐海、红九九等差距仍较小。凭借较强品牌力和渠道扩张, 21年颐海第三方市占率下降相对较少, 但仍未具备较大优势。

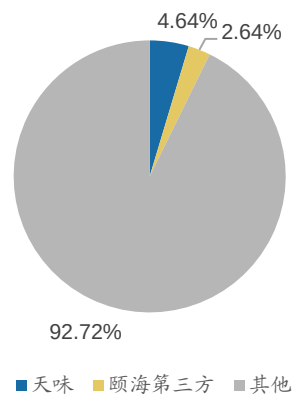
(2) 中式复调行业: 根据Frost&Sullivan以及Wind数据测算, 21年中式复调行业收入CR2达7.28%, 其中天味、颐海第三方的市占率分别为4.64%、2.64%, 天味与颐海第三方差距较小, 仍未出现竞争优势较大企业。

图 47: 2021年火锅底料行业终端规模CR5仅18.1%, 颐海、红九九等差距仍较小



数据来源: Wind、华经产业研究院, 广发证券发展研究中心
注: 颐海第三方市占率为测算值, 数据口径为终端口径

图 48: 2021年中式复调行业收入CR2达7.28%, 天味与颐海第三方差距仍较小



数据来源: Frost&Sullivan、Wind、中商情报网等, 广发证券发展研究中心
注: 以上数据为我们测算的出厂口径

三、展望未来：预制菜和冷冻烘焙竞争格局有望持续优化，龙头竞争优势明显

复盘14-15年速冻以及20-21年复调的竞争格局，速冻和复调经历竞争加剧和改善过程，长期竞争格局持续优化。参考速冻和复调经验，我们认为预制菜和冷冻烘焙竞争格局有望持续优化，龙头竞争优势明显。

(1) 预制菜：预计C端竞争格局持续优化，B端经历短期竞争加剧后，行业有望优胜劣汰，安井有望突围成为龙头。需求端：预计B端渗透率稳步提升、C端渗透率有望加速。供给端：龙头市占率相近（2020年前十公司市占率均处于1%-3%），行业产能供给增加（龙头在建产能主要在B端）。

(2) 冷冻烘焙：预计烘焙店和餐饮渠道竞争格局持续优化，商超渠道未来3年经历短期竞争加剧，行业有望优胜劣汰，立高有望维持龙头地位。需求端：疫情下短期承压，伴随疫后修复渗透率有望稳步提升。供给端：立高竞争优势较大（根据立高2021年报和Wind等数据测算，2021年立高市占率达15.51%，处于第一位），产能扩张快。其他公司新建产能主要在商超渠道，预计3年内投产。

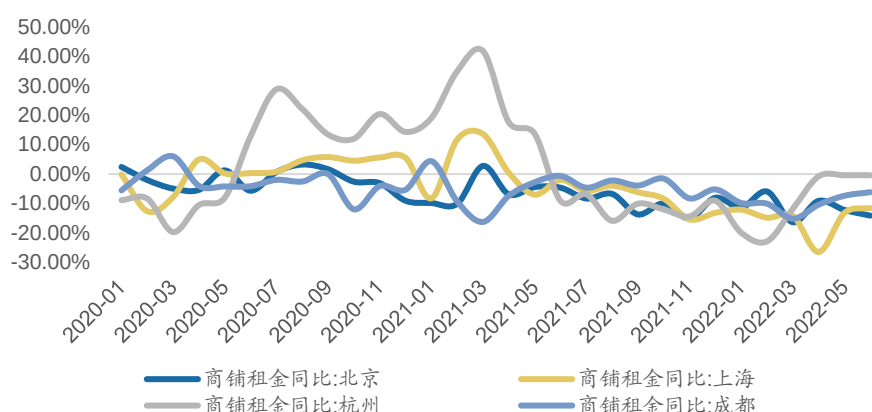
（一）预制菜：预计 C 端竞争格局持续优化

1. 需求端：预计 B 端渗透率稳步提升、C 端渗透率有望加速

B端：预计商铺租金和餐饮人员工资稳定增长，渗透率稳步提升。（1）根据Wind，22年以来受疫情反复和经济下行影响，北京、上海、杭州、成都的商铺租金持续同比负增长，上半年平均值分别同比-11.59%、-15.46%、-9.85%、-9.89%。根据广发宏观的《曲线右半边：2022年中期宏观环境展望》，如果我们把2020年以来的三年疫情防控理解为一个“W型曲线”，那么22年下半年新一轮防控常态化的成立相当于从W型曲线的第二个谷底再次走向了右半边，经济会先经历一轮相对确定性的环比修复。参考过去5年我国各主要城市商铺租金年复合增速在9-21%左右，预计未来5年我国主要城市商铺租金增速有望达10%左右。（2）参考过去5年我国餐饮人员工资复合增速5.76%，预计未来5年餐饮人员工资增速有望达5%左右。商铺租金和餐饮人员工资稳定增长导致餐饮降本增效需求增加，预计推动B端预制菜渗透率稳步提升。

C端：消费确定性修复、疫情加快消费者教育，渗透率有望加速提升。主要出于以下两方面原因：（1）我国22年下半年从疫情防控“W型曲线”的第二个谷底再次走向了右半边，将迎来消费需求的确定性修复。（2）自20年以来疫情反复提供居家消费场景，预制菜产品已经越来越被消费者认知，预制菜C端需求已经出现快速增长。根据2022中国(上海)预制菜产业大会，22年1月10日至2月7日期间，我国叮咚买菜、淘宝和盒马三家电商平台的预制菜销售量分别同比增长了4倍、1倍和3.45倍。

图 49：2020年以来我国主要城市商铺租金增速

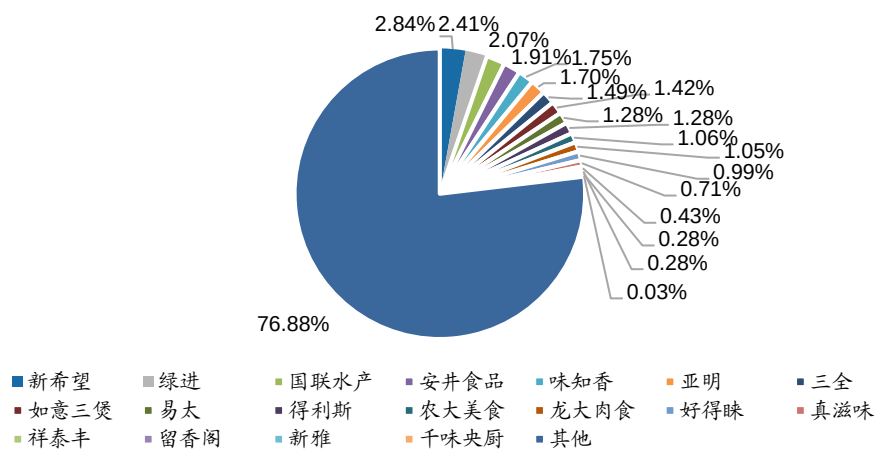


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 供给端：龙头市占率相近，行业 B 端产能增加较多

2020年我国预制菜行业CR10仅为18.16%，前十公司市占率均处于1%-3%。我国预制菜行业仍处于初创期，主要玩家是餐饮企业、速冻食品企业、预制菜专营企业和农业企业，各自具备不同的竞争优势，竞争格局较为分散：（1）以广州酒家、同庆楼等为代表的餐饮企业在疫情期间利用中央厨房，生产一部分半成品面向消费者售卖，依赖品牌知名度占领消费者心智；（2）以安井、三全为代表的速冻食品企业，比如安井食品在2020年11月推出“冻品先生”副品牌，嫁接主品牌的生产与渠道能力，研发生产预制菜和火锅周边食材；（3）以味知香为代表的预制菜专营企业，产品线更为齐全，味知香推出肉禽类、水产类、蔬菜类、礼盒类等200余种不同口味、规格的半成品菜；（4）以双汇、龙大美食、国联水产为代表农业企业，凭借主业肉制品业务和屠宰业务在原材料端占据成本优势，逐渐切入附加值更高的预制菜赛道。

图 50：2020年预制菜行业收入CR10仅18.16%，竞争格局分散



数据来源：Wind、各公司官网，广发证券发展研究中心

表 8: 预制菜主要企业情况

公司类型	代表公司	预制菜业务	主要产品	公司竞争优势	2020 年预制菜收入 (亿元)	公司预制菜收入占比
餐饮企业	广州酒家	C 端	爆款点心、菜品、盆菜	在餐饮中积累的品牌背书和固有渠道，以及食品加工产业链优势	小于 5	小于 15%
	同庆楼	C 端	笋衣烧肉、松茸菌焖猪手、红焖牛肉	作为中华老字号企业，拥有众多的大型线下餐饮门店，具备品牌基础和复用渠道资源	—	—
速冻食品企业	安井食品	B 端/C 端	蒜香排骨、酸菜鱼等	大单品策略；上游参股新宏业供应鱼糜，中游较高水平的自动化生产，下游复用渠道资源强大；全国知名速冻品牌	6.73	9.66%
	三全	B 端/C 端	各色菜肴、炒饭等	渠道体系成熟，KA 商超优势较大；全国知名速冻品牌	5.26	7.59%
	千味央厨	B 端	咸蛋黄腊味荷叶包饭、腊八粥调理包	产品定制化策略；B 端渠道优势显著	0.10	1.10%
预制菜专营企业	味知香	C 端	牛肉、烤翅等	自有产能，产品矩阵丰富；加盟店净利率较高、回报期较短，扩张较快；华东区域品牌	6.15	98.75%
农业企业	双汇发展	B 端	炒菜肠等	原材料成本和质量优势	—	—
	新希望	B 端/C 端	小酥肉等	已有小酥肉十亿级大单品；原材料成本和质量优势	>10	>1%
	龙大美食	B 端/C 端	酥肉、培根、丸子等	养殖生猪规模在未来五年内实现出栏设计产能 300-500 万头，具备原材料成本和质量优势；具备大 B 渠道资源	3.74	1.55%
	得利斯	B 端/C 端	奥尔良烤翅、热狗大亨、培根等	低温肉企业，具备原材料成本和质量优势	4-5	12-15%
	国联水产	B 端/C 端	酸菜鱼、金粟芙蓉虾、虾滑系列、虾饺、调味小龙虾尾、蒜蓉粉丝贝等	现有对虾产能 11.2 万吨。拟新增 1.53 万吨小龙虾和 2.97 万吨鱼类深加工产品项目，具备原材料成本和质量优势；具备大 B 渠道资源	7.30	16.24%

数据来源：Wind、各公司官网等，广发证券发展研究中心

行业产能供给增加，龙头在B端产能扩张相对较多。（1）龙头加速扩产能，主要主要在B端。根据Wind，21年预制菜B端头部公司安井的菜肴制品产量达9.77万吨，同比增长36.90%；21年预制菜C端头部公司味知香预制菜产量达1.92万吨，同比增长29.22%，产量增速均有所加快。在行业景气度加速的背景下，安井、国联水产等头部公司加速扩产能，经我们测算在建产能相比于现有产能增幅在50%-350%不等，并主要主要在B端。（2）2020年以来预制菜一级市场火热，融资收购案例频繁。根据企查查和IT桔子，20年以来萌鱼科技、找食材、餐爆食材等企业相继获得一级市场融资，融资规模大多涉及数千万元，预计大量资金将投入行业产能以及公司的品

牌和渠道建设。(3) 2021年中小预制菜企业新注册数量下降。根据国家市场监督管理总局和艾媒咨询, 20年我国预制菜企业注册数量达到顶峰的16221家, 21年行业竞争加剧导致新注册企业数量同比下降60.62%。

图 51: 2018-2021年安井和味知香产量增速加快

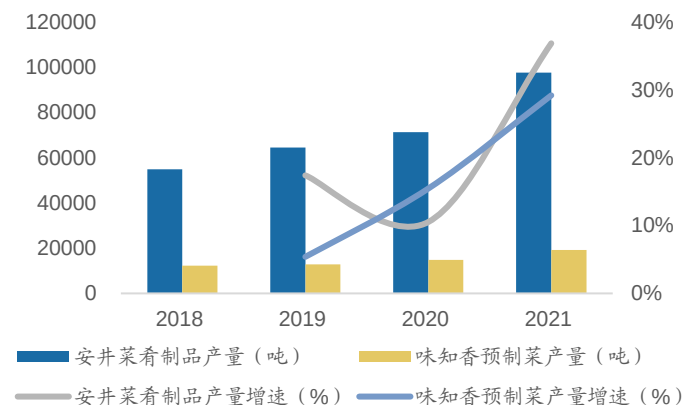
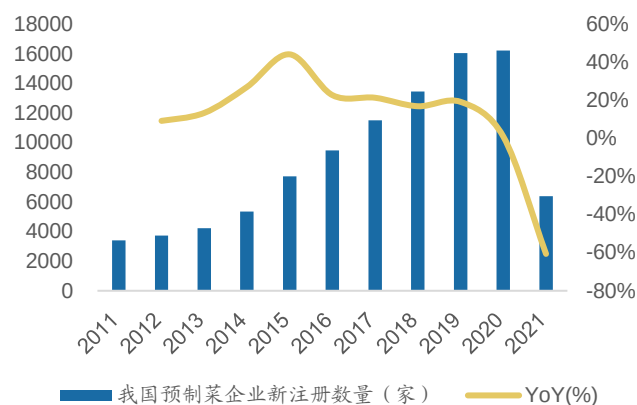


图 52: 2011-2021年我国预制菜企业每年新注册数量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: 国家市场监督管理总局、艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

表 9: 预制菜公司产能规划

公司	21年预制菜产能(万吨)	在建预制菜产能(万吨)	达产后总产能(万吨)	预计增幅(%)	未来产能扩张计划	渠道
国联水产	2	6.9	8.9	345%	募集 10 亿元投入中央厨房项目和水产品深加工项目, 预计增加 2.4 万吨鱼虾类预制菜、1.53 万吨小龙虾、2.97 万吨鱼类深加工产品	B 端为主
安井食品	10	11.5+	21.5	116%+	测算新建预制菜自建产能 11.5 万吨以上, 预计达产后预制菜产能 21.5 万吨以上	B 端为主
味知香	1.5	5	6.5	333%	募投项目达产后产能将增加 5 万吨, 总计预制菜产能 6.5 万吨	C 端为主
三全	很少	40+	40+	—	建设三全食品新基地项目, 在预制菜产能方面预计增加 10 万吨自加热套餐、30 万吨餐饮产品、日产 20 万份鲜食	BC 端
得利斯	10	5	15	50%	山东本部 10 万吨产能于 21 年 11 月初试生产, 陕西基地 5 万吨产能将于 22 年 7 月投产, 预计 22 年底预制菜产能 15 万吨	B 端为主
龙大美食	12	13.5	25.5	113%	公司现有食品产能 15.5 万吨 (21 年预制菜收入占比 77%), 预计海南自贸食品工厂、巴中食品工厂项目投产后, 将增加食品产能 17.5 万吨	B 端为主

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 部分公司产能为我们测算产量值, 可能存在偏差

表 10：预制菜公司近年来融资收购情况

品牌	主要产品	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
萌鱼科技	预制菜、半成品菜	2020-02	Pre-A 轮	未透露	元璟资本
找食材	预制菜	2020-05	A 轮	8000 万元	青松基金、零一创投、极值资本
餐爆食材	火锅食材预制菜	2020-12	A+轮	1000 万元	东合资本（领投）
查特熊	火锅生鲜食材	2021-02	种子轮	数百万元	王亚军
懒熊火锅	火锅食材、中餐成品、半成品、烤肉、生鲜食材	2021-02	A 轮	近亿元	星陀资本（领投）、毓盛资本、字节跳动
牛痴餐饮	潮汕牛肉火锅食材	2021-02	天使轮	数千万元	IDG 资本
三餐有料	家庭半成品食材	2021-06	A+轮	数千万元	众海投资（领投）、梅花创投
寻味狮/丛林漫步	“寻味狮”方便面	2021-07	天使轮	数千万元	源码资本（领投）、天图投资（领投）
猴爷餐饮	中式餐饮预制菜	2021-07	A 轮	未披露	湖南希言私募股权基金管理有限公司
鲜物志	家常菜肴系列、宫廷炖品系列、养生甜品系列、特色卤味系列、秘制凉皮系列	2021-08	A 轮	数千万元	引溪资本
小牛凯西	牛排、披萨、意面、蛋挞等西餐半成品食材	2021-08	A 轮	近亿元	广发信德（领投）、福州禹广、远识资本
珍味小梅园	RTC/RTH 半成品菜	2022-01	B+轮	未透露	百度风投（领投）、鼎翔资本、零一创投、42 Capital
银食	中餐预制菜	2022-01	天使轮	数百万元	险峰长青
物满鲜	潮汕风味预制菜	2022-03	天使轮	数千万元	富能投资
舌尖科技	“趣巴渝”、“舌尖工坊”、“舌尖英雄”等面食预制菜	2022-03	B 轮	10.5 亿元	未透露
花花食界	西餐预制菜	2022-07	天使轮	数千万元	泥藕资本 NEE0（领投）、晨怡投资、上海铜程
利和味道	预制菜	2022-07	D 轮	未透露	华兴新经济基金（领投）、隐山资本（领投）、麦星投资、建发集团、中金资本、微光创投、泰合资本（财务顾问）

数据来源：企查查、IT 桔子，广发证券发展研究中心

预制菜行业景气度加速，预计C端竞争格局持续优化，B端经历短期竞争加剧后，行业有望优胜劣汰，安井有望突出重围成为行业龙头。

根据Wind，19-21年安井预制菜销售单价增速分别为9.82%、10.51%、40.76%，单价处于提升阶段；味知香预制菜销售单价增速分别为4.96%、-1.13%、-1.99%，味知香近两年单价小幅下降，主要由于其加盟店在疫情下客流量下降较多，公司被迫降价销售。16-21年味知香销售费用率分别为5.80%、5.41%、5.33%、5.28%、5.23%、4.73%，稳中有降。可以看出，预制菜行业尚未发生大范围价格战。

分渠道看未来竞争格局：（1）B端：在需求端，预制菜B端渗透率稳步提升。在供给端，国联水产、安井食品、三全、得利斯、龙大美食等龙头在B端短期产能扩张较多。参考复盘经验，预计B端经历短期竞争加剧后，长期竞争格局持续优化。（2）C端：在需求端，预制菜C端渗透率有望加速，需求增长快，供给增长相对缓和，预计C端竞争格局持续优化。根据我们发布的《餐饮供应链深度报告系列四：预制菜行业高景气，安井有望成为龙头》，对比其他预制菜企业，安井具备强产品创新能力和供应链优势，BC渠道兼顾能够复用渠道和品牌资源，我们预计安井有望突出重围成为行业龙头。

图 53：2019-2021年预制菜公司销售单价

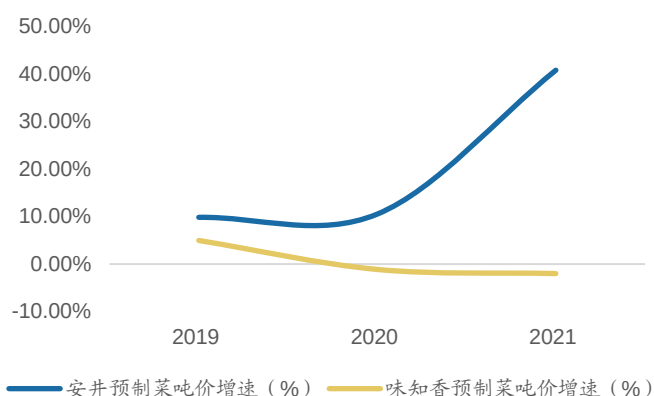
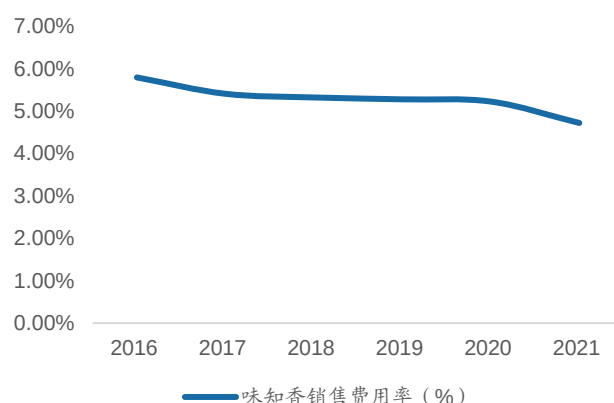


图 54：2016-2021年味知香的销售费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：其他预制菜企业的预制菜收入占比较小，销售费用率不具备代表性

（二）冷冻烘焙：预计烘焙店和餐饮渠道竞争格局持续优化

1. 需求端：疫情下短期承压，伴随疫后修复渗透率有望稳步提升

疫情下短期承压，伴随疫后修复渗透率有望稳步提升。考虑到欧美冷冻烘焙市场终局C端规模仍较小，且目前我国家庭拥有烤箱比例较低，预计我国冷冻烘焙市场主要由B端降本增效诉求推动。根据我们发布的《立高食品：强供应链管理能力和立高有望成为冷冻烘焙百亿龙头》，2021年冷冻烘焙行业收入110.77亿元，渗透率5%。对标全球预计31年渗透率25%，测算得2031年我国冷冻烘焙行业收入1436.53亿元，复合增速29.21%。与预制菜类似，随着疫后经济确定性环比修复，预计未来5年商铺租金和餐饮人员工资稳定增长，推动冷冻烘焙渗透率稳步提升。

从大单品角度来看，目前行业仅有挞皮和甜甜圈两大单品，龙头立高依靠在这两个品类的自动化和品质优势，收入增长迅速。根据Wind数据和我们测算，2021年立高甜甜圈和挞皮收入均在3-4亿元左右，其中甜甜圈17-21年收入复合增速43%、挞皮17-21年收入复合增速28%。依据海外成熟市场经验和我国烘焙品类发展，我们认为未来出现的大单品是冷冻蛋糕，立高与中小厂商已经相继加快布局冷冻蛋糕品类。对于远期大单品的品类，海外龙头Aryzta和Europastry的冷冻面团收入占比分别

达57%和98%，意味着我国冷冻面团品类未来同样是较大单品。冷冻面团涉及发酵，对冷链要求较为苛刻（维持-18℃运输），经销商冷链设施尚不完备，仍不具备发展环境。

图 55：2017-2021年立高甜甜圈和挞皮两大单品收入

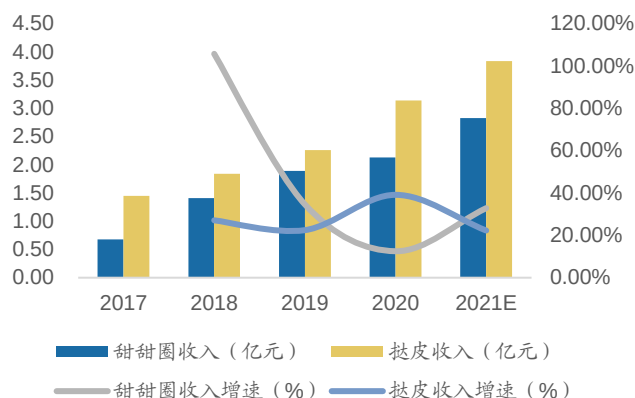
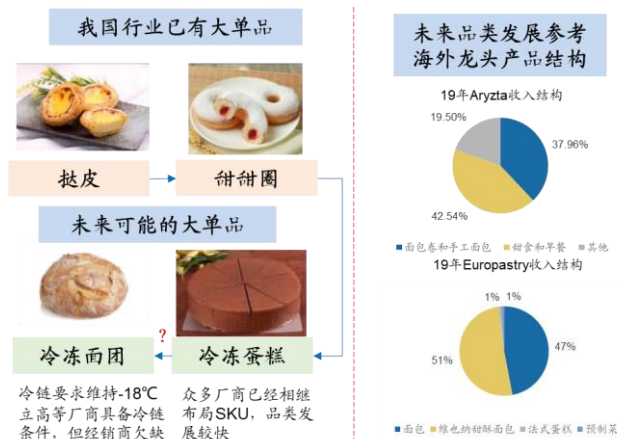


图 56：我国冷冻烘焙品类发展



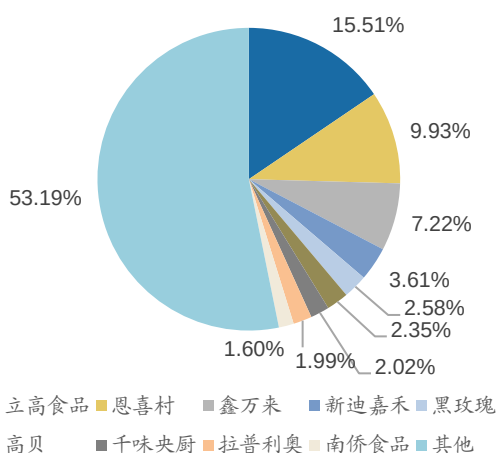
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：2021 年产品收入数据为我们测算值

数据来源：Aryzta 官网、Europastry 官网，广发证券发展研究中心

2. 供给端：龙头立高优势较大，商超渠道产能增加较多

2021年冷冻烘焙行业CR4达36.27%，立高市占率达15.51%。截至2021年，我国冷冻烘焙行业第一梯队主要是立高食品、恩喜村、鑫万来、新迪嘉禾、高贝、千味央厨、黑玫瑰、拉普利奥、南侨食品等企业，第二梯队主要是瑞家食品、威海佳康、山东鹏程、禾森食品等企业。2021年我国冷冻烘焙行业CR4达36.27%，行业集中度较低。立高的市占率达15.51%，第二名恩喜村市占率9.93%。

图 57：2021年我国冷冻烘焙行业CR4达36.27%，集中度较低



数据来源：立高食品 2021 年报、各公司官网、Wind，广发证券发展研究中心

立高产能扩张速度快，恩喜村在商超渠道产能扩张较多，高贝等其他企业产能扩张相对较少。目前具备产能扩张计划的公司主要有：（1）立高：根据公司2021年报，2021年立高冷冻烘焙食品的设计产能11.55万吨、实际产能9.37万吨、在建产能4.59万吨，预计22年左右在建产能投产，同比增长49%。对于长期产能规划，根据22年6月10日公司发布的可转债预案，立高新增规划冷冻烘焙产能13.70万吨，预计于27年前投产。上述项目达产后公司冷冻烘焙总产能27.66万吨，相比于2021年产能增长195.20%。（2）恩喜村：根据IT桔子和新京报，2021年恩喜村获得B轮投资，达产后支持30亿元左右的收入，增长约200%。（3）高贝等：高贝以山东和河北区域烘焙店渠道为主，扩产后共9万吨产能（折合收入约6亿元），同比增长125%左右。鑫万来、新迪嘉禾等其他企业同样进行产能扩张，但相对较少。总体来看，商超渠道产能扩张较多，预计未来3年内相继投产，存在供给过剩的可能。烘焙店、餐饮等其他渠道的产能供给扩张相对缓和。

表 11：我国冷冻烘焙企业的产能和收入情况

股东背景	公司名称	成立时间	公司简介	2021 年冷冻烘焙产能 (万吨)	2021 年冷冻烘焙收入 (亿元)	市占率 (%)
内资	立高食品	2000	主营冷冻烘焙和烘焙原料业务。主要产品包括挞皮、甜甜圈、麻薯、慕斯蛋糕等冷冻烘焙以及烘焙食品原料。终端客户发展至烘焙门店、饮品店、餐饮、商超和便利店，渠道网络遍布全国	设计 11.55 万吨；实际 9.37 万吨；在建 4.59 万吨，预计 22 年左右投产；新增规划产能 13.70 万吨，预计于 27 年前投产	17.18	15.51%
	恩喜村	2018	成立初期与华润万家、山姆超市合作，17 年挂牌华润万家代工厂。18 年成立，当年即与 Ole'、盒马等大型商超合作，销售额突破 1 亿元。目前客户包括山姆会员店、沃集鲜、Ole'、盒马、华润万家、大润发、百果园、奈雪的茶等，主要产品包括千层蛋糕、瑞士卷、慕斯蛋糕、泡芙、曲奇、冰皮月饼等。21 年收入 11 亿元，其中 8 亿元收入来自山姆会员店	根据新京报，2021 年拿到 B 轮投资，扩产后支持 30 亿元收入	11.00	9.93%
	高贝	2007	主营冷冻烘焙业务，主要产品包括挞皮系列、冷冻酥饼系列、丹麦系列、熟制冷冻系列、酥类系列、披萨饼底等。公司客户包括好利来、正新鸡排、盒马、Love Cake、金凤成祥、大润发、海尔、家家悦、利群集团、万枫酒店、万利隆、丹香	目前 4 万吨 在建 5 万吨左右	2.6	2.35%
	鑫万来	2012	主营冷冻烘焙业务，主要产品有发酵类冷冻面团、纯手工等全系列挞皮、酥饼类冷冻面团、热加工烘烤类蛋糕、西式冷加工糕点等几大系列产品。公司拥有二万余平米自建标准厂房，全资兄弟公司——德展工厂也于 2019 年底正式投产，拥有员工 500 余人，主要生产设备均自欧洲进口，拥有自营的冷链配送体系，在北京、上海、广州等设有配送仓库，配送范围可达全国各大中小城市	3-4	8	7.22%
	新迪嘉禾	2012	主营冷冻烘焙业务，主要产品包括慕斯蛋糕系列、重油蛋糕系列、甜甜圈系列、欧式面包系列、丹麦吐司系列、甜面团吐司系列等。公司现有 8 条冷冻生产线，国内销	3	4	3.61%

			售网络覆盖全国，主要与星巴克、麦当劳、必胜客、肯德基、沃尔玛、山姆会员商店、大润发、永辉、OLE等建立合作关系，出口销售遍及北美、日本、东南亚等国家和地区			
外资/ 台资/ 合资	黑玫瑰	2004	主营冷冻烘焙业务，产品包括牛角包、丹麦酥、挞皮、法式小点心等，主要客户包括茶饮店、酒店、餐饮等	1.3	2.86	2.58%
	拉普利奥	2004	主营冷冻烘焙业务，具备五条世界领先的法国、奥地利、德国和美国的全自动生产流水线，冷冻面团远销海外和国内大型超市、高级酒店、咖啡厅等高档休闲场所	1	2.20	1.99%
	南侨食品	2010	公司先后在天津、广州、上海等地投资建立工厂，主要生产销售烘焙应用油脂、稀奶油、冷冻面团等产品，主要产品为台式设备生产，产品含馅、口感偏软	0.55	1.78	1.60%
	威海佳康	2001	公司主要生产冷冻面团、烧成冷冻面包和冷冻点心	0.6	<1	—

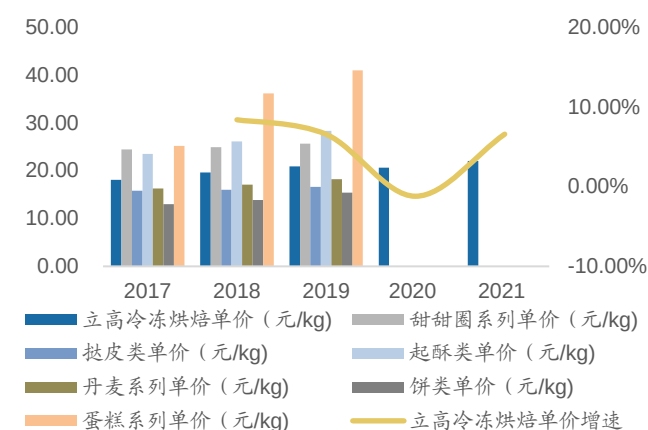
数据来源：立高食品招股说明书、立高21年报、各公司官网、新京报，广发证券发展研究中心 注：黑玫瑰、拉普利奥的收入规模按2021年立高的冷冻烘焙食品销售单价22.02元/kg测算

冷冻烘焙高景气度持续，预计烘焙店和餐饮渠道竞争格局持续优化，商超渠道未来3年经历短期竞争加剧后，行业有望优胜劣汰，立高有望维持行业龙头地位。

根据Wind，18-21年立高冷冻烘焙食品销售单价增速分别为8.40%、6.57%、-1.20%、6.60%，整体处于提升阶段；17-21年立高销售费用率分别为20.75%、21.24%、19.47%、14.00%、12.94%，稳中有降。可以看出，目前龙头未出现大范围价格战和加大市场动作的情况。

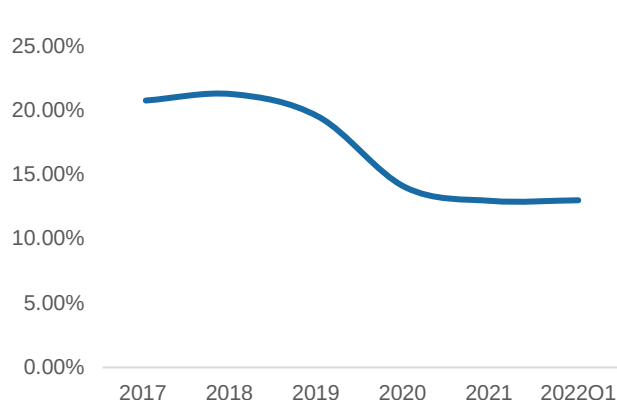
分渠道看未来竞争格局：（1）烘焙店渠道：收入占行业比例最大，壁垒相对较高，注重产品稳定性和性价比。根据美团《2020年中国烘焙门店市场报告》和Wind数据，19年我国烘焙门店数达47.9万家，立高覆盖5万家以上（若考虑经销商覆盖终端，立高优势更大），基本覆盖我国东部及沿海地区烘焙市场。考虑立高生产端规模优势和较高自动化水平，烘焙店出于产品稳定性和性价比，将较难替换厂商。立高在烘焙店渠道优势大且地位稳固，预计烘焙店渠道竞争格局持续优化。（2）商超渠道：壁垒相对较低。立高、恩喜村等龙头产品定位偏中端，质量较好，价格高于中小厂商，主要覆盖KA商超。KA商超话语权较强，未来考虑性价比可能替换供应商。各公司在商超产能扩张较多，预计3年内相继投产。参考复盘经验，预计商超渠道未来3年出现短期竞争加剧，长期竞争格局持续优化。（3）餐饮渠道：目前规模很小，以中小厂商低价产品为主。餐饮渠道的市场空间大且需求分散，竞争相对缓和，我们预计餐饮渠道竞争格局持续优化。根据我们发布的《立高食品：强供应链管理能能力，立高有望成为冷冻烘焙百亿龙头》，立高具备强供应链管理能能力，有望维持龙头地位。

图 58：2017-2021 年立高的冷冻烘焙食品销售单价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 59：2017-2021 年立高的销售费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、投资建议

（一）安井食品：预计未来 3 年主业收入复合增速 15%+，预制菜有望实现突围

安井食品 2021 年收入 92.72 亿元，其中主业收入 76.74 亿元（火锅料 56.20 亿元 + 速冻米面 20.54 亿元），同比增长 22.09%；预制菜收入 14.29 亿元，同比增长 112.41%。根据公司 22 年半年报，公司 22H1 收入 52.75 亿元，同比增长 35.47%；归母净利润 4.53 亿元，同比增长 30.35%。公司收入和净利润均超预期，主要由于主业稳健增长且新宏业收入超预期。

预计未来 3 年主业收入业绩复合增速 15%+。根据前文判断，安井在火锅料行业已经胜出，未来公司火锅料收入有望持续增长。速冻米面方面，公司错位竞争，专注发面类米面产品，产品创新力强。公司大单品仍处于成长阶段（20 年公司前十大单品营收占比 42.50%）、新品贡献增量（根据公司招股说明书，13-15 年新品销售增长对销售收入的贡献均在 20% 以上）。我们预计公司主业（火锅料+速冻米面）凭借强产品力及渠道力有望进一步抢占份额，从而实现高于行业的增速（前文预计未来 5 年火锅料/速冻米面行业规模复合增速 11.28%/7.54%），预计未来五年主业收入复合增速 15% 以上。

“自产+OEM+并购”多管齐下，安井有望突围成为预制菜行业龙头。安井于 18 年成立“冻品先生”外协事业部，19 年成立厦门安井冻品先生供应链有限公司，业务包括半成品菜肴、菜肴制品以及调理制品等，正式进军预制菜行业。此举帮助公司在新品产能供不应求的情况下，借助外协 OEM 生产方式推动新品快速上市，搭配公司强大的销售渠道迅速抢占新品类发展机会。在并购方面，公司积极布局上游产业链企业，先后收购新宏业及新柳伍等原料加工企业，强化对原材料把控能力的同时，加大对预制菜行业的布局。在自产方面，公司 22 年成立了“安井小厨”独立事

业部，通过现有厂房改造和新增产能，按照“B端为主，BC兼顾”模式自产预制菜肴，主要包括点心调理类、蒸炸类产品。

根据我们发布的《餐饮供应链深度报告系列四：预制菜行业高景气，安井有望成为龙头》，预制菜行业核心竞争力为产品创新力和供应链能力。分析比较预制菜的参与企业，安井消费嗅觉敏锐且具备大单品思维，产品创新能力强；具备现代化的组织架构，股权激励绑定核心管理层，且参股上游供应商，食材具备成本和质量优势，供应链管理能力强。此外，安井作为速冻行业龙头，能够复用渠道和品牌资源。综上，我们预计安井有望突出重围成为预制菜行业龙头。

图60：预制菜发展模式：“冻品先生”为OEM模式，随后收购新宏业及新柳伍，建立“安井小厨”自产



资料来源：Wind，公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

（二）立高食品：行业景气度和竞争格局较优，业绩弹性较大

立高食品2021年收入28.17亿元，其中冷冻烘焙收入17.18亿元，同比增长79.70%；烘焙原料收入10.96亿元，同比增长28.65%。根据公司22年半年报，公司22H1收入13.24亿元，同比增长5.76%；归母净利润0.70亿元，同比下降48.53%。其中，22Q2收入6.94亿元，同比增长3.12%；归母净利润0.30亿元，同比下降52.25%。公司收入符合预期，收入增速放缓主要源于：（1）受疫情和极端热天气影响，下游烘焙食品需求下降。（2）下游烘焙店收入下滑，人效考虑下对冷冻烘焙需求短期下降。（3）22年公司梳理组织架构，新品推出速度减缓。公司净利润低于预期，主要源自22H1原材料价格大幅上涨。

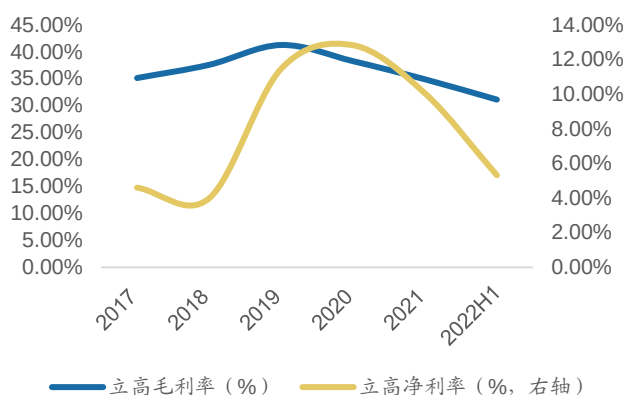
行业景气度和竞争格局较优，业绩弹性较大。

长期来看，我们在《立高食品：强供应链管理能力和立高有望成为冷冻烘焙百亿龙头》详细分析了立高的核心竞争力。冷冻烘焙产品差异化低，立高依靠强供应链管理能力和建立规模优势，在终端以产品高性价比胜出。结合前文对行业高景气度和竞争格局持续优化的判断，我们认为公司未来3年维持20%+的收入和业绩增速。

短期来看，需求回暖+渠道扩张+成本下降，收入业绩有望改善。（1）疫情和天气因素逐渐减弱，有望拉动终端烘焙需求回暖。（2）受益于渠道扩张，公司收入有望恢复较快增长。公司烘焙渠道持续推进老品升级，商超渠道推进新品合作，并逐步发力餐饮渠道。（3）22Q3部分原材料价格下降，预计下半年公司盈利能力有望

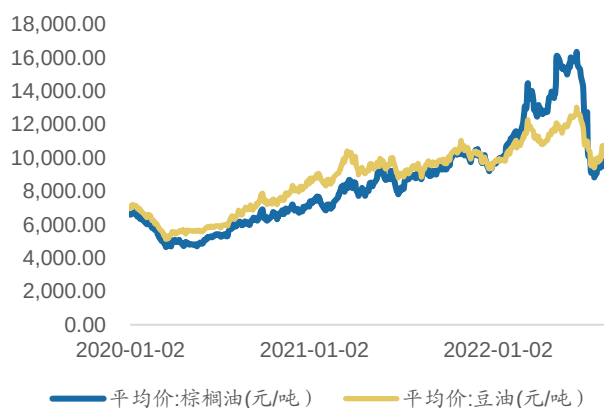
改善。根据Wind，22年6月起公司主要原材料棕榈油、大豆油等最大跌幅46%/28%，预计22Q3以后公司成本有望下降。

图 61: 2017-2022H1立高食品毛利率和净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 62: 22Q2以来棕榈油/豆油价格最大跌幅46%/28%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 12: 立高食品主要原材料价格同比变化

价格同比		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022H1
农副 产品	白砂糖	13.01%	5.26%	-2.62%	-9.73%	-7.67%	-0.09%	3.42%	6.98%	5.92%	7.35%	6.64%
	油脂	0.03%	-9.73%	-3.07%	9.85%	28.72%	82.21%	79.35%	71.77%	63.62%	38.19%	49.25%
	豆油	6.43%	1.27%	10.02%	19.39%	39.64%	54.27%	39.12%	23.58%	19.02%	30.43%	24.77%
	棕榈油	17.85%	5.47%	23.81%	19.41%	32.31%	59.88%	45.33%	39.92%	45.35%	48.72%	47.07%
	冷冻水果	18.23%	-6.58%	-14.08%	-14.41%	-27.24%	-8.15%	15.39%	32.92%	49.62%	22.34%	35.20%
	面粉	-1.18%	-1.00%	-2.79%	-3.37%	-0.76%	-2.71%	-0.90%	8.70%	11.25%	20.25%	15.71%
包材	PET 瓶片	-26.34%	-29.77%	-26.17%	-21.91%	6.08%	22.10%	31.84%	48.35%	24.91%	29.08%	27.03%
	瓦楞纸	-6.56%	-13.31%	9.46%	6.22%	12.67%	30.03%	13.91%	23.29%	1.30%	-0.02%	0.64%
运输	原油	-21.03%	-51.49%	-30.02%	-27.35%	21.26%	107.71%	68.40%	75.64%	56.21%	60.78%	58.63%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 千味央厨: 产品渠道扩张, 结构升级支撑盈利能力

千味央厨21年收入12.74亿元, 其中油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他的收入分别为6.60、2.23、2.56、1.30亿元, 占比分别为51.85%、17.53%、20.06%、10.22%, 同比分别增长26.66%、19.10%、39.20%、162.11%。21年公司直营/经销收入分别为5.11/7.59亿元, 占主营业务收入比例分别为40.22%/59.78%, 同比增长51.62%/25.35%。

产品渠道扩张, 结构升级支撑盈利能力。根据公司22年半年报, 公司22H1实现营收6.49亿元, 同比增长14.23%, 归母净利润0.46亿元, 同比增长25.43%; 22Q2实现营收3.01亿元, 同比增长8.03%; 归母净利润0.17亿元, 同比增长2.38%。(1)

分品类：公司主动对油炸类产品进行结构升级。22H1剔除第一大客户后油条产品营收增幅为27.26%；烘焙类产品为公司今年重点发力的产品，22H1烘焙类营收同比增长13.04%，大单品蛋挞类营收增速同比增长27.89%，我们预计下半年增速有望环比加快；22H1公司菜肴类及其他产品营收同比高增134.99%，其中蒸煎饺销售收入7342万元，同比高增202.81%；22H1蒸煮类产品营收增速为5.99%。公司成本管控能力较强，同时油炸类产品结构升级、蒸煎饺自动化效率提升。（2）分渠道：22H1公司“聚焦大客户深度服务”，支撑重点经销商做大做强而非追求经销商数量增长。22H1经销渠道营收同比增长27.41%，经销商数量较21年底减少89人至879人，前20经销商销售额同比增长60.43%，在整体经销商渠道销售额中占比为28%，前5大经销商客户销售额同比增长51.64%。

展望下半年，我们认为随着第一大客户经营步入正轨，新品有望持续推进，对公司营收增长贡献的弹性较大。同时公司在服务现有客户的同时，积极拓展新客户，有望对下半年收入环比改善提供支撑。另外，公司增加对经销商渠道的扶持力度，与经销商形成厂商联合项目制共同体，帮助经销商开发二批及终端网络，开发早餐、团餐等渠道，对经销商渠道增长形成支撑。

（四）天味食品：收入稳健增长，利润弹性可期

天味食品21年收入20.26亿元，其中火锅调料、中式菜品调料、香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱的收入分别为8.75、8.49、2.12、0.36、0.35亿元，占比分别为43.21%、41.92%、10.44%、1.76%、1.74%，同比分别-28.28%、-10.42%、+111.65%、-21.92%、-5.86%。

C端复调竞争趋缓，经销商渠道维持高增。根据公司22年半年报，公司22H1实现营业收入12.14亿元（同比+19.44%），其中22Q2营业收入5.85亿元（同比+18.22%）。上半年公司营收保持双位数快速增长，我们认为主要原因系：（1）供给端出清，今年C端复调行业竞争格局明显优化，21年行业需求疲软叠加供给过剩，多数二三线品牌逐步退出市场，基础调味品龙头亦放缓了进驻复调赛道的步伐；（2）需求端回暖，22年上半年疫情反复，剔除部分地区因物流管控略受影响外，疫情对于C端复调的销售具备一定的拉动作用；（3）低基数下，公司正处改革红利释放周期。分业务看，22H1火锅底料营收同比增长10.63%，中式菜品调料受益小龙虾、钵钵鸡等品类增长，实现营收增长24.56%。其中22Q2火锅底料在去年低基数下高增29.44%，中式菜品调料同比增长7.42%。分渠道看，经销商渠道营收维持高增态势（22Q1/Q2营收分别同比增长23.42%/21.79%），定制餐饮与餐饮需求复苏较为相关，22Q2定制餐调业务营收同比下滑24.70%。展望下半年，我们认为火锅旺季来临，在去年低基数背景下，公司营收增速有望环比走高。

22Q2成本压力显现，长期盈利能力有望走高。根据公司22年半年报，22Q2公司归母净利润0.66亿元，实现扭亏，净利率环比下降4.72pct至11.23%，上半年整体来看，22H1净利率为13.65%（同比+6.21pct）。若剔除21年费用加大投放、行业竞争加剧的特殊年份（21年净利率为9.10%），近十年来公司的净利率水平均落于

15%-20%的区间，22Q2净利率低于历史水平，我们认为主要原因系：（1）原材料价格上涨。22Q2原材料压力开始显现，因此毛利率环比下滑1.44pct；（2）销售费用环比走高，22Q1/Q2销售费用率分别为13.01%/18.02%。但相较于去年同期大幅缩减广告费用，费用投放日趋精准合理；（3）股权激励费用确认。据公司22年半年报，22H1公司股权激励费用为470.89万元。

五、风险提示

疫情反复风险。若我国疫情出现反复，导致餐饮行业增速放缓、人均可支配收入减少等问题，将对推荐公司的销量有较大影响。

原材料上涨风险。大多数食品企业的原材料成本占营业成本比例较高，若农副产品以及包材等原材料价格持续上涨，将对推荐公司的净利润产生较大影响。

食品安全风险。历史出现过多次食品安全问题，行业内公司收入均受到不同程度影响。若餐饮供应链行业内出现食品安全问题，将对行业以及推荐公司的销量存在较大影响。

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14 年证券行业工作经验。

刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

田荣振：高级分析师，管理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

张子健：高级研究员，管理学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

廖承帅：研究员，工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。