

## 本报告的主要看点:

1. 梳理餐饮供应链及各个环节的标准化机会。
2. 分析预制菜在餐饮端应用前景，测算其在餐饮原材料中渗透情况。
3. 比较预制菜行业五类玩家的优势与挑战。

## 餐饮供应链专题一:

## 如何看待预制菜在餐饮标准化供应中的应用?

## 基本结论

- 国内迎来外卖比例加速提升节点，餐饮便利、安全需求提升，看好餐饮供应链各环节的标准化机会。需求端外卖比例加快上升，对餐饮便捷性、安全性要求提高；供给端降本诉求强烈，连锁化、全国化扩张需要现代化供应链支持，供需共振催化餐饮供应链走向标准化。国内包括上游农业、中游食品制造、下游餐饮及流通环节在内的餐饮供应链各环节均存在标准化空间。
- 预制菜助力餐企降本增效，应用前景较广阔。预制菜的使用能有效节约餐企人力、能源成本，根据中国连锁经营协会数据，典型餐厅切换为预制菜后净利率可提升 7pct，预计在需求端要求便捷高效、供给端要求降本增效情况下，未来在餐饮领域应用前景较为广阔。
- 预制菜行业进入壁垒低而扩张难度高，目前行业玩家众多、格局分散。截至 2021 年 4 月底，预制菜相关存续企业 7.2 万家，仅 2020 年就新注册 1.3 万家，行业新进入者不断，格局仍分散。我们分析主要以下两大原因：1) 菜品种类纷繁，冷链存在配送半径限制，地域特征明显；2) 单品生产难度低、天花板可见，但扩品类后原料采购、库存管理、柔性生产等难度有大幅上升。
- 预制菜行业主要五类玩家，优势与挑战不一：1) 专业预制菜企业：产品开发能力强，有一定渠道优势，但地方性较明显，代表企业味知香 2020 年收入规模 6.2 亿元、2016~2020 年 CAGR 20.4%。2) 速冻企业：业务横向延伸，龙头规模采购、销地产能、冷链运输、渠道资源等供应链布局可复用，或能更快实现全国化，也面对 SKU 增加带来的挑战，代表企业如安井食品 2020 年菜肴制品规模 6.7 亿元、2017~2020 年 CAGR 为 30.5%。3) 农业企业：原料端有天然优势，头部农企的渠道资源有复用性，诞生调理肉制品领域龙头概率较大，产品开发、营销为挑战，海外成功代表如泰森。4) 餐饮企业：赋能自身餐饮业务并补充收入，有品牌背书、门店渠道优势，有望形成业务协同，但纵向一体化存在规模门槛，目前头部餐企预制菜业务多为起步阶段。5) 零售企业：自有品牌聚焦家庭便捷美味需求，产品主要依靠整合供应商资源。

## 投资建议

- 我们看好国内外食比例继续提升，维持餐饮行业“增持”评级，并建议关注餐饮供应链标准化带来的投资机会。针对预制菜的餐饮端市场，我们认为前四类企业均有机会，其中专业预制菜企业能精细化满足地方性中小餐饮、外卖、团餐、乡厨及酒店需求，建议关注味知香；速冻企业中龙头供应链能力可复用，建议关注安井食品等；农业企业在调理肉制品领域优势较明显；餐饮企业更看好能与自身餐饮业务形成正向协同、跨越规模门槛的连锁品牌。

## 风险提示

- 行业竞争加剧；下游需求不及预期；疫情反复；食品安全风险

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

叶思嘉 联系人  
yesijia@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、供需共振催化餐饮供应链标准化.....	4
1.1、需求端： 外卖比例加快上升， 餐饮便捷性、 安全性要求提高.....	4
1.2、供给端： 降本诉求强烈， 扩张需要标准化供应链支持.....	5
1.3、餐饮供应链： 各环节均有标准化空间.....	7
2、预制菜， 后厨工业革命代表.....	8
2.1、预制菜助力餐企降本增效， 应用前景较为广阔.....	8
2.2、进入壁垒低而扩张难度高， 玩家众多、 格局仍分散.....	10
3、预制菜主要五类玩家， 优势与挑战不一.....	12
3.1、专业预制菜企业： 产品开发能力强、 有一定渠道积累.....	12
3.2、速冻企业： 已有供应链布局或可降低预制菜新业务全国化难度.....	15
3.3、农业企业： 调理肉制品为主， 原料优势明显， 大客户资源较丰富.....	17
3.4、餐饮企业： 与主业协同， 品牌背书、 门店渠道为优势， 但存在规模门槛.....	19
3.5、零售企业： 直面家庭需求、 供应商资源较丰富， 生鲜电商为代表.....	20
4、投资建议.....	21
5、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1： 中国城镇化率持续提高.....	4
图表 2： 中国居民家务劳动时间、 参与率下降.....	4
图表 3： 中国家庭外卖率 2017 年开始加快上升， 目前接近美日 70 年代初水平.....	4
图表 4： 1975~1990 为日本外卖比例快速提升阶段.....	5
图表 5： 1970~1990 为美国家庭外卖比例快速提升阶段.....	5
图表 6： 剔除 2020 疫情影响， 2015 年以来餐饮增速跑赢社零整体.....	5
图表 7： 成本结构看， 我国餐饮租金、 人力成本压力上升明显.....	6
图表 8： 一线城市商铺租金变化（元/日/平米）.....	6
图表 9： 住宿和餐饮业就业人员平均工资增速高于通胀.....	6
图表 10： 国内餐饮连锁化率上升空间较大.....	7
图表 11： 中国外卖行业规模稳步上升.....	7
图表 12： 我国团餐行业规模稳步上升.....	7
图表 13： 现代化餐饮供应链示意图.....	8
图表 14： 预制菜产业链概览.....	9
图表 15： 预制菜分类.....	9
图表 16： 传统餐厅成本结构.....	10
图表 17： 使用预制菜后餐厅成本结构.....	10
图表 18： 中国预制菜行业特征.....	11

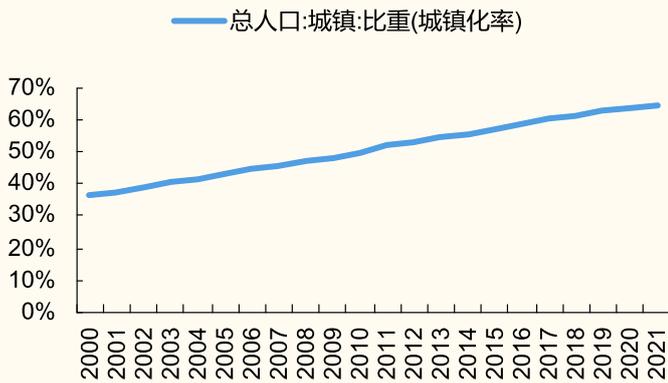
图表 19: 预制菜五类玩家对比.....	11
图表 20: 专业预制菜公司梳理.....	12
图表 21: 味知香营业收入及增速.....	12
图表 22: 味知香归母净利润及增速.....	12
图表 23: 味知香收入主要来自华东地区.....	13
图表 24: 味知香分产品类别收入构成.....	13
图表 25: 味知香分产品类别毛利率.....	13
图表 26: 味知香在研新技术及新产品（截至招股说明书公告时）.....	14
图表 27: 味知香渠道模式.....	15
图表 28: 味知香分渠道收入及增速.....	15
图表 29: 味知香分渠道毛利率水平.....	15
图表 30: 部分速冻食品上市公司预制菜布局梳理.....	16
图表 31: 头部速冻食品企业多采用销地产模式.....	17
图表 32: 安井食品物流运输费用率低于海欣食品.....	17
图表 33: 三全食品主营业务收入分地区构成.....	17
图表 34: 安井食品主营业务收入分地区构成.....	17
图表 35: 安井食品主营业务收入分产品构成.....	17
图表 36: 部分农业上市公司预制菜布局梳理.....	18
图表 37: 泰森调理食品收入及在总营收中占比.....	19
图表 38: 随着调理食品业务发展泰森盈利能力上升.....	19
图表 39: 部分餐饮公司预制菜布局梳理.....	20
图表 40: 规模以上餐饮企业中央厨房、养殖基地拥有情况.....	20
图表 41: 部分零售公司预制菜布局梳理.....	21

## 1、供需共振催化餐饮供应链标准化

### 1.1、需求端：外卖比例加快上升，餐饮便捷性、安全性要求提高

- 随着城镇化率提高，家务活动社会化分工，食品外部化为大趋势。根据国家统计局数据，2021年我国人口城镇化率已达64.7%，2008~2018十年间国内男性、女性家务劳动参与率分别下降19%、15%，反映居民生活便利性需求日益强烈，家务活动社会化分工为大趋势，食品外部化为当代表。

图表 1：中国城镇化率持续提高



来源：国家统计局，国金证券研究所

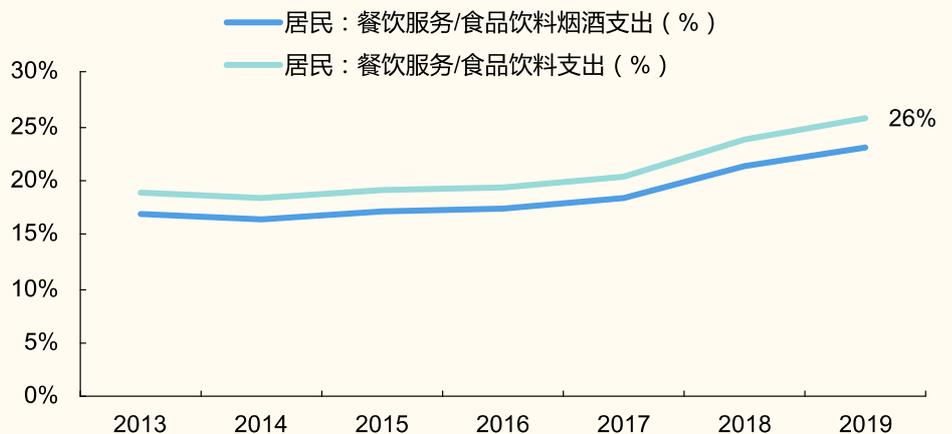
图表 2：中国居民家务劳动时间、参与率下降



来源：国家统计局，国金证券研究所

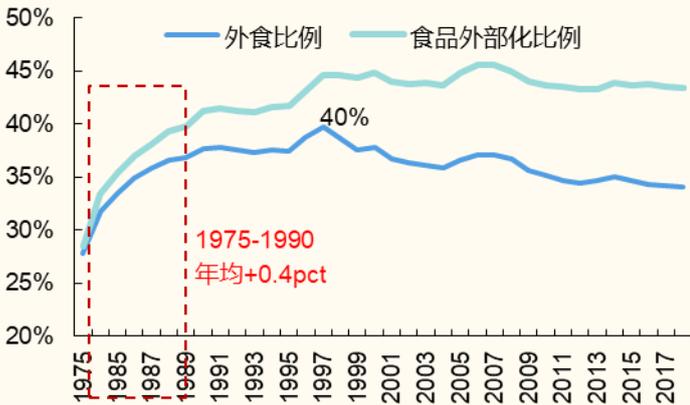
- 国内餐饮或迎来类似美、日 70~90 年代外卖比例快速提升节点。经测算，2019 年我国家庭外卖比例（不含烟酒）约 26%，接近美、日 70 年代初水平，长期预计外卖比例可达 40%。美国 2019 年外卖比例（不含烟酒）为 49%，日本外卖比例从 1997 年高峰 40% 后有所下降，主要因预制食品部分替代餐饮需求，2019 年食品外部化比例 43%、外卖比例仍有 34%。
- 我国刚进入居民食品外部化快速提升阶段。美、日家庭于 70~90 年代经历外卖比例快速提升阶段，期间以年均近 0.5pct 速度上升。2017 年开始我国居民外卖比例加快上升，2015 年开始（剔除疫情影响）社零餐饮持续跑赢社零整体增速，预计疫情控制得当情况，迎来类似美、日餐饮大众化阶段的趋势不改。

图表 3：中国家庭外卖率 2017 年开始加快上升，目前接近美日 70 年代初水平



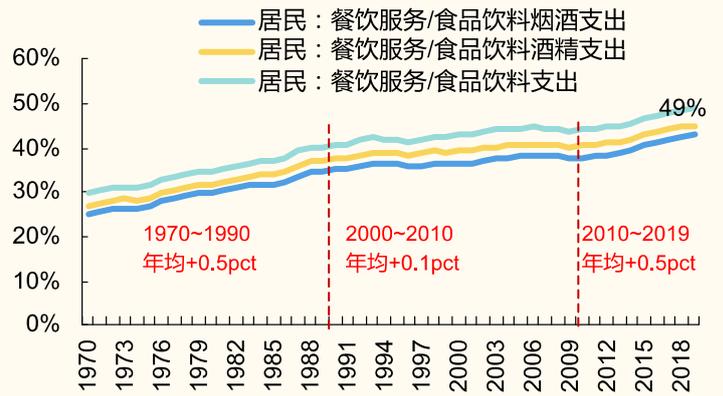
来源：国家统计局，国金证券研究所测算；注：中国家庭外卖比例按国家统计局居民人均现金消费中餐饮服务占食品饮料支出比例测算

图表 4: 1975~1990 为日本外食比例快速提升阶段



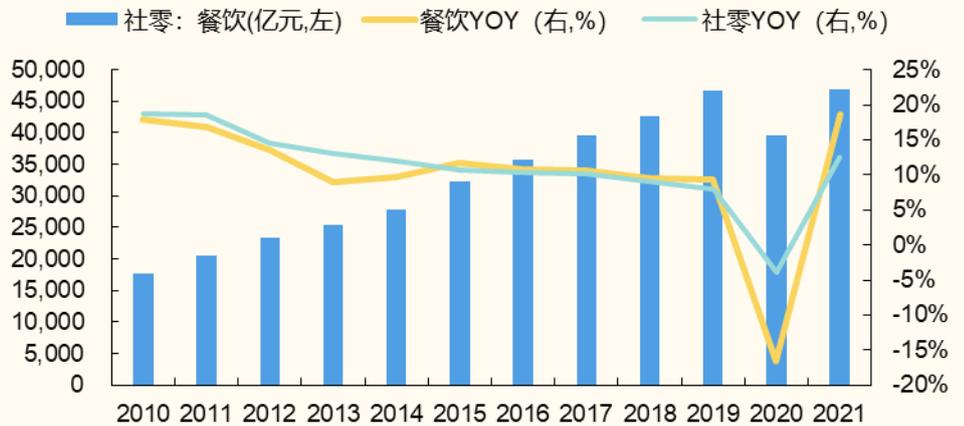
来源: 日本厚生省, 国金证券研究所; 注: 日本外食比例计算中不包含烟草

图表 5: 1970~1990 为美国家庭外食比例快速提升阶段



来源: OECD, 国金证券研究所

图表 6: 剔除 2020 疫情影响, 2015 年以来餐饮增速跑赢社零整体

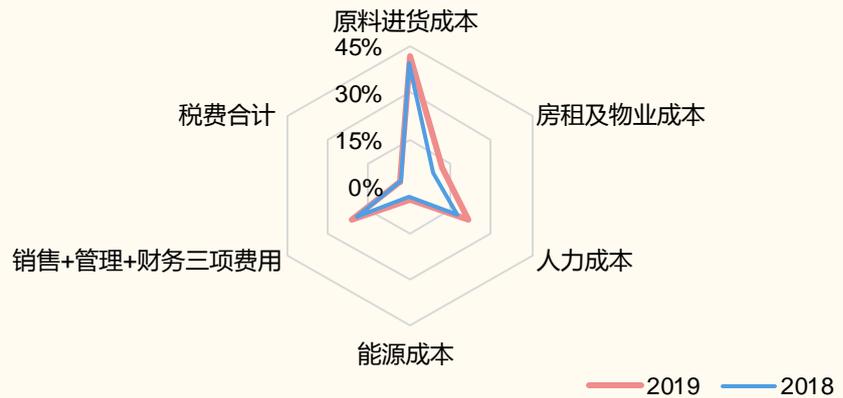


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

## 1.2、供给端：降本诉求强烈，扩张需要标准化供应链支持

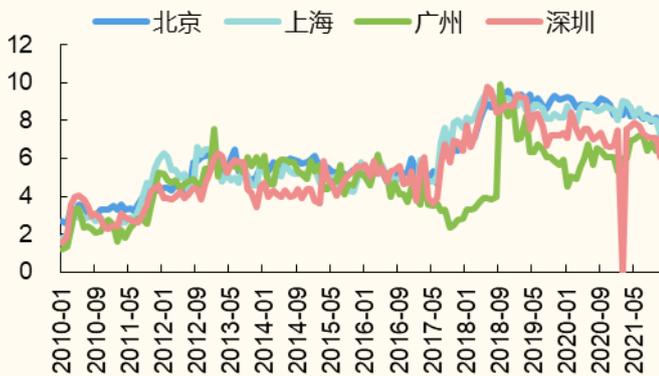
- **餐饮人力、租金成本压力大，餐企降本诉求强烈。**根据中国饭店协会对百强餐企调查数据，餐饮成本结构中房租及物业、人力开支上升最快，2019 年两项开支平均占收入比分别为 21%、12%，较 2018 年分别上升 3pct、4pct。从一线城市商铺租金走势看，疫情后有所回落但仍明显高于 2018 年以前水平；若剔除 2020 年疫情影响，住宿和餐饮业就业人员平均工资增速自 2003 年以来持续高于通货膨胀。

图表 7: 成本结构看, 我国餐饮租金、人力成本压力上升明显



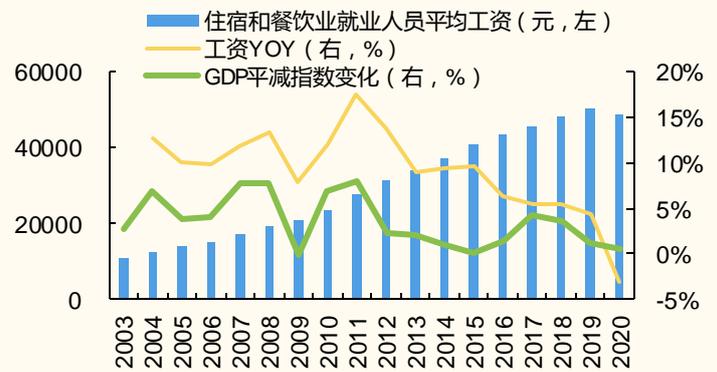
来源: 中国饭店协会, 国金证券研究所

图表 8: 一线城市商铺租金变化 (元/日/平米)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

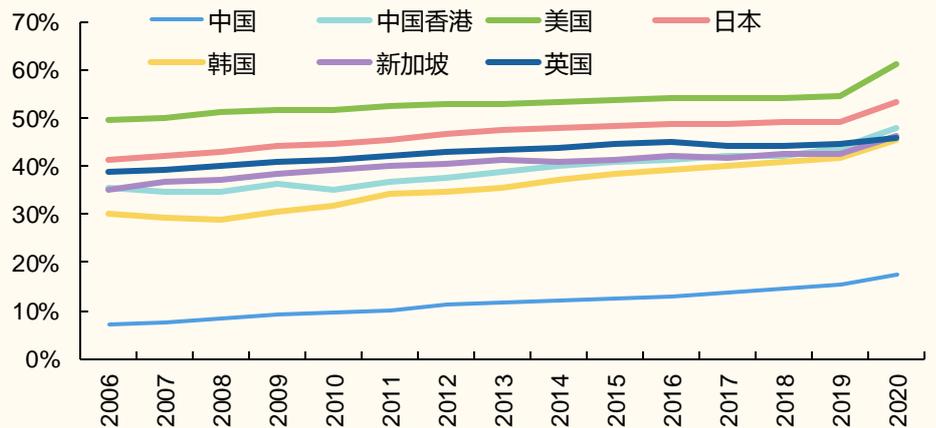
图表 9: 住宿和餐饮业就业人员平均工资增速高于通胀



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 国内餐饮连锁化率较发达国家仍有 40% 以上提升空间, 但连锁化需要有稳定的供应链作支撑。2020 年我国餐饮连锁化率 17%, 相较发达市场 40% 以上水平仍有较大提升空间, 疫情之后小店出清有所加快, 行业向连锁化方向发展。但连锁化, 尤其是跨区域连锁, 需要有稳定的供应链支持, 近年来部分头部餐企已开始自建或绑定第三方养殖基地、中央厨房, 如蜜雪冰城自建柠檬园、九毛九在多地自建中央厨房等。

图表 10: 国内餐饮连锁化率上升空间较大



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

- 外卖、企事业单位团餐的快速发展亦推动了餐饮分工程度提升。2020 年国内外卖、团餐规模分别为 6646 亿、1.5 万亿，在餐饮中渗透率 16.8%、38.8%，对出餐时效性、稳定性提出更高要求，相关餐企对食材加工标准化、烹调预制化的需求增加。

图表 11: 中国外卖行业规模稳步上升



来源: 中国饭店业协会, 饿了么, 国金证券研究所

图表 12: 我国团餐行业规模稳步上升



来源: 中国饭店业协会, 艾媒咨询, 国金证券研究所

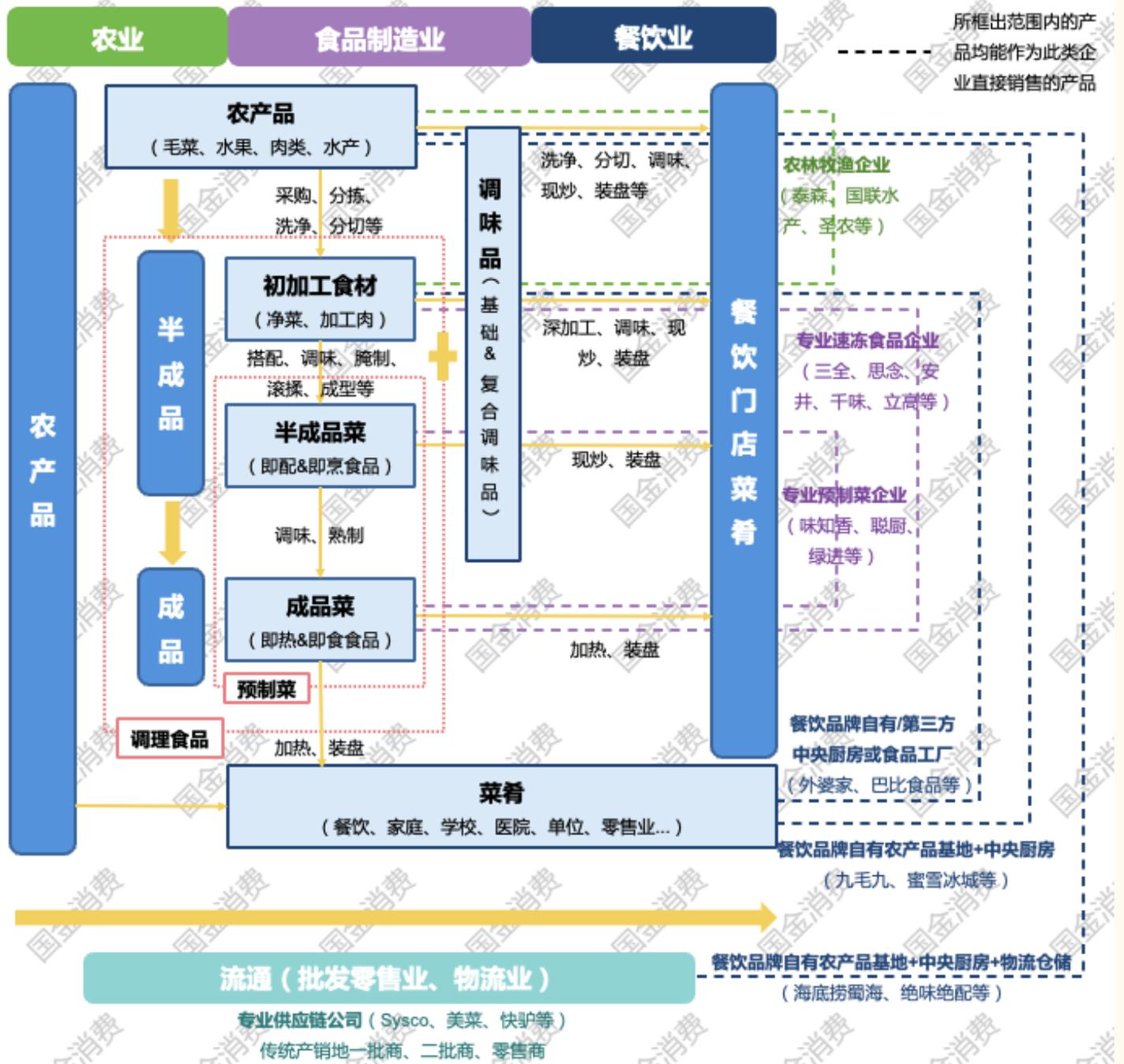
### 1.3、餐饮供应链: 各环节均有标准化空间

- 餐饮供应链主要包括上游农业、中游食品制造业、下游餐饮业以及贯通全程的流通环节(批零+物流)。经过梳理,我们发现国内餐饮供应链各环节均有较大现代化、标准化空间:
  - 上游农业: 农产品规模化生产、产地初加工(净菜、精分割肉等),海外龙头如泰森。
  - 中游食品制造: 前置菜肴制作的半成品及成品菜,稳定口味、简化步骤的复合调味品等。
  - 下游餐饮: 连锁化、统采统配、自建/合作第三方中央厨房等。
  - 流通环节: 压缩流通层级,由专业生鲜供应链/平台、冷链物流承担,海外龙头如 Sysco。
  - 适度纵向/横向一体化: 餐饮供应链各环节并非完全独立,适度的业务外延可带来规模效应,如餐饮企业向上延伸预制食品、复合调味品,代表如海底捞(蜀海+颐海+海底捞);农业企业向下延伸预制食品,代

表如龙大美食、圣农发展等；食品制造企业横向拓展，如速冻丸子企业增加菜肴类产品。

- 本篇报告为餐饮供应链系列一，主要聚焦中游食品制造中的**预制菜**。

图表 13：现代化餐饮供应链示意图



来源：国金证券研究所整理

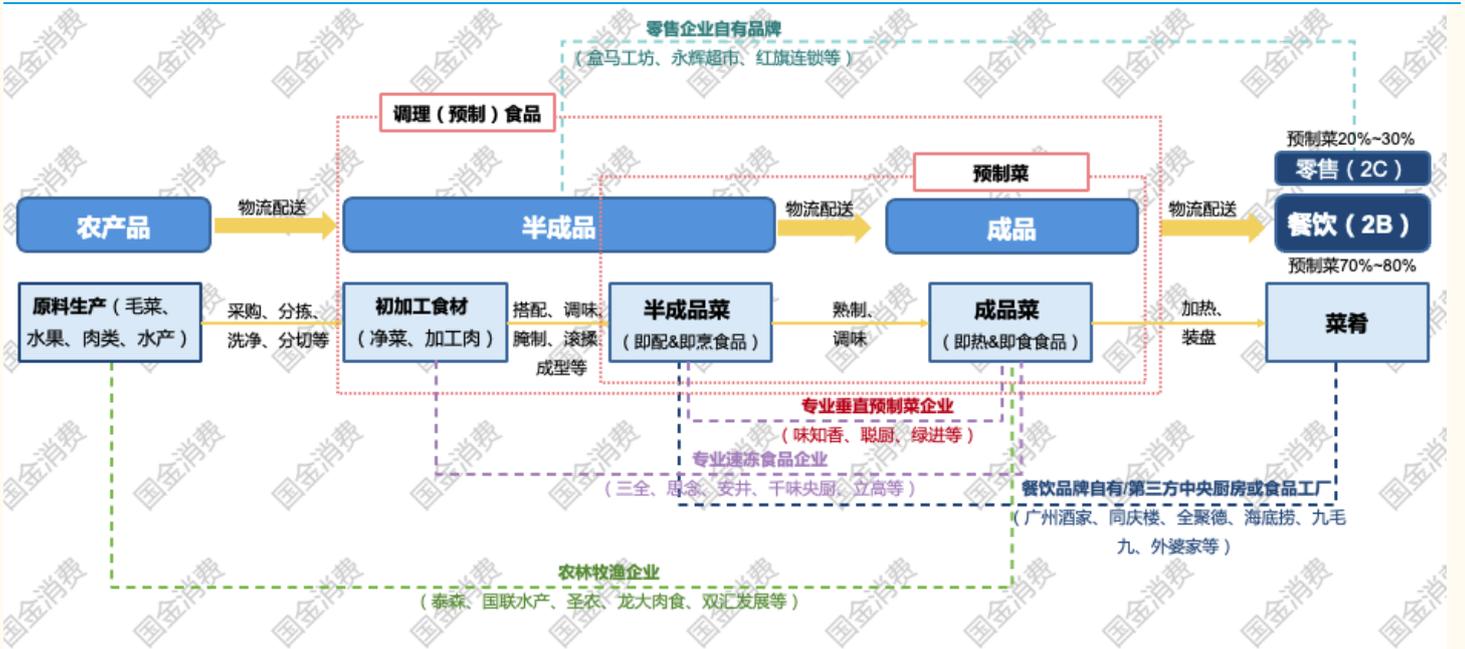
## 2、预制菜，后厨工业革命代表

### 2.1、预制菜助力餐企降本增效，应用前景较为广阔

- 预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料进行预加工（如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味）而成的成品或半成品，产品经简

单烹饪或加热后，即可方便食用。预制菜属于调理食品范畴，但更贴近“菜肴”的概念而非单独的“食材”。

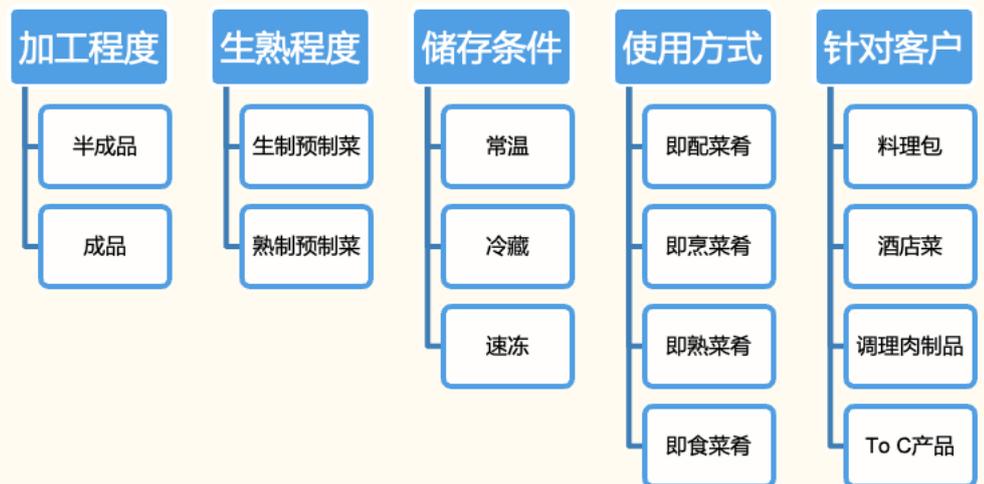
图表 14：预制菜产业链概览



来源：国金证券研究所整理

- 按照加工程度、生熟程度、储存条件、使用方式、针对市场以及不同菜系/菜品可衍生出众多细分品类。

图表 15：预制菜分类

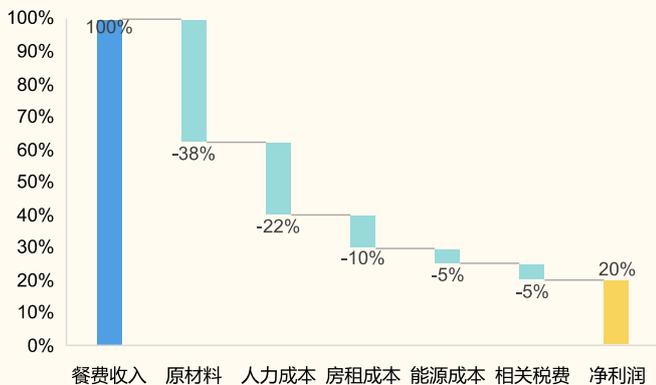


来源：国金证券研究所整理

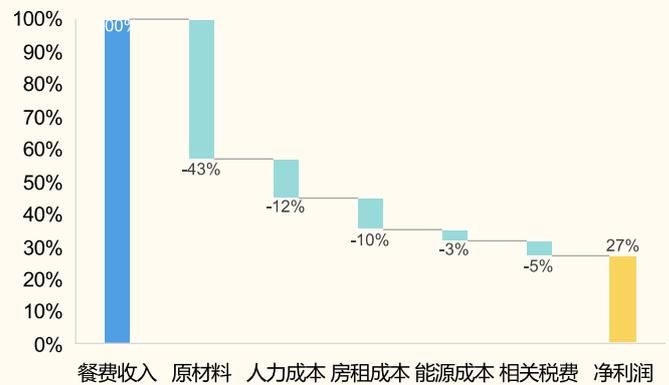
- 对下游餐饮而言，预制菜主要能节约人力、能源成本，典型餐厅使用预制菜后净利率可提升 7pct。根据中国连锁经营协会数据，餐厅使用预制菜后原料采购成本增加 5pct，但人工、能源成本降幅可达 10 pct、2 pct，推动净利率提升 7pct；此外，预制菜的使用比例到达一定程度之后，后厨面积亦可得到节约，有望继续推动盈利能力上升。根据中国连锁经营协会资料，

大众连锁餐饮品牌如真功夫、吉野家、西贝、小南国等预制菜占比已在 80% 以上，在需求端追求实效便捷、供给端追求降本增效情况下，预计未来预制菜在餐饮行业的应用前景较为广阔。

图表 16: 传统餐厅成本结构



图表 17: 使用预制菜后餐厅成本结构



来源：中国饭店协会，中国连锁经营协会，国金证券研究所；注：该成本结构为调研餐厅数据，与行业整体情况或存在偏差，下同。

来源：中国饭店协会，中国连锁经营协会，国金证券研究所

## 2.2、进入壁垒低而扩张难度高，玩家众多、格局仍分散

- **目前预制菜行业新进入者众多，集中度低，规模化企业较少。**目前，预制菜行业仍以中小规模企业为主，尚未出现全国化经营企业，即使是行业中规模靠前的企业如味知香，市占率亦不足 1%。企查查数据显示，截至 2021 年 4 月底，预制菜相关存续企业 7.2 万家，仅 2020 年就新注册 1.3 万家，行业新进入者不断，格局仍分散。我们分析行业格局分散主要有以下两大原因：
- **菜品种类繁多，冷链存在配送半径限制，地域特征明显。**由于我国幅员辽阔、人口众多，地区之间物产种类、丰足程度不一，地方菜系纷繁，各地居民饮食习惯及口味不一致。预制菜依赖冷链运输，往往只能“产地销”，在生产未全国化情况下，物流成本及产品新鲜度要求限制了单个企业产品配送半径。目前半成品菜企业通常只能覆盖一定地区，尚未出现全国性的半成品菜龙头企业。
- **单品生产难度低、天花板可见，但扩品类难度明显上升。**供应地方的单品生产依靠作坊式生产加工模式即可完成，此类企业只供应少量客户、产品单一、标准化程度较低，达到规模以上生产水平的企业较少。单一产品空间有限（多在千万级别），企业扩张必然需要扩品类，但 SKU 数量增加后原料采购、库存管理、柔性生产等难度有大幅上升，企业需要更强的管理能力来协调更复杂的供应链以获得正向规模效应，此外，规模化、品牌化亦意味着更高的营销获客成本投入。

图表 18: 中国预制菜行业特征



来源: 味知香招股说明书, 国金证券研究所

- 预制菜玩家大致可分为专业预制菜企业、速冻食品企业、上游农业企业、餐饮企业以及零售企业五类:

图表 19: 预制菜五类玩家对比

	专业预制菜企业	速冻食品企业	农业企业	餐饮企业	零售企业
代表企业	味知香、好得睐、绿进等	安井食品、三全食品、千味央厨等	泰森、圣农发展、龙大美食、国联水产、得利斯等	广州酒家、同庆楼、海底捞等	盒马鲜生、叮咚买菜、永辉超市等
公司基因	产品型	产品型	生产型	服务型	零售运营型
产品丰富度	特色菜品、主打爆款	延伸首选速冻类菜肴	自有农产品加工衍生	门店菜还原为主	整合供应商资源, 产品丰富度高
生产能力	自建工厂为主、协外代工为辅	自建工厂为主、外协代工为辅, 原有产线类似	自建工厂为主, 原生产线向下延伸	多为自有中央厨房, 部分外协代工	多为OEM贴牌或第三方品牌合作
渠道/客户	To B、To C均有, 多数企业B端客户以中小B为主	To B、To C均有	To B为主, 头部农企大B资源较丰富	自用或To C	To C为主
品牌力	区域知名度较高, To C需增加更多营销投入	可借力原速冻品牌知名度, 品牌新投入较少	To B为主, 品牌投入少	餐饮品牌力外溢	零售品牌力外溢
主要优势	产品开发、渠道资源、地方知名度	产品开发、生产能力、渠道资源、冷链基础	原料成本、B端客户资源	品牌背书、特色菜品、门店渠道	C端消费者洞察、生产库存风险较低
主要挑战	品类、区域扩张中前期投入高、管理难度上升	品类扩张带来管理难度上升	平衡农产品和食品加工业务	跨界后组织架构、经营思路配套	品质把控, 仓储压力等

来源: 国金证券研究所整理

### 3、预制菜主要五类玩家，优势与挑战不一

#### 3.1、专业预制菜企业：产品开发能力强、有一定渠道积累

- 专业预制菜公司产品开发能力较强，往往拥有代表性大单品，如味知香的牛仔骨、信良记的小龙虾、聪厨的梅菜扣肉等；或深耕特定客群需求，积累了一定渠道优势，如绿进精耕酒店菜、蒸烩煮主攻料理包。

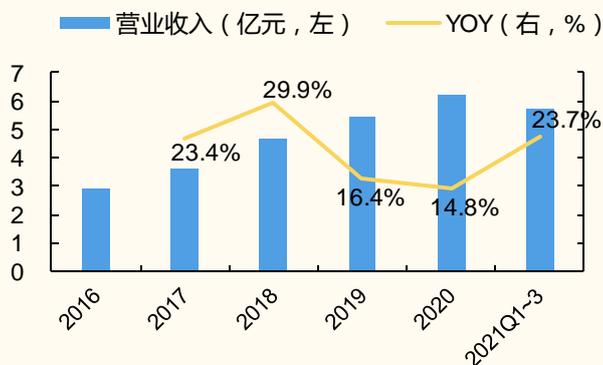
图表 20：专业预制菜公司梳理

公司	公司位置	成立时间	品牌	客户/渠道	品类/产品	规模	生产能力
味知香	江苏苏州	2008	味知香、饕玉	C : B约7 : 3	预制菜包括牛肉、家禽、猪肉、虾类、鱼类等，SKU200+，高端火锅食材、地方特色食品、烟熏风味食品新产品系列在研中。	2020年6.1亿元、2016-2020年 CAGR 21%	2020年年产量约1.5万吨，产能利用率99%，IPO募资拟提升年产能至6.5万吨。
好得睐	江苏苏州	1999	好得睐、闪厨、睐得好	B、C兼顾	预制菜、酒店菜、团餐	-	拥有占地2万平方米的专业食品生产厂房
绿进	福建厦门	2004	绿进、松板、绿烹	To B酒店客户为主	速冻肉制品、菜肴制品(生)制品、鱼糜制品三大品类几十余款产品	-	生产基地超6万平方米，十万级GMP标准无菌净化生产车间，日产量百余吨
信良记	上海	2016	信良记	To B，2019年涉足C端	爆品麻辣小龙虾	-	有9家食品加工厂
聪厨	湖南长沙	2002	聪厨、食得迷、湘典	B端起家，近年发力C端	酒店菜、家庭菜、西餐、团餐等，爆品梅菜扣肉	-	-
蒸烩煮	广东广州	1998	蒸烩煮	B、C兼顾	料理包，包括简餐、便当、双拼、老人餐、企业及学生餐、宴席餐6个品类	-	占地近300亩，拥有专业流水线设备

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

- 味知香为专业预制菜企业代表，深耕行业 14 年，2020 年收入体量超过 6 亿元。公司成立于 2008 年，主营半成品菜研发、生产和销售，以江浙沪为核心销售区域，目前 95%以上收入来自华东地区，2020 年营收、归母净利 6.2 亿元、1.2 亿元，2016~2020 年 CAGR 分别为 21.0%、31.8%，2021 年前三季度营收、归母净利分别为 5.7 亿元、1.0 亿元，分别同增 23.7%、9.0%。

图表 21：味知香营业收入及增速



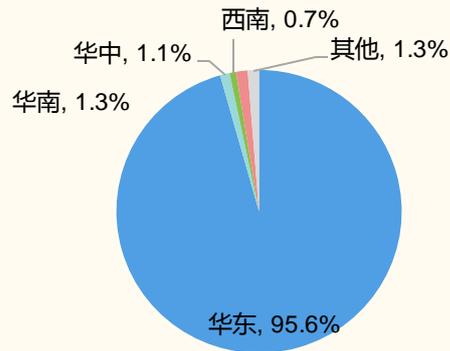
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：味知香归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

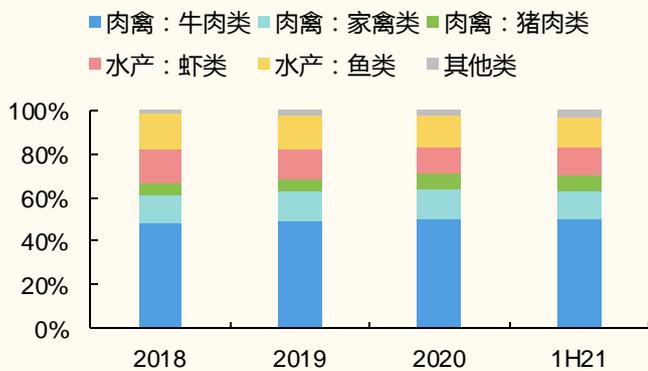
图表 23: 味知香收入主要来自华东地区



来源: 公司公告, 国金证券研究所

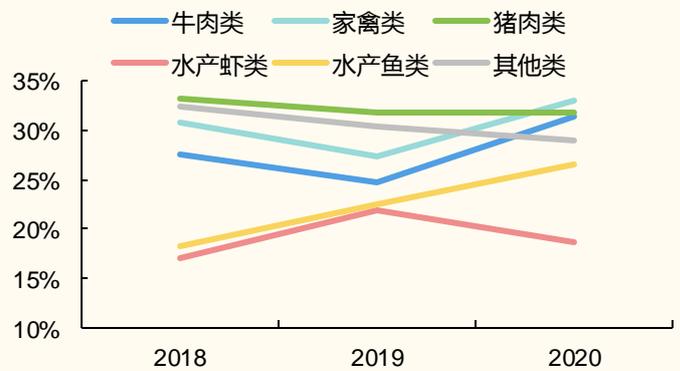
- 味知香产品包括肉禽、水产和其他三大类, SKU 数量超过 200+, 生产工艺不断精进, 产品线较丰富。公司产品分为肉禽、水产和其他三大类, 2020 年收入占比分别为 71.0%、26.1%和 2.9%, 肉禽类中又以牛肉类占比最高, 贡献约 50%总收入。公司经典菜品牛仔骨、宫保鸡丁、水晶虾仁、铁板鱿鱼等受众广泛, 微解冻、真空滚揉、虾仁水分保持等工艺改进保证了产品质量稳定性。公司也会顺应终端需求变化, 在评估产品规模化采购、生产难度及性价比后进行研发推新。截至 2021 年 4 月招股说明书披露时, 公司已拥有 200+SKU, 另有高端火锅食材、地方特色食品、烟熏风味食品新产品系列在研中, 产品矩阵相较同业更为丰富。

图表 24: 味知香分产品类别收入构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 味知香分产品类别毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 味知香在研新技术及新产品 (截至招股说明书公告时)

1、正在研发的新技术		
技术名称	技术特点	
产品微调理	产品微调理能保持原料原有品质的同时还能增加产品的口感, 让其更加的美味以符合消费者的需求, 增强市场竞争力。	
调理食品用发酵菌种及发酵工艺	研发适用于半成品调制食品的发酵菌种, 通过在半成品食品腌制过程中加入发酵菌液来提升食物风味及口感, 并针对特定菌种调整相应的发酵工艺。	
2、正在研发的新产品		
产品名称	产品介绍	所处阶段
高端火锅食材系列	为了满足消费者冬季火锅食用需求, 公司经过对火锅行业的调研, 明确了火锅食材的品类并选取合适的供应商、研究生产工艺。公司目前正研发牛肉卷、羊肉卷、毛肚片、白千层、猪黄喉、虾滑等火锅产品, 未来将进一步丰富研发品种。	中试
地方特色食品系列	公司搜寻各地有代表性的特色食品, 研究生产工艺实现产品批量生产。公司目前正研发太湖白虾、徽州刀板香等产品。	小试
烟熏风味食品系列	为了满足消费者对多种口味食品的需求, 公司立足现有产品类型, 对烟熏酱料和生产腌制工艺进行研究。	前期研发

来源: 公司公告, 国金证券研究所

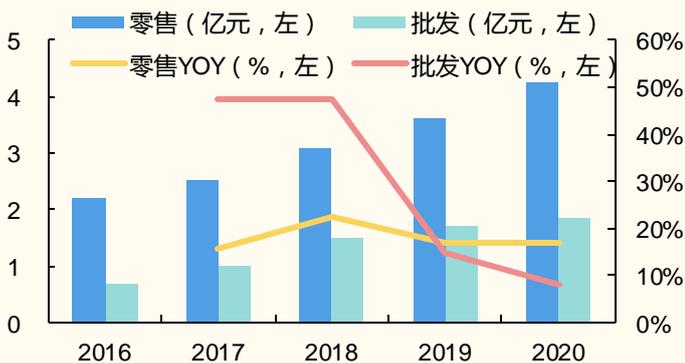
- “味知香”、“饌玉”双品牌运营, 兼顾 To C、To B 业务。“味知香”品牌主要针对 C 端客户, 通过零售渠道中的经销店或品牌加盟店销售, 满足家庭便捷美味需求。“饌玉”品牌则主要针对 B 端客户, 通过批发渠道销售, 满足酒店、餐厅、食堂等客户降本提效需求。
- To B、To C 业务收入约 3: 7, 其中 To B 批发体量小但增长快。公司以 To C 业务为主, 2020 年零售、批发渠道收入占比分别为 69.2%、30.1%, 零售渠道占比更高。2016~2019 批发渠道收入 CAGR 35.7%、高于公司主营收入整体 12.9pct, 2020 年因疫情影响终端餐饮营业, 增速放缓至 8.2%。零售毛利率高于批发, 2020 年分别为 30.0%、28.0%。

图表 27: 味知香渠道模式

渠道类型		销售品牌	渠道数目 (家)	收入占比及增速 (2020)	毛利率 (2020)	说明
零售渠道 (To C)	经销店	味知香	958 (1H21 末)	占比: 17.1% YOY: 2.0%	30.0%	经销店客户多为菜市场、农贸市场业主, 主要从事农副产品或加工食品的零售。客户除采购味知香半成品菜产品销售外, 也兼营其它种类或形态的产品, 例如生鲜肉食、冷冻食品或熟食等, <b>不专门销售公司产品。</b>
	加盟店		2177 (1H21 末)	占比: 52.1% YOY: 23.2%	30.0%	公司授权加盟客户使用公司名称、品牌、商标等资产从事味知香产品的对外销售。加盟店 15m <sup>2</sup> 左右, 专门销售公司半成品菜产品, 实行自主经营、自负盈亏、独立核算, 由公司进行业务指导和监督。加盟店需向公司支付开业支持费和押金; 公司为加盟店提供风格统一的装修、运营培训和商品配送。 <b>相对于经销店, 公司对加盟商客户实行更加精细的管理并给予较高的支持力度。</b>
批发渠道 (To B)		饌玉	389 (2020 末)	占比: 30.1% YOY: 8.2%	28.0%	公司产品经由从事冷冻食品批发业务的客户销售至下游客户。批发客户主要从事各类冷冻食品的批发销售, 不专门销售公司产品, 同样实行自主经营、自负盈亏、独立核算, 其买断公司产品后可以在特定市场或区域内向终端 <b>酒店、餐厅、食堂等客户</b> 供货。
直销渠道		味知香	-	占比: 0.8% YOY: 390%	32.2%	公司直接向终端消费者销售产品。

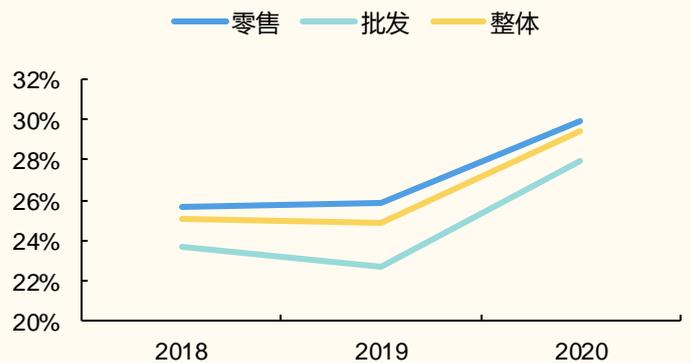
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 味知香分渠道收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 味知香分渠道毛利率水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.2、速冻企业: 已有供应链布局或可降低预制菜新业务全国化难度

- 速冻食品企业拓展预制菜肴属于横向延伸, 龙头企业规模采购、销地产能、冷链运输、渠道资源等供应链布局可复用, 或能有效降低预制菜全国化难度。头部速冻食品企业已纷纷布局预制菜, 代表如安井食品 2020 年菜肴制品收入 6.7 亿元、2018~2020 年 CAGR 30.5%, 三全食品速冻调理食品 5.3 亿元、同增 61.9%, 千味央厨菜肴及其他类收入接近 5000 万元。

- **规模采购:** 广义而言, 速冻面米、丸子等亦属于预制菜范畴, 速冻食品原料与预制菜肴相近 (尤其是肉类产品), 与传统速冻业务一道规模化采购能更好节约原料成本。
- **销地产能及物流运输:** 头部速冻企业销地产模式有望为预制菜打开销售半径、节约冷链物流成本。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。头部速冻企业如三全食品和安井食品均采用销地产模式, 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, 可辐射全国主要市场。2020 年安井食品华东以外地区收入上升至 49.1%、较 2013 年上升 10.8pct, 2019 年安井食品运输费用率较海欣食品 (生产集中于舟山、福建) 低 2.5pct。
- **渠道资源:** 传统速冻食品与预制菜的目标客户高度重合, 原有渠道资源可为预制菜新业务复用。如千味央厨为其大客户百胜定制腊八粥调料包、荷叶包饭等单品, 拓展预制菜新业务。

图表 30: 部分速冻食品上市公司预制菜布局梳理

公司	公司位置	成立时间	品牌	客户/渠道	品类/产品	规模	生产能力
安井食品	福建厦门	2001	安井、冻品先生 (贴牌)	B、C 兼顾, 整体经销商、商超、特通、电商占比 94%、12%、2%、1%。	速冻菜肴 (干页豆腐、蛋饺、虾滑等)、速冻鱼糜、速冻肉制品、速冻面米, 总 SKU 300+	2020 年营收 69.6 亿元, 其中菜肴制品 6.7 亿元、2018-2020 CAGR 30.5%	自产+贴牌+收购, 2021 年收购新宏业, 2020 年产量 60.6 万吨, 定增拟新增产能 76.3 万吨, 其中预制菜肴新增 10.5 万吨。
惠发食品	山东诸城	2005	惠发、泽众、米洛可、惠发小厨	B、C 兼顾, 渠道包括批发流通、商超、餐饮、团膳、军供等	速冻丸类制品 (鸡肉丸、鱼丸、四喜丸子等)、速冻肠类制品 (亲亲肠、桂花肠、腰花肠等)、速冻油炸类制品 (鱼豆腐、五福脆、甜不辣等)、速冻串类制品 (川香鸡柳、骨肉相连等)	2020 年营收 14.1 亿元、同增 16.5%, 其中丸制品、油炸品、肠制品、串制品收入分别 4.7、3.2、1.2、1.3 亿元	自产+少量委托加工, 2020 年产量 9.5 万吨, 产能利用率为 61.8%, 募集资金投建“年产 8 万吨速冻食品加工项目”
三全食品	河南郑州	2001	三全、龙凤	To C 为主, 2020 年 B、C 收入占比 14%、86%	速冻米面制品 (汤圆、水饺、粽子、面点)、速冻调制食品 (涮烤类)、冷藏产品 (鲜食、烘焙面包)、常温产品 (米饭套餐、自热米饭)	2020 年营收 69.3 亿元、同增 15.71%, 其中速冻调制食品 4.5 亿元、同增 60.4%	自主生产+委托加工, 2020 年产量 63.9 万吨, 其中速冻调制食品 5.0 万吨, 在建产能 18.5 万吨
千味央厨	郑州	2012	为客户代工为主	To B, 已为百胜等大客户定制开发预制菜	油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他 (如速冻火锅料、为百胜定制的腊八粥调料包和荷叶包饭)	2020 年营收 9.4 亿元、同增 6.2%, 其中菜肴及其他收入 4968 万元、同增 122%	2020 年产能 12.8 万吨, IPO 募投资项目新增 8 万吨, 预计 1H23 末建成投产

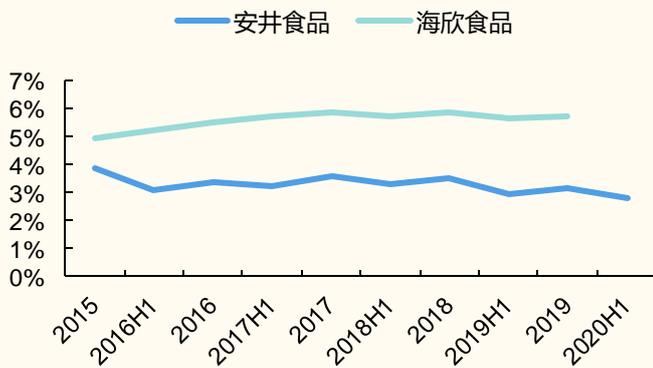
来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

图表 31: 头部速冻食品企业多采用销地产模式

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

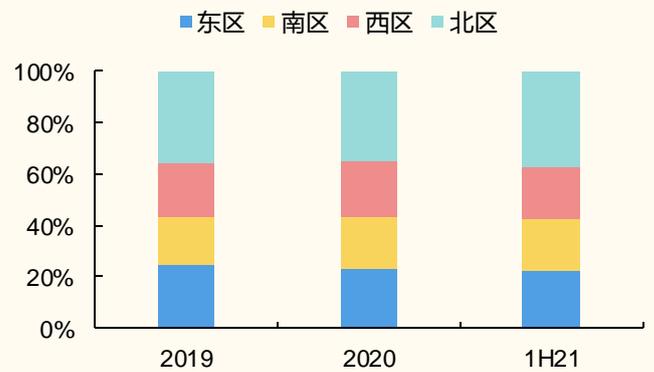
来源: 安井食品招股说明书, 华经情报网, 国金证券研究所

图表 32: 安井食品物流运输费用率低于海欣食品



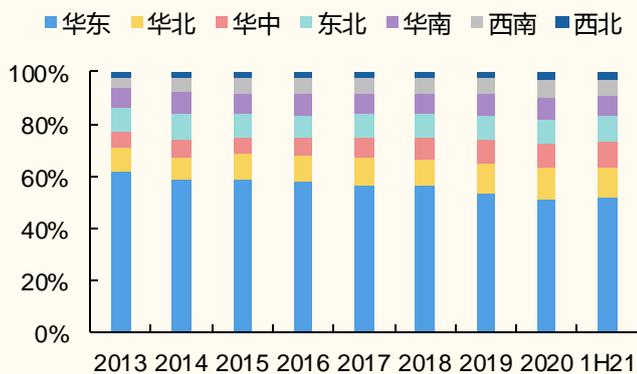
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 2021 年报开始运输费用会计科目调整, 不可比

图表 33: 三全食品主营业务收入分地区构成



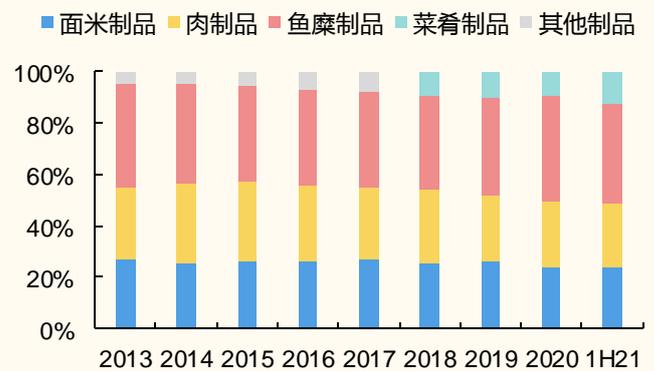
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 安井食品主营业务收入分地区构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 安井食品主营业务收入分产品构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.3、农业企业: 调理肉制品为主, 原料优势明显, 大客户资源较丰富

- 农业企业以上游原料为核心竞争力, 纵向延伸有助于平滑收入周期波动、提升盈利能力, 目前布局多为调理肉制品。农业企业出于平滑收入周期性、

提升盈利能力等目的布局预制菜，一般从自身农产品出发向下游深加工延伸，原料端的成本、品质为其核心竞争优势。肉类、水产类生产相较于蔬果更为集中，调理肉制品（主要为半成品，如小酥肉、肉排、肉柳、香肠等）所需的食材组成简单、保鲜难度不高、应用广泛，因此为上游农企发力的主要品类。海外龙头如泰森从养殖业起家，通过并购向食品加工延伸，FY2021 调理食品收入 88.5 亿美元、占总收入 18.8%，较 FY2011 上升 8.9pct，十年间毛利率、净利率分别上升 7.1pct、4.2pct。目前国内积极发力预制菜领域的农业上市公司包括鸡肉领域圣农发展、春雪食品、新希望等，猪肉领域双汇发展、龙大美食、得利斯等。

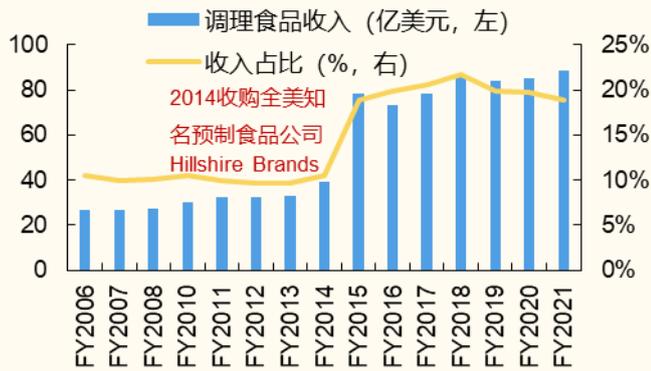
- **农产品渠道资源对于预制菜业务有一定复用性。**农产品面向客户和渠道与预制菜重合度较高，头部农企在生鲜产品上已绑定餐饮、商超等大客户，客户渠道资源在预制菜业务拓展上有一定复用性，可降低获客成本。如龙大美食餐饮客户包括百胜、海底捞等，预制菜布局上提出先以大 B 客户为核心渠道。
- **我们认为农业企业在原料端具备天然优势、头部农企的客户渠道资源有复用性，在平滑周期、提升盈利动机的驱动下布局积极，未来出现预制菜，尤其是调理肉制品领域龙头的概率较高。**

图表 36：部分农业上市公司预制菜布局梳理

公司	农产品	位置	品牌	客户/渠道	品类/产品	收入规模	生产能力
圣农发展	白羽鸡（国内规模最大）	福建	圣农	食品深加工板块B、C收入84%、16%，覆盖餐饮、出口、商超、便利店、批发、电商、团餐等，餐饮客户百胜、麦当劳、德克士、棒约翰、汉堡王等	分割的冰鲜/冷冻鸡肉、深加工肉制品，其中深加工覆盖中式调理包、冷冻调理线、油炸、蒸煮、碳烤、烟熏、灌肠等。	2020年食品深加工收入40.8亿元、 同增3%	2020年白羽鸡屠宰量超过5亿羽，计划通过收购兼并的方式完成10亿羽养殖规模布局；食品加工板块年产量19万吨，食品已建及在建工厂产能合计超过43万吨
春雪食品	鸡肉	山东莱阳	春雪	B、C均有，2020年批发零售、餐饮客户、食品加工、商超、电商、出口占比分别37%、21%、10%、7%、7.5%、16.5%，餐饮客户包括德克士、全家便利店等	鸡肉调理品（冷冻炭烤、冷冻油炸、冷冻蒸煮等系列）、生鲜品	2020年收入18.6亿元，其中调理产品营收10.1亿元	调理品年产能7.2万吨，年白羽鸡屠宰规模5400万只，IPO募资新增调理品年产能4万吨、年屠宰规模5000万只
双汇发展	猪肉	河南漯河	双汇、Smithfield	包装肉制品主要通过AB商超、CD终端、农贸批发、餐饮等渠道销售	成立餐饮事业部，将深耕细作预制切割、腌制调理、中式菜肴、酱卤熟食、火锅食材、裹粉油炸等品类	2020年包装肉制品收入280亿元， 预制菜刚起步	年屠宰生猪2300多万头、年加工肉制品年产能200多万吨
龙大美食	猪肉	山东莱阳	龙大	BC兼顾，餐饮客户包括百胜系、海底捞等，近期以大B客户为主，将其作为预制菜布局的核心渠道	肉制品主要包括高低温肉制品、冷冻调理品、休闲肉制品和宣威火腿等，覆盖预制半成品/成品菜（如小酥肉、东坡肉、黑椒牛柳等），预制产品1000+。	2020年肉制品收入11.5亿元，其中冷冻调理品收入3.7亿元、同增19%	在山东、上海、四川有预制产品研发中心，重点发展冷冻调理品和预制菜，截止2020年底，肉制品板块产能6万吨/年，屠宰实际年产能1000万头。
得利斯	猪肉	山东潍坊	得利斯	To B:To C收入约6:4	速冻调理产品包括鸡脯丸为代表的汤丸系列，奥尔良烤翅为代表的蒸烤系列，热狗大亨、培根为代表的速冻调理肉制品，流沙包、密州香粽为代表的速冻面点产品等。	2020年速冻调理食品收入2.6亿元	在山东、北京、陕西、吉林均设有肉制品加工基地，2021年非公开发行投资200万头/年生猪屠宰及肉制品加工项目、得利斯10万吨/年肉制品加工项目

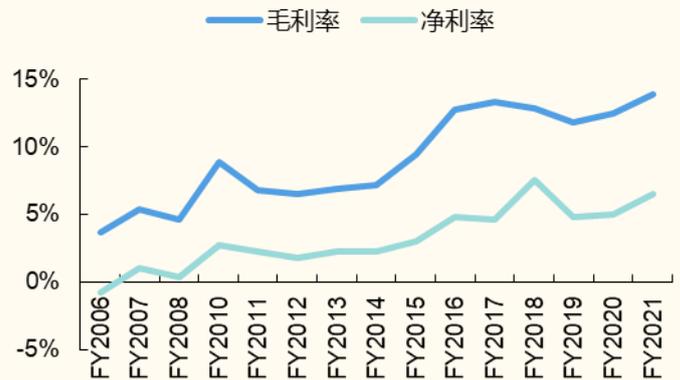
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表 37: 泰森调理食品收入及在总营收中占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 随着调理食品业务发展泰森盈利能力上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.4、餐饮企业: 与主业协同, 品牌背书、门店渠道为优势, 但存在规模门槛

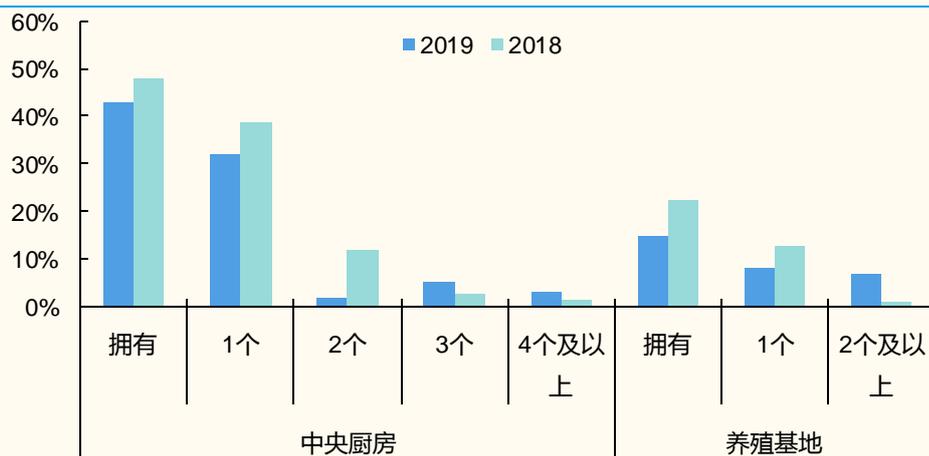
- **餐饮企业涉足预制菜可帮助自身餐饮降本增效。** 餐饮企业能通过自建中央厨房及食品加工基地, 为门店统一配送半成品菜来降低成本, 典型代表如真功夫, 中式快餐头部企业, 以“80秒即出餐”为特色, 门店预制菜使用比例超过80%。
- **除门店自用, 餐饮企业将预制菜收入补充, 以门店菜还原为特色, 主要面向 C 端客户, 有自身餐饮品牌背书、门店渠道优势, 有望形成业务协同。** 尤其是疫情发生后, 预制菜亦成为餐饮企业补充收入来源、提升抗风险能力的途径。上市公司中广州酒家、海底捞、同庆楼、全聚德等均有布局, 已上线产品多围绕自身餐饮品牌所属菜系。
- **餐企纵向一体化存在规模门槛。** 餐饮企业向上游延伸有一定难度, 中央厨房、养殖基地等前期投入较大, 存在资产变重、现金流压力上升风险, 即使与第三方 OEM 合作, 中小餐饮企业也存在议价能力、订单规模不足问题。根据中国饭店业协会对百家规模以上餐企调研数据, 2019 年拥有中央厨房、养殖基地的企业占比分别为 43%、15%, 同比分别下降 4.9pct、7.3pct, 但拥有 3 个中央厨房、4 个及以上中央厨房、2 个及以上养殖基地的企业占比分别同增 2.4pct、1.8pct、6.1pct, 反映餐企向上游延伸存在规模门槛, 且马太效应较明显。目前入局预制菜领域的餐企多为头部企业, 后续产业链整合成效仍待观察。

图表 39: 部分餐饮公司预制菜布局梳理

公司	公司位置	成立时间	品牌	客户/渠道	品类/产品	规模	生产能力
广州酒家	广东广州	1935	广州酒家、陶陶居等	To C为主, 餐饮门店(直营29+特许经营19家)、商超、经销商、电商等	速冻产品、腊味产品、茗菜茗点等, 自烹胜大厨系列, 粤菜为特色	2020年总营收32.9亿元、同增8.5%, 食品制造收入27.0亿元, 其中月饼、速冻、其他分别13.8、7.8、6.1亿元。	2020年月饼系列和速冻食品的产量1.5万吨、3.3万吨
同庆楼	安徽合肥	1925	同庆楼	To C, 餐饮门店(直营58家)、线上平台、线下商超、渠道代理等	以一人食自热饭系列、臭鳊鱼系列、预制菜系列为核心, 辅以速冻面点、腌腊等系列, 徽菜为特色	2020年营收13.0亿元、同减11.4%, 预制菜刚刚起步、收入贡献很少	OEM合作+自建食品加工厂, 截至1H21所有的产品已完成测试和定型, 正在进行全面量产阶段。
全聚德	北京	1864	全聚德、仿膳	To C、门店自用为主, 餐饮门店(113家)、电商、商超、团餐(环球伙伴餐厅项目)等	鸭类包装产品、休闲食品(鸭休闲零食、京味小吃、鸭肉酥、蛋黄酥等), 节令食品、热加工熟肉制品、方便菜肴等, 烤鸭为特色	2020年营收7.8亿元、同减50.0%, 其中商品销售2.4亿元、同减42.3%	OEM+自建, 食品生产许可项目即将投产, 该项目主要生产热加工熟肉制品、方便菜肴、调味料产品, 满足内部原材料预加工需求, 供应外部商超市场, 同时支持环球影城团膳项目。
海底捞	四川成都	1994	海底捞	To C为主, 餐饮门店(1591家)、电商、商超等	2021上线“开饭了”系列, 已有麻婆豆腐、鱼香肉丝、辣子鸡丁等20多款产品, 川菜为主	2020年收入286.1亿元、同增7.8%, 预制菜刚起步	背靠蜀海供应链、颐海国际
真功夫	广东广州	1990	真功夫	餐厅自用为主, 餐饮门店(632家)	中式预制菜	2018年营收超过50亿元	-
西贝集团	内蒙古临河	1988	贾国龙功夫菜	To C、餐厅自用, 餐饮门店(200+)、电商	中式预制菜	2019年集团营收62亿元	-
眉州东坡	北京	1996	王家渡(2010)	To C、餐厅自用, 主要通过电商销售	午餐肉、川味香肠、麻辣香锅、下饭牛肉酱、烤鱼调料等半成品和调味品系列, 川菜为特色	-	年产10000吨以眉州香肠、培根为代表的肉制品加工车间, 年产5000吨以麻辣香锅为代表的调料加工车间

来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

图表 40: 规模以上餐饮企业中央厨房、养殖基地拥有情况



来源: 中国饭店业协会, 国金证券研究所; 注: 调研餐饮企业共计 100 家, 2019 年营收 88% 超过 2000 万、68% 超过 1 亿元。

### 3.5、零售企业: 直面家庭需求、供应商资源较丰富, 生鲜电商为代表

- 零售企业为预制菜向 C 端销售的渠道, 部分亦有布局自有品牌。零售企业自有品牌聚焦家庭便捷美味需求, 产品生产主要依靠整合供应商资源, 同时亦有开始布局自建产能, 在 C 端市场竞争中的主要优势为门店/平台渠道。

图表 41：部分零售公司预制菜布局梳理

公司	公司位置	成立时间	自有品牌	客户/渠道	品类/产品	规模	生产能力
盒马鲜生	上海	2016	盒马工坊、盒马MAX	线下实体店 (300+家)、线上平台	主打短保冷鲜的熟食、面点和半成品，近期上线全家福、红烧肉、笋干老鸭煲等年菜	2020年盒马工坊已有1300+SKU，月销售额破1亿元，占自有品牌整体销售的40%	2021.1与国联水产签订框架协议，合作水产预制菜品；将在北京、上海、广州、武汉、成都、西安建设6个中央工厂，主要用于酱卤熟食、生熟面制品、半成品菜、调理肉制品、水产品以及豆制品的研发生产
叮咚买菜	上海	2017	叮咚大满冠、叮咚好时光、叮咚王牌菜	线上平台	火锅预制菜、轻食系列、高端预制菜、拳击虾等	-	自营品牌商品主要来源于上海清美、正味坊、联合利华、泰森等供应商，已在江苏昆山投资建设鲜食工厂
永辉超市	福建福州	2001	辉妈到家 (2021)	线下实体店 (29省1000+家超市)	速冻熟制品 (金汤酸菜鱼、外婆红烧肉、红烧狮子头、糖醋小排、梅菜扣肉等)	-	目前辉妈到家仅在江浙沪销售

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

#### 4、投资建议

- 国内迎来外卖比例加速提升节点，看好大众餐饮以及餐饮供应链各环节的标准化机会。需求端外卖比例加快上升，对餐饮便捷性、安全性要求提高；供给端降本诉求强烈，连锁化、全国化扩张需要现代化供应链支持，供需共振催化餐饮供应链走向标准化。经过梳理，我们发现国内餐饮供应链包括上游农业、中游食品制造、下游餐饮及流通环节在内的各个环节均存在标准化空间。当前时点，同时考虑短期内疫情对经营活动的扰动可能，我们维持餐饮行业“增持”评级，并建议关注餐饮供应链标准化带来的投资机会。
- 预制菜助力餐企降本增效。预制菜的使用能有效节约餐饮企业人力、能源成本，典型餐厅切换为预制菜后净利率可提升 7pct，预计在餐饮端使用
- 预制菜进入壁垒低而扩张难度高，目前行业玩家众多、格局分散。我们分析主要以下两大原因：1) 菜品种类纷繁，冷链存在配送半径限制，地域特征明显；2) 单品生产难度低、天花板可见，但扩品类后原料采购、库存管理、柔性生产等难度有大幅上升。
- 预制菜行业主要五类玩家，优势与挑战并存：
  - 专业预制菜企业：产品开发能力强，有一定渠道资源积累，但地方性特征明显，面临品类、区域扩张过程中投入增加、管理难度上升挑战，以味知香、信良记、绿进、蒸烩煮等为代表。
  - 速冻企业：业务横向延伸，龙头企业规模采购、销地产能、冷链运输、渠道资源等供应链布局可复用，或能有效降低预制菜全国化难度，但同样面临扩品类造成的管理难度上升挑战，以安井食品、三全食品等为代表。
  - 农业企业：在原料端具备天然优势、头部农企的客户渠道资源（尤其是餐饮大 B）有复用性，在平滑周期、提升盈利动机的驱动下布局积极，未来出现预制菜，尤其是调理肉制品领域龙头的概率较高，但面临产品开发、营销以及平衡农产品和食品加工业务的挑战，以圣农发展、龙大美食等为代表。
  - 餐饮企业：赋能自身餐饮业务并补充收入，有品牌背书、门店渠道优势，有望形成业务协同，但纵向一体化存在规模门槛，以广州酒家、海底捞、真功夫等为代表。

- **零售企业：**自有品牌聚焦家庭便捷美味需求，产品生产主要依靠整合供应商资源，以盒马鲜生、叮咚买菜、永辉超市等为代表。
- **从预制菜的餐饮市场角度看，我们认为前四类企业均有机会，其中专业预制菜企业能精细化满足地方性中小餐饮、外卖、团餐、乡厨及部分酒店需求；速冻企业中，有供应链先发优势的龙头有望更快实现全国化供应；农业企业在调理肉制品领域优势更明显；餐饮企业更看好能与自身餐饮业务形成正向协同、跨越规模门槛的连锁品牌。**

## 5、风险提示

- **行业竞争加剧风险：**预制菜行业进入壁垒较低，目前新进入者仍在不断增加，短期内行业竞争加剧或导致产能过剩、价格战出现、行业盈利能力整体性下降。
- **下游需求不及预期风险：**预制菜在口味上与现制菜仍存一定差距，尤其是蔬菜类，味道上亦存在同质化的问题，在餐饮、家庭端渗透速度可能不及预期。
- **疫情反复风险：**目前预制菜 7 成以上需求来自餐饮为代表的 B 端，疫情反复或导致餐饮经营受限，对预制菜需求下降。
- **食品安全风险：**预制菜行业仍有众多小作坊型企业，生产标准化程度不够高，若出现食品安全问题，对行业整体声誉或产生负面影响。

**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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402