

2024 年 10 月 13 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新规重构行业标准，再看市场格局演化

—预制菜行业深度报告

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

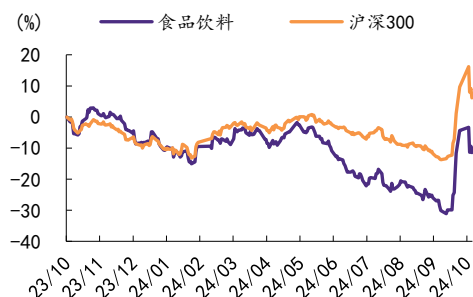
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

行业相对表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|----------|------|------|-------|
| 食品饮料(申万) | 26.6 | 10.0 | -11.5 |
| 沪深 300 | 23.0 | 11.9 | 6.1 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《食品饮料行业周报：节后市场信心继续恢复，看好板块估值继续修复》2024-10-07
- 2、《食品饮料行业周报：政策强刺激，信心快速回升》2024-09-29
- 3、《食品饮料行业点评报告：政策强刺激，估值修复中》2024-09-26

■ 新规推进供应链升级，供需两端发力拉升景气度

2024 年 3 月我国六部联合颁布预制菜新规，较以往收窄预制菜概念，强调“不添加防腐剂”，对预制菜杀菌工艺提出更高要求。从供给端来看，作为食品工业化的产物，预制菜位于餐饮供应链中下游，与上游调味速冻和下游终端餐饮均有链接，因此赛道参与者类型丰富，各企业基因不同、各有优劣。从需求端来看，疫情后餐饮大盘人均消费同比降低，预制菜通过优化原材料/房租/人工成本满足门店降本增效诉求，同时受家庭小型化与“懒宅”文化驱动，消费者在 C 端通过购买预制菜满足省时省力需求。

■ 对标海外成长潜力足，市场出清利好集中度提升

从行业空间来看，我国预制菜行业保持高增态势，2019-2022 年收入 CAGR 为 19%，预计 2025 年可达 4757 亿元，人均预制菜消费量从 2013 年 5.4kg 增至 2022 年 9.1kg，但渗透率 10%-15% 对比海外成熟国家渗透率 60% 仍有明显空间，复盘美日预制菜发展历程，我们认为中国预制菜仍有近 10 年的成长期。从产品角度来看，我国菜系复杂度较海外更高，但预制菜 sku 仅 1000 余种，远低于日本（3000 余种），伴随产线升级与新口味挖掘，国内预制菜品仍有开拓空间。从渠道角度来看，2023 年我国预制菜 B 端：C 端为 8:2，目前 B 端贡献增长主力，我们认为在连锁餐饮自建央厨比例（2022 年 80%）逐年提升的情况下，中小 B 端想象空间更足，拥有零售基因的企业可持续打造 C 端品牌认知，占领消费者心智。复盘美日，预计随行业竞争格局稳定后，我国市场出清叠加头部企业横向并购将实现市场集中度提升。

■ 利好具备规模、供应链、成本优势的龙头企业

考虑规模、渠道、供应链三个维度，我们选取安井食品、千味央厨、龙大美食作为重点企业分析。1) 安井食品：作为国内速冻龙头，公司 2021 年提出“三路并进”战略，通过自产（安井小厨）+贴牌（冻品先生）+外延并购（新宏业+新柳伍）布局预制菜业务，公司渠道推力强，预制菜板块 2018-2023 年营收 CAGR 为 58%，随着产能自供率提升，盈利空间持续打开。2) 千味央厨：公司为 B 端提供速冻品解决方案起家，客户资源与研发优势明显，由于绑定百胜、海底捞等核心大客户，叠加大单品蒸煎饺放量，2018-2023 年预制菜板

块营收 CAGR 高达 97%。3) 龙大美食：公司为国内肉类加工龙头企业，2021 年确立“一体两翼”发展战略，即以食品为主体，以养殖和屠宰为两翼支撑，实现预制菜产品性价比优于市场，预制菜业务自 2021-2023 年营收 CAGR 为 30%，全国化产能布局为预制菜业务扩张奠定基础。

看好预制菜行业发展空间，维持推荐评级

预制菜新规在标准与工艺技术上对行业进行重构，在逐渐规范化的市场环境中，产业竞争格局将面临洗牌，行业将结束粗放式发展，进入良性增长，利好具备规模、供应链、成本优势的龙头企业集中度提升，重点推荐：安井食品、千味央厨、龙大美食。维持行业“推荐”评级。

风险提示

宏观经济波动风险、行业竞争风险、食品安全风险、行业政策变动风险、原材料价格波动风险、公司业绩不及预期风险等。

重点关注公司及盈利预测

| 公司代码 | 名称 | 2024-10-13 股价 | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | |
| 001215.SZ | 千味央厨 | 28.05 | 1.55 | 1.42 | 1.66 | 18.10 | 19.75 | 16.90 | 买入 |
| 002726.SZ | 龙大美食 | 6.88 | -1.43 | 0.09 | 0.17 | -4.81 | 76.44 | 40.47 | 买入 |
| 603345.SH | 安井食品 | 94.95 | 5.04 | 5.56 | 6.57 | 18.84 | 17.08 | 14.45 | 买入 |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1、 新规推进供应链升级，供需两端发力拉升景气度..... | 5 |
| 1.1、 新规收窄预制菜概念，推进供应链环节升级 | 5 |
| 1.2、 供给端：处餐饮供应链中下游，赛道参与者类型丰富 | 6 |
| 1.3、 需求端：B端降本增效，C端省时省力 | 9 |
| 2、 对标海外成长潜力足，市场出清利好集中度提升..... | 12 |
| 2.1、 规模：行业仍处高速成长期，冷链容量充足 | 12 |
| 2.2、 品类：菜系复杂度高，预制菜品类仍待开发 | 16 |
| 2.3、 渠道：绑定B端快速放量，市场出清集中度提升 | 18 |
| 3、 重点公司分析..... | 22 |
| 3.1、 安井食品：速冻龙头企业，三路并进布局预制菜 | 22 |
| 3.2、 千味央厨：聚焦餐饮半成品，绑定核心客户 | 24 |
| 3.3、 龙大美食：肉类加工龙头，主业协同优势领先 | 26 |
| 4、 行业评级及投资策略..... | 28 |
| 5、 风险提示..... | 28 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：预制菜历史沿革与政策颁布 | 5 |
| 图表 2：预制菜供应链各环节 | 6 |
| 图表 3：调味/速冻/预制菜/快餐/正餐商业模式对比 | 7 |
| 图表 4：预制菜相当于速冻+复调替代产物 | 8 |
| 图表 5：餐饮供应链各环节 | 8 |
| 图表 6：参与预制菜赛道的各类企业 | 9 |
| 图表 7：餐饮大盘人均消费同比降低（元） | 10 |
| 图表 8：中国餐饮门店盈利能力相比美国仍有优化空间 | 10 |
| 图表 9：餐饮行业使用预制菜后成本对比 | 10 |
| 图表 10：中国餐饮连锁化率持续提升 | 11 |
| 图表 11：中国外卖用户规模持续增长 | 11 |
| 图表 12：外卖商家使用预制菜前后出餐时间对比 | 11 |
| 图表 13：我国家庭户规模逐渐减少 | 12 |
| 图表 14：年轻人厨艺下降明显 | 12 |
| 图表 15：预制菜市场规模及同比 | 13 |
| 图表 16：各公司预制菜收入规模同比增长（亿元） | 13 |
| 图表 17：2022 年中国对比海外预制菜人均消费..... | 13 |
| 图表 18：预制菜市占率 | 13 |

| | |
|---|-----------|
| 图表 19: 对比中美日三国预制菜发展历史 | 14 |
| 图表 20: 中美日预制菜成长期对比 | 15 |
| 图表 21: 中国人均冷库保有量低于美日 | 15 |
| 图表 22: 我国与发达国家冷链运输率与农产品腐损率对比 | 15 |
| 图表 23: 2019-2023 年中国冷库总量 | 16 |
| 图表 24: 2024H1 中国重点城市冷库空置率环比情况 | 16 |
| 图表 25: 中美日菜系与饮食习惯对比 | 17 |
| 图表 26: 日本预制菜种类以主食类为主 | 17 |
| 图表 27: 美国速冻调理制品种类 | 17 |
| 图表 28: 预制食材企业主营行业分布 | 18 |
| 图表 29: 预制菜 B/C 端市场占比趋势图 (%) | 18 |
| 图表 30: 我国重点预制菜企业对比分析 | 19 |
| 图表 31: 预制菜企业注册量 2023 年触底回升 | 20 |
| 图表 32: 2023 年预制菜行业市场份额分布测算 | 20 |
| 图表 33: 美国饮食外部化率逐年提升 | 21 |
| 图表 34: 日本速冻调理制品 B、C 端销量变化 | 21 |
| 图表 35: 美日部分龙头预制菜企业类型与预制菜起步业务模式 | 21 |
| 图表 36: 日本速冻企业数量自 2003 年来逐渐缩减 | 22 |
| 图表 37: 安井食品业务结构 (%) | 22 |
| 图表 38: 安井食品各产品毛利率 (%) | 22 |
| 图表 39: 安井食品渠道模式 | 23 |
| 图表 40: 安井食品渠道模式 | 24 |
| 图表 41: 安井食品预制菜产能建设 | 24 |
| 图表 42: 千味央厨产品结构 (%) | 25 |
| 图表 43: 千味央厨各产品毛利率水平 (%) | 25 |
| 图表 44: 千味央厨渠道结构 (%) | 25 |
| 图表 45: 千味央厨具备专业定制化能力 | 25 |
| 图表 46: 龙大美食产品结构 (%) | 26 |
| 图表 47: 龙大美食各产品毛利率水平 (%) | 26 |
| 图表 48: 龙大美食产品结构 | 27 |
| 图表 49: 龙大美食产能布局 | 27 |
| 图表 50: 龙大美食部分合作客户 | 27 |
| 图表 51: 重点关注公司及盈利预测 | 28 |

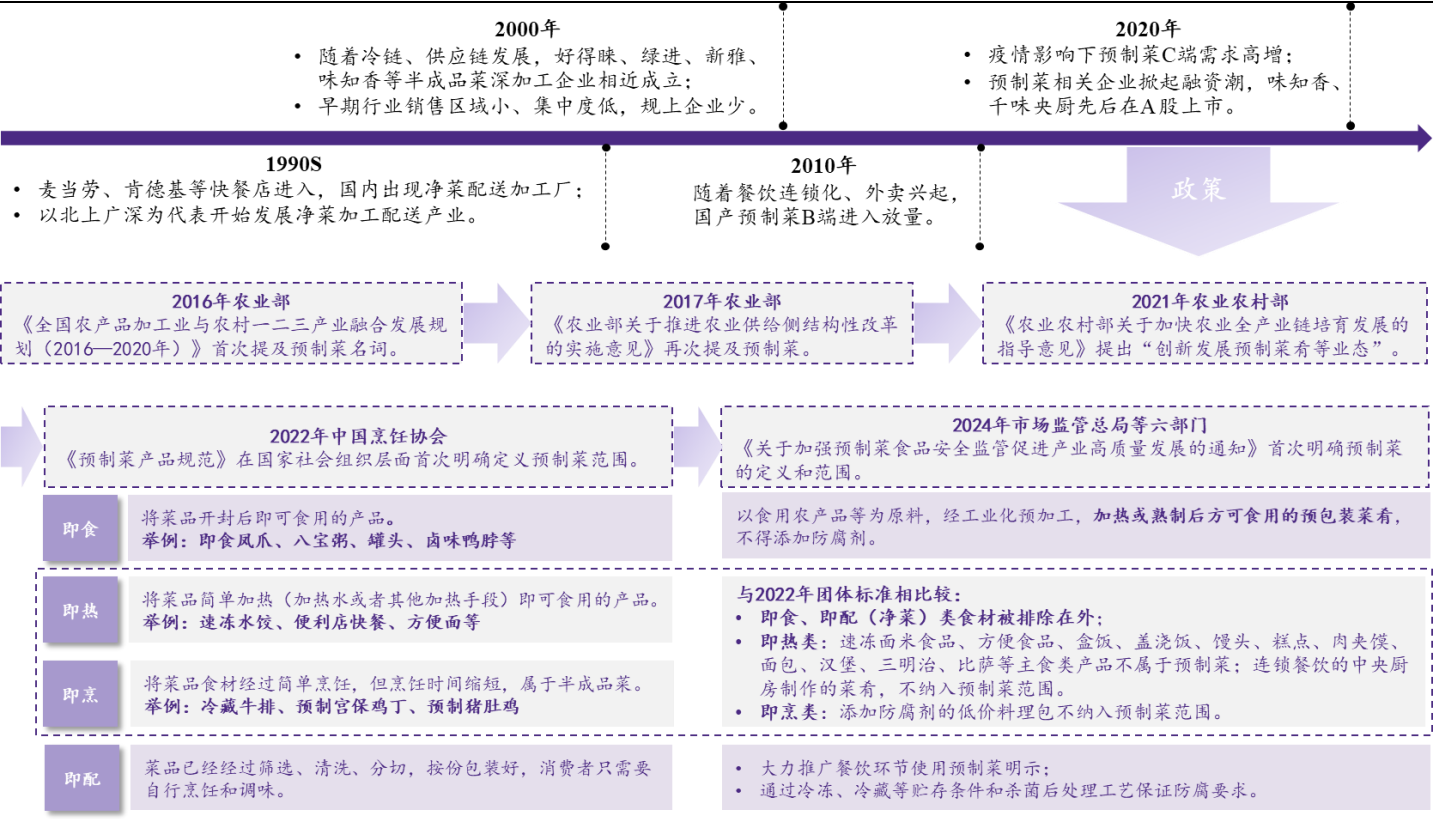
1、新规推进供应链升级，供需两端发力拉升景气度

1.1、新规收窄预制菜概念，推进供应链环节升级

国内预制菜起步较晚，相关政策逐渐完善。预制菜概念最早起源于美国，速冻技术的提升满足终端多元化消费需求，而美式快餐的兴起也倒逼食材趋于标准化，为半成品菜发展带来契机。相比于美日等预制菜行业成熟国家，中国预制菜起步较晚，2000 年开始逐步涌现预制菜厂家，经历一段时间的粗放发展之后，国家及各级政府颁布一系列政策来规范行业标准，2022 年 6 月中国烹饪协会发布的《预制菜》团体标准认可度较高，并将预制菜划分为即食、即热、即烹、即配共四类菜品，而 2024 年 3 月六部联合颁布预制菜新规，定义预制菜为不添加防腐剂，经工业化预加工，加热或熟制后方可食用的预包装菜肴，将即配、即食、速冻面食等主食、连锁餐饮中央厨房制作的菜肴等排除在外。

预制菜涵盖范围进一步收窄，提高行业准入门槛。2022 年团体标准下的预制菜偏向于强调“预制”属性，针对食材做预处理均可在广义上将其划分为预制菜，且其广泛涵盖供应链各个环节，即配类属于上游采购与初加工环节过程产物，即热、即烹类为经中游深加工后的产品形态，即食类直接面对 C 端客户。2024 年新规下预制菜相对于供应链更加倾向于食品概念，强调“菜肴”的属性，在供应链环节中处于相对靠后的位置，产品更接近餐饮业态，品类包括料理包（不含防腐剂）、牛肋骨等半成品酒店菜、烤肠等调理肉制品等。除此之外，新规提高生产企业准入门槛，为产业营造更加良性的发展环境。

图表 1：预制菜历史沿革与政策颁布

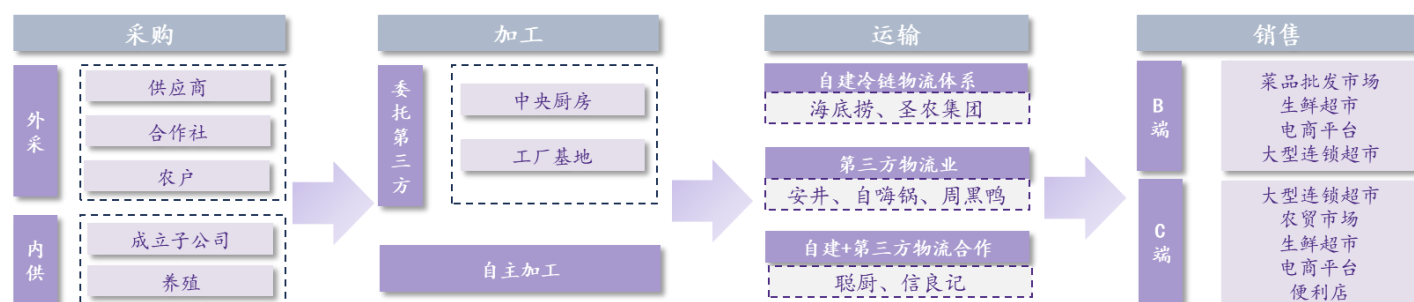


资料来源：红餐网，农业农村部，中国烹饪协会，中国政府网，华鑫证券研究

新规对预制菜供应链升级提出更加严苛的要求，冷链建设成为行业扩容基础。预制菜供应链可分为采购、加工、运输和销售四个环节，行业内公司通过各个环节切入预制菜赛道。

- **采购：**大部分企业通过供应商、合作社、农户等外采渠道进行原材料采购，后续蔬菜防腐保鲜要求提高，液氮冷冻或将成为升级的方向；
- **加工：**在杀菌方式上，常温料理包采用“高温高压杀菌+真空铝箔包装”达到商业无菌状态，但为防止部分特殊细菌休眠体存货，部分产品（PH>4.6）仍需限量添加防腐剂以杜绝食品安全隐患，速冻菜肴则采用瞬间急速冷冻的方式抑制微生物活动，防止食物变质，同时速冻菜肴口味上更接近于现炒。若部分特殊品类在工艺上无法解决常温料理包细菌滋生问题而添加防腐剂，则可能面临更大政策风险，随着消费者对预制菜风味要求提升叠加政策出清部分含防腐剂常温料理包，预计速冻菜肴需求稳步增长；
- **运输：**国内企业大多采取自建冷链、第三方物流、自建+第三方合作这三种方式进行产品运输，冷链物流规模扩容在一定程度上将成为制约预制菜发展的重要要素；
- **销售：**包括经销、直销、加盟店、线上新零售等渠道，未来预制菜更多通过速冻、短保形式进入终端，渠道效率成为企业竞争核心，目前大部分企业以 B 端客户为主，C 端预制菜消费者认知仍在培育中。

图表 2：预制菜供应链各环节



资料来源：中物联冷链委，华鑫证券研究

1.2、供给端：处餐饮供应链中下游，赛道参与者类型丰富

预制菜本质为食品工业化，在餐饮供应链中位于中下游。在餐饮供应链环节中，预制菜处于中下游位置，本质上依然是食品工业化，通过延长加工环节提高菜品完成度，狭义

预制菜（速冻菜肴）可以看做复合调味品与基础速冻品的结合，在下游餐饮端应用上更为去厨师化；**在商业模式上**，从调味品、速冻品到预制菜再到餐饮，产品保质期逐渐缩短，供应链上游提供产品，下游提供服务，下游与消费者距离更近。**在生产工艺上**，由于预制菜涉及到的原材料种类较多，模块化较为困难，在清洗、切配等食材预处理环节与炒制等环节均需人工参与，相较于调味/速冻行业机械化程度相对较低，同时预制菜生产中原材料成本占比高于餐饮供应链上下游其他环节；**在研发要求上**，调味/速冻新品开发需要紧密跟踪消费者口味变化，根据前端热点趋势实现快速研发跟进，而预制菜以还原市场验证过的传统快餐/正餐菜品为主要诉求，研发难点在于克服口感与新鲜度问题。

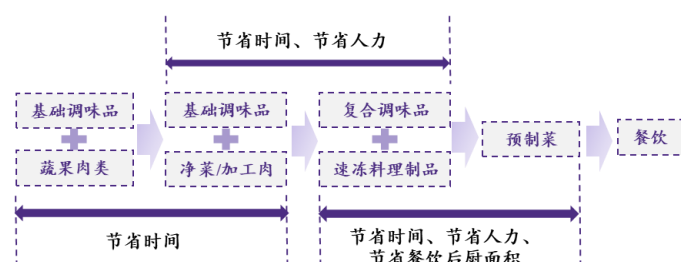
图表 3：调味/速冻/预制菜/快餐/正餐商业模式对比

| 餐饮供应链位置 | 调味品 上游 | 速冻品 中游 | 预制菜 中下游 | 快餐小吃 下游 | 中式正餐 下游 |
|-----------|---------------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------------|-------------------------|
| 原材料 | 大豆、小麦粉等植物原料；盐、白砂糖等基础调味品 | 猪肉、牛肉等肉制品；酱油、醋等调味品 | 复合调味品；青菜等蔬菜、猪肉、牛肉等肉类 | 酱油、食盐等基础调味品/复合调味品；蔬菜、肉类 | 酱油、食盐等基础调味品/复合调味品；蔬菜、肉类 |
| 原材料成本占比 | 85%左右 | 80%左右 | 90%左右 | 37%左右 | 37%左右 |
| 标准化程度 | 机械化程度高、产品高度标准化 | 机械化程度较高、产品存在差异化 | 存在较多人工环节、产品品类分化 | 基本为人工操作，菜品种类较为固定 | 基本为人工操作，菜品种类多 |
| 毛利率 | 30%-40% | 25%-30% | 25%-30% | 53% | 47% |
| 市场规模 | 2023 年 5923 亿元 | 2023 年 1835.4 亿元 | 2022 年 2271 亿元 | 2023 年 8237 亿元 | 2022 年 2.14 万亿元 |
| 竞争格局 | 2021 年 CR5=18.8% | 2021 年 CR4=60% | 2022 年 CR10=14% | 高度分散 | 连锁化率提升 |
| 客单价 | 190 元左右 | 35 元左右 | 30-50 元 | 28 元 | 86 元 |
| 购买频率 | 3 个月 1 次 | 每月 3 次 | 每周 2-3 次 | 每周 4 次 | 每月几次 |
| 渠道分布（B：C） | 2021 年餐饮（48%）、家庭（37%）、食品加工（15%） | 2021 年零售（54%）、餐饮（46%） | 2022 年餐饮端（79%）、家庭端（21%） | 面向 C 端 | 面向 C 端 |
| 研发要求 | 基础调味品健康化，复调迭代速度快/SKU 多 | B 端企业定制能力强，C 端企业追随消费者偏好 | 以市场验证过的经典菜品为主，最终目标为还原口味 | 餐饮推新频率高，直接面向终端消费者，根据销售反馈及时优化菜单 | |

资料来源：wind，《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，艾媒咨询，华经产业研究院，福建省食品工业协会，红刊财经，预制菜食材之家，观麦，红餐网，天财商龙餐饮研究院，中物联食材供应链，华鑫证券研究

注：预制菜 2022 年市场规模为肉禽预制菜与水产预制菜市场规模之和，考虑到该数据包含添加防腐剂的产品，实际规模会更低。

图表 4：预制菜相当于速冻+复调替代产物



资料来源：华鑫证券整理

图表 5：餐饮供应链各环节

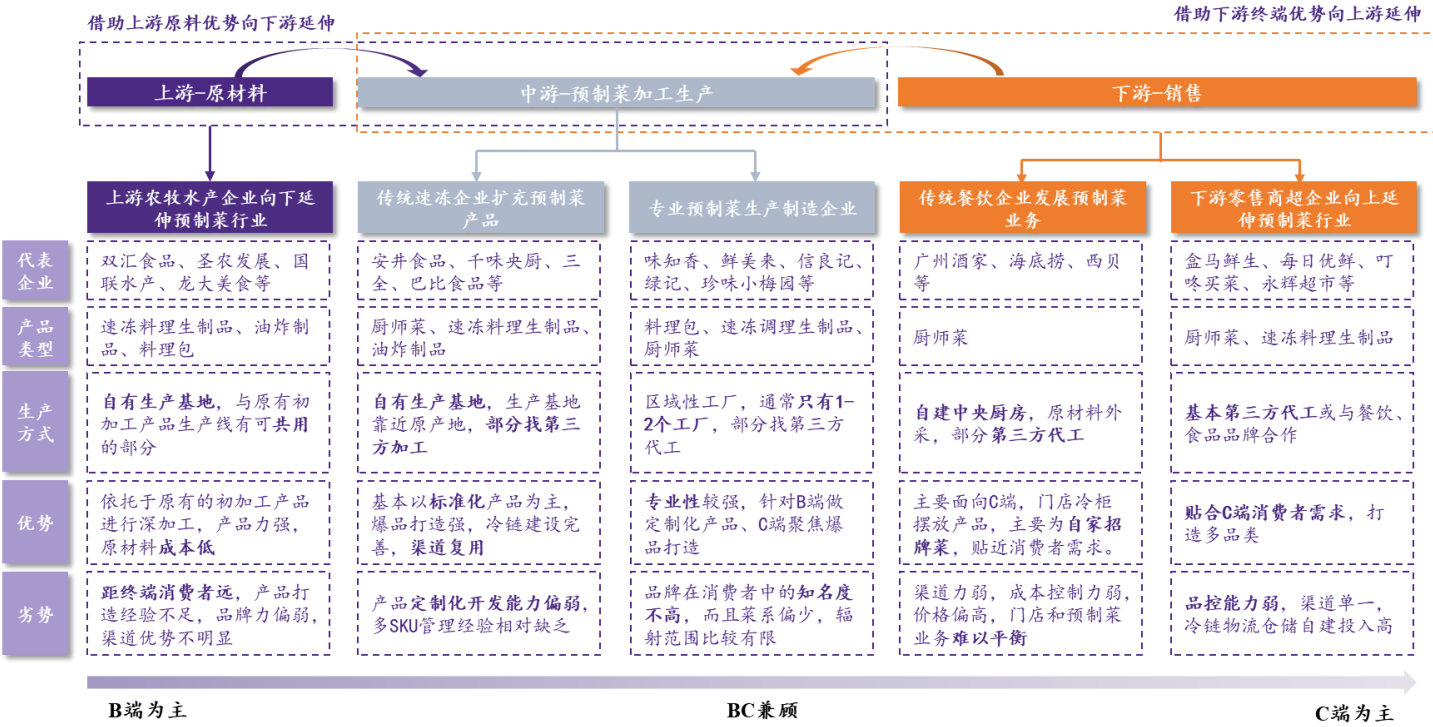


资料来源：华鑫证券整理

预制菜上下产业链条交织，企业通过不同环节切入赛道且各有优劣。预制菜产业链条复杂，处于第二产业，与第一、第三产业在生产、资源、交易等环节紧密交织，各企业通过延伸供应链涉足预制菜产业，根据切入预制菜赛道的方式，可将企业划分为三类：

- **上游农牧水产企业借助原料成本优势向下游布局预制菜。**比如龙大美食从猪肉养殖、屠宰业务将供应链延伸至猪肉深加工，打造肥肠、酥肉、烤肠等大单品，国联水产沿用白对虾、鱼类等水产品进行深加工，打造小龙虾、酸菜鱼等预制菜品，其优势在于原材料规模化、成本低，而这类传统 B 端企业距消费者较远，C 端产品打造上品牌力不足。
- **中游速冻企业扩充预制菜业务及传统预制菜厂商。**传统速冻品后期冷冻保鲜环节与预制菜产业有重叠，同时经销渠道、团队等可实现复用，安井通过自产+并购+OEM 三种方式开拓预制菜业务，但长期规模化、标准化的生产模式决定了其柔性定制产线相对较弱。以味知香为代表的传统预制菜厂商经过长期发展，形成较强专业能力，但门店模式辐射范围有限，C 端零散化致使物流成本较高。
- **下游餐饮企业与零售商超向上游布局预制菜。**部分大型连锁餐饮企业出于自身降本增效与保证口味稳定性的需求自建中央厨房，除内部供应净菜、半成品外，还可以企业品牌力为基础推出 C 端厨师菜品，尽管拥有 C 端基因，但销售渠道资源较为薄弱。零售商超企业以门店为核心，在销售渠道上具备天然优势，因此企业通过 OEM 模式进行轻资产布局，但品控与冷链建设导致前期成本投入风险较高。

图表 6：参与预制菜赛道的各类企业

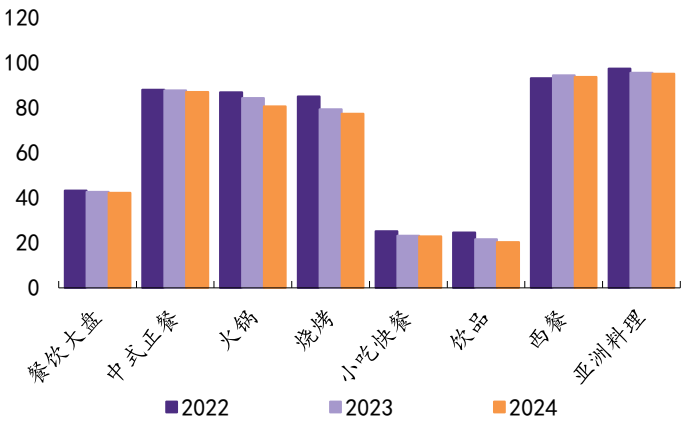


资料来源：中物联冷链委，南宁预制菜产业协会，华鑫证券整理

1.3、需求端：B端降本增效，C端省时省力

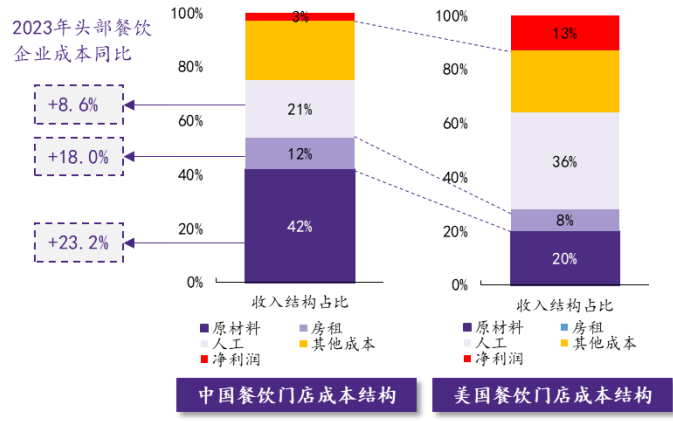
餐饮客单价压缩与降本需求迫切，驱动 B 端预制菜扩容。营收端，疫情后消费者消费态度日益谨慎，同时连锁餐饮向下沉市场挖掘增量，餐饮行业人均消费呈现下滑态势，2024 年 9 月，餐饮大盘人均消费下滑至 42.1 元，同比下滑 1.2pct。盈利端，根据中国烹饪协会，2023 年我国头部餐饮企业原材料/人工/房租三大成本分别同增 23%/18%/9%，“三高”问题明显存在。相较于美国餐饮门店，除美国员工成本普遍较高导致人工成本较高之外，食品工业化发展优化美国餐饮门店原材料/租金成本，最终实现超 10%的净利率水平，显著优于国内的 3%。营收端与成本端双重压力倒逼我国餐饮行业借助食品工业化方式实现盈利优化，料理包的使用实现对荤菜与部分调味品的替代，实现食材成本节约 17%，同时菜品加热即可出餐，操作简单，厨师依赖度明显下降，后厨面积占用小，实现人工租金成本节约 60%，从成本到费用端均实现降本增效，从而带动净利率提升 14pct。

图表 7：餐饮大盘人均消费同比降低（元）



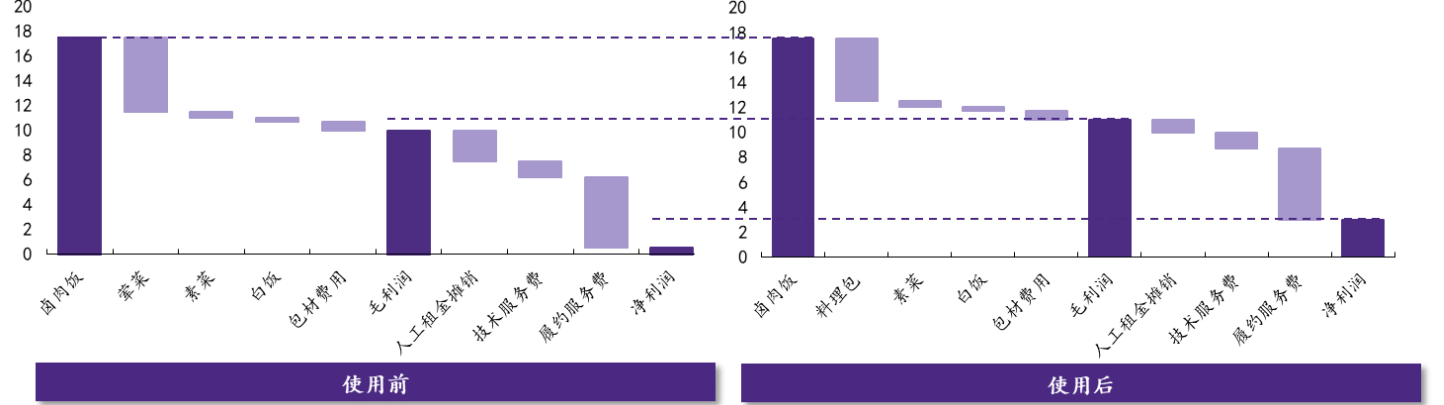
资料来源：红餐网，华鑫证券研究

图表 8：中国餐饮门店盈利能力相比美国仍有优化空间



资料来源：《2020 中国餐饮业年度报告》，《2022 年中国连锁餐饮报告》，窄门学社，中国烹饪协会，华鑫证券研究

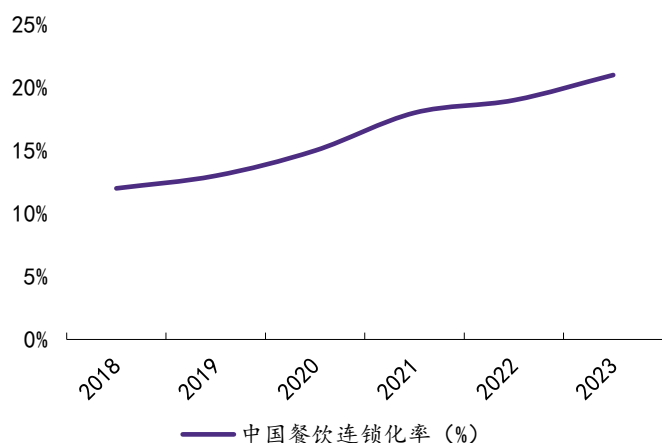
图表 9：餐饮行业使用预制菜后成本对比



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，华鑫证券研究

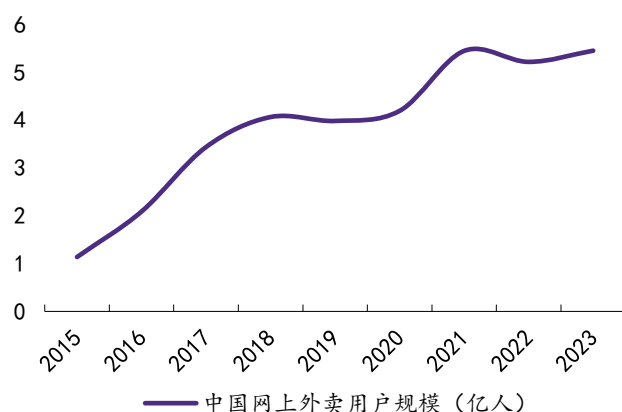
餐饮连锁化趋势加剧、团餐兴起、外卖规模增长推动 B 端需求增加。根据《2024 年中国餐饮产业生态白皮书》，2023 年中国连锁化率约为 21%，出于口味一致性与降本增效需求，连锁餐饮催化出企业自建中央厨房或寻求预制菜供应商合作需求。团餐的市场规模由 2019 年的 1.5 万亿增至 2023 年的 2.1 万亿，预制菜恰好可满足团餐提前采购、按时出餐的制作需求。除此之外，2018-2023 年外卖市场规模的 CAGR 超过 20%，成为餐饮市场重要增长引擎，外卖规模增大与配送时间紧张，倒逼商家选择预制菜节省出餐速度、增厚商家利润，目前预计 70%的外卖商家使用料理包制作菜品，为预制菜中小 B 渠道提供增长动力。

图表 10：中国餐饮连锁化率持续提升



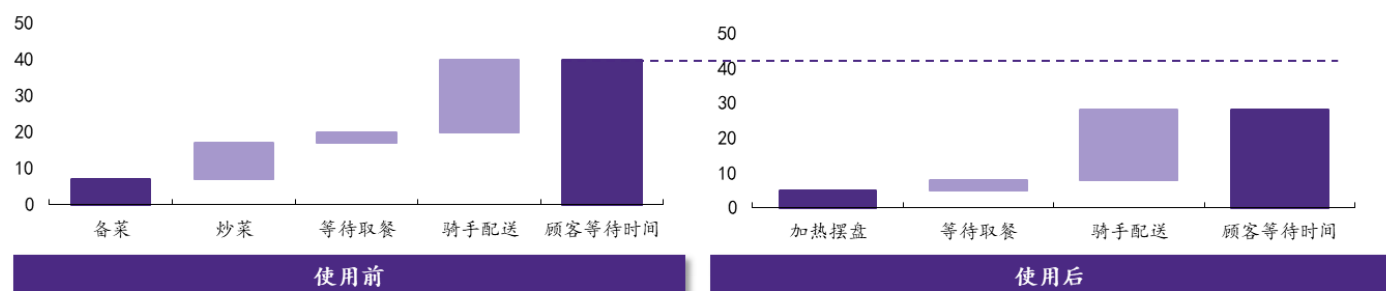
资料来源：《2024 水产预制菜产业发展白皮书》，华鑫证券研究

图表 11：中国外卖用户规模持续增长



资料来源：wind，华鑫证券研究

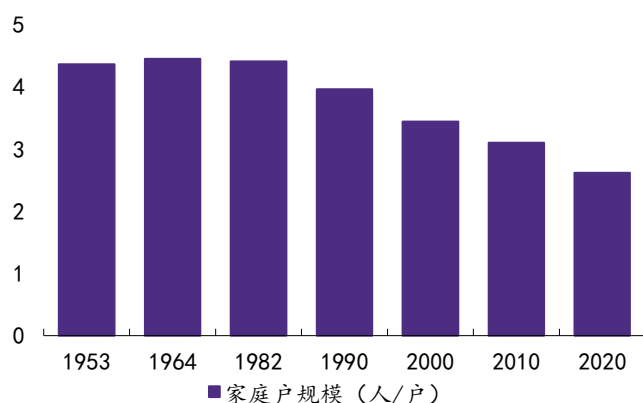
图表 12：外卖商家使用预制菜前后出餐时间对比



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，华鑫证券研究

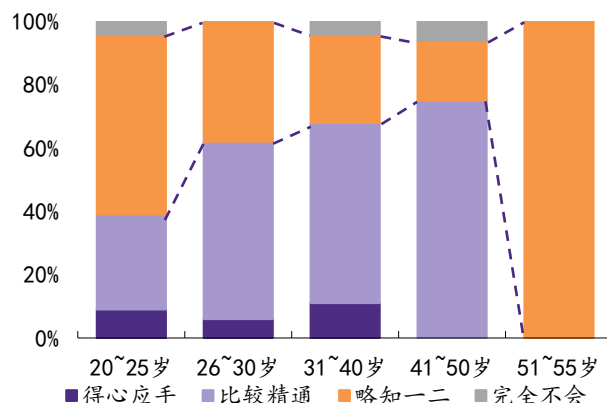
C 端主要驱动因素为家庭规模缩小及年轻消费者烹饪技能的掌握不足。随着结婚成本、生育养育成本上升，单身潮、家庭小型化趋势愈加明显，根据全国人口普查主要数据显示，我国家庭户规模从 1953 年的每户 4.36 人逐年下降至 2020 年的每户 2.62 人。加之疫情催化下，“宅家文化”和“懒人效应”成为潮流，根据《2022 年中国连锁餐饮报告》数据显示，超过半数的消费者认为自己难以胜任烹饪任务，这一问题在年轻一代中尤为明显，越来越多的消费者选择购买预制菜在家烹饪这种省时省力的饮食方式。

图表 13：我国家庭户规模逐渐减少



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 14：年轻人厨艺下降明显



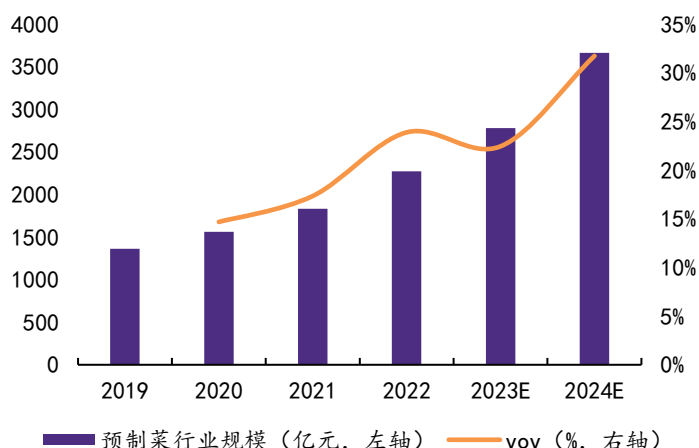
资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，华鑫证券研究

2、对标海外成长潜力足，市场出清利好集中度提升

2.1、规模：行业仍处高速成长期，冷链容量充足

预制菜行业保持高速扩容，速冻与原材料类企业布局预制菜发展第二增长曲线。从市场整体来看，根据艾媒咨询数据，结合预制菜新规排除米面/蔬菜类产品，2022 年我国预制菜市场规模为 2271 亿元（同增 24%），且行业仍在保持高速扩容，其中肉禽/水产预制菜分别为 1224/1047 亿元，由于地域限制下，内陆地区难以建立大规模水产预制菜产业集群，同时中国消费者对于肉禽摄入获取需求量大，因此肉禽类预制菜在占比与增速上均略高于水产预制菜品类。从具体公司来看，安井/千味/三全作为传统速冻品企业开发速冻菜肴制品协同效用明显，其中安井食品通过自产+并购+代工三路并进成功拉升预制菜第二曲线，实现市占率领先，国联水产/龙大美食在主业承压的情况下预制菜业务稳步增长，传统预制菜企业味知香受 C 端需求压制，主业营收增速放缓。

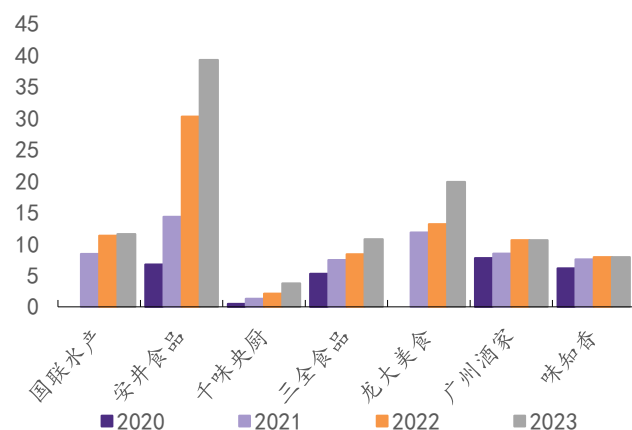
图表 15：预制菜市场规模及同比



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

注：本处预制菜行业规模剔除米面及蔬菜制品

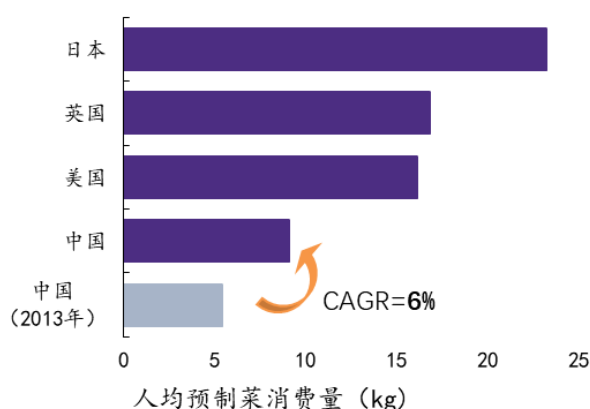
图表 16：各公司预制菜收入规模同比增长（亿元）



资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

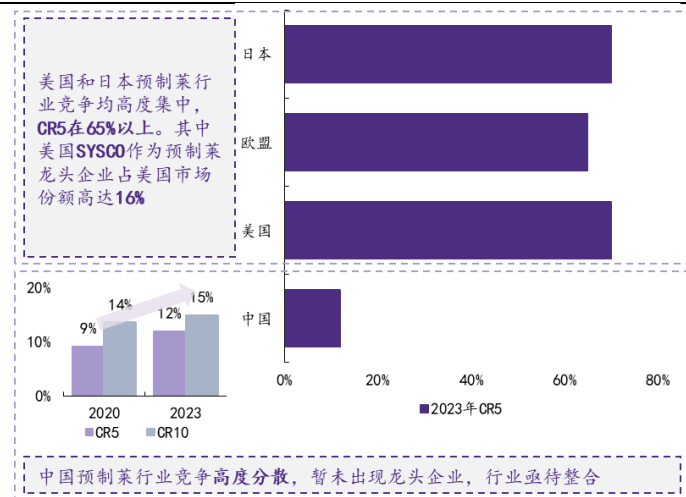
预制菜属于蓝海市场，政策完善利好头部集中。中国人均预制菜消费量从 2013 年的 5.4kg 增长到 2022 年的 9.1kg，后期疫情催化下消费者教育加速，预制菜需求端持续提升，但对比海外，美国/英国/日本 2022 年人均消费量为 16.1/16.8/23.2kg，同时 2021 年中国预制菜渗透率为 10%-15%（美/日渗透率 60%以上），可见国内预制菜处于发展初期。在集中度上，国内预制菜产品呈现出明显的有品类无品牌的特点，但 2020 年以来市场呈现出向头部集中的趋势，我国预制菜企业 CR5 由 2020 年的 9%提升至 2023 年的 12%，虽然相对海外成熟市场仍然较为分散，但随着预制菜政策不断完善，市场准入条件与质量标准提升，头部品牌将不断收割市场份额。

图表 17：2022 年中国对比海外预制菜人均消费



资料来源：零售圈，消研所 trendmakers，华鑫证券研究

图表 18：预制菜市占率



资料来源：沙利文，华经产业研究院，华鑫证券研究

美日中预制菜依次起势，底层需求助力行业扩容。美国最早受益于工业化程度提升与人口密度增加，1950 年人口增长推升餐饮需求，美式快餐巨头成立倒逼供应链标准化，行业销量复合增长率 10%；与此同时日本外食餐饮发展、家电普及，同时由于本土资源匮乏，

请阅读最后一页重要免责声明

13

政府层面大力扶持速冻食品发展，1976 年餐饮连锁化及降本增效需求催化 B 端预制菜起量，后续经济泡沫破裂，人口老龄化叠加家庭单位人口下降，C 端接替发展；此时国内预制菜已经从起步迈向餐饮需求爆发，2020 年疫情封控实现 C 端预制菜消费者教育。复盘中美日三国预制菜行业趋势，餐饮连锁化率提升构筑预制菜早期需求起势的底层需求，经济发展与人口结构调整助力家庭端预制菜消费提升。

图表 19：对比中美日三国预制菜发展历史



资料来源：红餐网，日本冷冻食品协会，日本食品出口展，食品饮料创新营，食安信资讯，华鑫证券研究

对比美日预制菜发展逻辑，中国预计仍有近 10 年成长期。通过对比美日预制菜发展路径，我们认为我国预制菜自 2010 年开始迈入预制菜成长期，且目前该阶段尚未结束，主要原因为：**行业政策来看**，我国预制菜概念传播较晚，舆论环境相对抵触，相较于美日预制菜多遵循通用食品安全法律，我国针对预制菜制定细分政策且不断更新迭代，随着配套监管政策出台，消费者担忧不断化解，C 端增长阻力将不断降低。**宏观经济来看**，中国 2010-2023 年 GDP 复合增速 8.98%，目前中国迈入发展新常态，预计 GDP 仍可保持中个位数稳健增速水平，2023 年我国城镇化率为 66.16%，相较于发达国家仍有增长空间，尽管人口增速有所放缓，但我国人口基数庞大，同时主力劳动及消费人群维持较好稳定性，为预制菜消费提供坚实支撑。**行业发展来看**，我国餐饮 2010-2023 年收入 CAGR 为 9%，为 B 端预制菜需求存量稳定提供托底，同时餐饮连锁化率稳步提升，降本增效需求将进一步拉动预制菜增量需求的增长。

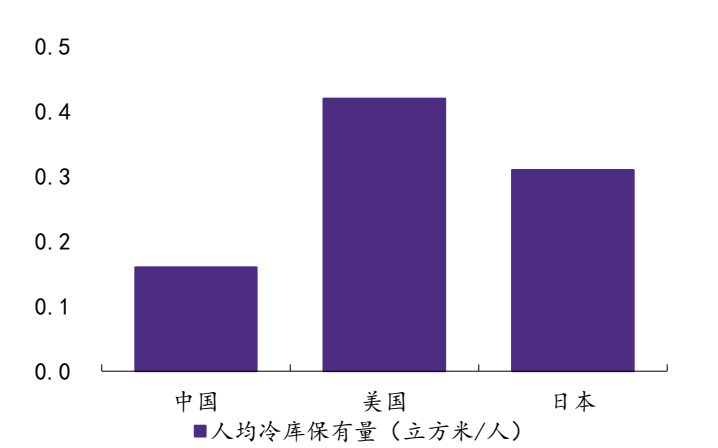
图表 20：中美日预制菜成长期对比

| | 政策 | 宏观 | | | 行业 | |
|-------------------|--|----------------|---|----------------|--|------------------------|
| | | GDP 增速 | 城镇化率 | 人口增速 | 餐饮收入 | 预制菜规模 |
| 美国 1950-1970 年 | 未针对预制菜制定细分固定，控制原料安全性加上通用食品安全指标 | CAGR: 6.95% | 1950: 64.2% 1970: 73.6% 增长: 9.4pct | CAGR: 1.51% | 1950 年餐饮业收入 占居民食品消费 25%，1970 年餐饮 规模 428 亿美元 | CAGR: 10%+ |
| 日本 1975-1995 年 | 《食品、添加剂等的规格标准》规定冷冻食品、包装后加压加热杀菌食品等通用的成分及含量；《学校供餐法》明确供应目标、贡餐实施基准 | CAGR: 6.49% | 1975: 75.91% 1995: 78.05% 增长: 2.1pct | CAGR: 0.59% | 1975 年餐饮市值 10 万亿日元； 1990 年餐饮市值 30 万亿日元。 CAGR: 8% | CAGR: 9.7% |
| 中国 2010-2023 年 | 《关于加强预制菜食品安全监管促进产业高质量发展的通知》限定预制菜范围，且规定预制菜不能添加防腐剂 | CAGR: 8.98% | 2010: 49.95% 2023: 66.16% 增长: 16.2pct | CAGR: 0.38% | 2010 年餐饮 1.76 万亿元； 2023 年餐饮 3.95 万亿元。 CAGR: 9% | 2015-2023 CAGR: 30% |

资料来源：wind，中国政府网，中国乡村发展协会农食加工专委会，中国网，立鼎产业研究院，正观历史，峰瑞资本，日本食品出口展，经济学动态，VirtualEstate，Menusifu 点菜大师，开店邦，NCBD，华鑫证券研究

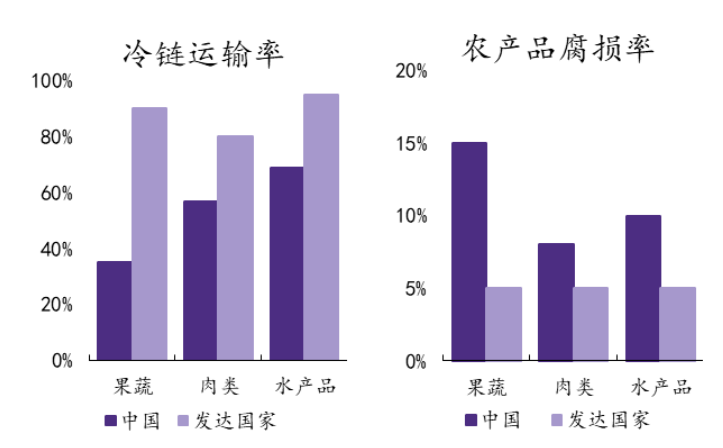
在生产/地理/消费习惯差异制约下，预计我国人均冷链规模仍低于发达国家。我国人均冷库保有量较低且生鲜冷链运输率较低，主要原因在于：1) 上游：相较于美国农场大规模集中种植，我国生鲜农产品产地更为分散，同时相较于日本的多级批发市场长链条与美国的大型配送中心的短链条，我国流通环节同时存在美日两国链条方式，环节复杂，难以在物流端形成规模效应，边际成本较高。2) 中游：冷链物流基础设施初期投资成本大，资源整合门槛较高，美日冷库投资运营模式成熟、资金充足，而中国尚缺少组织力强的投资主体和资金的投入。3) 下游：我国人口密度较高，因此 C 端配送效率较高，而餐饮端连锁化率较低，因此 B 端冷链物流较发达国家仍较弱。在生产模式、地理分布于消费习惯制约下，预计我国人均冷库容量成熟期仍低于美日水平。

图表 21：中国人均冷库保有量低于美日



资料来源：中物联冷链委，华鑫证券研究

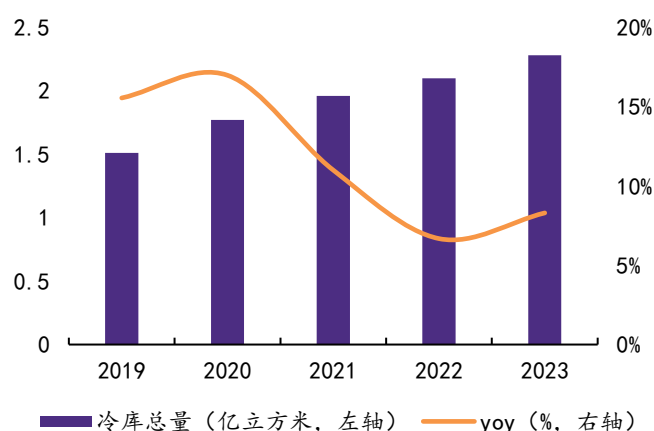
图表 22：我国与发达国家冷链运输率与农产品腐损率对比



资料来源：国家信息中心，华鑫证券研究

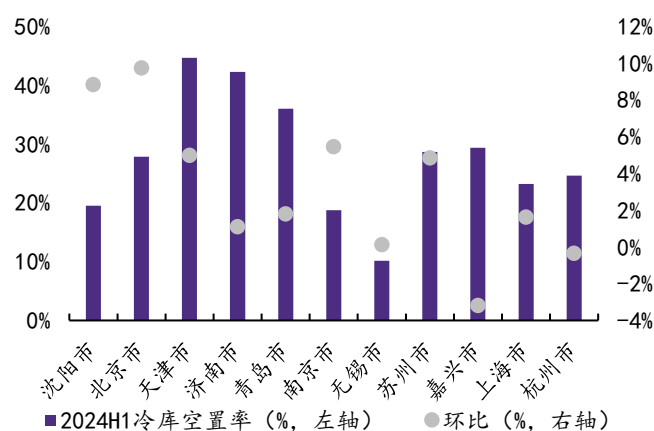
速冻菜肴收割含防腐剂料理包份额将催化冷链运输需求增长，预计中期冷库容量仍可承接预制菜增量运输需求。疫情后期，我国冷链市场整体处于承压前行、需求企稳回升的震荡格局，但冷库总量与冷链市场规模整体处于稳步增长过程中，需求端来看，新规下预计 C 端速冻菜肴将替代部分常温料理包份额，推升冷链运输需求稳步回升；供给端来看，2024 年我国冷库供应平稳增长，同时现有冷库空置率仍处高位，预计冷库增量与现有空置存量中期仍能承接新增预制菜运输需求，同时消费降级下冷库租金持续下降，速冻企业物流费用压力预计有所回落，随着物流设施完善，冷链规模端与成本端对预制菜运输的制约效应持续减弱，预制菜运输半径受限、品牌区域性等问题将逐步缓解。

图表 23：2019–2023 年中国冷库总量



资料来源：中物联冷链委，华鑫证券研究

图表 24：2024H1 中国重点城市冷库空置率环比情况



资料来源：物联云仓数字研究院，华鑫证券研究

2.2、品类：菜系复杂度高，预制菜品类仍待开发

我国菜系复杂度高，预制菜品类仍有较大挖掘空间。从菜系来看，日本国土面积较小，可大体划分为关东料理与关西料理，美国人种结构复杂，共包含六大菜系，中国地域广阔、饮食习惯差异大，共有八大菜系，菜品数量比美日更多。在饮食特点上，相较于美国以烤、炸为主的烹饪习惯，中国与日本在烹饪方式上较为相近，食材处理工艺更为复杂。目前中国预制菜 sku 数量仅 1000 余种，而菜系更少的日本则有超 3000 个 sku，尽管国内预制菜口径较海外更窄，但国内仍存在部分菜系由于工艺问题尚未推广工业化，且除还原已经成熟的菜系外，我国预制菜在新菜品迭代能力上仍待加强，伴随产线升级与新口味挖掘，国内预制菜品仍有开拓空间。

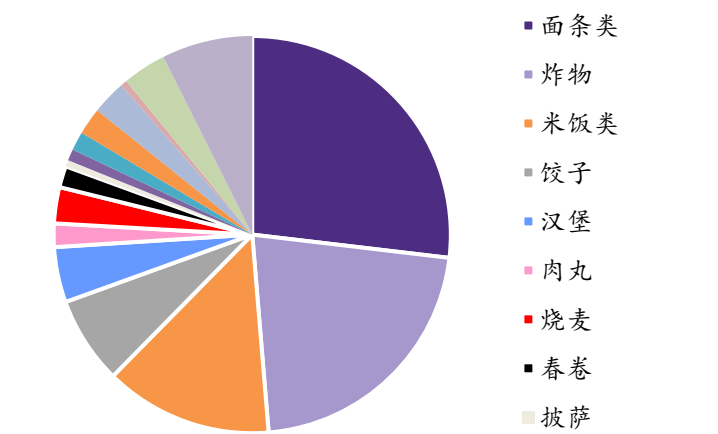
图表 25：中美日菜系与饮食习惯对比

| 国家 | 菜系 | 饮食特点 | 预制菜种类 | 预制菜 SKU |
|----|----------------------------------|-------------------------------------|---|---------|
| 美国 | 太平洋沿岸、西南、南方黑人、路易斯安那州、纽约、新英格兰六大菜系 | 食材：土豆、玉米、蔬菜、各种肉类； 烹饪方式：烤、炸为主 | 罐头、甜品、披萨、全熟肉、半成品肉、面包等 | - |
| 日本 | 关西料理、关东料理 | 食材：米饭、鱼、豆制品、蔬菜等； 烹饪方式：刺身、蒸、烤、炖为主 | 米面类、汉堡、肉丸、面包、鸡蛋制品、章鱼烧 | 3000+ |
| 中国 | 鲁、川、粤、苏、闽、浙、湘、徽八大菜系 | 食材：米饭、面条、蔬菜、各种肉类； 烹饪方式：炒、蒸、煮、炖为主 | 即热制品（便利店快餐等），即烹（酸菜鱼、宫保鸡丁等料理包、小酥肉等速冻调理制品）等 | 1000+ |

资料来源：FBIF 食品饮料创新、国际金融报、华鑫证券研究

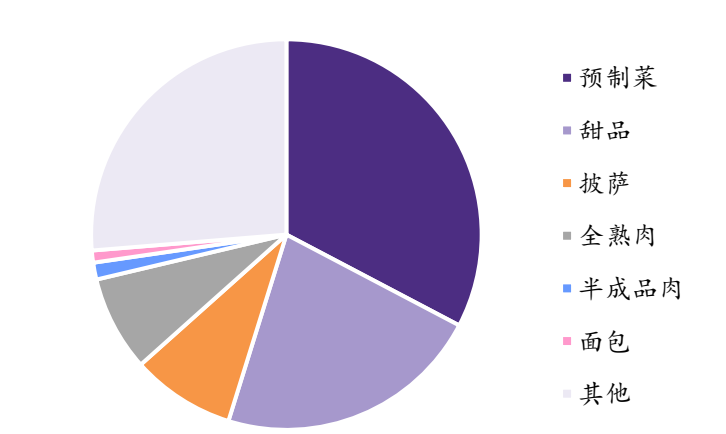
注：本处美国、日本预制菜种类口径为速冻调理制品分类

图表 26：日本预制菜种类以主食类为主



资料来源：日本冷冻食品协会，华鑫证券研究

图表 27：美国速冻调理制品种类



资料来源：Conagra，华鑫证券研究
注：排除初加工肉、蔬菜、水果等初级农产品

从品类划分来看，预制菜可以分为料理包，酒店菜、调理肉制品与菜肴制品。

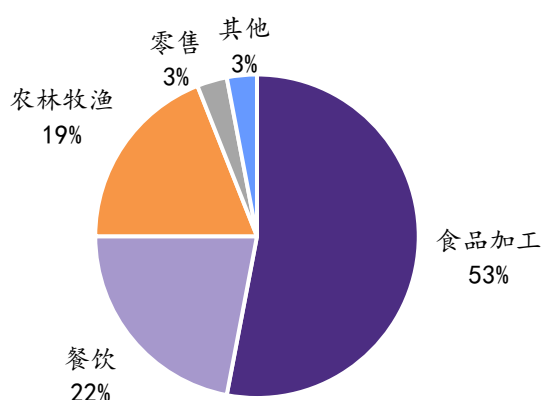
- **料理包随外卖市场扩容，区域龙头具备供应链优势。**对应的客户多为中小餐饮，尤其外卖市场规模持续提升，为料理包规模增长提供动力，料理包板块竞争较为市场化，区域龙头可借助物流配送优势进行市场渗透，赛道主要参与者有蒸烩煮、新美香等。
- **酒店菜进入壁垒高，先发优势企业更易突围。**酒店菜多用于宴席、年夜饭市场，厨师在半成品菜基础上再加工，能够提升标准化、降低能源成本和人工成本，但酒店菜进入壁垒高、开拓难度大，且对预制菜品项、口味均有较高要求，具备先发优势的企业更易突围成功，目前赛道主要参与者有绿进、新聪厨等。
- **调理肉制品工艺更简单，可掌控原材料成本的企业优势明显。**调理肉制品加工程度较为初级，但成本受行情影响大，具备原材料成本优势的企业竞争力更强，赛道主要参与者有龙大美食、圣农集团、国联水产等上游企业，以及安井等上游原材料控制力强的传统速冻企业。

- **菜肴制品口味还原要求高，考验品牌爆品打造能力。**由于 C 端预制菜企业需要通过爆品建立品牌，而酸菜鱼、佛跳墙、猪肚鸡等单品多呈现有品类、无品牌特征，同时流通渠道的分散化致使物流费用高企，叠加线下商超进场费与线上直播坑位费，预制菜终端定价显著高于毛菜，企业既要考虑产品端营销网络的构建，又要通过供应链建设优化产品成本、提高终端竞争力，这对企业的综合素质提出较高的要求，赛道主要参与者包括广州酒家、同庆楼等餐饮企业，以及盒马、永辉等零售企业。

2.3、渠道：绑定 B 端快速放量，市场出清集中度提升

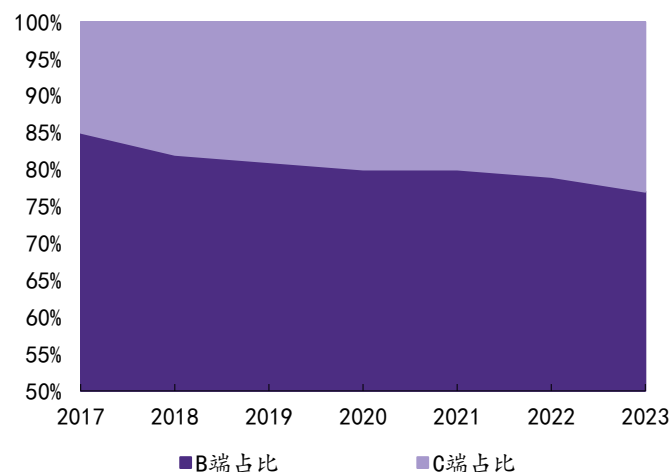
国内主要企业重点布局 B 端渠道，推进产能建设承接市占率提升红利。预制菜企业主要涉及食品加工、餐饮、农业等领域，涵盖预制食材完整产业链条，目前我国预制菜 B 端占比在 80%左右，大部分农业/食品加工企业 BC 兼顾，餐饮/零售企业大多通过原有 C 端渠道销售。B 端为主的企业预制菜业务毛利率多位于 10%-15%（安井/三全等），预制菜作为食品深加工产品，附加值较原有主营业务更高，由于我国餐饮连锁化率低，大 B 客户多集中于百胜、海底捞等餐饮龙头，竞争较为激烈，中小 B 业务仍为预制菜发展主要驱动力；C 端业务为主的预制菜企业毛利率为 25%-30%（味知香/广州酒家等），由于存在终端品牌溢价，盈利高于 B 端。前期国内各龙头企业多通过并购、OEM 等方式进行预制菜业务试水，随着模式成熟与规模扩张逐渐收回自产，目前各企业多有定增扩产规划，收割区域性企业市场份额，承接市占率提升红利。

图表 28：预制食材企业主营行业分布



资料来源：中物联食材供应链，华鑫证券研究

图表 29：预制菜 B/C 端市场占比趋势图 (%)



资料来源：中物联食材供应链，华鑫证券研究

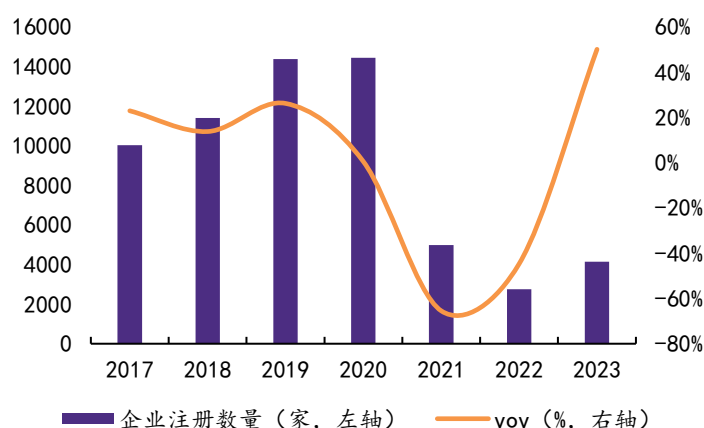
图表 30：我国重点预制菜企业对比分析

| | 龙大美食 | 国联水产 | 安井食品 | 千味央厨 | 三全食品 | 味知香 | 广州酒家 |
|---------|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|-----------------|-----------------------|---------------------------------------|-------------------------|
| 供应链位置 | 上游供应链转型企业 | | | 传统速冻食品 | | 预制菜加工企业 | |
| 预制菜收入 | 19.84 亿元 | 11.57 亿元 | 39.27 亿元 | 3.73 亿元 | 10.76 亿元 | 7.88 亿元 | 10.61 亿元 |
| 预制菜毛利率 | 9.72% | - | 11.65% | 24.64% | 12.36% | 26.36% | 30.78% |
| 预制菜收入占比 | 14.90% | 23.57% | 27.96% | 19.60% | 15.25% | 98.62% | 21.65% |
| 渠道 | B 端：80% C 端：20% | B 端：80% C 端占比 20% | BC 兼顾 | B 端为主 | BC 兼顾 | B 端：29% C 端：71% | C 端为主 |
| 区域 | 基本完成产能全国化布局 | 北上广、华南、华东、华中、华北、东南 | 华东为主，推进全国化布局（主业） | 长江南为主（主业） | 北区为主，全国各区域均衡发展（主业） | 深耕江浙沪，覆盖安徽、江西、湖北、福建、重庆等地 | 华南为主，铺货覆盖华东、华中、北京、海南等地区 |
| 生产方式 | 基本自产 | 智能化核心工厂+自有工厂+OEM 工厂 | OEM+自产+并购 | 自产+ODM | 自产 | 自建工厂 | 自建中央厨房 |
| 产能 | 2023 年产能 15.5 万吨，在建产能 17.5 万吨 | 2022 年产能 1.5 万吨；在建产能 2.4 万吨 | 2023 年产量 16 万吨 | 2023 年产量 2.6 万吨 | 2023 年产量 7.72 万吨 | 2023 年设计产能 6.5 万吨（其中 5 万吨新建产能逐渐爬坡） | 2023 年产量 3.25 万吨 |
| 客户 | 海底捞、肯德基、麦当劳、西贝莜面村、半天妖、永辉等 | 海底捞、赛百味、半天妖、叮叮懒人菜、东方甄选等 | 海底捞、永和大王、大润发、永辉、沃尔玛等 | 百胜、海底捞等 | 正在沟通会员商超（Costco、山姆） | 零售渠道为主，直销渠道包括酒店、餐厅、食堂等 | 盒马、永辉、沃尔玛、Costco 等 |
| SKU | - | 超过 100 个 | - | 超过 50 个 | - | 超过 300 个 | 超过 10 个 |
| 主要产品 | 肥肠、酥肉、烤肠、培根 | 小龙虾、烤鱼、酸菜鱼、牛蛙 | 冻品先生：酸菜鱼、烤鱼；新宏业、新柳伍：小龙虾；安井小厨：小酥肉。 | 炸酥肉、鸡爪 | 微波系列、靓汤猪肚鸡、肉卷、蛋饺、小酥肉等 | 味知香：鱼香肉丝、水晶虾仁、清溜鱼片；饅玉：黑椒牛仔骨、免浆虾仁、蒜香骨。 | 传统咕嚕肉、佛跳墙、盐焗鸡 |

资料来源：wind，预制菜宝典，农参，不二研究，新财富，预制菜食材之家，华鑫证券研究
注：预制菜收入与毛利率均为 2023 年数据，三全食品预制菜口径为速冻调制类食品、广州酒家口径为速冻食品。

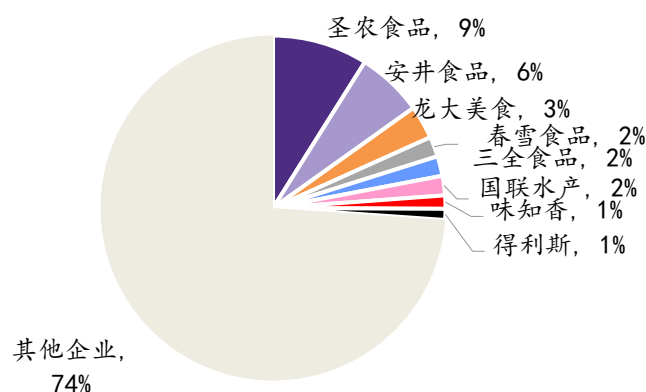
长尾企业疫情间显著出清，行业集中度仍有提升空间。我国预制菜企业注册量自 2011 年以来快速增长，由于预制菜产业准入门槛较低，企业规模整体偏小，注册资本小于 200 万元的企业占比 50%以上，多承担代工厂任务，疫情期间预制菜行业规模提升而企业数量大幅降低，可见大部分低质长尾企业出清，2023 年餐饮行情回暖带动企业数量回升。目前行业集中度仍低，根据测算，2023 年我国预制菜行业 CR5 为 22%，而日本行业的 CR5 已达 64%，随着行业竞争加剧、政策环境趋严，我国预制食材行业集中度仍有较大提升空间。

图表 31：预制菜企业注册量 2023 年触底回升



资料来源：辰智，中物联食材供应链，华鑫证券研究

图表 32：2023 年预制菜行业市场份额分布测算



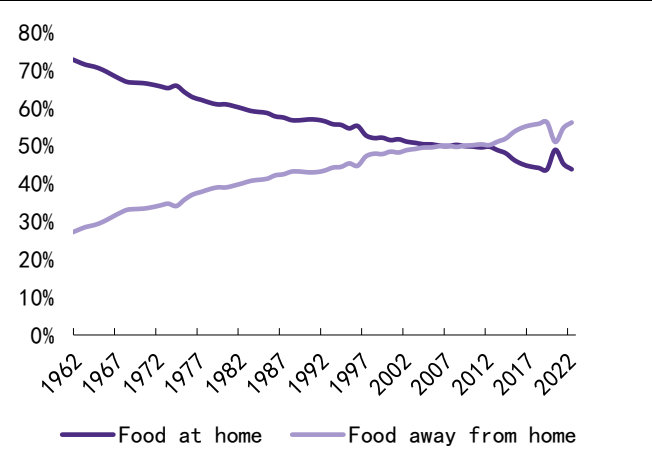
资料来源：wind，艾媒咨询，华经情报网，新京报，华鑫证券研究测算

注：假设企业销售口径增速与市场规模口径增速相同

大部分发达国家预制菜消费以 C 端为主，餐饮端发展带动 B 端放量可使得行业初期快速扩容。以美国为代表的西方发达国家食品工业发展较早，战时用餐催生预制食品需求，并借助冷链建设逐渐渗透 C 端消费，消费习惯培育成熟后连锁餐饮助推 B 端步入爆发期，而中日等亚洲国家则相对受限于工业化进程，餐饮快速发展成为预制菜初期体量扩张的主要动力。

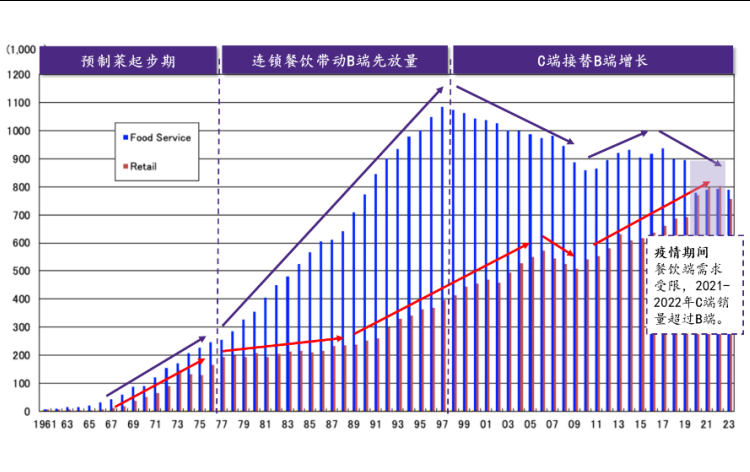
- **美国先 C 后 B：**二战期间，罐头等预制食品由于烹饪简便成为军用餐食，后续延伸至日常家庭消费，随着冰柜普及与冷链物流建设，C 端速冻菜肴消费习惯快速培育，头部企业通过品牌营销、并购整合构筑竞争力，1950 年连锁快餐爆发，饮食外部化率逐步提升，B 端预制菜持续扩容，各企业通过延细分品类深耕整合形成高效且成熟的餐饮供应链体系。
- **日本先 B 后 C：**二战后日本逐步构建速冻食品工业体系，团餐业逐步导入速冻食品，1970 年快餐兴起，B 端先于 C 端放量，1990 年后，日本人口老龄化问题凸显，经济泡沫破裂导致餐饮业下行，叠加女性就业率提升与家庭小型化，C 端预制菜消费稳步提升。疫情期间餐饮消费受到抑制，2021-2022 年 C 端速冻品消费量首次超过 B 端，目前销量端 B：C 接近五五开。

图表 33：美国饮食外部化率逐年提升



资料来源：USDA，华鑫证券研究

图表 34：日本速冻调理制品 B、C 端销量变化



资料来源：日本冷冻食品协会，华鑫证券研究

中小 B 端想象空间更足，C 端消费者认知仍待持续培育。B 端来看，根据中研普华产业研究院统计，2022 年我国连锁餐饮自建央厨比例达 80%以上，后续预制菜供应商在大 B 端市场空间将持续受挤压，而团餐、乡厨、酒店、中小餐饮等小 B 端空间广阔、成品化比例高，但需求较为分散，以安井食品为代表的速冻企业采取属地化研发等方式开拓区域化小 B 渠道；C 端来看，除成品菜肴外，市场不断挖掘更加多元、细分的场景，冰箱使用率提升完成速冻品消费者习惯初步培育，空气炸锅则成为年轻人通过简单方式实现在家烹饪半成品菜肴的最新载体，为 C 端预制菜品类拓展提供更多空间，但总体而言，终端消费者认知培育仍在初期，品牌营销门槛较高，且由于终端分散导致冷链物流压力较大，根据美日企业发展经验，预计具备 C 端基因的零售类企业可借助终端优势做延伸拓展。

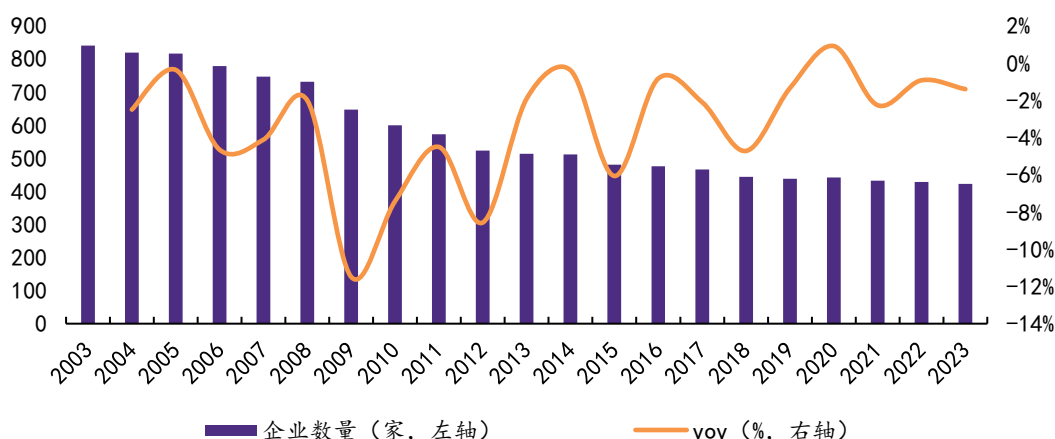
海外预制菜企业主业主结构与国内类似，中长期龙头有充足横向并购空间夯实竞争力。在竞争格局上，海外预制菜龙头企业主业多为速冻、零售、农业相关，类型分布与我国较为类似，不过由于预制菜细分品项较多，美日等预制菜发展较为成熟的国家也难以产生垄断型龙头企业，多为细分赛道错位竞争。从龙头企业布局模式来看，美国预制菜行业龙头多为平台型企业横向并购参与赛道，日本龙头企业偏向于沿供应链上下延伸至预制菜业务，当行业进入调整期，尾部企业出清，龙头通过规模优势在价格战中扩大份额，实现集中度提升。目前我国预制菜企业多采取纵向延伸等方式提高综合竞争优势，行业进入存量博弈后，预计出清与并购整合持续推进市场向头部企业集中。

图表 35：美日部分龙头预制菜企业类型与预制菜起步业务模式

| 美国 | 类型 | 布局预制菜模式 |
|-------|-----|----------------------------------|
| 雀巢 | 速冻 | 并购切入赛道，拥有 8 个预制菜品牌，成为 C 端预制菜龙头 |
| SYSCO | 供应链 | 收购区域小型分销商扩张全国性业务，并通过代工生产自有品牌 |
| Tyson | 农业 | 收购 Keystone Foods 成为麦当劳最大鸡肉供应商之一 |
| 日本 | 类型 | 布局预制菜模式 |
| 神户物产 | 零售 | 由终端食品超市业务向上布局自有品牌，以成本控制打造高性价比优势 |
| 日冷 | 速冻 | 最初经营远洋捕捞业务，后转型预制菜，成功打造炒饭大单品 |
| 味之素 | 速冻 | 味精业务起家，由调味品向下延伸布局预制菜产品 |

资料来源：红餐网，中食冷链，国际畜牧网，华鑫证券研究

图表 36：日本速冻企业数量自 2003 年来逐渐缩减



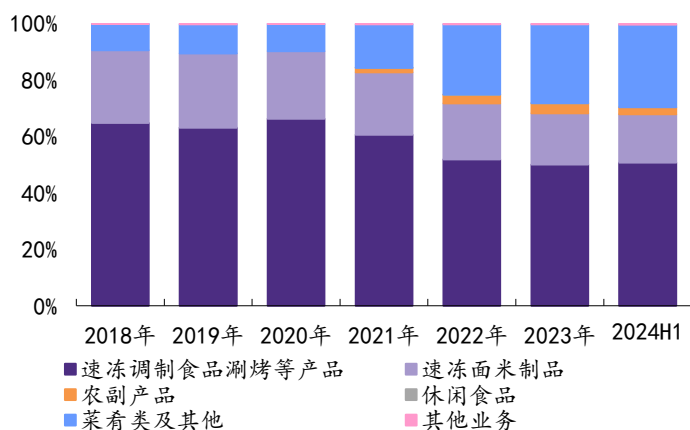
资料来源：日本冷冻食品协会，华鑫证券研究

3、重点公司分析

3.1、安井食品：速冻龙头企业，三路并进布局预制菜

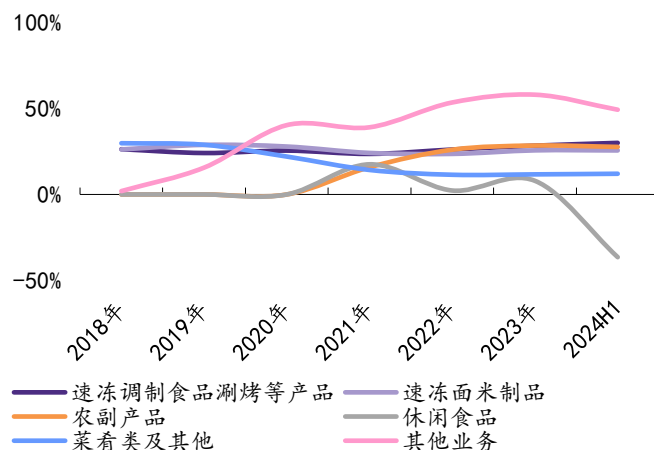
速冻龙头企业，三箭齐发打造预制菜第二增长曲线。安井食品为国内龙头速冻企业，2018 年开始发力菜肴类业务，2021 年公司提出“三路并进”战略布局，将预制菜肴提升至重要战略地位，自产（安井小厨）+贴牌（冻品先生）+外延并购（新宏业+新柳伍）三箭齐发，预制菜业务 2018-2023 年营收 CAGR 为 58%，占总业务营收比例由 2018 年的 9%提升至 2024H1 的 29%，2024H1 菜肴类业务营收达 22.08 亿元，成为公司第二增长曲线。在盈利方面，由于公司针对预制菜板块以 B 端做突破，在初期做快速放量，叠加部分采用 OEM 代工生产，因此板块毛利率相对低于主业，目前 B 端仍处于跑马圈地关键时期，公司顺应市场扩容持续做布局，随着行业政策门槛提高，公司有望逐渐建立竞争壁垒，同时自产比例上升，盈利能力将持续提升。

图表 37：安井食品业务结构 (%)



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 38：安井食品各产品毛利率 (%)



资料来源：wind，华鑫证券研究

安井渠道模式成熟，坚持全渠道策略多轮驱动。 2020 年公司渠道策略转变为“BC 兼顾”，后续不断适应渠道碎片化趋势积极调整组织架构，扩编特通部门、设立新零售部门，各渠道多轮驱动。1) 经销商渠道：采取采取销售人员“贴身支持”方式进行经销商管理，协助经销商开拓终端与销售网络，构筑高忠诚度经销商队伍；2) 商超渠道：专注品牌形象提升，已与永辉、沃尔玛、家乐福、华润万家等商超开展合作；3) 特通渠道：主要针对大 B 客户，打造定制化产品，主要覆盖呷哺呷哺、海底捞等餐饮客户，湖北旭乐、浙江瑞松等休闲食品类上市公司上游供应链企业，以及锅圈食汇等新零售客户；4) 电商渠道：开设电商旗舰店及自营店，与知名平台合作，提升 C 端品牌知名度。

图表 39：安井食品渠道模式

| 主要销售渠道 | | 2023 年占比 | 主要客户 | 营销方式 |
|------------|-------|----------|---|---|
| 大 B 端 | 特通渠道 | 8% | 餐饮:呷哺呷哺、海底捞、形德莱、永和大王等 休闲食品:湖北旭乐、浙江瑞松、浙江渔福等 | 积极探索新销售渠道，尝试新销售模式和方式，如礼品提货券、电子提货券和各类新型直营模式等，面向大 B 端打造定制化产品和高端礼盒 |
| | 经销商渠道 | 81% | 超市、农贸市场等终端 | 以“贴身支持”为核心实施经销商选择、经销商管理、经销商支持、经销商反馈。 |
| 中小 B 端、C 端 | 商超渠道 | 6% | 永辉、沃尔玛、家乐福、华润万家等 | 以健康饮食为品牌诉求，通过“绿色健康“饮食文化””等宣传活动加强品牌形象，协助开展终端产品促销。 |
| | 电商渠道 | 2% | 淘宝、京东等 | 布局达人+品牌自播+明星带货，自上而下打造达人合作矩阵；以兴趣电商赋能，实现品牌破圈和销售额快速增长；加强与前置仓电商合作。 |
| | 新零售渠道 | 3% | 盒马鲜生、叮咚买菜、京东超市、朴朴、锅圈食汇等 | 开展推新品、占坑位、争曝光、做活动等措施，同时到各新零售平台进行战略签约，适应新兴销售场景需要。 |

资料来源：wind、安井食品公告、华鑫证券研究

预制菜品类布局丰富，发挥协同作用提高效率。从“三路并进”的品类与渠道重点来看：1) OEM（冻品先生）：定位川湘菜系和纯菜肴，主要包括成品菜、火锅周边、酒店菜，OEM 贴牌模式有助于预制菜业务快速放量，公司通过经销商复用赋能冻品铺货推广，并持续迭代培育潜力单品，目前已成功打造酸菜鱼、香脆藕合等亿元大单品；2) 自产（安井小厨）：主要品类方向是以 B 端为主、BC 兼顾的调理类、蒸炸类产品，通过自研自产提升产品利润率，增强对上游供应链把控程度，保障产品品质，目前已陆续推出小酥肉、荷香糯米鸡、炸霞糕等产品；3) 并购（新宏业、新柳伍）：公司收购新柳伍、新宏业布局小龙虾菜肴，旗下品牌包括柳伍水产和洪湖诱惑，在渠道上坚持虾尾聚焦 B 端，调味虾聚焦 C 端的策略，针对农贸市场、餐饮食材经销商及餐饮连锁店提供产品和服务，补齐公司预制菜品类与渠道版图。

图表 40：安井食品渠道模式

| 品牌 | 生产方式 | 渠道 | 产品定位 | 单品 | 特点 |
|---------|--------|-------------|------------|---------------------|--|
| 冻品先生 | OEM 贴牌 | C 端为主，BC 兼顾 | 定位川湘菜系、纯菜肴 | 香脆藕合、黑鱼片、酸菜鱼、天妇罗鱼虾等 | 采取供应链整合+平台赋能+专柜打造商业运作模式，有助于产品快速放量 |
| 安井小厨 | 自产 | B 端为主，BC 兼顾 | 调理类、蒸炸类产品 | 小酥肉、荷香糯米鸡、炸霞糕等 | 发挥渠道优势，通过自研自产，减少代工费用，提升产品利润率，增强产品品质把控，推动产能迅速扩张 |
| 新宏业、新柳伍 | 并购 | BC 兼顾 | 小龙虾调制类产品 | 麻辣小龙虾、麻辣虾仁等 | 保障上游原材料鱼浆供应，扩张水产类菜肴产能，提升小龙虾领域市占率 |

资料来源：安井食品公告、渠道调研、wind、华鑫证券研究

全国化生产基地布局，预制菜自产率持续提升。在“销地产”战略布局引导下，安井食品已在全国范围内建立 12 座工厂，形成以华东为核心，辐射全国的生产基地布局，其中洪湖安井、山东安井、四川安井包含预制菜生产项目，洪湖安井基地推进建设，山东安井一期 2024 年逐步投产，四川安井三期 10 万吨预制菜与速冻火锅料生产线也于 2024 年 3 月正式开工，随着产能逐步投产，预制菜板块产能自供率将逐步提升，打开后续盈利空间。

图表 41：安井食品预制菜产能建设

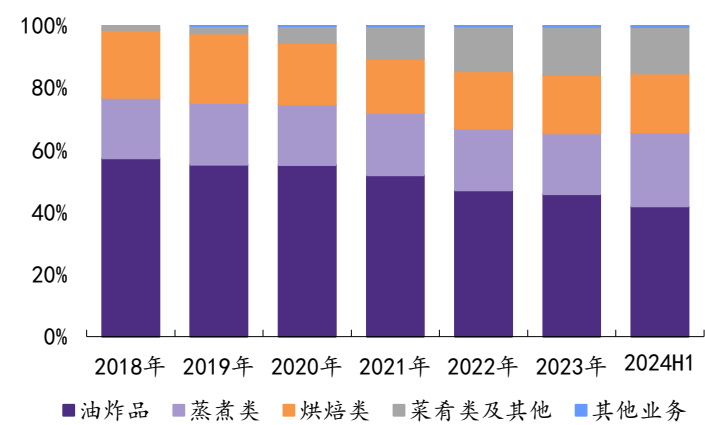
| 时间 | 项目 |
|-----------------|--|
| 2021 年 3 月 26 日 | 以 13.6 亿元人民币投资建设山东生产基地，项目用地约 233 亩，地址位于山东省德州市乐陵市，项目建成后，作为安井食品辐射山东及周边市场的生产基地，主要生产速冻火锅料制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品等 速冻调制食品 ，全部达产后预计年产 20 万吨速冻食品。 |
| 2022 年 3 月 4 日 | 公司以总额约 10 亿元人民币投资湖北省洪湖经济开发区创业路以南、万家墩路以东、长渠路以北，项目占地约 233 亩，项目的实施有利于提升公司在 预制菜肴领域 的产能储备和行业影响力，提高公司规模效应和市场反应速度。 |
| 2023 年 6 月 9 日 | 对外投资建设四川安井三期项目， 新建年产 10 万吨速冻食品(速冻菜肴、速冻火锅料制品等)生产线、仓储中心和综合楼 。该项目占地约 114 亩(以实际丈量为准)，地址位于资阳市雁江医药食品产业园区内。 |

资料来源：wind、华鑫证券研究

3.2、千味央厨：聚焦餐饮半成品，绑定核心客户

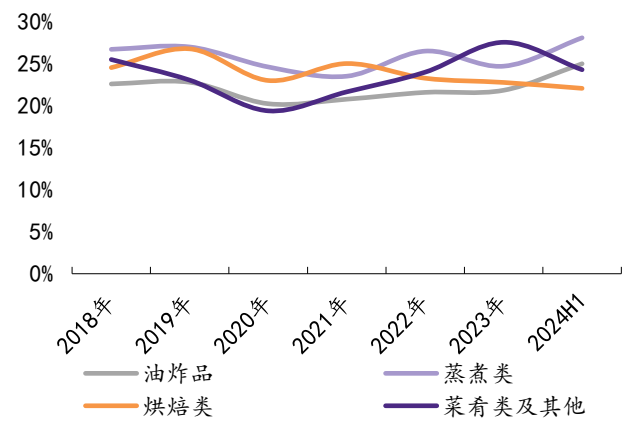
聚焦 B 端定制，自产+ODM 布局预制菜业务。千味央厨是国内最早为餐饮、酒店、团体食堂等 B 端渠道提供速冻品解决方案的供应商之一，其中预制菜业务分为两大板块，子公司御知莱针对大 B 客户定制化要求进行定向研发和生产，是自产模式；同时“兴客坊”品牌针对流通/宴席渠道，大部分产品采用 ODM 模式。公司预制菜业务 2018–2023 年营收 CAGR 高达 97%，占总业务营收比例由 2018 年的 1%提升至 2024H1 的 15%，2024H1 菜肴类及其他业务营收为 1.33 亿元。在盈利方面，由于公司产品销售渠道较为重合，预制菜产品毛利率与油炸、蒸煮类保持相近水平，整体保持稳中有升。

图表 42：千味央厨产品结构（%）



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 43：千味央厨各产品毛利率水平（%）

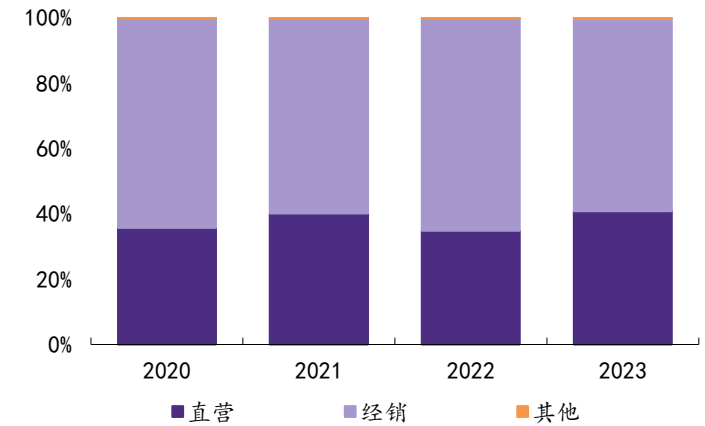


资料来源：wind，华鑫证券研究

公司通过直营渠道+经销渠道双驱推动产品销售，直营渠道与经销渠道营收比例基本保持 4：6。

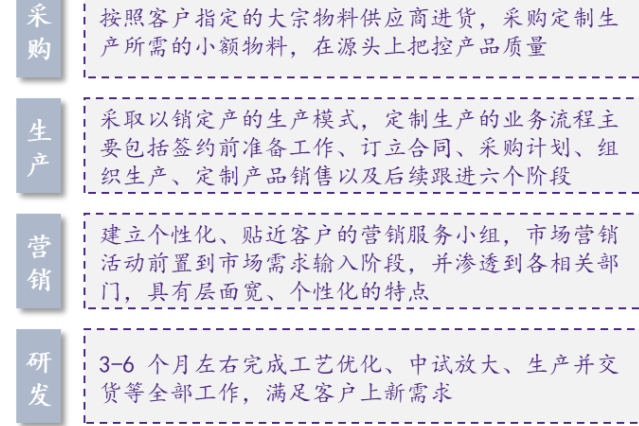
直营渠道方面：产品专业化定制，绑定核心大客户。千味央厨具备优秀的差异化定制能力，在营销、研发、采购、生产以及管理环节全方位把控，满足客户个性化需求，积累优质大客户，目前已成为肯德基、必胜客、华莱士、海底捞等知名餐饮品牌供应商，其中第一大客户为百胜，通过多年服务合作，目前公司已为百胜中国策略供应商（前 1%），保障公司主要产品供应份额稳定且新品提案无品类限制，2023 年来源于百胜中国的营收占总营收的 21%，存量客户端打牢收入地基。

图表 44：千味央厨渠道结构（%）



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 45：千味央厨具备专业定制化能力



资料来源：华鑫证券整理

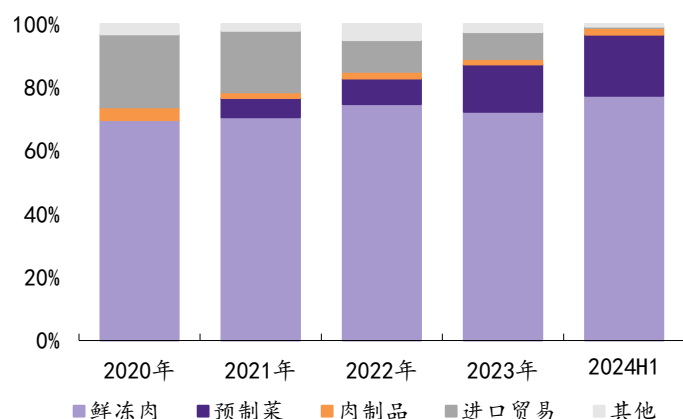
聚焦细分场景，开发 C 端市场。经销渠道方面，千味央厨主要依靠通用性产品开拓区域型客户，发掘中小客户，扩大销售范围，提高市场占有率。公司推出“岑夫子”“纳百味”两大品牌切入 C 端赛道，其中岑夫子主要聚焦地方特色美食，以继承传统+跨界组合+年轻化创新为核心路线，挖掘、创新地方特色美食，首推产品为粤式菜品靓汤云吞，纳百

味聚焦年轻性价比产品，以早餐、夜宵、火锅、日常主食为主要场景进行产品设计和推广。

3.3、龙大美食：肉类加工龙头，主业协同优势领先

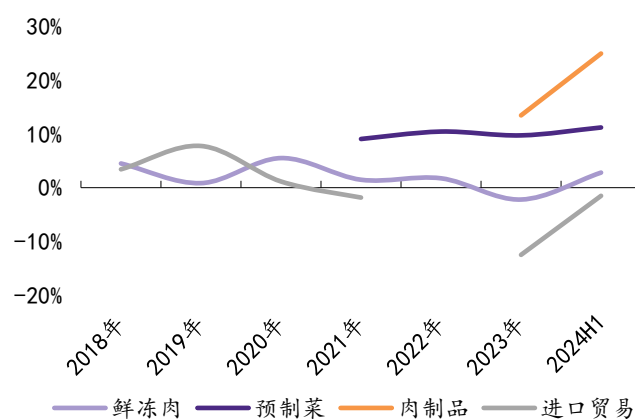
肉类加工龙头企业，确定以食品为主体的一体两翼战略。龙大美食前身为“烟台龙大肉类加工厂”，后续不断扩张业务、拓展客户，自 2021 年正式确立“一体两翼”发展战略，即以食品为主体，以养殖和屠宰为两翼支撑，其中食品业务（预制菜）分为食材类、半成品菜与成品菜，预制菜业务自 2021-2023 年营收 CAGR 为 30%，占营收比例由 2021 年的 6% 提升至 2024H1 的 19%，2024H1 预制菜营收为 9.73 亿元。在盈利方面，预制菜作为肉制深度加工产品，毛利率显著高于主业鲜冻肉。

图表 46：龙大美食产品结构（%）



资料来源：wind，华鑫证券研究

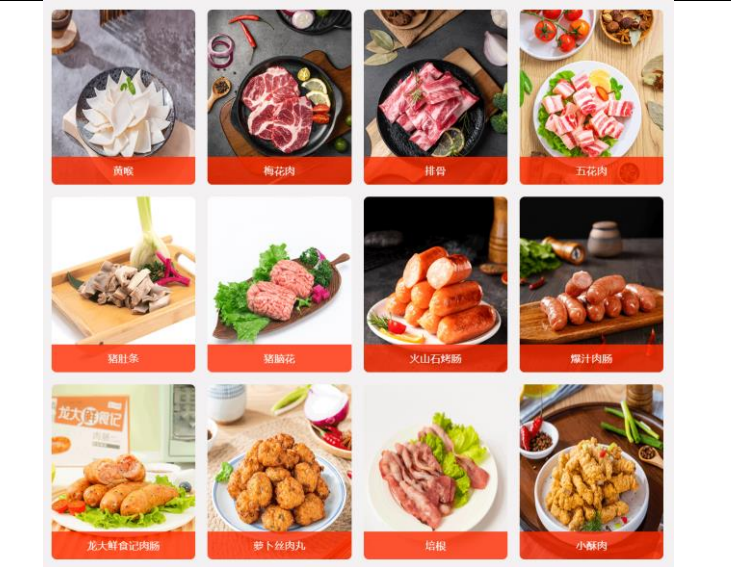
图表 47：龙大美食各产品毛利率水平（%）



资料来源：wind，华鑫证券研究

屠宰业务提供预制菜原料支撑，全国化产能布局实现供应链整合。公司依托源头基地和食品加工厂的广泛分布，基本实现覆盖华东、华北、西南、华中、华南等区域的全国化产能布局，形成集原材料、生产能力、新产品研发、全国化渠道等为一体的供应链整合和成本控制优势，化解预制菜原料成本波动风险，提高产品价格优势。除此之外，公司立足山东、上海、四川三大食品研发中心，形成“三位一体”的研发格局，通过近距离沟通和服务，深度把握当地食品口味和客户的喜好程度，持续推进特色食品的主动研发，打造肥肠类、烤肠类、酥肉类、培根类、丸子类等亿元级和千万元级大单品。截至 2023 年底，公司共有食品加工产能 15.5 万吨，在建产能 17.5 万吨，投产后食品产能提升至 33 万吨/年，为预制菜业务全国化扩张提供坚实支撑。

图表 48：龙大美食产品结构



资料来源：龙大美食官网，华鑫证券研究

图表 49：龙大美食产能布局



资料来源：龙大美食官网，华鑫证券研究

餐饮渠道为主，大客户资源稳固。公司采取以 B 端为主，C 端为辅的渠道策略。1) 餐饮端：公司通过组建专业服务团队快速响应客户需求，为大客户提供全生命周期管理服务，目前已为超过 200 家大型企业客户提供定制化产品服务，形成一批运营能力强、资金实力雄厚、对公司信赖度高的客户资源，海底捞、肯德基、麦当劳等大型连锁餐饮客户奠定预制菜存量收入增长基础，同时公司以大 B 端客户为背书，借助产品性价比优势，通过经销商开拓中小 B 渠道，持续开发潜在中餐、快餐、西餐新客户拓展增量空间。2) C 端：公司在优势区域市场持续开发网点，做渠道下沉，线上渠道依托京东、抖音、拼多多等平台增加品牌曝光度。

图表 50：龙大美食部分合作客户



资料来源：渠道调研、华鑫证券研究

4、行业评级及投资策略

预制菜新规在标准与工艺技术上对行业进行重构，在逐渐规范化的市场环境中，产业竞争格局将面临洗牌，行业将逐渐结束粗放式发展，进入良性增长，维持行业“推荐”评级。

我国预制菜行业保持高增态势，2019-2022 年收入 CAGR 为 19%，预计 2025 年可达 4757 亿元，人均预制菜消费量从 2013 年 5.4kg 增至 2022 年 9.1kg，但渗透率（10%-15%）对比海外成熟国家（渗透率 60%）仍有明显空间，复盘美日预制菜发展历程，我们认为中国预制菜仍有近 10 年的成长期。

目前行业渗透率与发达国家仍存差距，行业集中度较低，尚未出现行业龙头企业。我们认为，具备规模、供应链、成本优势的龙头企业将在新行业环境下逐渐占领市场份额。重点推荐：安井食品、千味央厨、龙大美食。

图表 51：重点关注公司及盈利预测

| 公司代码 | 名称 | 2024-10-13 股价 | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | |
| 001215.SZ | 千味央厨 | 28.05 | 1.55 | 1.42 | 1.66 | 18.10 | 19.75 | 16.90 | 买入 |
| 002726.SZ | 龙大美食 | 6.88 | -1.43 | 0.09 | 0.17 | -4.81 | 76.44 | 40.47 | 买入 |
| 603345.SH | 安井食品 | 94.95 | 5.04 | 5.56 | 6.57 | 18.84 | 17.08 | 14.45 | 买入 |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

5、风险提示

- (1) 宏观经济波动风险
- (2) 行业竞争风险
- (3) 食品安全风险
- (4) 行业政策变动风险
- (5) 原材料价格波动风险
- (6) 公司业绩不及预期风险等

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。