

研究所

证券分析师: 余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
联系人: 赵宁宁 S0350120070040  
021-61981322 zhaonn@ghzq.com.cn

## 预制菜迎来万亿蓝海市场, 屠宰企业具备先天优势

### ——预制菜行业专题深度报告

#### 相关报告

《食品饮料行业周报: 看好消费升级下的中高端细分板块和品牌公司长期发展》——2021-01-04

《食品饮料行业 2021 年度策略报告: 基于消费升级和食品工业化维度寻找优质标的》——2020-12-29

《食品饮料行业周报: 基于消费升级和食品工业化维度寻找优质标的》——2020-12-27

《食品饮料行业周报: 推荐受益生猪后周期和向预制菜方向发展的屠宰肉制品板块》——2020-12-20

《食品饮料行业周报: 推荐屠宰肉制品板块》——2020-12-13

#### 投资要点:

- **厨房工业化进程方兴未艾, 预制菜正处快速增长阶段** 随着生活节奏的加快, 以及越来越多的女性从家庭走向职场, 做饭时间已经或正在成为消费者需要计算的重要生活成本。而对餐饮企业而言, 随着人工成本越来越高, 以及房屋租金的高企, 市场竞争的激烈, 也迫切需要市场上能缓解成本压力和提升效率的预制菜(半成品)的提供。

预制菜, 是指以农、畜、禽、水产品为原料, 配以各种辅料, 经预加工而成的成品或半成品。这种不需要洗菜不需要择菜的菜品, 越来越受消费者喜欢, 尤其是更受小年轻们的青睐。根据盒马鲜生的数据显示, 95后购买半成品菜的比例达到了65后的两倍。

- **预制菜起源于美国, 成熟于日本** 1920年, 世界上第一台快速冷冻机在美国试制成功后, 速冻加工品随即问世。20世纪60年代起, 各种类型的预制菜在美国开始实现商业化经营。20世纪80年代, 预制菜在日本、加拿大及部分欧洲国家也开始兴起。

在美国, 由于地广人稀, 居民购买食品一般每隔1-2周去一趟大型超市。深加工过的生鲜净菜冷藏保质期也只有3-4天, 故美国居民多购买速冻食品, 以及多采购去土去根的初步加工过的蔬菜。但在美国, 标准化餐饮企业数量居多, 预制菜在美国餐饮渠道发展成熟。并由此诞生了全球超大型食材配送供应链公司 Sysco。Sysco 在美国餐饮供应市场上占有率高达16%, 在全球90多个国家拥有330多家分销机构, 为超过60万家客户提供食材供应服务。Sysco 在业绩最高峰时, 2018年财年, 销售额达到601.14亿美元, 净利润达到16.74亿美元。目前市值378亿美元。

**预制菜成熟于日本。**在日本, 由于人口密度高, 超市和便利店随处可见, 预制菜包括速冻的和冷藏保鲜的需求量都很大。日本预制菜在上世纪70年代末80年代初得到高速发展, 每年以20%以上的速度递增。目前, 日本预制菜的渗透率已经达到60%以上, 比较大的预制菜公司有如神户物产和日冷公司。神户物产是日本最大的预制菜公司之一, 主要经营业务为食材生产制造兼零售批发, 2019年营业额2996亿日元, 全国开设业务超市845家。日冷公司为日本预制菜行业另一大公司。公司主营业务有食品加工、水产和畜牧业, 不动产以及冷链物流

业。2019年，公司营业收入为5848.58亿日元，其中公司的速冻调理食品占营业收入的比重约为35%左右。

- **预制菜大致可以分为四大类产品** 一是即食食品：指开封后可以直接食用的预制调理制品；二是即热食品：指只需要经过加热即可食用的食品；三是即烹食品：指经过相对深加工（加熟或浅油炸），按份分装冷藏或常温保存的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调理的食品；四是即配食品：指经过清洗、分切等初步加工而成的小块肉、生鲜净菜等。

从预制菜的品类发展趋势来看，也是从高附加值、工艺复杂、制作时间长、复热后能保持原味和易储存的品类逐渐过渡到附加值较低、工艺简单、新鲜度要求高、较难储存的品类，如生鲜净菜等。

- **预制菜全渠道有覆盖，以餐饮渠道为主** 目前预制菜的销售渠道基本覆盖了所有的食品销售渠道，如餐饮、商超、农贸市场、便利店、电商、专业外卖市场、一般流通。

其中餐饮企业是预制菜的最主要销售渠道。日本预制菜市场，toB端与toC端比例是6:4，而中国预制菜市场，目前toB端与toC端比例大概在8:2的阶段。虽然目前国内B端和C端两大市场都在高速增长，但toB端的餐饮渠道占大头。toB模式下，最核心的底层逻辑是通过专业分工尽可能做到规模效应最大化和成本最低。

- **我国预制菜区域化分散化小规模化特征明显** 由于我国幅员辽阔、人口众多，各地居民饮食习惯及口味不一致，同时由于预制菜冷链运输限制了销售半径，国内预制菜行业区域化地域性特征明显，生产规模也较小，厂商多停留于作坊式生产加工模式。

但相对而言，能在A股上市的预制菜企业，整体规模、销售增速和盈利能力都比较强。如以速冻火锅料制品为主的安井食品，以速冻调理制品为主营业务的已过会企业苏州味知香公司。与国际预制菜企业相比，国内预制菜上市公司由于业务结构（以生产制造价值链最高环节为主）、产品结构（以高附加值的肉类蛋白为主）的差异以及市场发展尚处在蓝海阶段，整体盈利能力和增长水平都显著高出很多。

- **促动预制菜行业发展的主要因素** 从需求端看，经济发展带来主粮消费下降，而肉禽蔬菜和休闲零食等消费增加，从而推动食材消费的增长。此外，经济发展带动消费者购买能力上升（一般预制菜价格都普遍高出毛菜很多）；而社会分工、工作节奏加快、女性职业化，增加了烹饪的时间机会成本，便捷性预制菜于是日益受消费者青睐。此外，劳动力人口比例的下降，人工成本的上升，市场竞争的激烈，也促使餐饮企业更多的使用预制菜来降本增效。而人的懒惰天性，促使预制菜消费习惯一旦养成便容易固化。

- **从供给端来看** 农业工业化带来农牧产品成本降低，生物技术的提高

推动养殖效率的提高，因为成本的降低间接的提高了消费者的购买能力。从农牧产品价格看，国内玉米价格是美国的 2 倍多，猪肉价格是美国的 3 倍多，未来都有很大的下降空间；冷链物流的发展和完善，尤其是低成本国产速冻设备和冷链运输车辆的推广，为预制菜延长保质期、扩大配送范围、降低物流成本提供基础条件；而大数据的发展，为预制菜实现精准营销，将报废损失降到最低又推进一步；渠道的多元化便利化，让消费者购物上更为便捷，为预制菜的消费体验更为完美。

综上，无论是需求端还是供给端都支撑我国预制菜业务的快速发展。可以判断，我国预制菜业务的发展是一个可持续的长期过程，行业规模也有望越来越大。

- **我国预制菜行业万亿元市场规模可期** 中国目前社会结构的核心经济指标，比如人均 GDP 水平（2019 年中国人均 GDP 相当于日本 1983 年水平）、劳动人口比重（中国目前 15-64 岁劳动力人口占比约 70%，与日本 20 世纪 80 年代水平相当）、家庭人口结构（每户 2-3 人）等，跟日本 20 世纪 70 年代末 80 年代初非常类似，预制菜在中国也有望迎来一个高速增长期。如果按照每年 20% 的复合增长速度估算，在未来 6-7 年，中国预制菜行业可以成长为万亿元规模的市场。我国食材 B 端+C 端预计达到 5-6 万亿元，而从长期来看，随着我国预制菜行业的发展成熟，参考日本的渗透率 60% 的水平，则我国预制菜行业规模有望实现 3 万亿元以上规模（不考虑整体食材行业的继续增长）。
- **屠宰企业建设预制菜工厂具有先天的优势** 从供给端来看，普通餐饮由于前端门店需求不足，自建中央厨房面临亏损，而一般食品企业为了追求规模效应最大化，预制菜企业大多只能专注于最擅长的 2-3 个品类，品类发展受限；从需求端来看，多数终端需要多品类“一站式服务”，尤其是很多预制菜对新鲜度要求高，需要频繁的大规模冷链配送。尤其是餐饮企业小型终端多，需求以多品类、高频次、小批量和及时性为特征。这些需求一般的中央厨房和食品工厂（预制菜企业）很难满足。

**屠宰企业“客户覆盖密度高”，“服务客户频率高”，“全国化布局规模化经营”，建设预制菜厂具备先天优势。** 由于屠宰厂客户区域覆盖密度高，建预制菜工厂容易上量做规模，品类就可以更多更丰富。而丰富的品类，一方面有利于餐饮企业或中间商实现“一站式购物”，减少供应商数量从而减少单品类存货，另一方面也使屠宰企业可直供终端数量更多，从而减少中间商环节提高整体盈利能力。此外，屠宰厂对渠道终端供货频繁，也为一些批量小保质期短的预制菜品销售提供现实的可能，尤其是可以更好的满足多频次、小批量采购的中小客户。

此外，屠宰企业遍布全国各地的屠宰厂生产网络，可以覆盖全国各个区域，实现真正意义上的全国化规模化经营，解决了一般预制菜企业的区域化地域特征。尤其是，在屠宰厂边上自建预制菜厂，屠宰厂直接提供肉类原料，和肉类一起就近配送到终端，不仅节约了原料中间

环节的采购成本，也节约了综合供货给终端的物流成本。

综上，从规模经济和方便程度来看，屠宰厂建设预制菜工厂具备先天优势，其效益远远超过一般餐饮企业自建中央厨房和一般的食品工厂（预制菜企业）。

■ **我国屠宰肉制品行业正迎来历史性发展机遇** 我国屠宰行业集中度处于长期提升趋势，“非洲猪瘟”助推提升进度。此外，屠宰业务正从粗加工向深加工转型，盈利能力持续提高。而我国肉制品业务，目前市场占比小，向预制菜方向发展空间大。

■ **行业评级及投资策略** 鉴于看好预制菜及屠宰肉制品行业发展前景，给予行业“推荐”评级。

■ **重点推荐个股 龙大肉食（002726）**：大股东致力农牧食品为核心主业，屠宰向深加工分割肉转型，肉制品向预制菜全品类发展。我们预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.92/1.23/1.56 元，对应 PE 分别为 14.26/10.71/8.43 倍，维持“买入”评级。风险提示：公司屠宰业扩张不达预期；公司肉制品发展不达预期；公司养殖业扩张不达预期；猪价涨跌不符合预期；猪瘟控制不达预期；公司资产注入进度不及预期；食品安全。

**双汇发展（000895）**：屠宰量目前行业第一，高温肉制品绝对龙头，发展餐饮食材等预制菜业务开辟第二增长曲线。我们预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 2.07/2.48/3.14 元，对应 PE 分别为 25.07/20.88/16.49 倍，维持“买入”评级。风险提示：公司屠宰业扩张不达预期；公司肉制品发展不达预期；公司养殖业扩张不达预期；猪价涨跌不符合预期；猪瘟控制不达预期；食品安全；

**华统股份（002840）**：浙江区域屠宰龙头，屠宰业务受益生猪后周期。暂不考虑股权激励费用摊销的情况下，预测公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.50/1.46/2.03 元，对应 PE 分别为 19.62/6.70/4.81 倍，维持“买入”评级。风险提示：猪周期猪价预测不准确；疫情管控不确定；业务扩张不确定；食品安全。

■ **风险提示** 1、经济发展不达预期；2、消费习惯改变不达预期；3、企业经营能力不达预期；4、与美日行业及企业比较仅供参考；5、国内预制菜行业渗透率不及预期；6、预制菜原料价格波动的不确定性影响；7、食品安全。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2021-01-10 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002726.SZ	龙大肉食	13.15	0.24	0.92	1.23	53.97	14.26	10.71	买入
000895.SZ	双汇发展	51.8	1.64	2.07	2.48	31.62	25.07	20.88	买入
002840.SZ	华统股份	9.79	0.47	0.50	1.46	20.63	19.62	6.70	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所



## 内容目录

1、厨房工业化进程方兴未艾，预制菜正处快速增长阶段 .....	9
1.1、厨房工业化的本质是预制菜的大量出现 .....	10
1.2、预制菜起源于美国，成熟于日本 .....	12
1.3、预制菜大致可以分为四大类产品 .....	17
1.4、预制菜的主要销售渠道 .....	18
1.5、我国预制菜区域化分散化小规模化特征明显 .....	19
1.6、国内预制菜上市公司整体经营能力较强 .....	21
1.7、促动预制菜行业发展的主要因素 .....	22
1.8、我国预制菜行业万亿元市场规模可期 .....	27
1.9、屠宰企业建设预制菜工厂具有先天的优势 .....	29
2、我国屠宰肉制品行业正迎来历史性发展机遇 .....	32
2.1、屠宰行业：行业集中度快速提升，向深加工转型盈利能力持续提高 .....	32
2.2、肉制品：目前市场占比小，向预制菜方向发展空间大 .....	37
3、行业评级及投资策略 .....	40
4、重点公司推荐 .....	40
4.1、龙大肉食（002726）：大股东致力农牧食品为核心主业，屠宰向深加工分割肉转型，肉制品向预制菜全品类发展 .....	40
4.2、双汇发展（000895）：屠宰量目前行业第一，高温肉制品绝对龙头，增添预制菜开辟第二增长曲线 .....	42
4.3、华统股份（002840）：浙江区域屠宰龙头，屠宰业务受益生猪后周期 .....	43
5、风险提示 .....	44

## 图表目录

图 1: 厨房工业化的优势 .....	9
图 2: 预制菜产业链分析 .....	10
图 3: 预制菜价值: 实现成本控制和效率提升 .....	11
图 4: 正餐类餐饮企业成本构成 .....	11
图 5: 2019 年中国餐饮市场规模按服务类型分类占比情况 .....	11
图 6: Sysco 历年来收入及增速情况 .....	12
图 7: Sysco 历年来净利润及增速情况 .....	12
图 8: 神户物产历年来收入及增速情况 .....	14
图 9: 神户物产历年来净利润及增速情况 .....	14
图 10: 日冷公司历年来收入及增速情况 .....	15
图 11: 日冷公司历年来净利润及增速情况 .....	15
图 12: 预制菜发展趋势演变 .....	17
图 13: 预制菜的销售渠道 .....	18
图 14: 我国预制菜行业的特征 .....	19
图 15: 安井食品历年来收入及增速情况 .....	21
图 16: 安井食品历年来净利润及增速情况 .....	21
图 17: 味知香历年来收入及增速情况 .....	21
图 18: 味知香历年来净利润及增速情况 .....	21
图 19: 安井食品盈利能力水平情况 .....	22
图 20: 味知香盈利能力水平情况 .....	22
图 21: 促动预制菜行业发展的主要因素 .....	22
图 22: 我国居民主粮消费持续下降 .....	23
图 23: 我国居民肉类消费持续上升 .....	23
图 24: 普通莴笋(毛菜)产品及价格 .....	24
图 25: 莴笋滚刀块(净菜)产品及价格 .....	24
图 26: 我国新生儿人口逐年下降 .....	25
图 27: 我国劳动力人口比例逐年下降 .....	25
图 28: 我国玉米与美国玉米价格比较 .....	26
图 29: 我国猪肉与美国猪肉价格比较 .....	26
图 30: 我国冷链运输车快速增长 .....	26
图 31: 日本 70 年代末 80 年代初人均 GDP 及增速 .....	27
图 32: 中国目前人均 GDP 及增速 .....	27
图 33: 日本 70 年代末 80 年代初劳动力人口比例 .....	28
图 34: 中国目前劳动力人口比例 .....	28
图 35: 我国历年来餐饮收入规模 .....	29
图 36: 食客外出就餐频次和比例 .....	29
图 37: 外出就餐人均消费金额 .....	29
图 38: 现行预制菜企业发展存在的问题 .....	30
图 39: 屠宰企业建设预制菜工厂具有先天优势 .....	31
图 40: 屠宰企业布局社区专卖店带来正向业务循环 .....	32
图 41: 我国屠宰行业集中度情况 .....	33
图 42: 美国屠宰行业集中度情况 .....	33
图 43: 我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重 .....	33
图 44: 供给端和需求端都推动我国屠宰行业集中度提高 .....	34

图 45: 目前各省屠宰厂数量 .....	35
图 46: 美国历年来猪肉价格情况 .....	36
图 47: 我国生猪价格情况 .....	36
图 48: 部分精分割和定制分割肉产品图 .....	37
图 49: 我国肉制品行业销量情况 .....	38
图 50: 传统肉制品向调理肉制品等预制菜方向发展 .....	38
图 51: 各品类部分肉制品 .....	39
图 52: 双汇发展历年来屠宰量 .....	42
图 53: 双汇发展屠宰业务历年来产能利用率 .....	42
表 1: Sysco 各销售渠道占比 .....	13
表 2: Sysco 各销售品类占比 .....	13
表 3: 常用菜品出成率 .....	24



## 1、厨房工业化进程方兴未艾，预制菜正处快速增长阶段

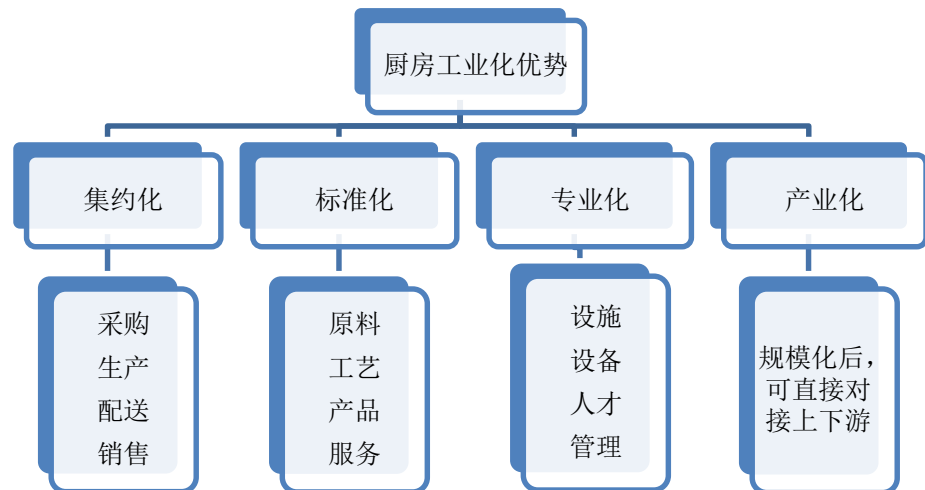
随着生活节奏的加快，消费者尤其是忙碌于工作的年轻人在家做一顿家常便饭已日渐成为奢侈，而越来越多的女性从家庭走向职场，使得其在家庭的烹饪时间总体缩短。做饭时间已经或正在成为消费者需要计算的重要生活成本。一项关于我国居民近十年间对于食品消费观念转变趋势的调查显示，有 67.1% 的人认为传统烹饪方式麻烦，90.10% 可以接受速冻主食，18-30 岁年龄段仅有 8.8% 的人愿意享受烹饪的乐趣。

而另一方面，在外就餐与点叫外卖，都存在卫生状况和食品安全的隐患。消费者很多时候在家烹饪又是不得不做出的行为选择，尤其是已婚家庭与家人一起居家就餐增进感情所创造的和谐氛围更不可少。消费者需要在忙碌的工作和烹饪当中寻找一个平衡点，让烹饪的效率、时间与烹饪味道能够平衡。基于此，更为便捷的菜品和服务，越来越受到消费者的欢迎。

对餐饮企业而言，随着人口老龄化日益严重，人工成本越来越高，以及房屋租金的高企，市场竞争的激烈，高食材高能耗成本，也迫切需要市场上有缓解成本压力和提升效率的预制菜（半成品）的提供。

在上述 C 端和 B 端的双层需求推动下，厨房工业化革命应运而生，通过类似中央厨房等工厂的大量预制菜（半成品菜）的工业化生产制造并推向市场，简化了厨房烹饪环节，从而降低烹饪成本，提高烹饪效率。

图 1：厨房工业化的优势



资料来源：《中国餐饮业中央厨房与餐饮食品工业化发展研究》，国海证券研究所

厨房工业化，对餐饮、便利店和家庭消费者而言，具备多方面的优势：

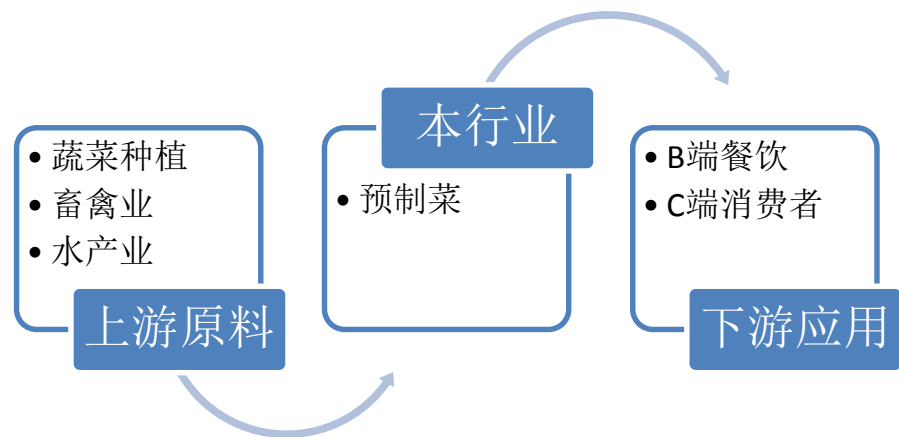
- (1) 能提供品质更稳定、卫生安全更可靠的、标准的、一致性产品;
- (2) 可通过集中采购、生产、配送, 控制价格, 降低营运成本;
- (3) 可降低餐饮门店或家庭烹饪的加工成本, 减少库存, 降低损耗;
- (4) 可快速有效地应对餐饮门店、便利店的订货需求, 实现多品种、小批量、高效率配送服务, 降低物流成本;
- (5) 降低人工时间, 人事成本, 提高工作效率。
- (6) 大规模后, 可直接对接上游农业种植户、畜禽养殖户和下游终端客户, 减少中间环节, 降低中间商成本。

### 1.1、厨房工业化的本质是预制菜的大量出现

预制菜, 是指以农、畜、禽、水产品为原料, 配以各种辅料, 经预加工(如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味)而成的成品或半成品。预制菜省去了食材采购的烦恼, 简化了制作步骤, 经过卫生、科学包装, 再通过加热或蒸炒等烹饪方式, 就能直接作为餐桌上的便捷特色菜品。

这种不需要洗菜不需要择菜的菜品, 越来越受消费者喜欢, 尤其是更受小年轻们的青睐。根据盒马鲜生的数据显示, 54%的 95 后盒马消费者经常自己购买食材做饭, 而半成品菜是他们最爱的商品之一, 购买比例达到了 65 后的两倍。

图 2: 预制菜产业链分析



资料来源: 搜狐网转载《普华有策》、国海证券研究所

预制菜对餐饮企业产品标准化降低损耗、减少厨师和切菜小工、节约厨房操作空间, 提高出台率等成本控制和提升效率方面都创造较大的价值。根据苏州味知香招股说明书提供的中国饭店协会《2019 中国餐饮业年度报告》数据, 正餐类餐饮企业平均人力费用占营业收入比例达 22.41%, 房租成本比例达 10.26%, 能源

成本占比 4.54%。三项合计约 37.21%，预制菜的推广对餐饮企业节约上述三项成本都有较大的贡献，对提高餐饮企业整体盈利能力有很大帮助。

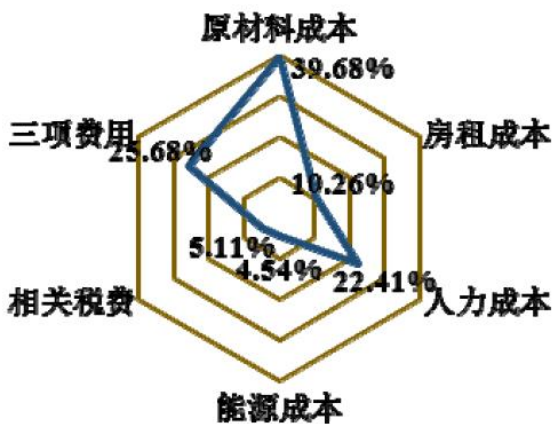
图 3: 预制菜价值: 实现成本控制和效率提升



资料来源: 搜狐网转载《乐器界》, 国海证券研究所

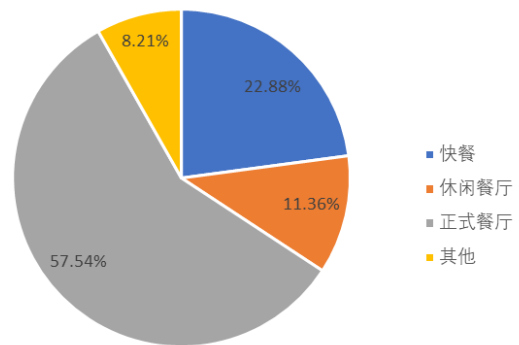
中国餐饮行业, 按服务类型, 一般可分类为快餐、休闲餐饮、正式餐饮及其他。快餐包括提供快餐及标准化食物的餐厅, 只有少量或完全没有堂食服务且用餐环境简单, 快餐因为酒水业务少, 食材占比最高。休闲餐饮指提供少量餐桌服务的餐厅, 一般饮料、甜点和点心占比较多, 食材占比相对较少。正式餐厅一般指传统餐厅, 由待应生提供周到的餐桌服务。

图 4: 正餐类餐饮企业成本构成



资料来源: 苏州味知香招股说明书, 国海证券研究所

图 5: 2019 年中国餐饮市场规模按服务类型分类占比情况



资料来源: 中商情报网, 国海证券研究所

## 1.2、预制菜起源于美国，成熟于日本

预制菜最早起源于美国。1920年，世界上第一台快速冷冻机在美国试制成功后，速冻加工品随即问世。到20世纪50年代速冻食品越来越受到欢迎。20世纪60年代起，各种类型的预制菜在美国开始实现商业化经营。

20世纪80年代，预制菜在日本、加拿大及部分欧洲国家也开始兴起。而料理包最早出现在生活高度紧张的日本都市，随后在台湾的台北、高雄流行，被商家称为妈妈餐、住家便当。

预制菜最初供应餐饮行业，使餐厅、配餐公司等外食产业，降低其人工费、水电费和垃圾处理费，减少厨房面积和设备采购；之后，部分预制菜也面向家庭、个人零售，方便了居民日常烹饪。

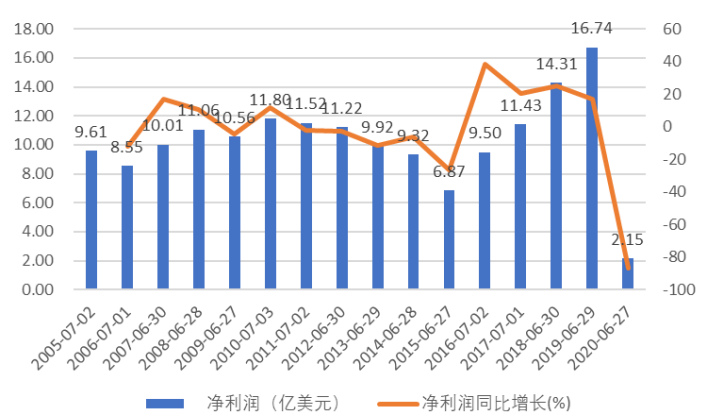
美国诞生了全球超大型食材配送供应链公司 Sysco。在美国，由于地广人稀，居民购买食品一般都到大型超市采购，每隔1-2周去一次。而由于深加工生鲜净菜即使冷藏条件下，保质期也只有3-4天，比较短，故美国居民多购买速冻食品，以及只是采购去土去根的初步加工过的蔬菜，而深加工的生鲜净菜购买较少。但在美国，餐饮业发达，尤其是标准化餐饮企业数量居多，预制菜在美国餐饮渠道发展成熟。并由此诞生了全球超大型食材配送供应链公司 Sysco。

西斯科 (SYSCO Corporation) 成立于1969年，1970年登陆纽交所。自1995年进入《财富》杂志500强企业排行榜以来，它连续25年入榜，2019年排名172位。公司历史上多次通过并购做大做强。

图 6: Sysco 历年来收入及增速情况



图 7: Sysco 历年来净利润及增速情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

Sysco 在美国餐饮供应市场上占有率高达 16%，在全球 90 多个国家拥有 330 多家分销机构，为超过 60 万家客户提供食材供应服务，包括鲜冻肉、海鲜、家禽、蔬菜、水果、零食以及环保餐具厨房用品等在内的产品。Sysco 主要客户包括餐馆、医疗保健机构、教育机构、政府、旅游休闲服务商、零售商等。其他类别包括非独立餐厅、面包店、餐饮店、教堂、民间组织和兄弟组织、贩售分销商、其

他分销商和国际出口品的自助餐厅等。在所有客户中，餐馆营收贡献占比最高，近7年来均超60%以上。

表 1: Sysco 各销售渠道占比

渠道	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
餐馆	62%	64%	63%	61%	62%	62%	62%
医疗保健	9%	9%	9%	9%	9%	8%	9%
教育、政府	9%	8%	8%	9%	8%	9%	8%
旅游、休闲、零售	8%	8%	8%	9%	8%	9%	7%
其他	12%	11%	12%	12%	13%	12%	14%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：搜狐网《物流指闻》，公司年报，国海证券研究所

Sysco 产品主要以食品类为主，生鲜占比较大。食品类产品主要包括全系列冷冻食品，如肉类、海鲜、蔬菜、水果、甜点等、罐装食品和干货、新鲜肉类和海鲜、奶制品、饮料、新鲜农产品等。

表 2: Sysco 各销售品类占比

品类	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
新鲜冷冻肉类	19%	21%	20%	19%	20%	19%	19%
罐装及干货	18%	16%	17%	16%	17%	17%	16%
冷冻果蔬、烘焙产品及其他	13%	13%	13%	15%	15%	15%	15%
家禽	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%
奶制品	10%	11%	11%	11%	10%	10%	10%
新鲜蔬菜	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%
纸张等一次性用品	7%	7%	7%	6%	7%	7%	7%
海鲜	5%	5%	5%	6%	6%	6%	5%
饮料	4%	4%	4%	4%	3%	4%	4%
其他	5%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：搜狐网《物流指闻》，公司年报，国海证券研究所

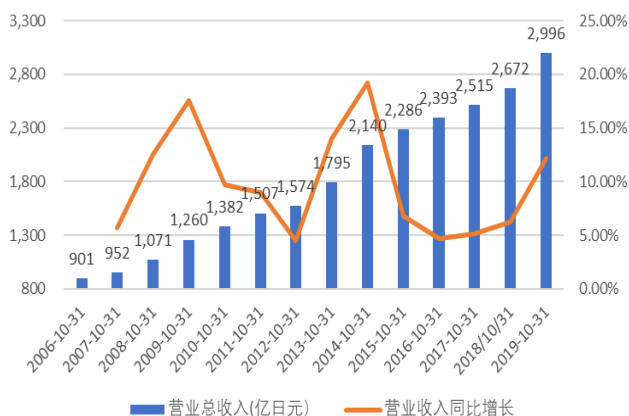


### 西斯科 (SYSCO) 发展历程

- (1) 1969 年, 西斯科 SYSCO 于美国正式成立;
- (2) 1981 年, 西斯科 SYSCO 食品服务公司收购总部位于马里兰州的 Lankford Produce 的资产;
- (3) 1988 年, 西斯科 SYSCO 收购了 CFS Continental;
- (4) 1996 年, 西斯科 SYSCO 成为休斯顿第三大公司, 拥有超过 30000 名员工;
- (5) 2002 年, 西斯科 SYSCO 收购了 SERCA Foodservices 并将其更名为 SYSCO Canada;
- (6) 2003 年, 西斯科 SYSCO 收购了亚洲食品, 这是北美最大的亚洲食品分销商;
- (7) 2009 年, 西斯科 SYSCO 收购了爱尔兰最大的食品分销商 Pallas Foods;
- (8) 2012 年, 西斯科 SYSCO 收购了 Crossgar Foodservice, 同年财富世界 500 强排行 262 位;
- (9) 2013 年, 西斯科 SYSCO 宣布以 35 亿美元的价格收购美国食品公司。

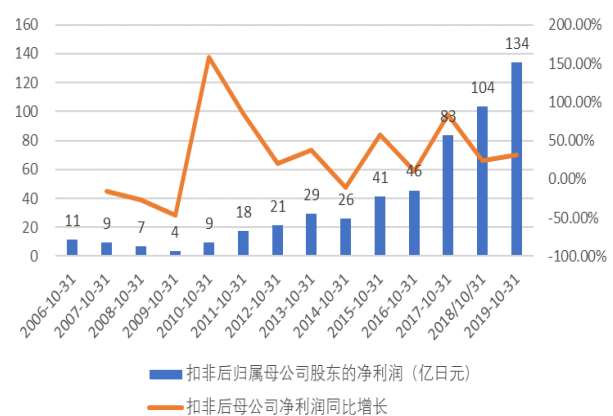
**预制菜成熟于日本。**在日本, 由于人口密度高, 超市和便利店随处可见, 预制菜包括速冻的和冷藏保鲜的需求量都很大。据资料统计, 日本预制菜在上世纪 70 年代末 80 年代初得到高速发展, 每年以 20% 以上的速度递增。目前, 日本预制菜的渗透率已经达到 60% 以上, 比较大的预制菜公司有如神户物产和日冷公司。

图 8: 神户物产历年来收入及增速情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 神户物产历年来净利润及增速情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

**神户物产是日本最大的预制菜公司之一**, 主要经营业务为食材生产制造兼零售批发, 2019 年营业额 2996 亿日元。该集团在全国有 21 个工厂, 开发制造德



用香肠、冷冻乌冬面、三文鱼片、水羊羹等原创商品。并且从 40 个国家直接进口食品，包括巴西产鸡腿肉、比利时产薯条、干果类等。截止到 2019 年 10 月末，神户物产还在全国开设业务超市 845 家。

**神户物产历史沿革情况:**

(1) 1981 年 4 月，在兵库县加古川市神町石守，创业者沼天昭二创立食品超市，名为【FRESH 石守】。

(2) 1985 年 11 月，【FRESH 石守】有限公司在兵库县加古川市成立。

(3) 1991 年 4 月，组织变更为股份公司【FRESH 石守】。

(4) 2001 年 10 月，【FRESH 石守株式会社】吸收合并【旧神户物产株式会社】，变更公司名称为神户物产株式会社。

(5) 2001 年 12 月，为了在地方城市加强 FC 业务，确立地方区域 FC 体制，并在新泻县燕市开启第一家业务超市加盟店。

(6) 2002 年 6 月，为了加强东日本的 FC 业务，在横滨成立营业所，并将其设置为 FC 关东总部。

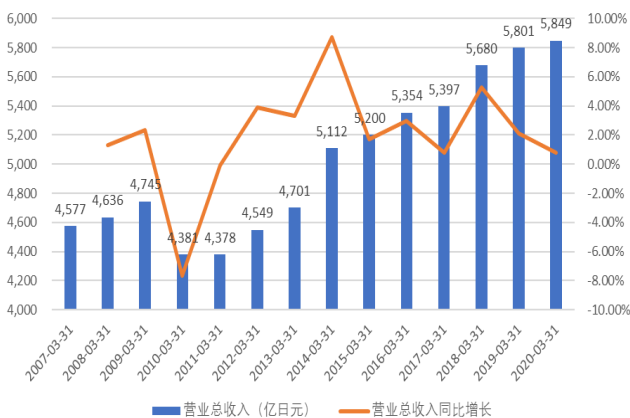
(7) 2003 年 9 月，开启新业务神户 COOK (即自营餐厅)，确立加盟体质，并设置专门事业部门。

(9) 2006 年 4 月，通过 FC 契约，第一家神户 COOK 加盟店在兵库县加古郡稻美町开业。

(10) 2006 年 6 月，在大阪证券交易所进行第二部股票上市。

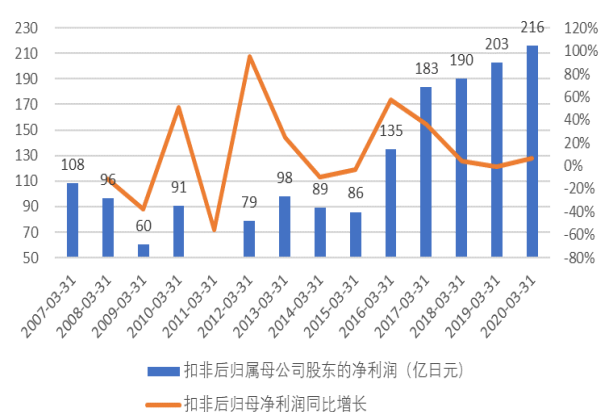
(13) 2012 年 12 月，被大阪证券交易所指定为第一部股票上市企业。

**图 10: 日冷公司历年来收入及增速情况**



资料来源: Wind, 国海证券研究所

**图 11: 日冷公司历年来净利润及增速情况**



资料来源: Wind, 国海证券研究所

日冷公司为日本预制菜行业另一大公司。公司主营业务有食品加工、水产和畜牧业，不动产以及冷链物流业。2019年，公司营业收入为5848.58亿日元，其中公司的速冻调理食品占营业收入的比重约为35%左右。

日冷公司的历史沿革为：

- (1) 1942年帝国水产统制株式会社（前身），由日本政府成立。
- (2) 1945年，公司改为正式民营化，更名为日本冷藏株式会社。
- (3) 1954年，该公司正式出品日本第一款预制菜品—茶碗蒸（冷冻食品加热即食）
- (4) 1959年日冷开发公司自持低温流通系统（冷冻搬运车及仓库），确保了公司预制菜食品的物流系统，为将来拓展预制菜市场打下了基础，自此之后冷冻预制菜不仅在家庭料理中出现，业务用冷冻预制菜也被广泛投入使用。
- (5) 1964年东京奥运会，为应对大量参赛选定进餐需求，日冷作为食品供应商提供了大量美味且安全的各类冷冻食品，当时受到了各国参赛选手的好评，从此冷冻食品受到了更多业界及国家的瞩目。
- (6) 1970年，以及大阪万国博览会（世博会）为契机，日冷食品通过开设站台推出了更多的冷冻预制菜品，其中【可乐饼】【汉堡肉】【冷冻烧卖】【冷冻饺子】【冷冻炸虾】等商品脱颖而出成为五大人气商品，至今也是冷冻预制菜的主流商品。
- (7) 1985年，日本冷藏株式会社正式更名为日冷。
- (8) 1980年代后半，随着微波炉的普及，加热便当系列推出，成为学生们的主流食物。
- (9) 2003年，日冷在预制菜市场成型后开始加强关注食品安全问题，建立了严格的食品生产追踪系统，该系统被业界作为标准使用。
- (10) 2005年日冷正式上市，成为公众上市公司。
- (11) 2013年随着技术的发展，日冷推出了无着色料，无保存料，无化学调味料的“三无食品”，且此系列食品无需机械解冻，从冰箱取出，自然解冻后即可食用。
- (12) 2020年为维持可持续发展，提出环保概念，并予以实践。如【炒饭系列】等冷冻预制菜产品均可用再生能源创在的电力产出。

综上所述，在不断的尝试与创新中，日冷食品公司顺应时代创造出了该公司独有的预制菜销售体系。在产品方面，顺应日本饮食习惯，推出至今都家喻户晓的该公司特有的招牌产品。且随着技术及环境的改变，不断革新，不断将预制菜的做法简化，顺应了日本人民对预制菜需求的变化。在运营系统方面，推出了该公司

独有的冷藏系统，确保了物流运输，从而使冷冻预制菜品不仅被家庭食用而是扩大到了大量生产的业务面。且不断完善的食物安全标准，更是让消费者感到安心，为食物安全提供了保障。

在对外宣传/营销方面，日冷食物利用了奥林匹克/世博会等国际性活动，将日本产冷冻预制菜品推向世界，让国外投资者切实感受到了预制菜行业的前景。除此之外，以环保为目的的改革与创新，更是受到了国际对该产业的认可。

### 1.3、预制菜大致可以分为四大类产品

目前预制菜，按照深加工程度和食用方便性，基本可以分为以下四大类别。

图 12：预制菜发展趋势演变



资料来源：搜狐网转载《餐饮界》、国海证券研究所

**一是即食食品：**指开封后可以直接食用的预制调理制品，可以概括为“开包即食”食品。具体产品如即食泡脚凤爪、鸡腿、火腿肠和罐头等。

**二是即热食品：**指只需要经过加热即可食用的食品，可以概括为“加热即食”食品。比较典型的是近两年在市场上非常活跃的快餐料理包，如梅干菜扣肉，辣子鸡丁等等。

**三是即烹食品：**指经过相对深加工（加热或浅油炸），按份分装冷藏或常温保存的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调理的食品，属于半成品预制菜范畴，可以概括为“熟料加热调味”食品，如香酥肉、椒盐排骨等。

**四是即配食品：**指经过清洗、分切等初步加工（只是物理加工）而成的小块肉、生鲜净菜等。一般以生的菜料为主，烹饪者要自行搭配各种调料，经过炒制加热变熟后可食用。既可概括为“**生料加热调味**”食品。

由此，按照加工的深浅程度，可以做如下排序：**即食食品>即热食品>即烹食品>即配食品。**

从预制菜的品类发展趋势来看，也是从高附加值、工艺复杂、制作时间长、复热后能保持原味和易储存的品类（如速冻食品、调理制品、高温低温肉制品）逐渐过渡到附加值较低、工艺简单、新鲜度要求高、较难储存的品类（如各种调配食品，各种加工好的蔬菜（生鲜净菜）等）。

## 1.4、预制菜的主要销售渠道

目前预制菜的销售渠道基本覆盖了所有的食品销售渠道，如餐饮、商超、农贸市场、便利店、电商、专业外卖市场、一般流通。在这些渠道中，预制菜表现较为抢眼的是餐饮、商超、农贸市场，与餐桌消费密切相关的购物场所。

图 13：预制菜的销售渠道



资料来源：搜狐网转载《新食材》，国海证券研究所

餐饮企业是预制菜的最主要销售渠道。日本预制菜市场，toB端和toC端占比比例是6:4，而中国预制菜市场，目前toB和toC占比比例大概在8:2的阶段。虽然B端和C端两大市场都在高速成长期，但toB端的餐饮渠道占大头。toB模式下，最核心的底层逻辑是通过专业分工尽可能做到规模效应最大化和成本最低。餐饮企业，一方面，菜制品需求量大而集中，另一方面，菜品消费多为荤菜，附加值高，也易冷冻储存，中间加工环节繁杂，用预制菜替代更有效率。

此外，根据日欧经验，商超、便利店也会成为预制菜重要渠道，熟食一直是便利店重要盈利利点，以7-11便利店为例，目前7-11便利店的餐饮销售客约占总销售额的30%左右，毛利率高达30-50%，而且比起生鲜电商和外卖平台，便利店也有一定的“最后一公里”优势。

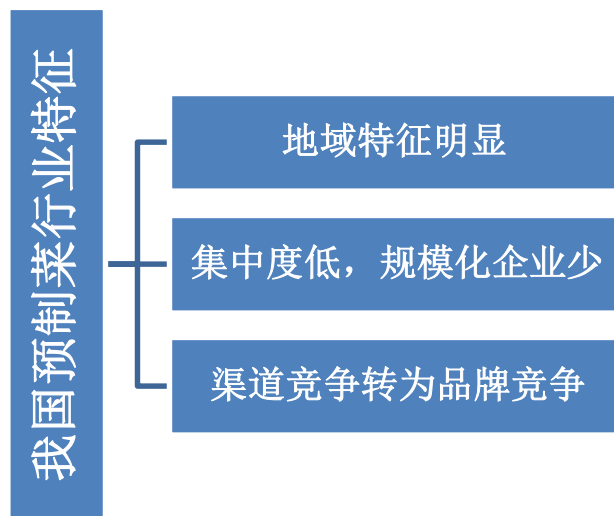
近年来，电子商务的发展也正在培育成为预制菜新的销售渠道。2019年，全国电商交易规模额达34.81万亿元，同比增长6.7%，2019年全国快递业务量和业务收入分别完成630亿件和7450亿元，同比分别增长24%和23%。同时，物流行业经过飞速发展后竞争愈发激烈，生鲜物流成为了新的增长点，未来生鲜物流成本将进一步降低，为预制菜（半成品菜）互联网销售创造了更加有利的环境。电子商务深入地影响了我国消费者的消费方式，虽然现有预制菜（半成品菜）以线下销售为主，但电商平台日益丰富的预制菜（半成品菜）产品也将吸引越来越多的消费者。

### 1.5、我国预制菜区域化分散化小规模化特征明显

20世纪90年代后期，随着麦当劳、肯德基等快餐店的进入，我国开始出现净菜加工配送工厂，北京、上海、广州等大型城市相继发展净菜加工配送产业。2000年前后，我国陆续出现了预制菜（半成品菜）生产企业，通过对肉禽和水产等原材料的进一步加工，提供了比净菜更加丰富的产品种类并进一步精简了客户的烹饪环节。

但从目前市场竞争格局来看，国内预制菜行业整体上仍以中小规模企业为主，市场集中程度较低，区域性特征明显，行业中各企业市场份额有限，大规模全国化经营企业数量较少。典型的行业特征体现在：

图 14：我国预制菜行业的特征



资料来源：苏州味知香招股说明书，国海证券研究所

**一是地域特征明显。**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，导致各地居民饮食习惯及口味不一致。预制菜产品依赖冷链运输，物流成本及产品新鲜程度要求限制了单个企业产品配送半径。目前预制菜企业通常只能覆盖一定地区，尚未出现全国性的预制菜龙头企业。

**二是集中度低，规模化企业较少。**全国范围内预制菜生产商数量众多，其中多数依然停留于作坊式生产加工模式，达到规模以上生产水平的企业较少。作坊式加工商只供应少量客户，产品单一、标准化程度较低，食品安全及品质难以保证。目前，



部分企业已开始采购自动化设备实现规模化生产，具备一定区域知名度。

**三是渠道竞争逐步转化为品牌竞争。**预制菜企业主要客户是区域内各加盟商，包括生鲜食品店、农贸市场摊贩、超市等，少部分产品直接销售给餐厅、终端消费者。由于加盟商的零售性质，其覆盖范围较小，对产品推广力度有限。目前，行业内企业开始重视品牌建设，通过投放广告、举办推广活动、聘请代言人等方式提升品牌知名度。

**目前区域市场上有相对知名度的预制菜品牌公司参考如下：**

(1) 广州蒸烩煮食品有限公司，占地近 300 亩，专业生产调理包的中餐标准化企业；

(2) 苏州市好得睐食品科技有限责任公司，成立于 1999 年，专注预制菜的生产与销售 20 年，现开发有牛肉类、水产类、家禽、猪肉类、什锦类、煲汤类六大系列，产品 300 余种；

(3) 河北福成五丰食品公司，成立于 2007 年，是国内较早专注于速冻调理食品研发、生产、物流配送及技术服务的现代化速冻食品企业。旗下有“鲜到家”、“黑椒牛排”、“三椒水煮鱼”等知名品牌。

(4) 深圳市方面食品有限公司，专注于常温料理行业，打造了集生产、零售、批发、品牌、加盟、餐饮管理、服务咨询于一体的全产业链系统。

(5) 上海盘点食品科技有限公司，公司拥有专业中式菜肴研发团队与一流的标准化工厂，形成以畜肉类、禽肉类、水产类和豆制品类四大系列为主的各类中式菜肴体系，为大中型餐饮连锁企业提供全方位综合解决方案。

(6) 厦门如意三煲食品有限公司，公司创立于 2009 年，专注于速冻调理食品，特别是猪、牛、羊类产品。

(7) 福建海文铭海洋科技发展有限公司。公司位于福建省福州市，是一家致力于鲍鱼全产业链及相关产品研发、生产、销售和推广的海洋科技型企业，专注中高端食材深加工。

(8) 湖北新美香食品有限公司，公司生产和销售“新美香”即食汤、料理包、冻干水果、脱水海鲜、肉类、蔬菜等多种产品。

(9) 广州乐优谷食品有限公司，广州乐优谷食品有限公司是专业生产批发、零售猪、牛、羊、鸡、鸭、鹅、鱼、海鲜类、豚骨汤类料理包和扒类、汤类、西餐酱汁类料理包的公司。

(10) 四川王家渡食品有限公司，四川王家渡食品有限公司系眉州东坡餐饮集团全资子公司，速冻方便菜系列产品用途广泛，适合多种餐饮形式。



## 1.6、国内预制菜上市公司整体经营能力较强

虽然，目前预制菜行业整体上还是呈现区域化、分散化、小规模化特征。但相对而言，能在 A 股上市的企业，整体规模、销售增速和盈利能力都比较强，如以速冻火锅料制品为主营业务的安井食品，以速冻调理制品为主营业务的已过会企业苏州味知香公司，整体业绩增速、盈利能力都保持较高的水平。

图 15：安井食品历年来收入及增速情况

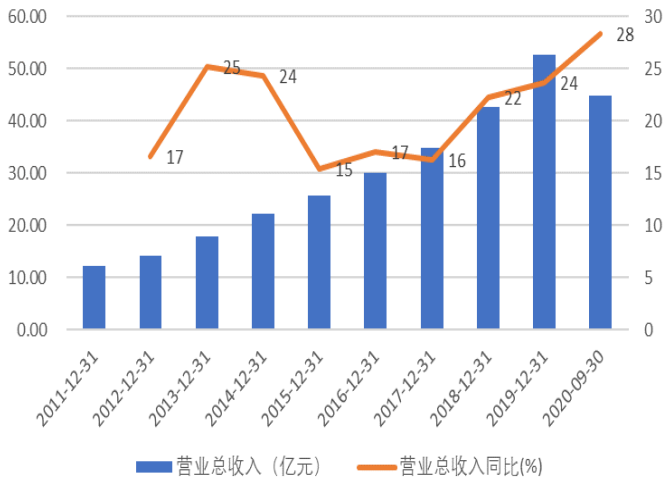
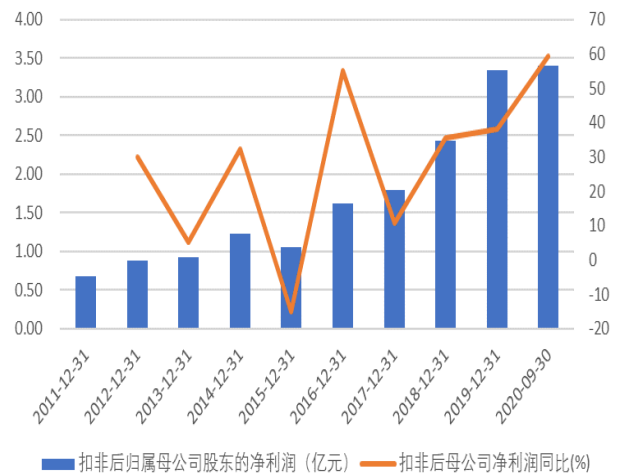


图 16：安井食品历年来净利润及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 17：味知香历年来收入及增速情况

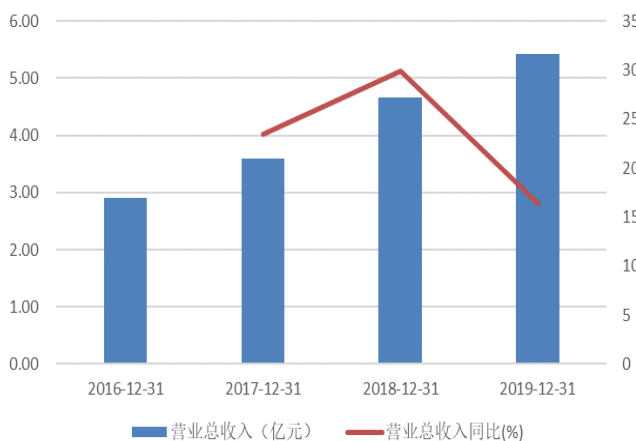
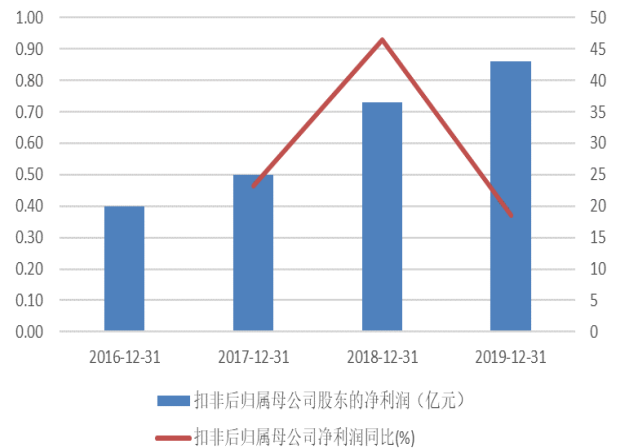


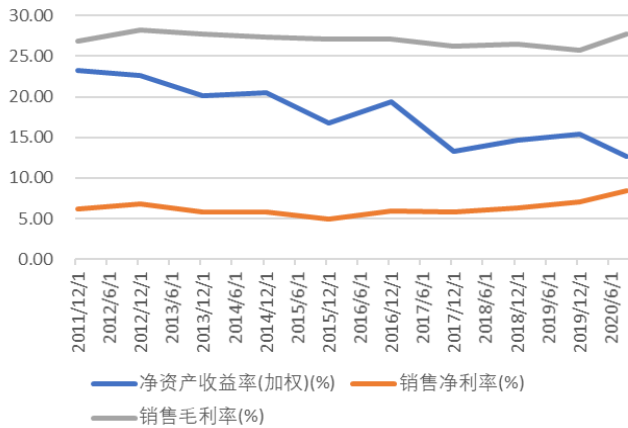
图 18：味知香历年来净利润及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

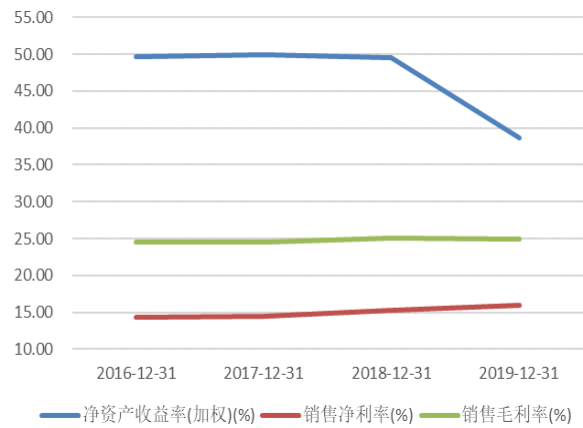
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 19: 安井食品盈利能力水平情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 味知香盈利能力水平情况



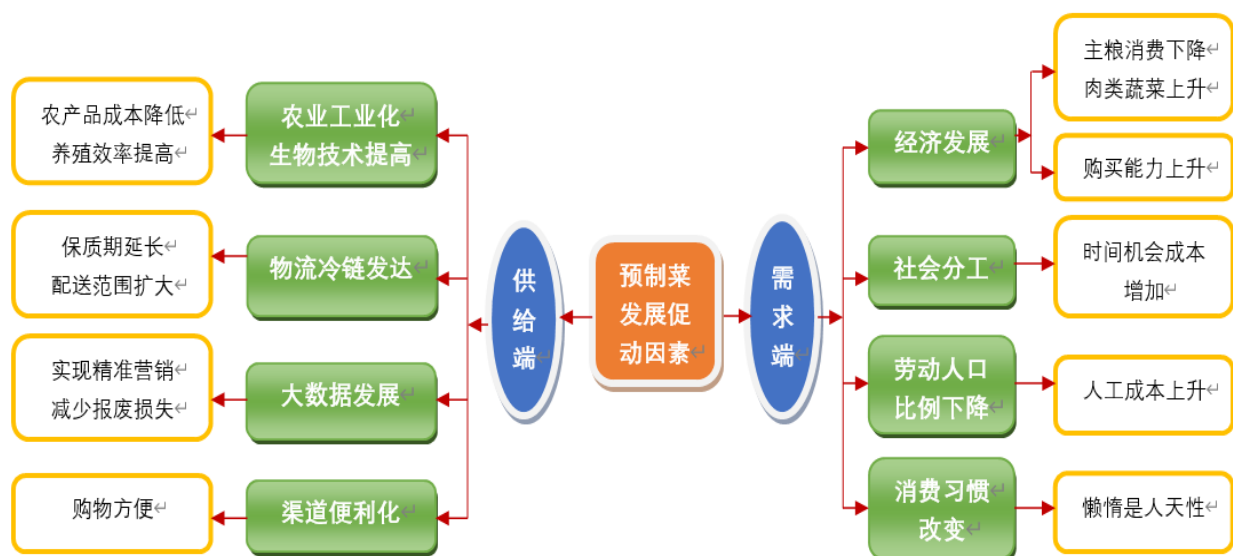
资料来源: Wind, 国海证券研究所

与国际预制菜企业相比,国内预制菜上市公司由于业务结构(以生产制造为主)、产品结构(以高附加值的肉类蛋白为主)的差异以及市场发展尚处在蓝海阶段,整体盈利能力和增长水平都显著高出很多。

国内比较大的预制菜企业,除了蜀海既有生产制造又有专业配送业务,大部分预制菜企业都是生产制造型企业,相较于美国 Sysco,以食材配送为核心主业,日本神户物产兼生产制造与零售批发(预制菜品中包含很多低附加值生鲜净菜),日冷公司兼速冻食品生产、冷链物流与不动产,在业务结构(以食品生产制造为主,在价值链最高端环节)和产品结构(以高附加值肉类蛋白为主)上更能体现高附加值,同时,目前尚处在蓝海竞争,市场在持续扩容,竞争相对缓和。因此,更高的销售增速和更高的盈利能力也在情理之中。

### 1.7、促动预制菜行业发展的主要因素

图 21: 促动预制菜行业发展的主要因素



资料来源: 国海证券研究所

经济发展，消费习惯改变，冷链物流发达，农业工业化成本降低，等等因素都将促进我国预制菜行业高速发展。具体而言，可从需求端和供给端两个角度来分析。

### A. 需求端

#### (1) 经济发展推动食材消费增加，提高消费者预制菜购买能力

图 22: 我国居民主粮消费持续下降

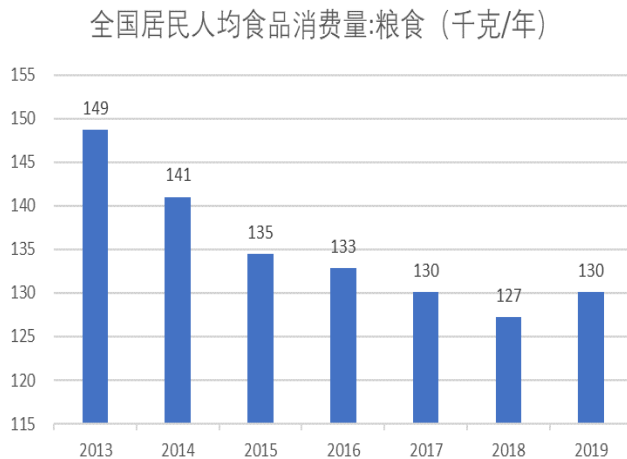


图 23: 我国居民肉类消费持续上升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

**经济发展带来主粮消费下降，而肉禽蔬菜和休闲零食等消费增加。**从居民历史食品消费结构来看，随着经济的发展，米面等粮食消费下降，而肉禽蔬菜和休闲零食等消费占比上升。因此，经济的发展带来居民饮食结构的改变，从整体上推动食材行业的增长。

从数据上来看，我国居民人均粮食消费量持续下降，而肉类人均消费量持续上升。但在 2019 年，因为非洲猪瘟影响生猪供应量大幅下降，导致人均肉类消费量下降，但同时人均粮食消费量上升，也进一步说明粮食与肉类和蔬菜之间存在一定的替代性。

**经济发展推动消费者购买能力上升。**相比较于普通蔬菜（毛菜），切片、切丝真空包装的即用净菜出现在货架之前有大量的制作、装包等加工环节和成本，价格普遍比非净菜（毛菜）要贵，一般要比普通蔬菜（毛菜）贵 2-3 倍，即使最终按照出菜率还原计算，一般也要高 30%-50%。

以盒马鲜生的莴笋产品为例，莴笋（毛菜）600 克价格 4.9 元，莴笋滚刀块（净菜）200 克价格 5.8 元。全部按照 100 克折算，则莴笋（毛菜）价格为 0.82 元/100 克，莴笋滚刀块（净菜）价格 2.9 元/100 克，莴笋滚刀块（净菜）价格是莴笋（毛菜）价格的 3.54 倍。如果考虑莴笋切配出成率（即为去叶子剥皮去根后）0.40 折算，则莴笋（毛菜）切配出成率价格为 2.05 元/100 克，莴笋滚刀块（净菜）价格 2.9 元/100 克是笋（毛菜）切配出成率价格 2.05 元/100 克的 1.41 倍，相当于高出“莴笋可食用部分”价格的 41%左右。

图 24: 普通莴笋 (毛菜) 产品及价格



资料来源：盒马鲜生，国海证券研究所

图 25: 莴笋滚刀块 (净菜) 产品及价格



资料来源：盒马鲜生，国海证券研究所

由于预制菜因为加工后增加的附加值，导致整体价格要远远高于毛菜，相应增加消费者支出。因此，前期预制菜消费者一般以高收入人群和年轻消费群体为主。而随着经济发展，消费者收入水平持续增高，将会有越来越多的消费者加入到预制菜的消费行列。因此，**经济发展客观上提高了消费者的购买能力，推动预制菜行业的快速发展。**

表 3: 常用菜品出成率

常用荤菜出成率					常用蔬菜出成率				
序号	原料名称	解冻	烧制	总出成率	序号	切配名称	切配	烧制	总出成率
1	肉丝 kg	0.81	0.77	0.63	1	白菜	0.84	0.85	0.71
2	肉片 kg	1.07	1.04	1.11	2	本芹	0.98	0.56	0.55
3	肉丁 kg	0.90	0.89	0.80	3	番茄	0.90	0.90	0.81
4	鸡腿 (个)	1.00	0.79	0.79	4	红椒	0.80	0.84	0.67
5	去皮鸡脯 kg	0.95	0.85	0.81	5	胡萝卜	0.88	0.80	0.70
6	大排片 (70-80)	0.85	1.03	0.88	6	卷心菜	0.92	0.76	0.70
7	鸭琵琶腿	0.98	0.87	0.85	7	茄子	0.82	0.81	0.67
8	鸡翅根	1.00	0.84	0.84	8	青菜	0.95	0.94	0.89
9	牛霖	0.78	0.95	0.74	9	青椒	0.84	0.88	0.74
10	鱼排 (片)	1.00	1.00	1.00	10	四季豆	0.90	0.96	0.86
11	带鱼	0.97	0.53	0.52	11	土豆	0.85	0.88	0.75
12	鸡丁	0.92	0.91	0.83	12	莴笋	0.40	0.80	0.32

资料来源：道克巴巴线上资料，国海证券研究所

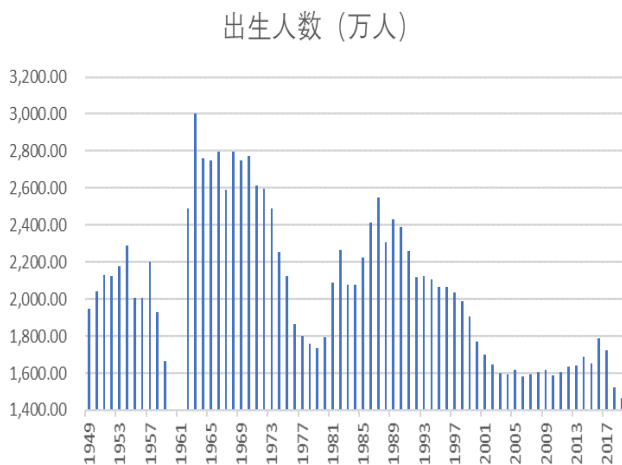
## (2) 社会分工、工作节奏加快、女性职业化，便捷性预制菜日益受青睐

随着社会分工越来越细，每个人的工作专业程度和熟练程度都越来越高，每个人越来越擅长某一领域，意味着单位时间做专业的事情产出最高，做其他事情就会带来时间的机会成本，相应的意味着家务劳动的时间成本越来越高。现代人工作节奏加快，尤其是很多女性都步入职场，闲暇时间越来越少。在高强度工作压力下，消费者意愿用更多的时间进行休息，以更好的调解身心健康，家务劳动简单化也必然成为趋势。因此，如何在烹饪上花费的时间少，同时又不影响生活品质，减去了中间加工环节简化烹饪流程的预制菜便是最好的选择。

## (3) 劳动力人口比例下降，人工成本上升，促使餐饮企业更多的使用预制菜

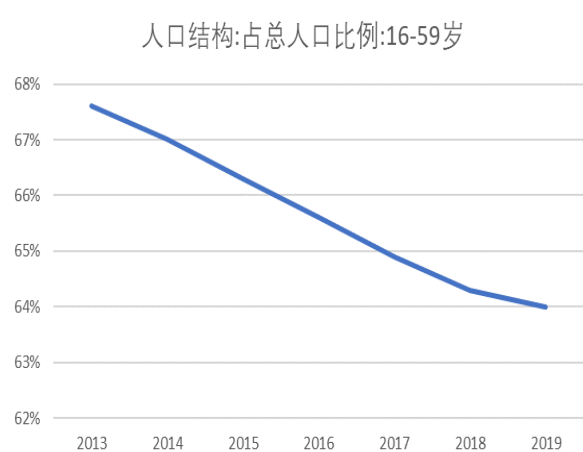
随着我国新生人口减少，劳动人口比例下降，人工成本持续上升。迫于成本压力，餐饮等企业也越来越多的使用预制菜。

图 26: 我国新生人口逐年下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 27: 我国劳动力人口比例逐年下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## (4) 消费习惯的改变，因为人的懒惰天性，预制菜一旦使用便容易固化

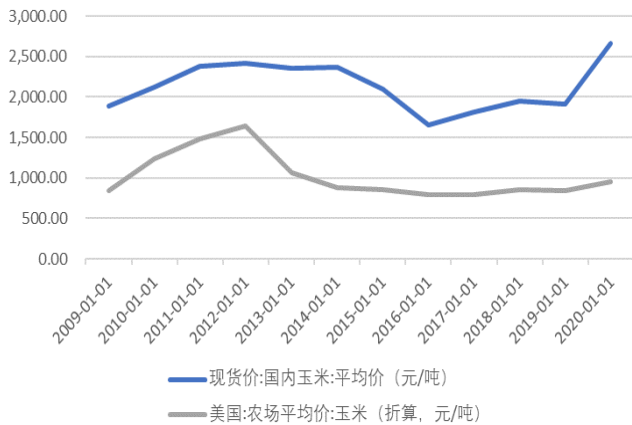
目前，社会大众对预制菜（半成品菜）了解较少，许多人尚未使用过此类产品。随着消费习惯的逐步培育，预制菜（半成品菜）市场将迎来高速增长。尤其是人的懒惰天性，预制菜一旦使用其行为习惯就容易固化。

### B. 供给端

#### (1) 农业工业化带来农牧产品成本降低，生物技术的提高推动养殖效率的提高，因为成本的降低间接的提高了消费者的购买能力

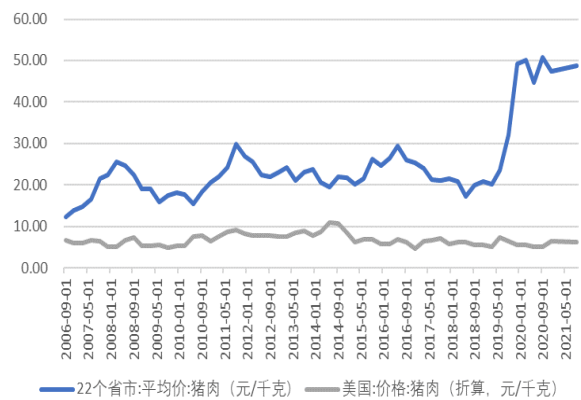
我国的农产品价格与美国等发达国家相比差距很大，我国的畜禽产品价格与美国等发达国家相比差距也很大。以玉米为例，中国的玉米价格是美国的 2 倍多，以猪肉为例，中国的猪肉价格是美国的 3 倍多（按历史平均水平，不考虑特殊情况下如 2019 年国内非洲猪瘟影响下的猪肉价格）。

图 28: 我国玉米与美国玉米价格比较



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 29: 我国猪肉与美国猪肉价格比较



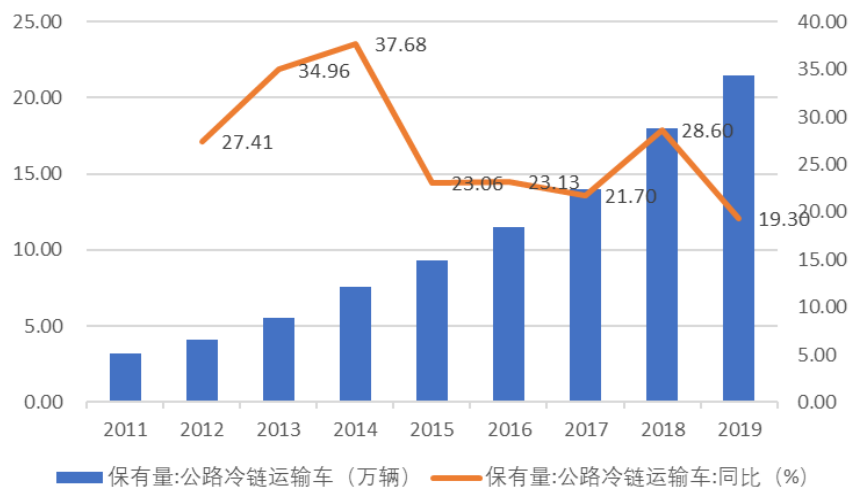
资料来源: Wind, 国海证券研究所

而随着我国农业工业化集约化经营,农产品成本价格有望大幅降低。农产品成本价格降低,也带来养殖业成本降低(饲料成本降低)。此外,随着生物技术的提高(比如养猪的PSY指标,国内一般在24-27的水平,而美国的养殖企业可以达到36,远超过中国),生猪单位成本可大幅降低。

农产品和畜禽肉成本降低后,也从整体上降低了生鲜净菜等预制菜的价格,等于间接提高了消费者的购买能力,有利于进一步推动预制菜的消费。

**(2) 冷链物流的发展和完善,为预制菜延长保质期,扩大配送范围提供基础条件**

图 30: 我国冷链运输车快速增长



资料来源: wind, 国海证券研究所

随着速冻技术的发展,预制菜的储存时间得以大幅延长。国产速冻设备和冷链运输车辆的推广大幅降低了企业物流配送成本,企业的辐射范围扩大,预制菜的销售半径提高。冷链物流的发展,带来了食材供应链的规模化和标准化,在成本上又进一步降低。



### (3) 大数据的发展，为预制菜实现精准营销，将报废损失降到最低

由于预制菜品类非常丰富，既有荤菜又有蔬菜，既有生菜又有熟食，SKU 非常多，同时一些冷藏生鲜的预制菜，保质期短，单个品类每个终端每天的销售存在不稳定性。

而信息技术的发展，尤其是大数据的发展，可以及时的统计每个 SKU 的销售数据，可以及时的跟踪库存情况。从而可以作出最佳合理生产安排和最佳合理配送安排，在实现精准营销的基础上，将报废损失降到到最低，从而大幅提高经营效益。

### (4) 渠道多元化便利化，让消费者购物上更为便捷，预制菜的消费体验更为完美

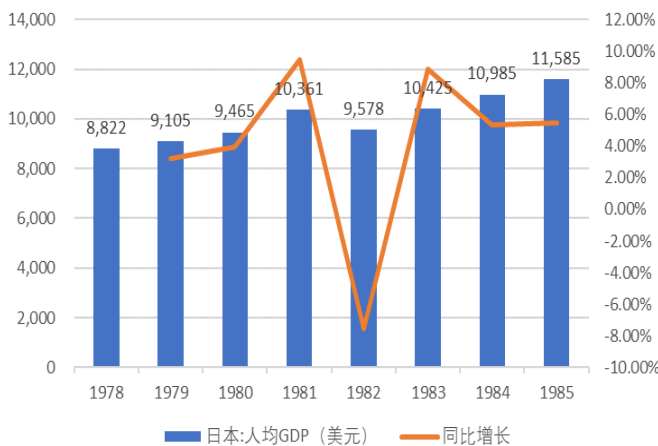
随着社会的进步，菜品销售渠道除了传统的餐饮、商超、便利店，以盒马鲜生和叮咚买菜为代表的生鲜电商，以及社区团购、社区专卖店（类似快递的菜鸟驿站，既可以现场购买，又可以开展 O2O 业务）都在快速发展。消费者购买菜品越来越方便，也推动着预制菜的消费体验更为完美，加快预制菜行业的发展。

## 1.8、我国预制菜行业万亿元市场规模可期

在中国，预制菜的普及要追溯到 2005 年，随后的十几年时间里一直处于缓慢发展的状态。目前上游预制菜企业大概有 2 万家，平均年销售额在 1500 万左右，也就是当前预制菜的市场存量约在 3000 亿元，占食材总体的比重不到 10%。

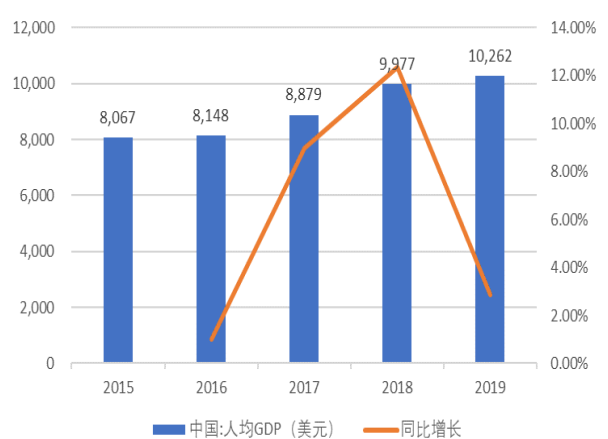
但随着预制菜品质的提高，如很多高档连锁餐厅有 60% 以上的菜品是预制菜，而且口味与现做毫无区别，预制菜呈加速发展。即使在在在疫情之前，2019 年上游预制菜工厂年销售额增速预计也已达 20% 左右。

图 31: 日本 70 年代末 80 年代初人均 GDP 及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 32: 中国目前人均 GDP 及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

日本的预制菜品高速发展期为20世纪70年代末80年代初，年增速达到近20%。中国目前社会结构的核心经济指标，比如人均GDP水平（2019年中国人均GDP相当于日本1983年水平）、劳动人口比重（中国目前15-64岁劳动力人口占比约70%，与日本20世纪80年代水平相当）、家庭人口结构（每户2-3人）等，跟日本20世纪70年代末80年代初非常类似，预制菜在中国也有望迎来一个高速增长期。

如果按照每年20%的复合增长速度估算，在未来6-7年，中国预制菜市场可以成长为万亿元规模的市场。

图 33: 日本 70 年代末 80 年代初劳动力人口比例

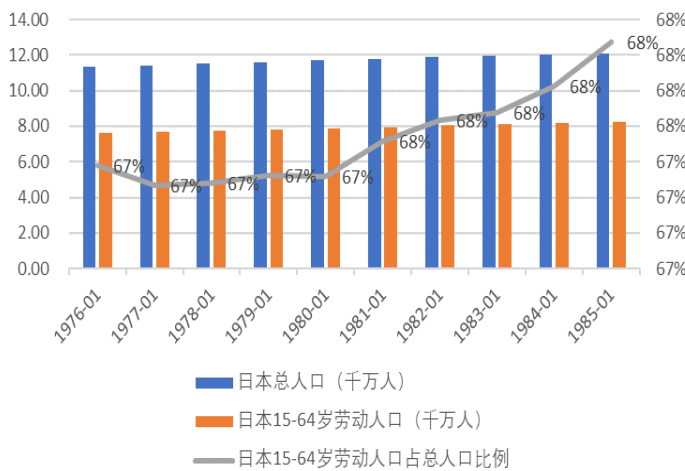
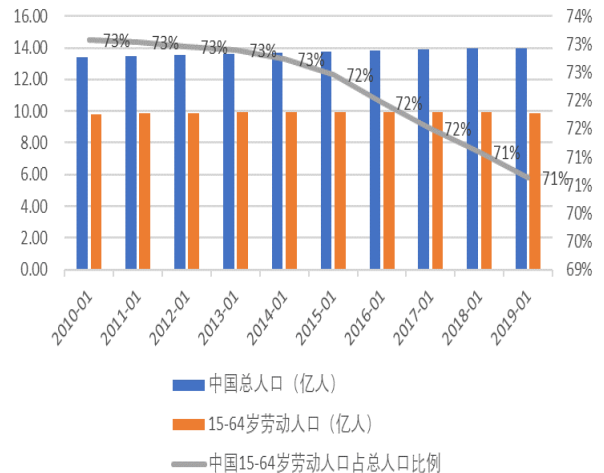


图 34: 中国目前劳动力人口比例



资料来源: Wind, 国海证券研究所

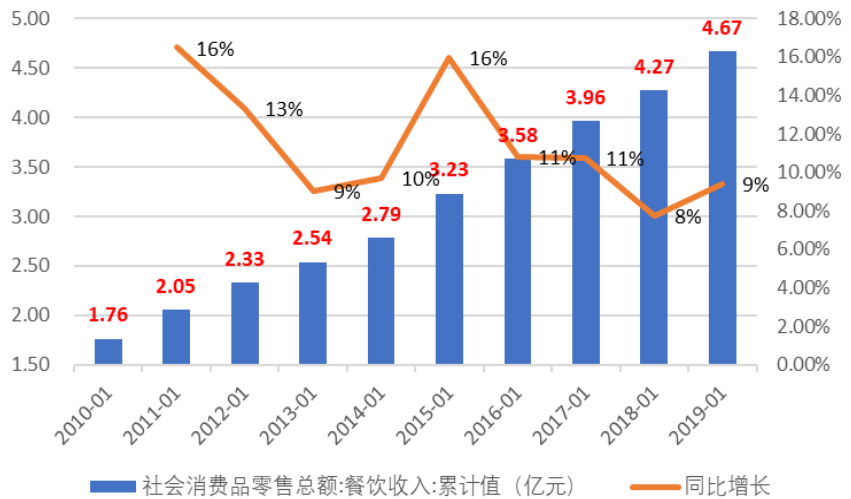
资料来源: Wind, 国海证券研究所

从长期来看，随着我国预制菜行业的发展成熟，我国预制菜行业规模有望实现3万亿元以上规模。

我国预制菜虽然起源于B端餐饮，但最近几年，C端发展也很迅速。一是随着冷链运输的快速发展，预制菜食品的销售半径、辐射范围进一步提升；尤其是移动支付的普及和线上消费习惯的养成，为预制菜企业布局C端线上销售渠道提供了良好的外部条件，如最近市场关注度很高的社区团购；其次，“宅经济”已迎来高光时刻。随着年轻人的愈加“懒宅”（市场流行说，80后，开始懒宅；90后，非常懒宅；00后，“懒宅”以为常。越是年轻，愈加懒和宅），预制菜的购买率将大幅提升。根据2020年天猫数据，预制菜（半成品菜）销量同比增长111%，自热火锅等新式方便速食在天猫上的销售增长超过50%，预制菜（半成品）需求呈快速增长趋势。

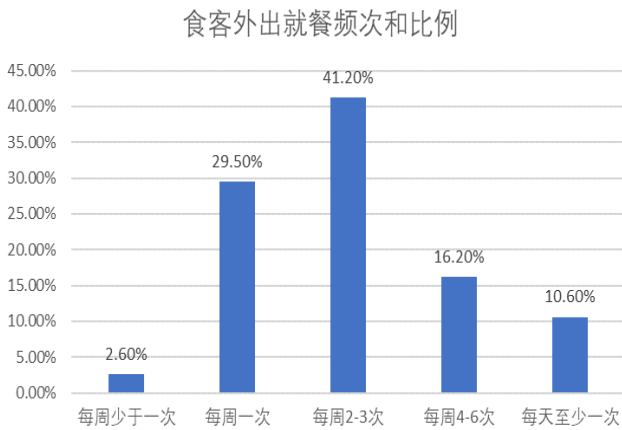
2019年，我国餐饮收入46721亿元，同比增长9.4%，其中食材占比约30%-35%，餐饮食材规模约1.4-1.6万亿元。从日常居民消费来看，每周在外餐饮消费的平均次数仍然较少（平均每周约3次），家庭消费食材应该远大于餐饮（预计是餐饮的3-4倍）。B端+C端食材合计，预计总体食材规模至少5-6万亿元以上。

图 35: 我国历年来餐饮收入规模



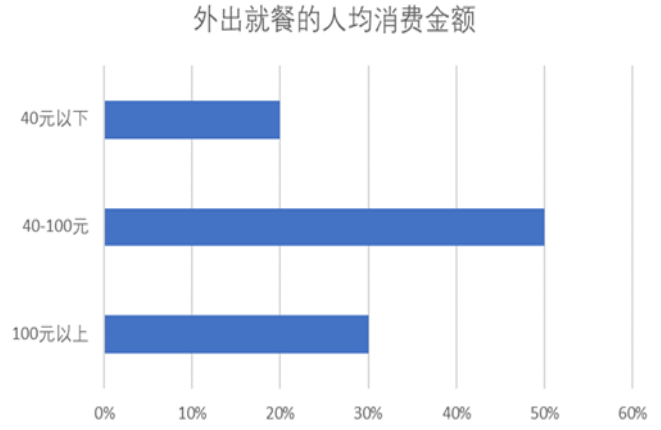
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 36: 食客外出就餐频次和比例



资料来源: 搜狐网转载《帝华物业》, 国海证券研究所

图 37: 外出就餐人均消费金额



资料来源: 搜狐网转载《帝华物业》, 国海证券研究所

如果参考与中国饮食结构类似的日本市场, 预制菜的占比达到 60%以上, 则我国预制菜市场成熟时期, 规模约可达 3 万亿元以上规模 (不考虑整体食材行业的增长, 当然这是理论上的假设), 存在巨大的发展空间。

## 1.9、屠宰企业建设预制菜工厂具有先天的优势

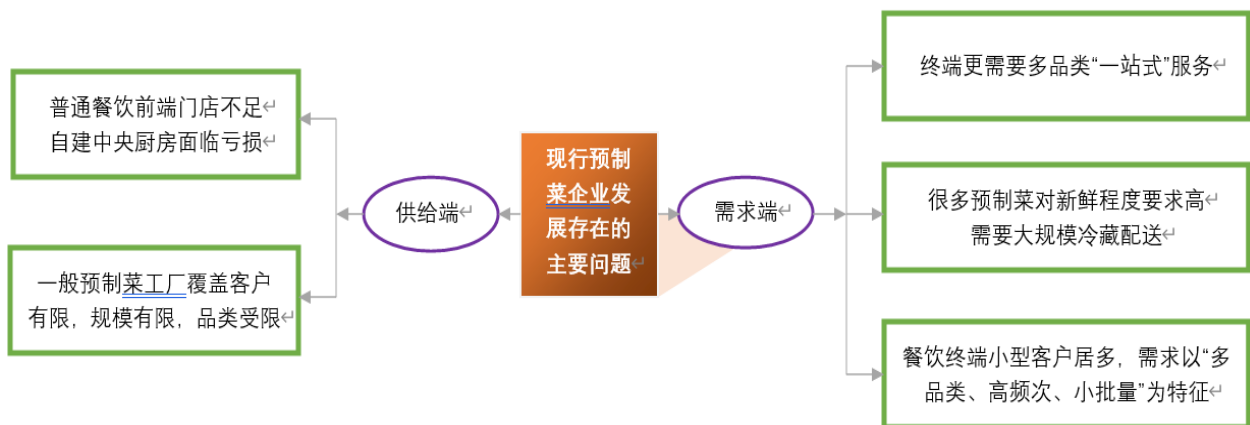
预制菜工厂的运营, 本质上相当于中央厨房+物流供应链的结合。屠宰企业建设预制菜工厂的核心优势在于“客户覆盖密度高”、“服务客户频率高”、“市场扩展全国化”。

从供给端来看: 普通餐饮自建中央厨房面临亏损, 而一般食品企业品类发展受限

(1) **普通餐饮自建中央厨房面临亏损。**中央厨房自上世纪 90 年代被引入我国以来，想像中“可以实现菜品的标准化，同时降低采购和人力成本”，迅速在中式连锁餐饮企业中引起了一股建设热潮。2016 年，我国限额以上连锁餐饮企业数 912 家，中央厨房普及率达到 70%。但看似一片红火之下，其实是一地鸡毛，很多连锁餐企高估了前端门店的需求量，忽视了整个经营环境的式微。2015 年限额以上中央厨房产能利用率已不足 50%。餐企自建中央厨房体系单次投入达千万级且覆盖半径有限，使用率如果达不到一定比例，餐饮企业很难负担中央厨房运营成本，部分餐饮企业的中央厨房甚至出现亏损的局面。

(2) **一般食品工厂（预制菜企业） 品类受限。**在一般食品工厂端，预制菜食品工厂一直较为分散，区域性明显，没有绝对头部的企业出现。不同于西餐餐饮结构简单，中餐有八大菜系，每个菜系都有很多的 SKU，下游餐饮店的需求是多样且分散的。而上游供应预制菜的工厂，在重资产的设备限制下，为了追求规模效应最大化，预制菜企业大多只能专注于最擅长的 2-3 个品类。此外，头部的食品工厂一般只服务于一二线城市、有一定规模的中型餐饮企业。而长尾的工厂和长尾的餐饮商家之间的匹配交易以往一直没有人来承接。

图 38: 现行预制菜企业发展存在的问题



资料来源：国海证券研究所

**从需求端来看：终端需要多品类“一站式服务”，很多预制菜对新鲜度要求高。同时，餐饮终端小型客户多，需要高频次、小批量、及时性服务。**

(1) **从终端需求来看，更需要“一站式服务”。**“做预制菜产品，品种越全越好，最好能为客户提供“一站式”服务，让客户不必跑多个地方，在一家店就能找到所需的全部或大部分产品，非常省心。”实际上，在品类太少的情况下，不足以让餐饮减少厨师和小工的情况下，使用预制菜并不一定能节约成本。一般情况下，在预制菜占菜品比达到 30%-40%以上，餐饮可较大比例减少厨师和小工，经济效益会显著提升。

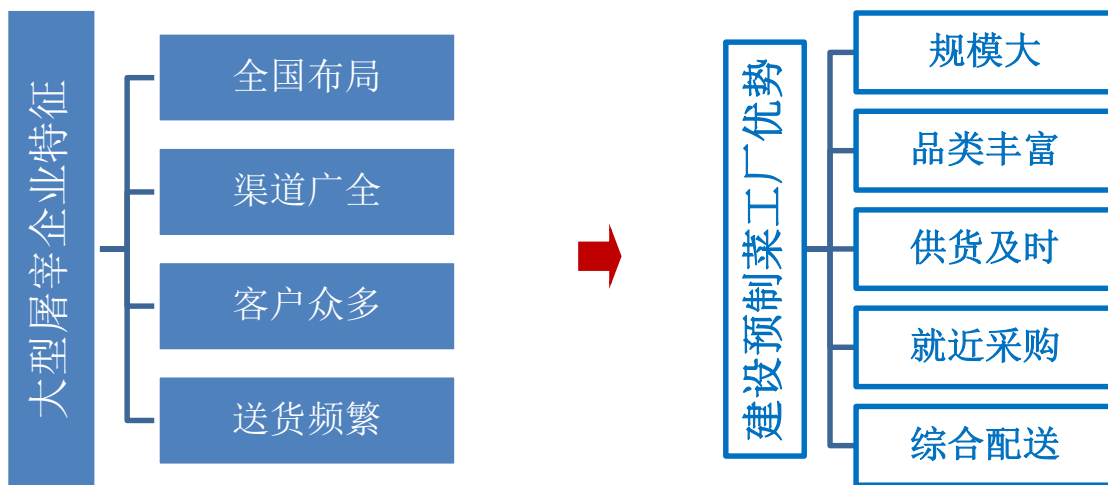
(2) **很多预制菜对新鲜度要求很高，需要大规模冷藏配送。**另一方面，预制菜因为讲求新鲜，所以极其依赖供应链，海底捞曾表示，他们研发的预制菜（半成品菜），冷藏状态的保质期为 4 天。所以在顾客下单后才开始生产，并保证产后 24 小时完成配送。但是这种“工厂直配”模式目前只在北京地区试点，作为餐

饮头部企业的海底捞尚且难以大规模配送，其他品牌更不必说。

(3) 餐饮终端小型客户多，对预制菜需求品类多、频次高、小批量和及时性。2018 年全国餐饮收入 4.27 万亿元，百强餐饮企业销售额只超过 2000 亿元，近 4.1 万亿元人民币 (95%) 的销售额由全国中小型餐厅贡献而来。对于中小餐厅，比如街边夫妻店、商场摊位店等，采购品类及数量会受营业额限制，只能进行多频次、小批量的采购，而且对菜品新鲜度、采购及时性都有很高的要求。

基于上述分析，一般的中央厨房和食品工厂（预制菜企业）很难满足市场需求。而屠宰企业“客户覆盖密度高”，“服务客户频率高”，“全国化布局规模化经营”，建设预制菜厂具备先天优势。

图 39：屠宰企业建设预制菜工厂具有先天优势



资料来源：国海证券研究所

屠宰企业，本质上不是简单的宰猪加工，而是构建了肉类销售渠道。肉类的销售终端是广泛的（基本上每个餐饮、家庭都需要肉类消费），客户是众多的（客户覆盖密度更高，基本上一个县至少一个屠宰厂），销售供货次数是频繁的（服务客户频率更高），尤其是鲜肉差不多每天供一次货。渠道广泛、客户众多、供货频繁，这就为屠宰企业建设预制菜工厂，销售预制菜在规模上、物流上和时效性上都提供现实的可能。

由于屠宰厂客户众多，区域覆盖密度高，建预制菜工厂容易上量做规模，生产和供应链成本低，品类就可以更多更丰富。而丰富的品类，一方面有利于餐饮企业或中间商实现“一站式购物”，减少供应商数量从而减少单品类存货（减少仓储和资金占用。供应商多的话，单个供应商为保证配送效率单品类一般要带比较多的货），另一方面也使屠宰企业可直供终端数量更多，从而减少中间商环节提高整体盈利能力。此外，屠宰厂对渠道终端供货频繁，也为一些批量小保质期短的预制菜品销售提供现实的可能，尤其是可以更好的满足多频次，小批量采购的中小客户。由此，在市场竞争中能体现出明显的优势。

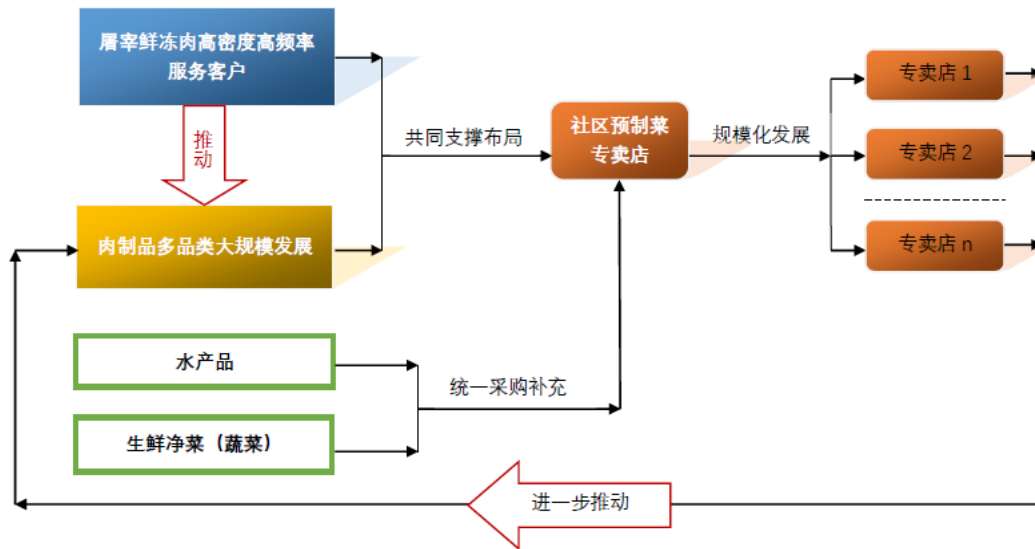
此外，屠宰企业遍布全国各地的屠宰厂生产网络，可以覆盖全国各个区域，实现真正意义上的全国化规模化经营，解决了一般预制菜企业的区域化地域特征。尤



其是，在屠宰厂边上自建预制菜厂，屠宰厂直接提供肉类原料，和肉类一起就近配送到终端，不仅节约了原料中间环节的采购成本，也节约了综合供货给终端的物流成本。

因此，从规模经济和方便程度来看，屠宰厂建设预制菜工厂具备先天优势，其效益远远超过一般餐饮企业自建中央厨房和一般的食品工厂（预制菜企业）。

图 40：屠宰企业布局社区专卖店带来正向业务循环



资料来源：国海证券研究所

社区专卖店是预制菜 C 端业务未来发展的核心渠道。随着预制菜行业的发展，对于 C 端业务，采购的便捷性与有效性是未来销售渠道发展的重要方向。对于商超和农贸市场，采购的便捷性不够。对于电商，便捷性足够，但消费者集中在晚餐或中餐某个时间段配送，这种集中时间配送模式任何一家电商的配送能力都不够。因此，解决最后一公里配送的问题，社区专卖店（类似快递菜鸟驿站）是个不错的选择，有望成为未来 C 端业务发展的核心渠道。

**业务延伸与良性循环：**屠宰企业丰富的生鲜冻肉和多品类大规模肉制品的生产供应，足以支撑布局“社区预制菜专卖店”，而“社区预制菜专卖店”的规模化拓展，又进一步增进屠宰企业肉制品（预制菜）多品类大规模发展。

## 2、我国屠宰肉制品行业正迎来历史性发展机遇

### 2.1、屠宰行业：行业集中度快速提升，向深加工转型盈利能力持续提高

#### 2.1.1 屠宰行业集中度处于长期提升趋势，“非洲猪瘟”助推提升进度



我国屠宰行业高度分散，龙头双汇发展 2019 年屠宰生猪 1320 万头，占 2019 年全国生猪屠宰量 54419 万头的 2.42%，雨润食品 2019 年生猪屠宰量 624 万头，行业占比仅为 1.14%。龙大肉食 2019 年生猪屠宰量 501.28 万头，行业占比 1% 不到。整体看，双汇、雨润、金锣、众品（2020 年已申请破产）、龙大、新希望这六家龙头屠宰量，CR6<8%，而美国屠宰行业 CR3>60%。

图 41：我国屠宰行业集中度情况

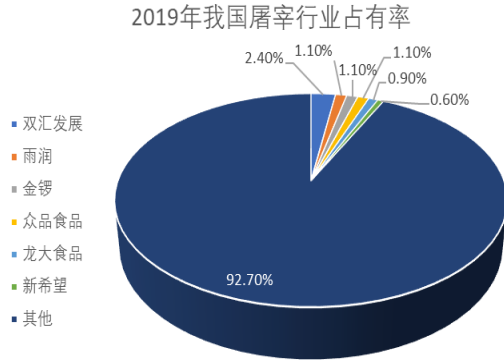
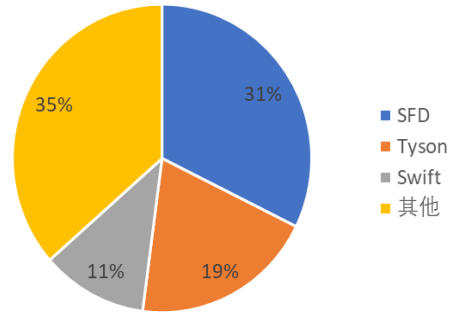


图 42：美国屠宰行业集中度情况

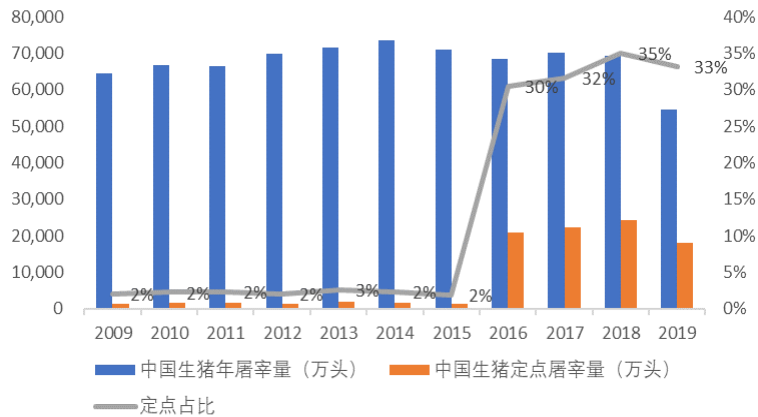


资料来源：中国产业信息网，公司公告，国海证券研究所

资料来源：智研网，国海证券研究所

从我国生猪屠宰规模化程度来看，虽然规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重逐年提高，但到 2019 年，仍然只有 33% 的水平，仍然处于规模化程度较低的水平。

图 43：我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重



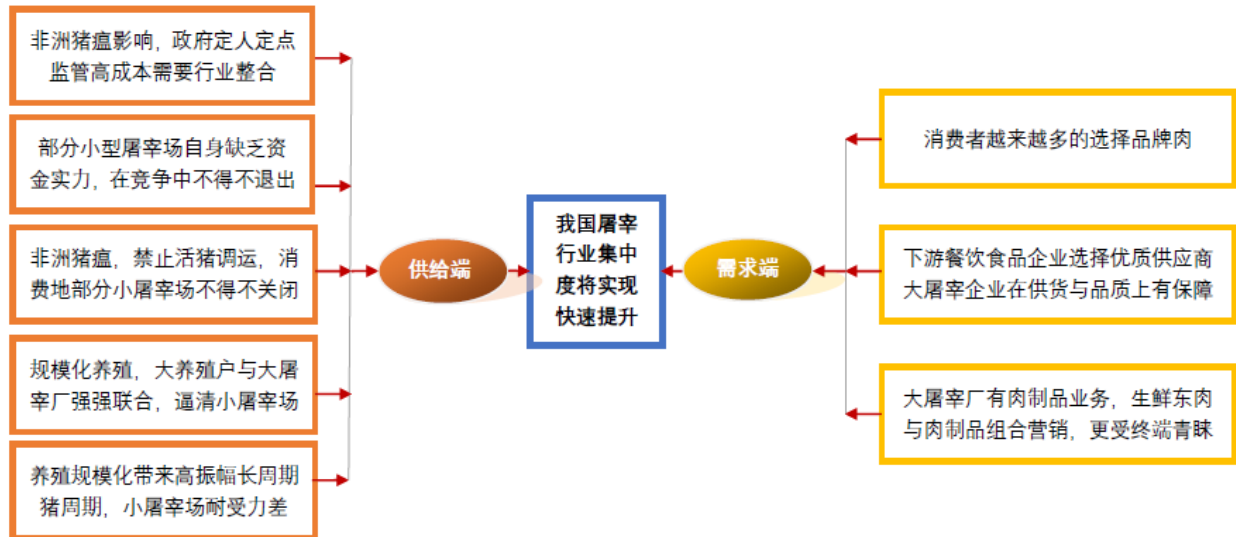
资料来源：wind，国海证券研究所

高度分散的行业，也蕴藏着龙头企业具备潜在的整合机会和巨大的发展空间。从趋势来看，国家政策、行业环境，尤其是非洲猪瘟的影响，等多项因素助推行业集中度快速提升。

环保和社保政策趋严，部分小企业失去成本优势而陆续退出。随着政府加强监管，国内政策对生猪产业链的环保要求趋严，农业部加快畜禽屠宰法治化建设，重点加强小型生猪屠宰场点的资格清理，大量无法达到污染排放标准的小屠宰

场关停并转。而在过去，由于环保管理不严格，很多屠宰场存在环保治理疏漏和员工社保不交，成本反而低于大型屠宰场。随着环保和社保等国家政策趋严，部分小型屠宰企业昔日不规范下的成本优势渐失，公司竞争力也逐渐失去而陆续退出。

图 44：供给端和需求端都推动我国屠宰行业集中度提高



资料来源：国海证券研究所

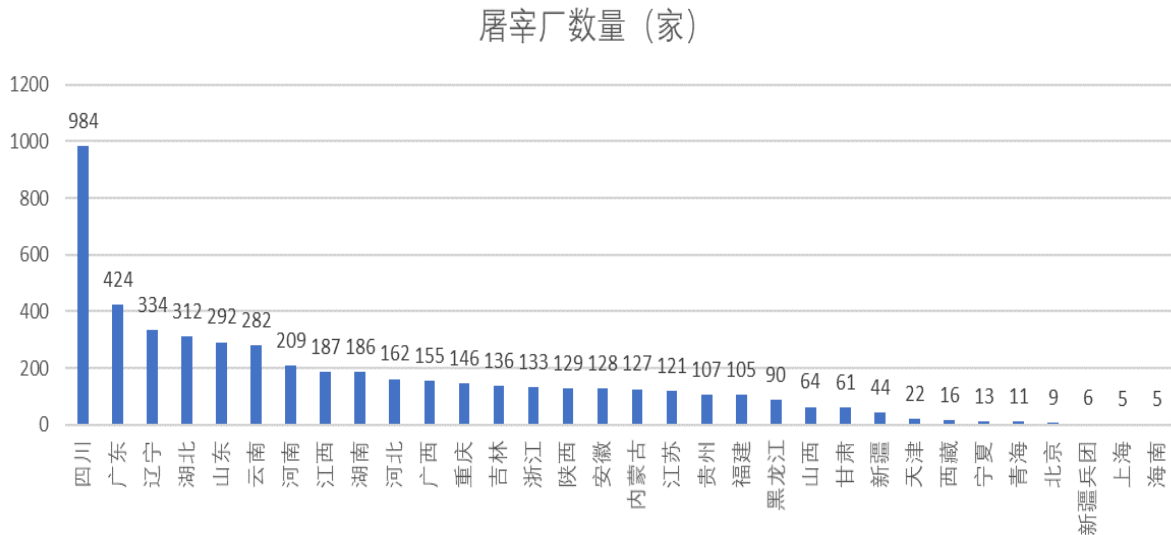
“非洲猪瘟”影响下，政府定人定点严格监管，高监管成本更需要大屠宰企业来整合规范。“非洲猪瘟”后，存在小的屠宰场私下宰杀病猪而造成病猪肉市场流通的隐患和病猪排污周边辐射扩散的隐患。由此，带来政府的监管更加严格。目前，政府管理部门对屠宰场已实行定人定点监督管理，这进一步增加了政府监管成本。面对高昂的监管成本，政府迫切需要大的屠宰场整合一些小的屠宰场，规范运作，来降低管理难度，减少监管成本。

近期农业农村部发布的农办牧（2020）57号文件，指出在全国开展为期2个月的严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动，充分说明政府的监管不会放松。文件中指出“今年以来，各地通过开展农产品质量安全专项整治“利剑”行动”，查办了一批屠宰环节违法案件、捣毁了一批私屠滥宰窝点、销毁了一批问题产品，有力支持了全国非洲猪瘟防控和生猪生产恢复，有效保障了生猪产品质量安全。随着冬季，特别是元旦春节消费旺季的到来，猪肉产品消费将进入高峰期，从近期各地案件查办情况看，私屠滥宰等屠宰环节违法案件呈上升趋势。为切实维护生猪屠宰行业秩序，保证生猪产品质量安全，保障节日期间猪肉消费安全和人民身体健康，农业农村部决定自2020年12月中旬到2021年2月中旬，在全国开展为期2个月的严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动”。

部分小型屠宰场自身缺乏资金实力，在竞争中也不得不退出。部分小型屠宰场由于资金实力缺乏，获取稳定猪源能力差，两端议价能力低，导致开工率不足等弊端显现，自动退出市场也是一个趋势。尤其是在生猪价格大幅上涨，生猪供不应求的情况下，如2019年下半年的生猪行情，部分小屠宰场无法拿到生猪，同时也没有资金去囤冻肉，亏损严重，不得不关停。

在政府严加监管和部分小屠宰场自身实力不足的情况下，中小型屠宰场加速退出是趋势。根据中国产业信息网转载的智研咨询发布的《2020-2026 年中国生猪屠宰行业市场消费调研及发展规划咨询报告》数据显示，2019 年，屠宰场淘汰超过 4000 家，同比减少超过 47%。目前农业部公布的屠宰场只有约 5000 家左右。

图 45：目前各省屠宰厂数量



资料来源：农业农村部，国海证券研究所

此外，在非洲猪瘟的影响下，禁止活猪调运，消费地部分小屠宰场将不得不关闭。传统的屠宰场一般设在“消费地”，采用“调猪”的方式。而非洲猪瘟的影响下，传统活猪调运方式易造成疫情传染扩散，因而政府限制活猪跨省调运（目前中南六省区，禁止活猪调运政策自 2020 年 11 月 30 日之后，开始实施。全国其他省区有望后继执行），鼓励实现就地屠宰。如此一来，则部分在消费地的屠宰场需要关停，而在养殖地需要新建部分屠宰场。小屠宰场没有资金实力异地扩建，而大的屠宰场多在养殖地建设和并购屠宰场。尤其是从“调猪”到“调肉”的模式转变，需要更长距离更长时间的冷链运输。大的屠宰企业在冷链运输和销售网络方面壁垒较高，引进先进的生产设备和研发冷分割加工工艺，都需要较大的资金投入和时间累积。这也客观上造成屠宰行业重新布局，推动行业自然整合。

规模化养殖下，大养殖户与大屠宰厂的强强联合，有望逼清部分小屠宰场退出。规模化养殖下，国内生猪主要由大企业进行养殖之后，我们预计大养殖企业和大屠宰企业之间会加强合作，对大养殖企业而言选择大屠宰厂合作，有利于快速消化产能，也便于后端客户管理。目前，甚至出现大屠宰厂和大养殖企业建立合资公司。小屠宰场有可能缺少猪源，尤其是在猪价上行周期，因猪源的不稳定而压缩生存空间，最终因经营效益不佳而不得不退出。

养殖规模化带来的高振幅长周期的猪周期，耐受力差的小屠宰场退出也成必然。从中长期来看，随着养殖规模化，生猪养殖周期时间更长，振幅更大，小规模养殖屠宰企业耐受力差，退出更成必然。借鉴美国的生猪养殖行业发展情况，

随着养殖规模化，规模养殖企业养殖效率高，资金实力强，从而具备更大的养殖惯性和耐受力，在周期波动的时候很难及时削减产能，从而造成猪周期波动幅度加大。从美国的猪周期数据可见一斑，1999年3月份，猪肉价格低点时28.83美元/英担，到2014年6月份，猪肉价格高点时85.40美元/英担，猪价高点是猪价低点时的近3倍。而我国历史上猪肉的价格（排除本轮非洲猪瘟影响）则高点与低点的差距一般在2倍左右。由于小养殖企业耐受力差，一旦退出就不敢轻易加入，后期又导致产能补充缓慢，猪价高企时间很长，小屠宰企业又面临生猪供给不足而面临亏损倒闭。因此，屠宰行业的集中度势必大幅提高。

图 46: 美国历年来猪肉价格情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 47: 我国生猪价格情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

从需求端来看，消费者及下游餐饮和食品企业，也会更多的选择品牌肉。随着对食品安全的日益重视，以及对过往瘦肉精和非洲猪瘟的担忧，消费者会越来越更多的选择品牌肉。同样，基于食品安全和供应链效率考虑，餐饮或食品企业，对上游的生肉及肉制品的供应在品质保障、产品开发、供应链能力、销售服务等方面提出更高的要求，或者即使出现什么问题，也希望供应商责任可追究。因此，大的屠宰肉制品企业优势会越来越显著。从营销角度看，大屠宰厂有肉制品工厂，生鲜肉与肉制品组合营销，终端也更愿意接受。

### 2.1.2、屠宰业务从粗加工向深加工转型，盈利能力持续提高

我国过去猪肉销售多以白条肉、粗分割肉为主。随着消费升级，消费者对产品的需求更加细分化，如有消费者只要排骨而不要肥肉，有消费者只要猪蹄而不需猪脚，以及厨房工业化时代，餐饮企业为减少劳动力成本和减小厨房面积降低租金成本，都需要屠宰厂直接提供更多的精分割和定制分割产品。在深加工精分割和定制分割业务模式推动下，屠宰业务的盈利能力大幅提升。我们预计一般白条肉或粗分割肉，屠宰平均净利率约3个百分点，单头猪的平均盈利在50元左右，而通过深加工精分割和定制分割，屠宰平均净利率可提高到5-8个百分点，单头猪的盈利能提升到80-130元左右，盈利水平可实现翻倍。



图 48：部分精分割和定制分割肉产品图



资料来源：龙大肉食公司网站， 国海证券研究所

### 2.1.3、屠宰行业净利润规模有望达到 300 多亿元

我国生猪屠宰行业，中等规模屠宰场，单头净利润预计在 50 元左右，后继随着集中度提高，以及向深加工精分割和定制分割转型，单头净利润预计能达到 80 元甚至 100 元以上。

即使按目前单头净利润 50 元测算，如以平均每年 6.7 亿头生猪为标准，则净利润可达 335 亿元。如果参照食品类 2019 年平均 9% 的净利率倒推营业收入规模，则也有相当于约 3700 亿收入规模的大行业。

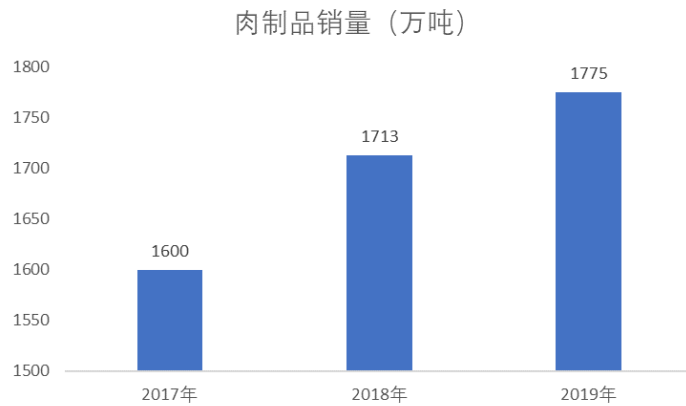
在这种大行业里谋发展，龙头企业具备足够的整合空间和持续的成长性。

## 2.2、肉制品：目前市场占比小，向预制菜方向发展空间大

随着人们生活水平的不断提高和生活节奏的加快，消费者的食品消费观念已经

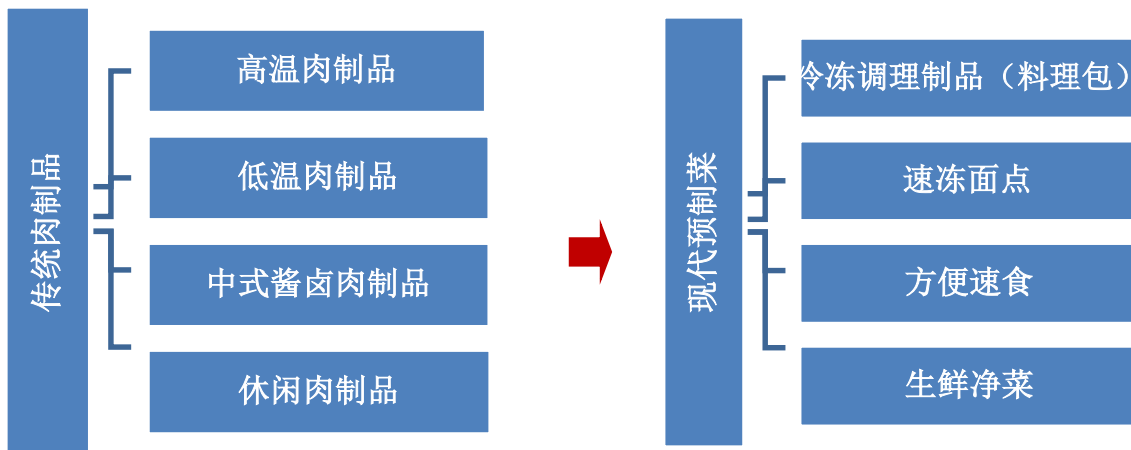
从最初的满足于温饱发展成为追求高品质、方便快捷的消费，因此对营养价值高、食用便利、安全卫生的肉制品的需求越来越大。

图 49：我国肉制品行业销量情况



资料来源：中商产业研究院，中国产业信息网，国海证券研究所

图 50：传统肉制品向调理肉制品等预制菜方向发展
























资料来源：国海证券研究所

近几年,我国肉制品保持着稳定的增长。2017年全国肉制品产量突破1600万吨,2018年我国肉制品产量达1713万吨,同比增长约7%,2019年我国肉制品产量达1775万吨,同比增长约3.6%。参考双汇2019年肉制品收入251.63亿元,销量160.16万吨,则每吨均价大约1.5711万元,则整个肉制品行业相当于约2800亿元的收入规模,也是个规模很大的行业。

经济发展促使生活方式发生变化,生活方式的改变又为企业不断创新提供了“土壤”。传统意义上的肉制品,多为高温、低温肉和中式酱卤肉制品,这些只是预制菜中的一部分。而随着80后、90后成为上班族的主力,工作节奏快,时间成本高,需要追求更为快捷的烹饪方式。此外,对餐饮业而言,随着人口老龄化,人工成本越来越高,场地租金大幅上升,高食材高能耗成本,也迫切需要类似中央厨房的食品工厂提供半成品。因此,肉制品也进一步从传统的肉制品发展到现代预制菜,增加各种速冻调理制品、面点、方便速食和生鲜净菜等品类。



图 51: 各品类部分肉制品

高温肉制品	 <p><b>劲香王中王</b> Strong fragrance sausage 采用意大利纯种猪肉，食材放心 产品肉质细腻，色泽红润光泽，入口</p>	 <p><b>大块肉</b> Longda King of Calcium sausage 采用意大利纯种猪肉，食材放心 产品肉质细腻，色泽红润</p>		 <p><b>香嫩煎烤肠</b> Calcium scent king sausage 采用优质猪肉为原料，匠心精制。 产品肉质细腻，口感劲道</p>
低温肉制品	 <p><b>无淀粉烤肉排火腿</b></p>	 <p><b>龙大圆火腿</b></p>	 <p><b>萨伯尔烤肉</b></p>	
酱卤肉制品	 <p><b>散烧肉</b></p>	 <p><b>老汤牛肉</b> Beef in old soup</p>	 <p><b>散脱骨猪蹄</b></p>	 <p><b>五香扒鸡</b> Five-spice braised chicken</p>
冷冻调理制品		 <p><b>椒香酥肉</b></p>	 <p><b>猪软骨炖香菇</b></p>	 <p><b>香菜肉丸串</b> Coriander meatballs</p>
冷冻面点				
方便速食		 <p><b>酸豆角肉末</b></p>	 <p><b>咖喱鸡(饭)</b></p>	 <p><b>台式卤肉(饭)</b></p>
休闲肉制品	 <p><b>香卤凤爪</b></p>	 <p><b>泡椒猪皮</b></p>	 <p><b>加钙儿童肠</b></p>	 <p><b>酱卤鸭翅</b></p>

资料来源：龙大肉食公司网站，国海证券研究所

目前，具有佐餐属性的调理肉制品如油炸里脊肉、梅干菜扣肉等，以及速冻面点、速冻丸子等调理制品呈现快速增长趋势。与加工常温食品相比，经过速冻工艺的冷冻料理包最大程度的减少营养成分流失、加工简便，成本较低，还延长了食品保存期，已经成为无明火餐饮业态的主流出品。生鲜净菜由于附加值相对较低，对新鲜程度保留要求较高，目前正处在发展阶段。未来，随着经济发展，居民消费能力提高，预计生鲜净菜也会迎来快速发展。

随着屠宰肉制品企业从传统的肉制品业务进一步发展到全品类的预制菜业务，万亿元规模的预制菜市场，给屠宰肉制品企业带来的发展空间是巨大的。

### 3、行业评级及投资策略

鉴于看好预制菜及屠宰肉制品行业发展前景，给予行业“推荐”评级。

### 4、重点公司推荐

#### 4.1、龙大肉食（002726）：大股东致力农牧食品为核心主业，屠宰向深加工分割肉转型，肉制品向预制菜全品类发展

##### （1）新的大股东蓝润集团有实力有动力，并致力发展农牧食品为核心主业

新的大股东蓝润集团以 100%的溢价收购龙大控股权。蓝润集团创立于 1997 年，经过二十余年实干笃行，已成长为“中国企业 500 强”、“中国民营企业 500 强”、2019 年位列“四川民营企业 100 强”第四位。2019 年，蓝润集团产值 630 亿元。

蓝润集团致力发展农牧食品为核心主业，确立“蓝润集团是一家以农牧产业为主体的综合性集团”的公司定位。公司除了在人力和各种资源向龙大肉食倾斜外，自身还在四川投资约 200 亿元，500 万头集生猪养殖、屠宰、肉制品、有机肥一体化项目，并计划于 2023 年年末前注入上市公司。届时，公司将有山东和四川两个业务主体，同时推进各项业务，有望带来快速增长。

##### （2）蓝润集团转型农牧食品业务具备多项优势

蓝润集团作为地产运营商转型农牧食品也有很多自身的优势：一是项目工程建设功效与成本控制优势。有着地产建设和运营的经验以及资源，公司在养殖和屠宰等项目工程建设上，材料成本控制上更为严格，同时项目工程布局上也更有功效；二是良好的政府公共关系能力优势。作为地产商，与政府打交道频繁，政府关系良好。而屠宰肉制品企业基于土地、环保等多方面同样需要与政府打交道，保持良好的政府关系是公司业务顺利推进的重要条件；三是消费品营销与品牌打造能力优势。地产运营商是面向个人消费者和面向商家的 C 端销售，

在品牌打造和营销推广上要求高，其丰富的市场营销经验，也有望转嫁到食品业务。

### (3) 屠宰业向深加工分割肉转型，肉制品向预制菜全品类发展

公司屠宰业务重点向餐饮、食品企业和商超客户转型，产品由条类产品和粗分割产品向精分割和定制分割产品转变，通过提高深加工分割肉销售比例，提高屠宰业务盈利能力。目前公司长期主要合作 B 端客户 1000 家以上，重点客户如食品加工企业的上海荷美尔、避风塘、上海梅林、厦门程泰、湾仔码头等，连锁餐饮企业的海底捞、阿香米线、呷哺呷哺、宏状元、永和大王等，以及平台型客户如美团电驴、美菜网等，线上渠道的京东黑猪、京东自营、美团、拼多多等。

公司目前屠宰产能约 800 万头（含通辽金泉和其他租赁工厂），加上储备的项目（江苏灌云 150 万头（合资公司总产能 300 万头，公司控股 51%）、东北安达 150 万头、山东乳山 150 万头）。合计约有 1200 多万头产能储备中。

**公司肉制品项目向预制菜全品类发展。**随着生活节奏的加快，我国预制菜正处蓬勃发展。公司肉制品项目不仅仅局限于过去的高温肉制品、低温肉制品和中式酱卤肉制品，更是向冷冻调理制品、面点、方便速食、休闲肉制品等预制菜多品类发展，未来还有望进一步开发生鲜净菜等项目。

公司在上海成立专门的食品研发中心，以便于与餐饮龙头企业总部对接，开发出更美味更便捷更高端更有附加值的菜品，以快速推动公司肉制品业务发展。

近几年来，公司肉制品业务实现快速增长。2019 年，公司肉制品行业实现营业收入 7.05 亿元，较上年同期增长 35.54%。2020 年上半年，公司肉制品行业营业收入为 4.86 亿元，比上年同期增长 69.65%。

### (4) 全产业链布局对抗猪周期波动，逆周期扩张提高投资效率

生猪产业链的竞争最终在于上游成本的控制和下游渠道的控制，但同时社会有分工，每个企业又只是更多的擅长某块业务。未来的格局我们预计是上游以养殖优势凸出的牧原股份、温氏、新希望等养殖企业，仍然以养殖为主，部分向下游屠宰肉制品延伸。而下游以屠宰肉制品为优势的双汇发展、龙大肉食、华统股份仍然以屠宰肉制品业务为主，部分的向上游养殖延伸。

龙大的发展预计仍以屠宰和肉制品下游业务为重点，同时布局部分养殖业务（按屠宰量的 10%-20%布局养殖）。由于生猪具有一定的周期属性，全产业链布局，可有效的抵抗周期波动带来的经营风险。公司在猪价低点布局养殖，在猪价高点布局屠宰，实现逆周期扩张，不仅可充分享受周期的红利，也大幅提高资金使用效率。

### (5) 全国化进程开启，各项业务加速扩张，有望实现跨越式发展

公司过去业务基本上在山东。新的大股东蓝润集团入驻后，明确龙大的定位“是



一家具有全球化视野的肉食品全产业链集团”，公司走全国化快速扩张之路势在必行。

最近公司公告的东北安达、江苏灌云、山东乳山等投资项目，已充分说明公司全国化扩张之路已经开启。随着各项目的落地，公司有望实现跨越式发展。

### (6) 盈利预测与投资评级

我们预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.92/1.23/1.56 元，对应 PE 分别为 14.26/10.71/8.43 倍，维持“买入”评级。

### (7) 风险提示

公司屠宰业扩张不达预期；公司肉制品发展不达预期；公司养殖业扩张不达预期；猪价涨跌不符合预期；猪瘟控制不达预期；公司资产注入进度不及预期；食品安全。

## 4.2、双汇发展（000895）：屠宰量目前行业第一，高温肉制品绝对龙头，增添预制菜开辟第二增长曲线

### (1) 屠宰量行业第一，但近年来增长较为缓和，产能利用率仍有提升空间

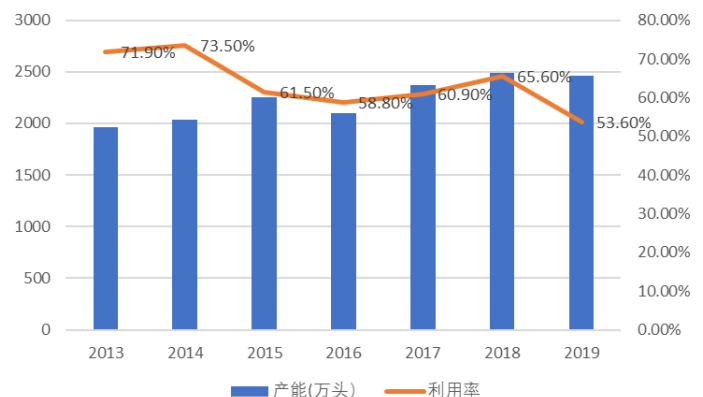
公司屠宰量行业排名第一，但近年来基本上维持在 1200-1600 万头左右，增长相对平缓，可能与公司的重心在肉制品业务上有关。根据公司 2019 年年报数据，公司业务构成中，屠宰业务收入占比约 60%，肉制品收入占比约 40%，但毛利润屠宰业务占比约 30%，肉制品占比 60%多。

图 52：双汇发展历年来屠宰量



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 53：双汇发展屠宰业务历年来产能利用率



资料来源：万洲国际年报，国海证券研究所

目前公司屠宰业务的产能利用率仍然不足，后继随着生猪供应增加，公司生猪屠宰产能利用率提高，单位固定资产摊销和单位人工成本降低，以及生猪和猪

肉价差放大，公司屠宰业务有望实现量利齐升。

### （2）高温肉制品绝对龙头，未来仍有提价机会

公司高温肉制品市场份额占比 60%以上，具有绝对的龙头优势地位。未来公司将继续通过产品结构和口味风格的创新，不断丰富品类，预计高温肉制品需求仍然比较稳定。公司肉制品过去连续 6 年没有提价，而自 2019 年下半年以来，在猪价不断上涨的过程中，开始尝试提价并取得了成功。公司高温肉制品具有绝对龙头优势，预计未来仍有机会通过提价实现业绩提升。

### （3）发展餐饮食材等预制菜业务，开辟第二增长曲线

公司未来除了继续深耕高温肉制品领域外，公司将继续尝试开拓中式熟食、速冻肉制品、餐饮食材等领域。公司屠宰业务建立了充分的终端渠道销售网络，积极开发餐饮食材等预制菜品具备先天优势，若布局成功将给公司带来第二增长曲线。

### （4）猪价高点储备冻肉和进口肉平抑成本，预计猪价更低点时带来盈利弹性

猪价高点时，公司储备冻肉和进口肉在平抑成本上起了很大的作用，无论是储备冻肉和进口肉价格都远远低于市场价，都给公司带来了较大的盈利贡献。因此，即使目前猪价下行周期开始，但猪价仍然高位，与储备冻肉和进口肉价格相比仍没有优势。我们预计，猪价更为低点时，价格上与储备冻肉和进口肉比较有优势时，公司业绩弹性会显示出来。

### （5）盈利预测与投资评级

我们预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 2.07/2.48/3.14 元，对应 PE 分别为 25.07/20.88/16.49 倍，维持“买入”评级。

### （6）风险提示

公司屠宰业扩张不达预期；公司肉制品发展不达预期；公司养殖业扩张不达预期；猪价涨跌不符合预期；猪瘟控制不达预期；食品安全；

## 4.3、华统股份（002840）：浙江区域屠宰龙头，屠宰业务受益生猪后周期

### （1）浙江区域屠宰龙头，销售以热鲜肉为主

华统股份是浙江区域屠宰龙头企业，公司以畜禽屠宰业务为核心，全力打造产业链一体化经营模式，主营业务覆盖“饲料加工、畜禽养殖、畜禽屠宰加工、肉制品深加工”四大环节，主要产品包括“饲料、生鲜猪肉、生鲜禽肉、金华火腿等”。公司产品销售以热鲜肉为主，故屠宰利润一般比北方屠宰企业平均每

头高出约 10 元左右。主要原因：一是浙江地区主要卖热鲜肉，当天晚上 6 点至次日凌晨 2-3 点屠宰完毕，直接运输到市场，无需排酸和冷链运输，成本费用低，同时热鲜肉的价格相比冷鲜肉卖的更高；二是浙江规模屠宰企业比较少，一些市场相对封闭，屠宰厂有一定的议价权。

### （2）公司屠宰主业后继有望受益生猪后周期

公司分业务品类中冷鲜肉收入占比 91.55%，短期内是相对比较纯粹的屠宰业务公司。由于猪肉市场价格变动灵敏度低于生猪市场，猪肉价格调整滞后于生猪价格。所以当生猪和猪肉价格下降时，价差扩大，毛利率提升。此外，在猪价下跌时，生猪供应一般较为充足，公司屠宰量扩大，平均固定费用摊销和单位人工成本开支减少，也有利于毛利率提升。

公司目前屠宰产能约 1000 万头，其中省内约 700 万头，省外约 300 多万头。目前的产能利用率约 3-4 成，后继随着生猪供应量的增加，产能利用率会大幅度提升，对公司盈利有较大的弹性。

### （3）公司加大对肉制品深加工业务布局，通过合资与自建两种模式

未来公司将重点加大对肉制品深加工业务布局，目前在和正大集团规划发展中央厨房项目，其中一期做蒸饺，二期做虾制品，三期做中央厨房的盒饭和猪肉制品加工。

此外，公司还自建工厂，做“一品肠”等低温产品，其中义乌和湖州两个工厂先行投产，预计在 2021 年二季度后开始上市销售。

### （4）布局养殖，平抑猪周期成本影响，提高资金投资效率

近年来，为平抑猪周期对公司成本影响，同时也便于逆周期扩张，提高资金投资效率，公司在上游也布局了养殖业。目前公司生猪养殖主要布局在浙江地区，公司生猪出栏量预计 2021 年开始陆续释放。公司整体养殖业布局规模是参照屠宰产量的 1/5 或 1/6，以对冲猪周期的波动。

### （5）盈利预测和投资评级

暂不考虑股权激励费用摊销的情况下，预测公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.50/1.46/2.03 元，对应 PE 分别为 19.62/6.70/4.81 倍，维持“买入”评级。

### （6）风险提示

猪周期猪价预测不准确；疫情管控不确定；业务扩张不确定；食品安全。

## 5、风险提示

（1）经济发展不达预期；



- (2) 消费习惯改变不达预期;
- (3) 企业经营能力不达预期;
- (4) 与美日行业及企业比较仅供参考;
- (5) 国内预制菜行业渗透率不及预期;
- (6) 预制菜原料价格波动的不确定性影响;
- (7) 食品安全。

重点公司 代码	股票 名称	2021-01-10 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002726.SZ	龙大肉食	13.15	0.24	0.92	1.23	53.97	14.26	10.71	买入
000895.SZ	双汇发展	51.8	1.64	2.07	2.48	31.62	25.07	20.88	买入
002840.SZ	华统股份	9.79	0.47	0.50	1.46	20.63	19.62	6.70	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，11年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名，2020年Wind“金牌分析师”食品饮料行业第5名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生，本人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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的

信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。