

➤ **预制菜实现中餐制造端前移，标准化规模化产业链效率将显著提升。**预制菜本质是将中餐制造环节标准化后，由后端餐厅（B端），家庭厨房（C端），向前端食品加工企业转移，从而实现规模化生产。食品加工企业得以发挥规模优势，餐厅降本增效，消费者收获方便快捷，全产业链效率将显著提升。中餐菜系众多，烹饪方法多样，地方口味差异巨大，中餐标准化进程相对缓慢，近年来，随着餐饮行业人工、租金等成本提升，B端需求愈发强烈，同时以速冻为代表的保鲜技术（解决保存问题）、复合调味品（解决口味问题）、冷链物流（解决运输问题）快速发展，中式预制菜进入发展快车道。

➤ **专业预制菜企业以规模化、深加工致胜。**复盘中餐水饺标准化历程以及西式快餐供应链在国内落地历史，我们认为品类选择、研发实力、渠道管控构成专业预制菜企业核心能力：品类选择决定规模天花板，重点关注主食及家常菜类；自研及深加工能力影响企业盈利水平；不同渠道竞争要素差异化，多渠道布局将是未来方向。加工深度较高，规模大的自研单品将是预制菜制造企业核心盈利点，大品类、自研能力强、多渠道的专业预制菜企业将逐渐脱颖而出。

➤ **中央厨房赋能终端，连锁加盟拓版图。**凭借“中央厨房+终端”的模式，预制菜企业将逐步取代原有小作坊经营模式，中央厨房预制产品标准化程度高，使得终端拓店加盟可复制性强，未来有望通过品牌加持，品类拓展等方式可以进一步提升终端单店盈利；冷链物流运输半径有限，成本较高，在工厂配送区域内达到一定的门店密度才能保证经济性，形成了明显的区域及规模壁垒。

➤ **疫情催化供需两端，实际渗透率有提升。**由于堂食受限，餐饮企业纷纷发力外卖、预制菜等非堂食业务，预制菜产品数量大增。同时，消费者居家隔离期间做饭及囤货需求庞大，节日期间限制堂食也激发了家宴市场需求，疫情期间行业爆发培育了消费者认知，餐饮、新零售、新消费等企业纷纷入局，在消费场景及价格带上进行了广泛的探索，为未来C端发展打下基础。

➤ **投资建议：**当前仍处行业发展初期，B端在餐饮企业降本增效的诉求下，需求较为明确，我们预计中餐预制菜B端远期市场空间有望破万亿，由于中餐品类繁多，烹饪工艺差异巨大，未来或将呈现整体分散，品类集中的行业格局。重点关注三类投资机会：1)生产端实现自动化、规模化，具有大单品打造能力的企业将凭借性价比优势，在优势品类中占据较高的市场份额，推荐安井食品；2)单店模型优秀，并依托供应链形成护城河的“中央厨房+终端”模式的企业，推荐巴比食品、味知香。

➤ **风险提示：**消费需求疲软、成本大幅上涨、食品安全问题等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
603345	安井食品	109.10	2.06	2.46	3.08	53	44	35	推荐
002216	三全食品	15.24	0.87	0.59	0.74	17	26	21	推荐
001215	千味央厨	40.30	0.90	1.08	1.45	45	37	28	推荐
605338	巴比食品	30.50	1.26	1.02	1.34	24	30	23	推荐
605089	味知香	62.68	1.25	1.40	1.70	50	45	37	谨慎推荐
002726	龙大美食	9.60	-0.51	0.61	0.77	-	16	12	谨慎推荐
002330	得利斯	9.22	0.05	0.08	0.13	202	116	71	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年4月6日收盘价）

推荐

维持评级



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 1.民生饮食周报 20220404：“i茅台”上线普茅批价企稳，二季度消费不必悲观
- 2.民生饮食周报 20220327：茅台进一步推进营销改革，短期批价回落不影响核心刚需
- 3.民生饮食周报 20220320：疫情反复不改消费复苏，坚定龙头企业中期配置价值
- 4.民生饮食_饮食周报 20220313：多家酒企实现“开门红”，伊利经营数据亮眼
- 5.民生饮食_饮食周报 20220305：大众品成本测算_大众品短期成本压力仍存，龙头提价传导能力更强

目录

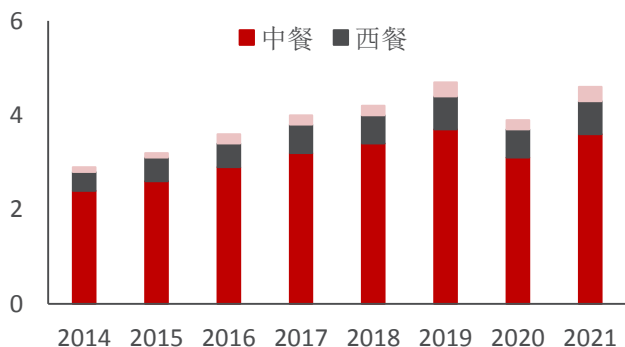
1 预制菜：中式餐饮“流水线”	3
1.1 中式餐饮企业降本增效诉求催生新一轮产业升级	3
1.2 生产端前移，标准化规模化预制菜应运而生	4
1.3 行业处于发展初期，品类众多，下游需求各异	6
2 专业预制菜企业以规模化、深加工致胜	9
2.1 品类选择决定企业天花板，大单品规模化实现高性价比	9
2.2 加工深度决定盈利能力，技术创新、产品迭代进行时	12
2.3 不同渠道差异化竞争，企业渠道拓展大有可为	13
3 中央厨房赋能终端，连锁加盟拓版图	16
4 疫情催化供需两端，C端价格定位及消费场景仍有待探索	19
4.1 餐饮企业借预制菜拓宽经营范围	20
4.2 新零售：预制菜可作为高毛利品类	20
4.3 新消费：积极创新，长期需求有待检验	21
5 重点公司及投资建议	22
5.1 安井食品：新业务新战略，预制菜肴开启第二成长期	22
5.2 三全食品：速冻行业龙头企业，积极布局预制菜	23
5.3 千味央厨：速冻B端优势企业，深耕米面制品二十载	25
5.4 巴比食品：专业预制米面生产商，主业稳步扩张	26
5.5 味知香：专业预制菜龙头公司，长期受益行业扩张	28
5.6 龙大美食：肉制品龙头企业，加大预制菜行业投入	30
5.7 得利斯：非公开发行加码预制菜行业	32
6 风险提示	34
插图目录	35
表格目录	35

1 预制菜：中式餐饮“流水线”

1.1 中式餐饮企业降本增效诉求催生新一轮产业升级

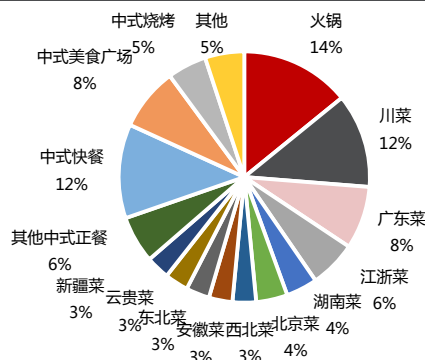
2021 年中国餐饮市场总规模约 4.6 万亿元，其中中餐占据 3.6 万亿元市场份额，中餐可以进一步细分为八大菜系，并包含多个子类别，各个菜系均独具特色，拥有相对稳定的消费群体。

图1：2021 年中餐市场规模约 3.6 万亿元



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图2：中餐种类繁多



资料来源：前瞻产业研究院（2019 年数据），民生证券研究院

不同菜系在口味及烹饪方法上差异巨大，而中国消费者对口味要求较高，即使同一道菜，不同厨师做出来的口味也有差异，使得中式餐饮企业对厨师依赖较大，中国餐饮的标准化虽然是行业长期追求的目标，但整体进展相对缓慢。

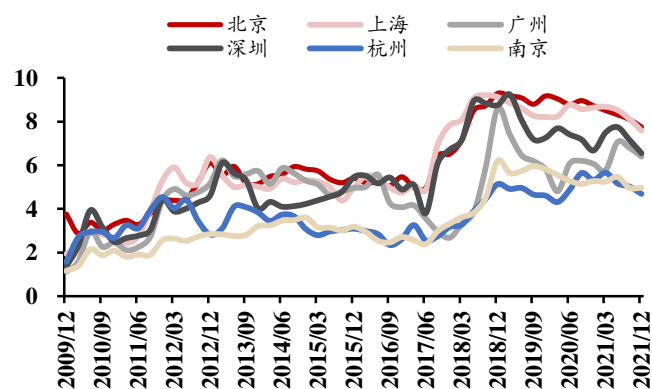
表1：中餐菜系众多，口味烹饪方法差异巨大

菜系	产品类型
鲁菜	口味咸鲜为主。讲究原料质地优良，以盐提鲜，以汤壮鲜，调味讲求咸鲜纯正，突出本味。咸鲜为主火候精湛，精于制汤，善烹海味。
川菜	口味麻辣为主，菜式多样，口味清鲜醇浓并重，以善用麻辣调味（鱼香、麻辣、辣子、陈皮、椒麻、怪味、酸辣诸味）。
粤菜	口味鲜香为主。选料精细，清而不淡，鲜而不俗，嫩而不生，油而不腻。擅长小炒，要求掌握火候和油温恰到好处。还兼容许多西菜做法，讲究菜的气势、档次。
江苏菜	口味清淡为主。用料严谨，注重配色，讲究造型，四季有别。烹调技艺以炖、焖、煨著称；重视调汤，保持原汁，口味平和。善用蔬菜。其中淮扬菜，讲究选料和刀工，擅长制汤；苏南菜口味偏甜，注重制酱油，善用香糟、黄酒调味。
闽菜	口味鲜香为主。尤以“香”、“味”见长，其清鲜、和醇、荤香、不腻的风格。三大特色，一长于红糟调味，二长于制汤，三长于使用糖醋。
浙江菜	口味清淡为主。菜式小巧玲珑，清俊逸秀，菜品鲜美滑嫩，脆软清爽。运用香糟、黄酒调味。烹调技法丰富，尤为在烹制海鲜河鲜有其独到之处。口味注重清鲜脆嫩，保持原料的本色和真味。菜品形态讲究，精巧细腻，清秀雅丽。其中北部口味偏甜，西部口味偏辣，东南部口味偏咸。
湘菜	口味香辣为主，品种繁多。色泽上油重色浓，讲求实惠；香辣、香鲜、软嫩。重视原料互相搭配，滋味互相渗透。湘菜调味尤重香辣。相对而言，湘菜的煨功夫更胜一筹，几乎达到炉火纯青的地步。煨，在色泽变化上可分为红煨、白煨，在调味方面有清汤煨、浓汤煨和奶汤煨。小火慢炖，原汁原味。
徽菜	口味鲜辣为主。擅长烧、炖、蒸，而爆、炒菜少，重油、重色，重火功。其独到之处集中体现于擅长烧、炖、熏、蒸类的功夫菜上，不同菜肴使用不同的控火技术，形成酥、嫩、香、鲜独特风味，其中最能体现徽式特色的是滑烧、清炖和生熏法。

资料来源：百度百科，民生证券研究院整理

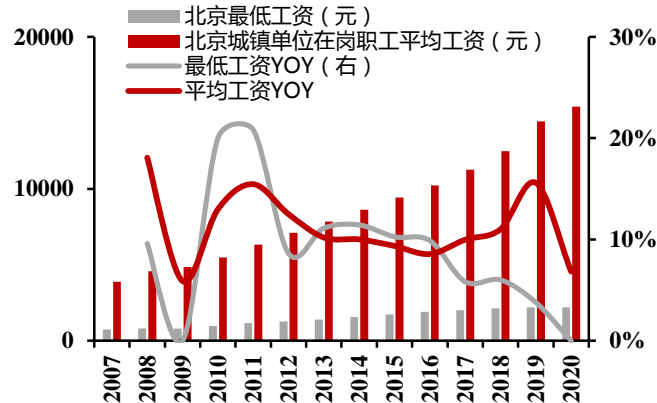
近几年来,各大城市的房租价格逐渐走高,特别是人力成本的快速上涨使得餐饮企业盈利能力承压。以全聚德、西安饮食为例,即使不考虑2020年疫情对整个餐饮行业的冲击,2012-2019年,两者的人均薪酬累计有接近100%增长,但人均创收仅增长约20%,餐饮企业降本增效诉求强烈,同时长远看,随着我国人口老龄化,全社会人工成本上行是大势所趋。

图3：一二线典型城市商铺租金（元/日/平方米）



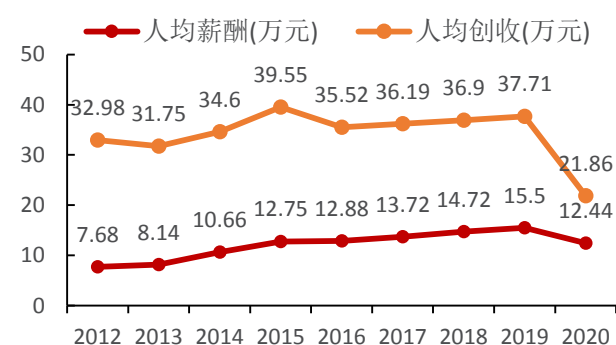
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：一二线城市人力成本逐年上涨



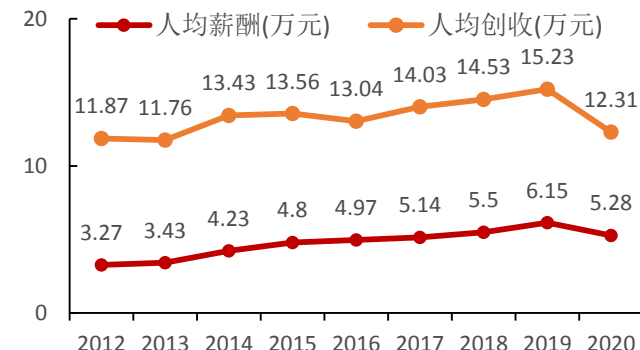
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图5：全聚德人均薪酬增长远高于人均创收



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：西安饮食人均薪酬增长远高于人均创收



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 生产端前移，标准化规模化预制菜应运而生

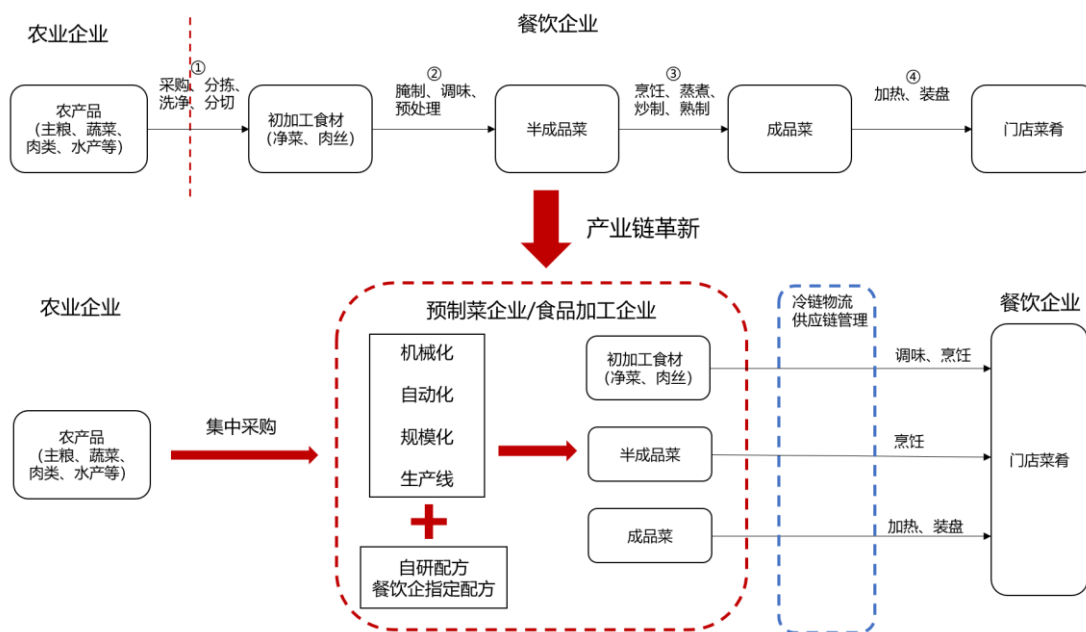
改革开放之后,随着肯德基等西式快餐传入我国,并将供应链逐步本土化,中国餐饮企业受到启发,开启标准化进程,首先是净菜分拣、备菜业务。后来随着行业的工业化和标准化程度不断加深,速冻米面、速冻火锅料等调理食品产业链日益成熟。

传统餐饮企业,菜品的初加工、调味、烹饪等生产环节均在终端厨房进行,并且主要以手工为主,是终端人力成本居高不下的原因之一。

以速冻为代表的保鲜技术在持续发展,经过速冻后再加热的菜品能更好的

保持原有口味；复合调味品的快速发展使得味道可以实现标准化；冷链物流成本下降，并且能实现更广的覆盖面以及更高的配送平率，得益于此，中式预制菜应运而生。预制菜实现了将全部、或部分生产环节前移，依靠机械化、自动化实现了菜品的标准化大规模生产。

图7：预制菜实现了菜品生产的标准化规模化

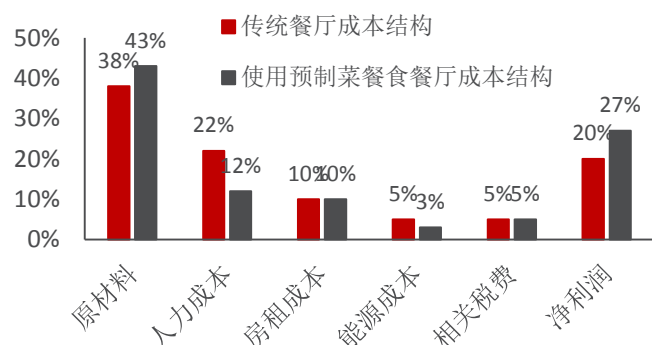


资料来源：民生证券研究院

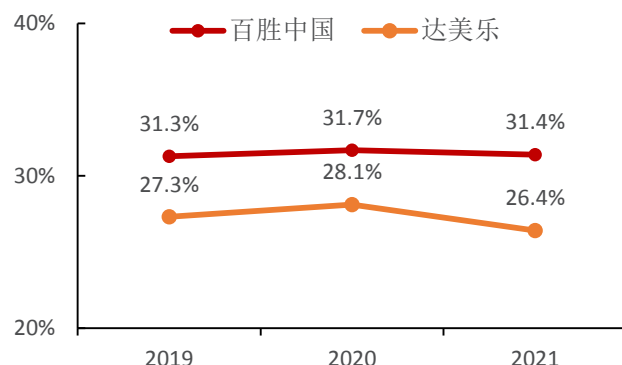
对于终端餐饮企业而言，使用预制菜有诸多优势：

- 第一：减少洗切、调味、烹饪等环节工作量，从而减少厨师聘用；
- 第二：提升上菜速度，预制菜大大缩短卤、烤、蒸相对费时菜品制作时间，从而提升翻台率；
- 第三：减少后厨面积，通过更加广泛的预制菜使用，后厨甚至可以不用明火，从而增加前厅堂食区域；
- 第四：统一采购可以优化供应链效率，并减少食品安全风险。

根据中国酒店业协会对样本餐饮企业的测算，使用预制菜的餐饮企业利润率有望提升 7%。以较为成熟的西式快餐来看，广泛使用预制菜可以使得餐厅原材料采购成本占收入比重降至 30%左右，远低于当前中餐约 40%的平均水平。

图8：当前餐厅使用预制菜将提升盈利水平


资料来源：中国酒店业协会，民生证券研究院

图9：成熟西餐原材料占收入约 30%


资料来源：百胜中国招股说明书，民生证券研究院

1.3 行业处于发展初期，品类众多，下游需求各异

1.3.1 类别众多，即热、即烹类食品为当前主要增长点

由于中餐产品繁多，制作工艺复杂，当前仍处行业发展初期，部分水饺、汤圆等品类发展较为成熟，其余多数菜品仍处于配方、口味改良阶段。通常来说，可以按下游对预制菜的加工方式进行分类：即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品。

表2：预制菜具体分类

类别	描述	典型产品
即食食品	开封后可直接食用，“开包即食”	火腿肠、卤味、泡脚凤爪等
即热食品	只需经过加热即可食用的食品，通常已经经过深加工，加热方式可以有微波炉、冲泡等	方便面、便当、料理包等
即烹食品	经过相对深加工，通常为半熟、浅油炸，可以立即下锅烹饪的半成品	火锅涮料，酸菜鱼片，速冻牛排等
即配食品	经过清晰、分切等物理初加工，肉类、水产类、蔬菜类等净菜，通常还需进行烹饪调味	蔬菜拼盘

资料来源：民生证券研究院整理

同时还有多种分类方式：

按加工程度可分为净菜、半成品菜、成品菜等；

按保质期可分为冷鲜（当日）、短保（3-7天）、长保（180天以上）等

按下游销售范围可分为料理包、酒店菜、速冻调料生制品、生鲜类、烧烤类、火锅类等。

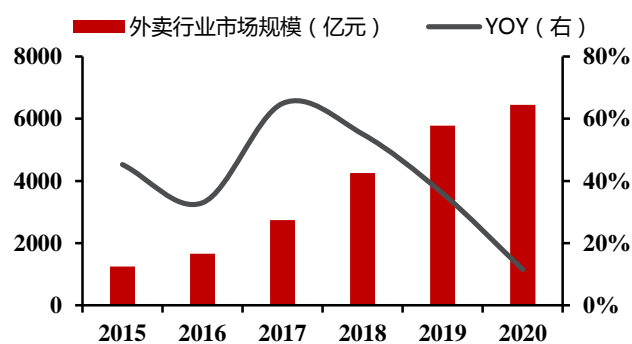
我们认为当前预制菜增长需求主要来自即热、即烹食品，即食食品更偏向于休闲零食，即配食品加工深度较低，对新鲜度要求较高，生产企业盈利能力

较弱，也正向深加工方向拓展。

1.3.2 下游需求各异，B 端需求更加明确

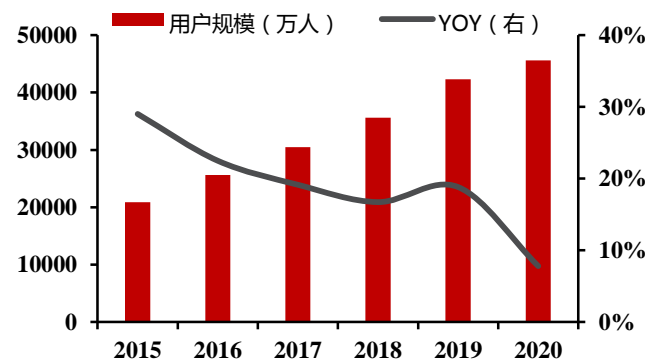
外卖平台的快速发展，低成本高时效性催生预制菜需求。以美团等网络平台为主导的线上外卖业务从 2011 年左右兴起，其后快速发展。2015 年我国外卖市场规模达到 1250 亿元，首次突破 1000 亿元大关。2020 年，外卖市场规模为 6446 亿元，同比+11.54%。由于外卖业务对时效性及经济性要求更高，预制菜快捷的出餐可以帮助餐饮企业适应外卖行业的快速发展。

图10：外卖收入变化



资料来源：中国饭店协会，饿了么，民生证券研究院

图11：外卖用户规模

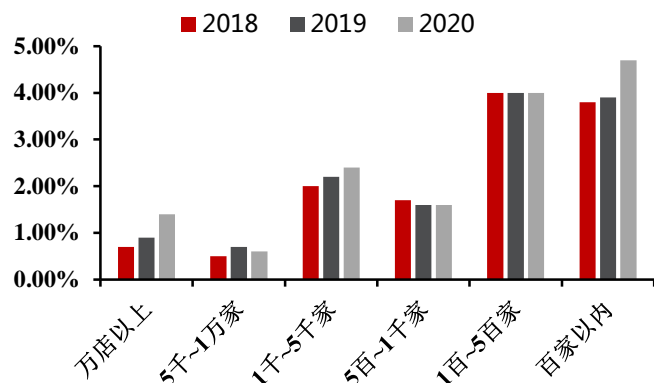


资料来源：中国饭店协会，饿了么，民生证券研究院

集体配餐的团餐模式将是预制菜下一增长点。我国当前团餐市场约 1.5 万亿元，主要分为进驻甲方和集体配餐两种模式。进驻甲方主要是指团餐企业以承包食堂的形式服务于大型企业、学校、事业单位等单位。集体配餐是企业通过自建或与第三方合作的中央厨房，集中制作好餐食再配送给甲方，目前两种模式比例约 9：1，集体配餐运营模式比例在提升，预制菜未来可期。

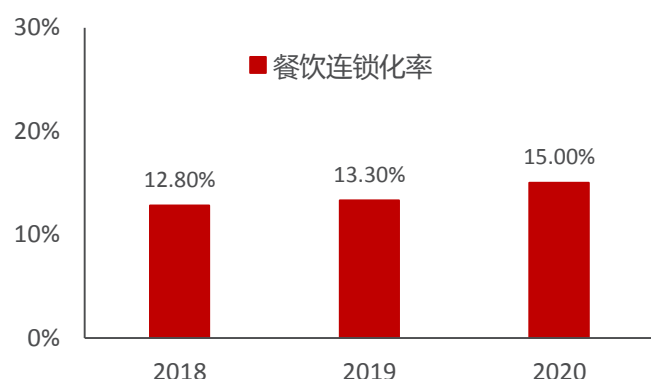
预制菜是连锁餐饮的必然选择。连锁餐饮出于统一出品品质、保证出餐速度、改善成本结构（去厨师化）等目的，广泛使用预制菜，例如真功夫、吉野家、西贝、小南国等连锁餐饮企业预制菜占比高达 80% 以上，可以预见未来随着我国连锁餐饮的发展，对预制菜的需求将不断增加。

图12：中国连锁餐饮企业门店数持续增长



资料来源：美团，民生证券研究院

图13：2020年中国餐饮连锁化率约15%



资料来源：中国饭店协会，民生证券研究院

1.3.3 短期行业格局较分散，远期市场空间过万亿

据中国酒店业协会统计，目前我国预制菜行业市场规模约为 2100 亿元，销售渠道 85%以上集中于 B 端，仍然存在销售区域小、地域特征明显、参与者众多、行业集中度低、规模以上企业较少等特点，并预计到 2025 年行业规模有望增长至 6000 亿元。

中餐当前市场规模约 3.6 万亿元，原材料进货成本占比约 40%，远期预制菜有望实现 80-90%的渗透率(参考当前连锁餐饮预制菜较高的渗透率)，B 端预制菜市场规模可达 1.15-1.30 万亿元。

由于中式餐食品类、菜系众多，各地消费者口味差异巨大等客观国情，预制菜企业扩品类在产品开发，供应链管理，柔性生产等方面仍存在一定困难，我们认为预制菜行业整体仍将保持较为分散的竞争格局，参考三全等公司发展历史，在单一品类下，企业有望凭借规模优势占据龙头企业，未来将呈现行业层面分散，品类层面集中的竞争格局。

2 专业预制菜企业以规模化、深加工致胜

2.1 品类选择决定企业天花板，大单品规模化实现高性价比

中餐菜系众多，地区消费者差异较大，使得餐饮行业格局天然分散，目前各个预制菜企业主要专注于单一品类/菜系。复盘西餐体系中的圣农食品，以及中餐标准化先行者三全食品，我们认为专业预制菜企业实现品类/菜系标准化后，将有助于下游餐饮企业连锁扩张，共同促进品类扩容，并且形成规模优势后，可以用高性价比进入 C 端市场。

品类/菜系远期容量主要由人口及消费习惯决定，我们建议重点关注主食及家常菜系列，主食类受众较广（仅南北有显著差异），复购率高（百吃不厌），居民有存储习惯（对新鲜度要求低），整体容量大；家常菜消费者基础较好，口味相对统一，易于形成标准化产品，同时下游餐饮企业众多，预制菜大有可为。

2.1.1 圣农食品：依托西式快餐成熟技术，与 B 端大客户共同发展

西餐标准化程度很高，早在 1920 年，随着第一台速冻机的问世，速冻食品诞生，20 世纪 60-80 年代，西餐预制菜实现商业化，并在欧美日等国广泛应用。改革开放之后，西餐传入中国，肯德基等西式快餐将供应链本土化，凭借西餐成熟工艺技术，以及此后连锁西式快餐在全国范围内的铺开，中国诞生了一批西餐预制菜企业，并实现了快速成长。

圣农发展为中国大规模白羽鸡养殖企业之一，由养殖向鸡肉深加工方向拓展产业链，成功进入肯德基、麦当劳等西式快餐企业供应链，伴随西式快餐在国内的快速扩张，圣农食品凭借自身大规模、稳定、安全的供应能力，逐步拓展新客户，2015-2020 年收入累计增长约 300%。

图14：圣农食品发展历史



资料来源：圣农食品官网，民生证券研究院

回顾圣农食品发展历史，圣农发展本为肯德基等西式快餐企业供应鸡肉，发展深加工业务顺理成章，一方面西式快餐本身标准化程度较高，相关技术较

为成熟，另一方面，深加工业务相较企业原有的养殖业务，盈利能力更稳定，依托对鸡肉类产品的规模化生产，企业实现了较好的发展。

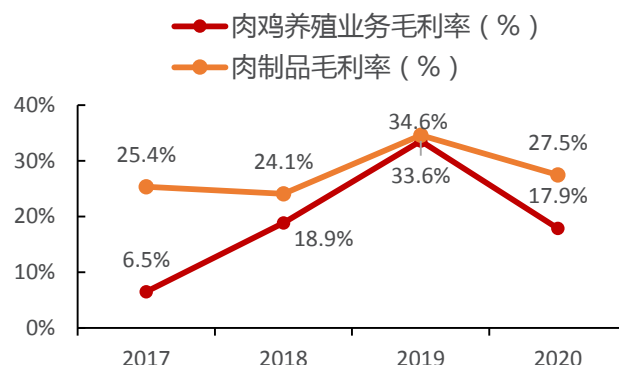
但在中餐发展方面，圣农食品尽管有西餐的经验以及原材料供应，2019年圣农食品整体收入已超40亿元，中餐品类收入也仅1亿元。我们认为主要由于中餐标准化程度低，同时缺乏大型连锁餐饮企业，现阶段畅销大单品较少，对企业自主研发要求较高。

图15：2015-2020 圣农食品收入累计增长约 300%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：圣农发展食品加工业务盈利稳定性较强



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.1.2 三全食品：行业先行者，以水饺、汤圆两大单品立足

中餐标准化长期以来便是餐饮行业的追求目标之一，在改革开放之后，中国企业便有诸多尝试，在水饺、汤圆等速冻米面类产品里取得较好的成功。20世纪90年代，三全在国内率先实现了速冻水饺的规模化生产，并逐步畅销全国。

表3：水饺已实现成熟的规模化生产

时期	背景	特点	代表品牌
大众创业期	上世纪90年代东北下岗潮，人口外迁，将饺子带到全国	门槛低，技术含量不高 个体经营，纯手工生产，现包现做	街边摊、夫妻店
标准化时期	改革开放-2012左右，麦当劳、肯德基等西式标准化快餐进入中国	海外标准化经营启发了中餐企业，完成饺子生产的标准化，出现了一批品牌连锁企业	东方饺子王、大娘水饺
成熟期	2012至今	垂直细分品类的特色品牌崛起	袁记水饺、船歌鱼水饺等

资料来源：极论创业，民生证券研究院

目前在饺子生产的制馅、和面制皮、包饺子等环节均有专业机器，实现了流水线生产，以最后一步包饺子为例，传统人工包饺子每小时约200-300只，而流水线每小时可生产超10万只，极大的提升了生产效率。

水饺原来主要流行于北方，随着人口外迁，逐步传向南方，而实现大规模生产后，大幅提升了饺子的性价比，客观上也促进了饺子整体消费量的提高。

图17：饺子流水线极大提升了生产效率



手工包饺子

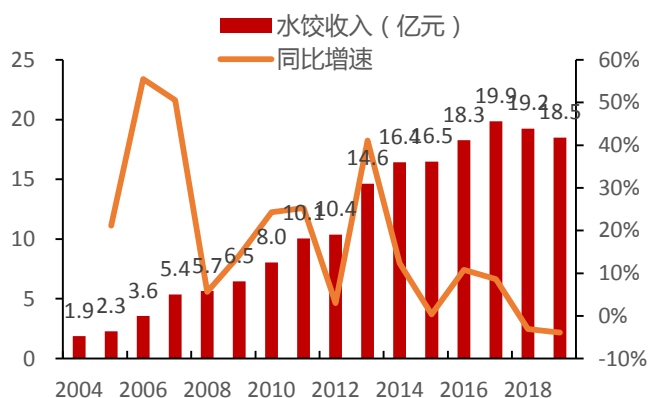


饺子的流水线生产

资料来源：广西新闻网，民生证券研究院

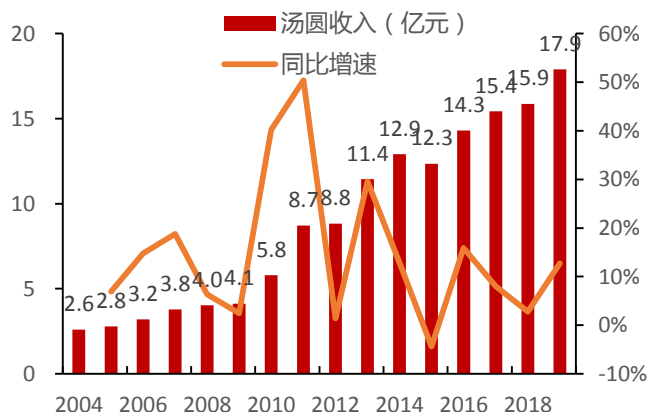
三全食品凭借高效的规模生产以及速冻技术，让饺子走进了千万中国家庭，扩大了消费群体以及消费场景，在汤圆上也取得较大成功，并且在整个速冻米面制品市场也实现了超 20%的市占率。而受制于粽子本身的消费总量(消费习惯上仍局限于端午节消费，并未在居民日常消费中)，业务规模相对较小。

图18：2017 年三全水饺业务收入最高近 20 亿元



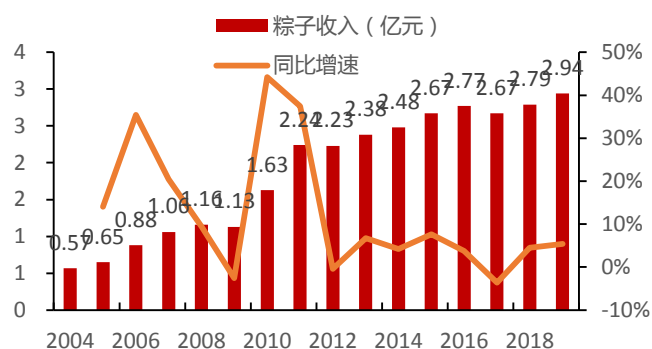
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：2019 年三全汤圆业务收入超 17 亿元



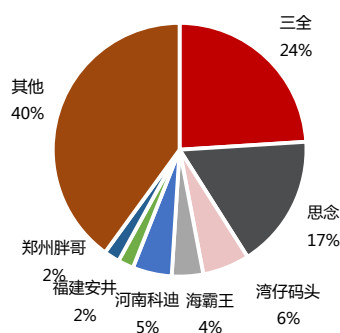
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：2019年三全粽子业务收入不足3亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：速冻米面行业格局

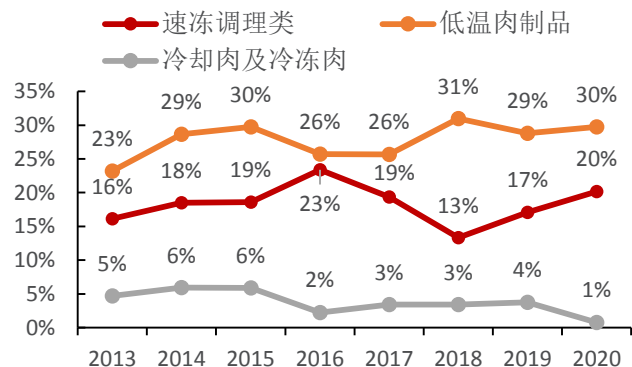


资料来源：艾媒咨询（2020年数据），民生证券研究院

2.2 加工深度决定盈利能力，技术创新、产品迭代进行时

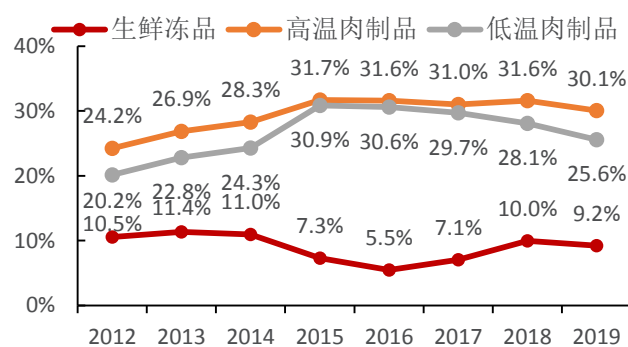
预制菜起步于净菜配送，当前养殖屠宰企业均有所涉及相关业务，但由于本身加工难度不高，诸如冷冻肉，生鲜等产品毛利率普遍较低，所以进一步加强深加工能力也是企业发展的较优选择。典型肉制品企业如得利斯及双汇发展，其深加工业务毛利率均远高于初加工产品。

图22：得利斯深加工业务毛利率高于初加工



资料来源：公司公告，民生证券研究院

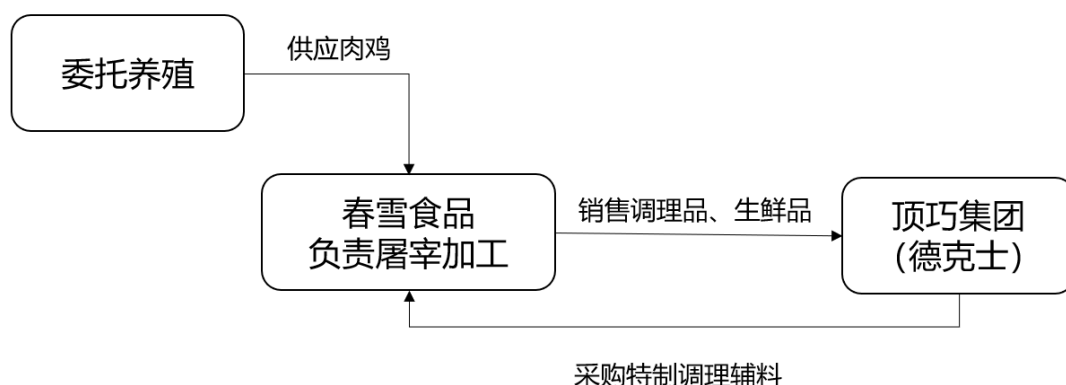
图23：双汇发展深加工业务毛利率高于初加工



资料来源：公司公告，民生证券研究院

养殖企业转型需关注自身研发能力提升：部分养殖屠宰企业本身已有向大型餐饮企业供应冷冻肉或生鲜业务，与下游客户建立了较好的合作关系，进一步发展预制菜顺理成章，通常采取定制开发模式，预制菜企业会从大客户或大客户指定供应商处采购特制调理辅料，并且客户也会采取多家供应商，定价以加工难易程度为基准，生产企业壁垒相对较小，优先关注可以独家供应或具有自研能力的生产企业。

图24：春雪食品与大客户合作模式



资料来源：春雪食品招股说明书，民生证券研究院

2.3 不同渠道差异化竞争，企业渠道拓展大有可为

针对不同的消费终端，预制菜行业形成了多类不同渠道，对连锁餐饮类大客户采用直营；对中小餐饮企业采用经销商；对终端消费者通过商超、线上、社区团购等渠道触达。不同渠道内竞争要素差异化，预制菜企业通常也会针对不同渠道采用不同包装或不同品牌。

图25：三全推出绿标红标分别用于餐饮及零售渠道



资料来源：京东，民生证券研究院

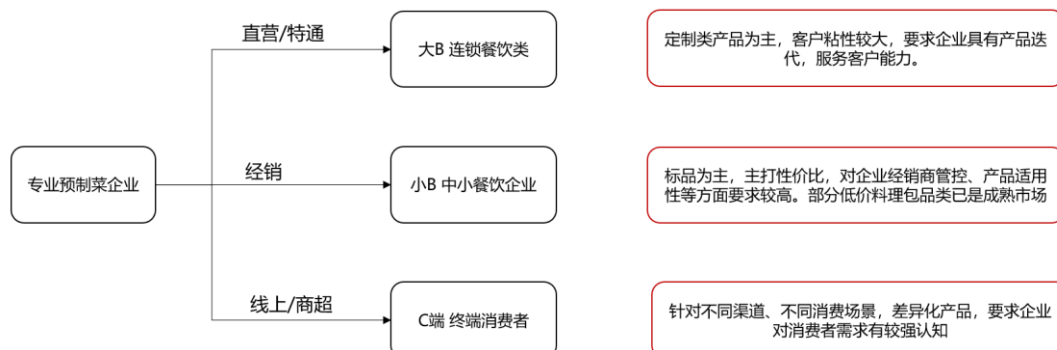
图26：安井锁鲜装主打 C 端



资料来源：京东，民生证券研究院整理

经销渠道更能体现企业渠道能力：大 B 连锁类客户需要供应链认证，相对封闭，与客户自身增长息息相关；C 端产品差异较大，近几年随着社区团购，社区店，生鲜超市/便利店等发展，终端也正发生巨大转变，尚不具备较高的确定性。我们认为当前经销渠道表现更能体现企业渠道能力，一方面，中国目前中小餐饮企业众多，经销渠道覆盖面更广，另一方面经销商同时代理多个品牌，企业竞争优势将直接体现，同时经销渠道利于打造核心大单品，也将助力大单品区域扩张。

图27：专业预制菜企业三类主要销售渠道竞争要素不同



资料来源：民生证券研究院整理

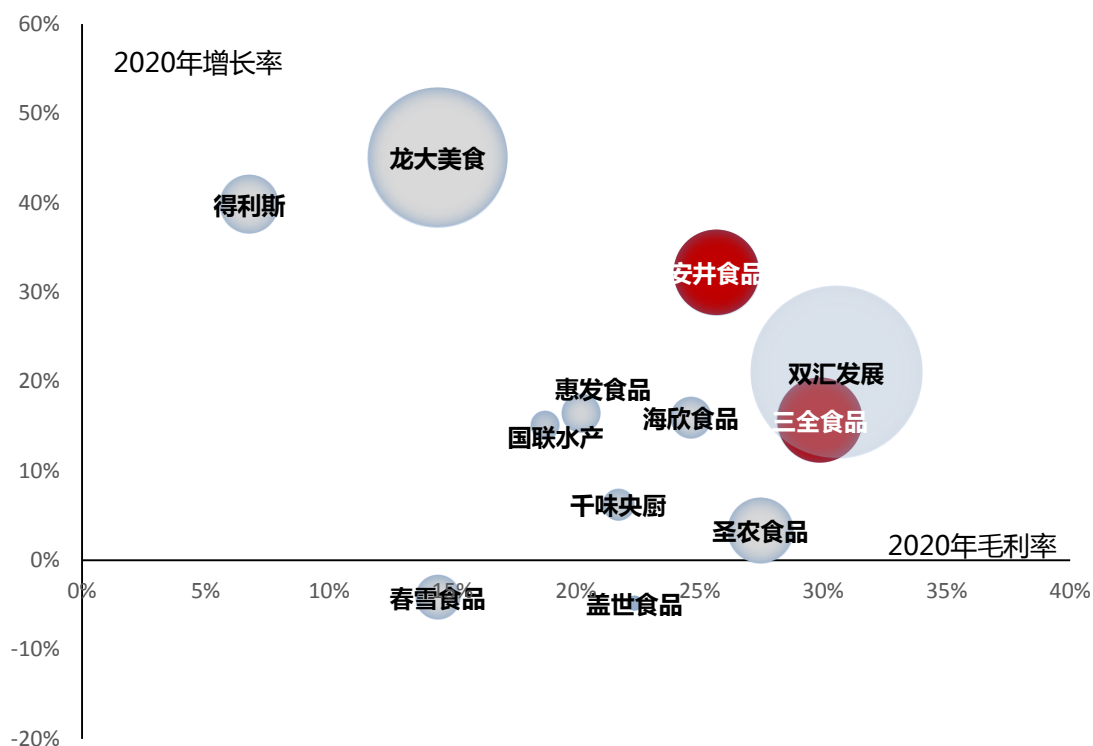
整体而言，预制菜行业各个公司大多数仍处于成长期，企业营收规模有较大的发展空间，部分成熟品类增速较为缓慢，养殖屠宰企业短期实现了营收端的高增长，但盈利能力处于较低水平。

表4：专业预制菜/食品加工企业介绍

证券代码	企业名称	主要产品/原材料	销售模式
603345.SH	安井食品	猪肉/鱼糜/米面	经销为主，占比约 84%
002216.SZ	三全食品	速冻米面制品	C 端为主，零售占比 86%，餐饮占比 14%
001215.SZ	千味央厨	速冻米面制品	大 B 经销结合，直营占比约 35%，经销 65%
605567.SH	春雪食品	鸡肉调理制品	大 B 经销结合，餐饮食品加工占比 30%，出口 16%
002702.SZ	海欣食品	速冻鱼糜制品	经销商超结合，经销占比 62%
603536.SH	惠发食品	速冻调理肉制品	经销为主，占比约 73%
836826.BJ	盖世食品	藻类菌类/凉菜	大 B 为主，品牌代加工
000895.SZ	双汇发展	屠宰/肉制品	经销为主
002330.SZ	得利斯	屠宰/猪肉制品	大 B 经销结合，大客户占比 60%
300094.SZ	国联水产	养殖、虾/海产品加工	大客户商超直营为主
002726.SZ	龙大美食	生猪养殖/屠宰/肉制品	批发加盟大客户多种并存
002299.SZ	圣农发展	白羽鸡养殖/鸡肉调料制品	大 B 经销结合

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图28：主要预制菜生产企业 2020 年业务增速及毛利率情况



资料来源：公司公告，圆圈大小代表规模，民生证券研究院，注：圣农食品、双汇发展仅包含肉制品业务，国联水产指预制菜业务，龙大美食指食品加工业务

我们认为长期来看，加工深度较高，规模大的自研单品将是预制菜制造企业核心盈利点，大品类、自研能力强、多渠道的专业预制菜企业将逐渐脱颖而出：

1. 预制菜进入门槛较低，大品类使得龙头企业可以充分发挥规模优势，生产自动化水平更高，以高性价比抢占市场；

2. 当前预制菜处于发展初期，产品仍需不断迭代升级，同时下游餐饮行业竞争激烈，推新需求将长期存在，即使像百胜中国这样较成熟的供应链体系，每年也会推出数款新品，企业需要有自研能力或爆品打造能力；

3. 中餐下游终端（连锁餐饮，中小餐饮、家庭消费等）仍将相对分散，以不同渠道覆盖更多客户，拓展销售区域是企业发展的方向之一。

3 中央厨房赋能终端，连锁加盟拓版图

当前中餐预制菜渗透率较低，相较于发达国家约 60%的渗透率仍有较大差距，所以通常终端餐饮依然需要配套厨师与后厨，而部分中餐终端，如包子铺、凉拌菜、菜场速冻商铺等，原来主要以家庭小作坊为主，随着预制菜技术发展，通过中央厨房统一生产供货能大幅提升终端经营效率：

- 1.降低终端用工成本，如包子铺面点师傅减少，不需要醒面等耗时工序；
- 2.提高产品 SKU 数量，提升销售额；
- 3.供应链优化，中央厨房到终端可以做到一日一配，甚至一日多配，并且提供一站式服务，减少采购环节；
- 4.减少损耗，经中央厨房加工后，可以延长产品保质期

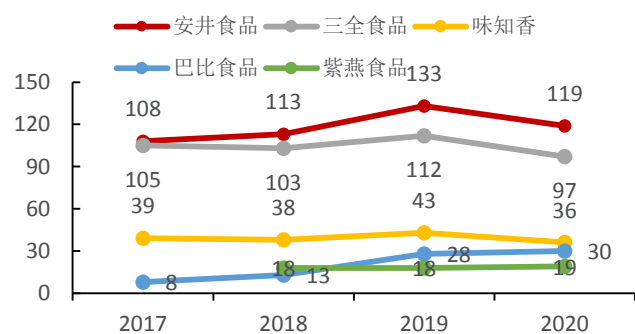
表5：连锁经营相较小作坊模式有显著优势

经营模式	原材料采购	生产	销售
小作坊经营模式	当地采购，品类相对较少	以自主生产为主，主要采用家庭小灶、铁锅等生产工具，产品品质控制能力差	就近销售给当地农贸市场或自设门店
区域性经营模式	当地集中采购，种类数量中等	自主加工，采用了集中加工，部分实现了机械化	采用冷链物流配送，在区域内实现销售
连锁经营模式	以规模化采购为主，品类丰富，原材料品控及议价能力较强	自主生产、委托生产、OEM 等方式相结合。自主生产规模化自动化水平高，产品品种丰富，食品质量控制体系完善	跨区域销售，渠道丰富，可以通过线下门店、商超、线上电商平台等实现销售，具有品牌效应

资料来源：紫燕食品、巴比食品招股说明书，民生证券研究院

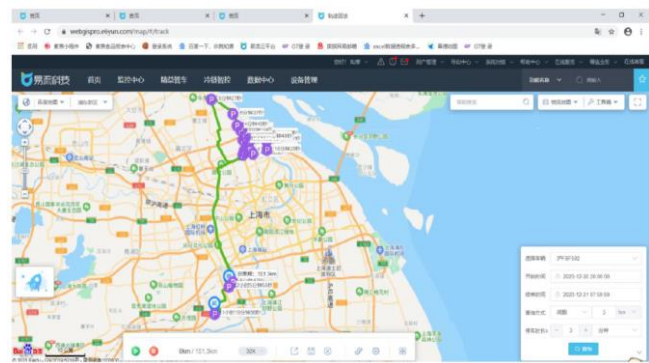
终端需求“少量高频”，供应链要求更高：预制菜企业通过直营或加盟的方式，形成了“中央厨房+终端”的经营模式，相较于经销商或大客户，门店终端对预制菜需求呈现“少量高频”的特征，同时佐餐卤味、包子等品类对新鲜度要求较高，此类企业对冷链物流效率要求更高。

图29：味知香、巴比、紫燕存货周转天数较短



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：紫燕食品全程冷链运输监控



资料来源：紫燕食品招股说明书，民生证券研究院

图31：巴比食品当日送达终端



资料来源：巴比食品官网，民生证券研究院整理

单店模型、供应链效率是未来企业发展关键要素：依托中央厨房对终端小作坊经营模式改造升级是此类预制菜企业的核心，中央厨房预制产品标准化程度高，使得终端拓店加盟可复制性强，未来有望通过品牌加持，品类拓展等方式可以进一步提升终端单店盈利；冷链物流运输半径有限，成本较高，在工厂配送区域内达到一定的门店密度才能保证经济性，形成了明显的区域壁垒，同时企业也可以通过新增/优化门店提升供应链效率。

表6：中央厨房+终端连锁预制菜企业

证券代码	企业名称	门店数量	定位
605089.SH	味知香	1117	菜场家常预制菜
605338.SH	巴比食品	3089	早餐
A21300	紫燕食品	4365	佐餐卤味
未上市	好得睐	超 1000 家	菜场家常预制菜
未上市	锅圈	超 800 家	火锅涮烤食材超市
未上市	懒熊火锅	超 500 家	火锅涮烤食材超市
未上市	火锅物语	超 500 家	火锅涮烤食材超市

资料来源：公司公告，各企业官网，民生证券研究院

为提升供应链效率，预制菜行业也涌现出一批供应链管理企业，致力于为餐饮企业提供一站式供应链解决方案，上游对接农产品、预制菜、调味品等餐饮原材料，中游负责对接需求、仓储、运输，下游服务于各类餐饮企业。

图32：味之家一站式餐饮供应链解决方案



资料来源：犀牛财经，民生证券研究院

表7：B端供应链企业

企业	主营业务简介
望家欢	全国性农副产品加工企业，业务涵盖农产品种植、养殖、加工、配送，中央厨房餐饮管理。
蜀海	供应链拥有现代化的物流中心，是运输、销售、金融为一体的餐饮供应链服务企业。
莲菜网	生鲜食材采购电商平台，采用基地直采方式，为餐饮、商超客户提供成品、半成品的采购、配送。
找食材	预制菜供应链平台，搭建一套供应链+城市站体系，实现预制菜当日送达，主要服务县城、乡镇。
味之家	线上线下全渠道专业餐饮供应链平台，主营方便面、面粉、调味料、脱水蔬菜等深加工
味库海鲜	专注活海鲜供应链。在线下建立海鲜仓库等活海鲜供应链系统，负责海鲜的采购、养殖、分拣及包装。在线上与各大电商合作，为其供应活海鲜和提供商品、价格、用户等方面的运营服务。
乐禾食品	自2006年成立以来，乐禾食品已经发展成为国内领先的一站式食材供应服务商，业务包括食材配送、餐饮管理、净菜加工和冷链物流等。

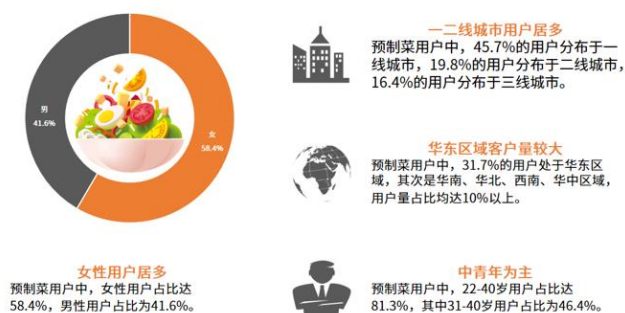
资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

4 疫情催化供需两端，C 端价格定位及消费场景仍有待探索

2020 年以来疫情重创了餐饮行业，由于堂食受限，餐饮企业纷纷发力外卖、预制菜等非堂食业务，特别是春节年夜饭等节日消费场景受影响后，预制菜礼盒、年夜饭等产品数量迅速增加。同时，消费者居家隔离期间做饭及囤货需求大增，相较传统方便食品，如方便面，水饺，面条等，预制菜种类更加丰富，吸引力强。短期疫情催化了供需两端，客观上培育了消费者对预制菜的认知。

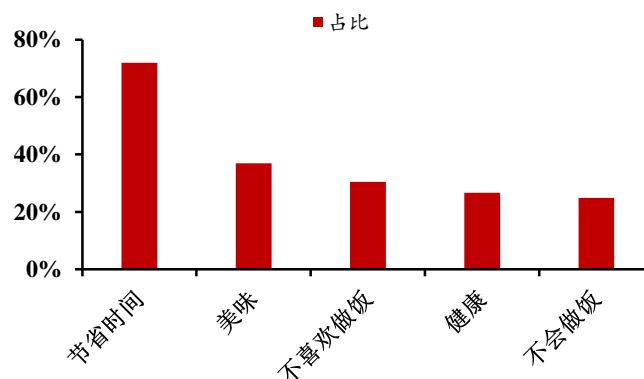
长期来看，预制菜能有效帮助消费者节约做饭时间，降低做饭门槛，对城市消费者有一定吸引力，但目前预制菜在 C 端的消费场景及价位仍存在不确定性，我们认为 C 端的长期空间仍有待观察。

图33：C 端预制菜消费者画像



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图34：C 端预制菜消费者诉求占比



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

当前 C 端主要有餐饮、新零售及新消费三类企业积极布局，采用不同的模式探索 C 端消费场景及价位，较多的参与者有利于建立消费者认知，为未来 C 端扩容打下基础。

表8：C 端主要预制菜企业经营模式

类别	主要生产模式	主要销售模式	目标消费人群
餐饮企业	自有中央厨房	自有门店为主	与餐饮品牌消费人群重合
新零售企业	委托加工	原有线上/线下渠道	原有渠道覆盖人群
新消费企业	委托加工	线上为主	22-40 周岁年轻消费群体

资料来源：公司公告，各企业官网，民生证券研究院

4.1 餐饮企业借预制菜拓宽经营范围

餐饮企业布局预制菜，产品、目标消费群体均与原有品牌重合，在生产端可以复用现有的中央厨房或后厨，未来可能成为即堂食、外卖之后的第三大业务，同时餐饮企业的预制菜有望享受自身的品牌溢价，在节假日家宴或礼物市场具有较好的发展潜力，也是未来预制菜高端市场的重要“玩家”。

图35：广州酒家预制菜以粤菜为主



资料来源：京东，民生证券研究院

图36：必胜客预制菜以西餐为主



资料来源：必胜客 app，民生证券研究院

4.2 新零售：预制菜可作为高毛利品类

以盒马、叮咚为代表的新零售企业，作为重点发展品类，相较于传统生鲜，预制菜标准化程度高，成本可控，毛利更为客观。新零售企业通常采用品牌联名+委托加工的形式，借助已有的零售渠道，进行流量变现，消费群体也主要为原有零售渠道覆盖的消费者。

新零售企业预制菜品 SKU 较多，上新及产品迭代速度快，以盒马的 3R 事业部（Ready to cook 即烹，Ready to heat 即热，Ready to eat 即食）为例，冷冻预制菜 SKU 约 200 个，冷藏约 150 个，并且会推出各种时令产品，新品研发周期仅 4 周。由于试错成本低，上新快，新零售预计将是未来预制菜新品的试验场和孵化池。

4.3 新消费：积极创新，长期需求有待检验

新消费企业通常聚焦预制菜中某一品类，生产采用委托加工的形成，依托现有线上或生鲜电商渠道，用差异化产品打造品牌，谋求建立品牌后再进行品类扩张，主要针对年轻消费群体，主打消费升级，长期能否打造可持续复购的产品仍待时间检验。

表9：部分预制菜新消费企业

企业	成立时间	品牌标语	产品样例
珍味小梅园	2020	将餐厅级美味搬进消费者的冰箱	
寻味狮	2020	为你寻遍世间美味	
三餐有料	2020	3分钟做大餐	
空刻	2019	在家轻松做餐厅级意面	
大希地	2014	烹饪0基础，也能5分钟做大餐	

资料来源：各公司官网，京东，民生证券研究院整理

5 重点公司及投资建议

5.1 安井食品：新业务新战略，预制菜肴开启第二成长期

速冻火锅料行业龙头，建立规模、渠道优势。公司现有火锅料制品(以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主)、速冻面米制品、预制菜肴三大业务，是火锅料制品行业龙头企业，在产地销模式下公司 2020 年产能扩张至约 58 万吨，坚持“高质中高价”战略，凭借规模优势打造高性价比单品；渠道上，公司对经销商“贴身支持”，培养了一批优质经销商，支撑公司全国化发展，并适时调整渠道策略为“BC 兼顾，双轮渠道”，继续发力 C 端。

投资 10 亿元拓展预制菜肴业务，开启第二成长期。公司在预制菜肴板块采取“自产+供应链贴牌+并购”的商业模式，2022 年 3 月公告，拟投资 10 亿元在湖北洪湖新建预制菜肴项目，重点发展水产类预制菜，顺应公司“双剑合璧，三路并进”的经营策略；4 月收购冻品先生少数股东权益，冻品先生成为公司全资子公司。

投资建议：短期成本扰动不改公司长期发展态势，提价降本下，公司盈利将恢复至合理水平。预计 21-23 年公司实现营收 92.63/112.57/138.64 亿元，实现归母净利润 7.21/9.04/11.95 亿元，考虑公司完成非公开发行后，折合 EPS 分别为 2.46/3.08/4.07 元，对应 PE 为 44/35/27 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：新品拓展不及预期；原材料价格大幅上涨；食品安全事故

表10：安井食品盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,965	9,263	11,257	13,864
增长率(%)	32.2	33.0	21.5	23.2
归属母公司股东净利润(百万元)	604	721	904	1,195
增长率(%)	61.7	19.4	25.4	32.3
每股收益(元)	2.06	2.46	3.08	4.07
PE(现价)	53	44	35	27
PB	8.7	7.9	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022-04-06 收盘价)

5.2 三全食品：速冻行业龙头企业，积极布局预制菜

公司是速冻食品行业的龙头公司之一，公司主营业务包括速冻面米制品、速冻调制食品、冷藏产品、常温产品等；具体产品包括汤圆、水饺、粽子、面点、涮烤类产品、鲜食、烘焙面包、米饭套餐、自热米饭等。公司目前拥有“三全”和“龙凤”两大品牌，在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地建有生产基地，销售网络遍布全国。

公司积极布局预制菜相关产品，目前已形成规模收入。公司目前已开发预制菜产品线，包括红烧牛肉、广式腊味煲仔等口味的自热米饭、方便米饭。此外，公司还尝试生产番茄鱼、水煮鱼、酸汤肥牛、冬阴功汤、黑椒牛排、肉眼牛排套餐等预制菜产品，但目前此类产品尚处于市场推广阶段。公司速冻产品生产链完备，预制菜产品储备丰富，具有未来增长潜力。

投资建议：公司是速冻行业龙头企业，具备较强的竞争优势；在传统速冻产品外，积极投入预制菜竞争。预计 21-23 年公司实现营收 70.82/78.31/86.43 亿元，实现归母净利润 5.19/6.47/7.92 亿元，折合 EPS 分别为 0.59/0.74/0.90 元，对应 PE 为 26/21/17 倍。公司 22 年估值低于速冻食品 26 倍估值水平，未来公司主营业务利润增速有望保持平稳增长，中长期成长性良好，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨；食品安全事故；新品销售不及预期

表11：三全食品盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,926	7,082	7,831	8,643
增长率（%）	15.7	2.2	10.6	10.4
归属母公司股东净利润（百万元）	768	519	647	792
增长率（%）	249.0	-32.4	24.7	22.3
每股收益（元）	0.87	0.59	0.74	0.90
PE（现价）	17	26	21	17
PB	4.5	4.4	3.6	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022-04-06 收盘价）

表12：三全食品盈利预测与财务指标

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,926	7,082	7,831	8,643
营业成本	4,858	5,207	5,684	6,182
营业税金及附加	58	64	70	78
销售费用	999	991	1,096	1,210
管理费用	234	248	274	303
研发费用	48	50	55	61
EBIT	872	522	651	810
财务费用	-7	-11	-14	-22
资产减值损失	-41	-19	-13	-16
投资收益	124	0	0	0
营业利润	962	648	808	989
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	966	648	808	989
所得税	198	130	162	198
净利润	768	519	647	791
归属于母公司净利润	768	519	647	791
EBITDA	1,017	659	791	959

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,046	1,069	1,761	2,634
应收账款及票据	308	396	405	438
预付款项	23	30	30	33
存货	1,200	1,550	1,719	1,746
其他流动资产	1,034	1,038	1,061	1,065
流动资产合计	3,611	4,083	4,976	5,915
长期股权投资	95	126	168	207
固定资产	1,684	1,764	1,780	1,797
无形资产	213	212	212	210
非流动资产合计	2,385	2,457	2,485	2,530
资产合计	5,996	6,540	7,462	8,444
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,184	1,617	1,697	1,758
其他流动负债	1,535	1,607	1,803	1,933
流动负债合计	2,720	3,224	3,499	3,691
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	284	284	284	284
非流动负债合计	284	284	284	284
负债合计	3,003	3,508	3,783	3,975
股本	799	879	879	879
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,993	3,032	3,679	4,470
负债和股东权益合计	5,996	6,540	7,462	8,444

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.71	2.25	10.58	10.37
EBIT 增长率	225.43	-40.12	24.74	24.44
净利润增长率	249.01	-32.45	24.65	22.32
盈利能力 (%)				
毛利率	29.87	26.47	27.41	28.47
净利率	11.08	7.33	8.26	9.15
总资产收益率 ROA	12.81	7.93	8.67	9.37
净资产收益率 ROE	25.65	17.11	17.58	17.70
偿债能力				
流动比率	1.33	1.27	1.42	1.60
速动比率	0.88	0.78	0.92	1.12
现金比率	0.38	0.33	0.50	0.71
资产负债率 (%)	50.09	53.64	50.70	47.07
经营效率				
应收账款周转天数	16.22	20.17	18.79	18.39
存货周转天数	90.16	108.65	110.39	103.07
总资产周转率	1.16	1.08	1.05	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	0.59	0.74	0.90
每股净资产	3.40	3.45	4.18	5.08
每股经营现金流	1.44	0.84	0.99	1.23
每股股利	0.60	0.55	0.00	0.00
估值分析				
PE	17	26	21	17
PB	4.5	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA	12.15	18.70	14.71	11.23
股息收益率 (%)	3.94	3.58	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	768	519	647	791
折旧和摊销	145	137	140	149
营运资金变动	392	56	73	126
经营活动现金流	1,267	738	873	1,081
资本开支	-229	-204	-139	-169
投资	-475	-31	-42	-39
投资活动现金流	-680	-236	-181	-209
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-70	0	0	0
筹资活动现金流	-126	-480	0	0
现金净流量	461	23	692	873

5.3 千味央厨：速冻 B 端优势企业，深耕米面制品二十载

公司主营业务为面向餐饮企业的速冻米面制品的研发、生产和销售。公司秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，致力于为餐饮企业提供定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案。

百胜中国 T1 级供应商，大客户服务能力优异。公司在速冻米面制品深耕二十载，产品研发及配套服务能力突出，为百胜中国油条等速冻米面制品的独家供应商，并通过持续推新获得增长。近年来，公司加大对海底捞、华莱士服务力度，实现了较好增长，未来随着我国连锁餐饮的发展，公司有望抓住行业机遇，通过大客户开拓迈向新成长阶段。

经销渠道触达小 B 客户，高性价比、强产品力大单品高速增长。公司在小 B 端市场持续发展，依托原有产品研发能力，打造了油条等多款高性价比大单品，随着公司经销的培育，逐步完善经销体系，优势大单品渗透率仍有提升空间。

投资建议：我们预计 21-23 年公司实现营收 13.10/16.28/20.06 亿元，实现归母净利润 0.92/1.23/1.56 亿元，折合 EPS 分别为 1.08/1.45/1.83 元，对应 PE 为 37/28/22 倍。维持“推荐”评级。

表13：千味央厨盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	944	1,310	1,628	2,006
增长率（%）	6.2%	38.7%	24.3%	23.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	77	92	123	156
增长率（%）	3.3%	19.6%	34.4%	26.5%
每股收益（元）	0.90	1.08	1.45	1.83
PE（现价）	45	37	28	22
PB	4.4	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022-04-06 收盘价）

5.4 巴比食品：专业预制米面生产商，主业稳步扩张

公司主要从事中式面点等速冻食品的生产销售，经营策略以“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”。公司产品可分为面点系列产品、馅料系列产品以及外部采购系列产品，具体包括包子、馒头、粗粮点心、馅料以及粥品饮品等，共计近百余种产品。公司目前积极通过开拓 To B 大客户产品和生产 To C 预包装产品的方式切入预制菜生产领域。

公司主要销售地区为上海地区。以上海为中心，在华东地区构建了以加盟门店销售为主，直营店及团餐销售相结合的渠道布局。截至 2020 年，公司拥有 16 家直营店、3089 家加盟门店。

投资建议：公司作为专业米面速冻产品生产商，拥有特点鲜明的终端产品和具有竞争壁垒的终端店面布局，未来有望保持稳健发展，暂不考虑外延并表，预计 21-23 年公司实现营收 13.75/16.88/20.07 亿元，实现归母净利润 3.14/2.52/3.33 亿元，折合 EPS 分别为 1.26/1.02/1.34 元，对应 PE 为 24/30/23 倍。公司单店模型成熟，区域扩张空间较大，中长期成长性良好，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：加盟店拓展不及预期；食品安全事故；新客户拓展不及预期

表14：巴比食品盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	975	1,375	1,688	2,007
增长率（%）	-8.4	41.1	22.7	18.9
归属母公司股东净利润（百万元）	175	314	252	333
增长率（%）	13.4	78.8	-19.7	32.3
每股收益（元）	0.71	1.26	1.02	1.34
PE（现价）	43	24	30	23
PB	4.6	4.0	3.5	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022-04-06 收盘价）

表15：巴比食品盈利预测与财务指标

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	975	1,375	1,688	2,007
营业成本	703	998	1,179	1,351
营业税金及附加	7	9	11	13
销售费用	48	83	101	120
管理费用	66	83	101	120
研发费用	4	6	7	8
EBIT	173	198	289	394
财务费用	-23	-33	-32	-34
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	3	0	0
营业利润	204	402	326	435
营业外收支	29	16	10	10
利润总额	233	418	336	445
所得税	58	104	84	111
净利润	175	313	252	333
归属于母公司净利润	175	314	252	333
EBITDA	200	221	323	434

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,399	1,362	1,471	1,750
应收账款及票据	51	63	80	97
预付款项	8	9	10	13
存货	37	71	93	91
其他流动资产	8	9	9	10
流动资产合计	1,503	1,514	1,663	1,962
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	203	320	463	556
无形资产	52	69	92	111
非流动资产合计	488	797	982	1,116
资产合计	1,991	2,311	2,645	3,077
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	137	152	188	228
其他流动负债	187	218	264	323
流动负债合计	324	370	452	551
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	32	32	32	32
非流动负债合计	32	32	32	32
负债合计	356	402	485	584
股本	248	248	248	248
少数股东权益	1	0	0	0
股东权益合计	1,635	1,908	2,160	2,494
负债和股东权益合计	1,991	2,311	2,645	3,077

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-8.35	41.06	22.72	18.90
EBIT 增长率	-8.65	14.50	45.85	36.50
净利润增长率	13.41	78.76	-19.66	32.29
盈利能力 (%)				
毛利率	27.90	27.44	30.15	32.69
净利率	17.96	22.78	14.93	16.61
总资产收益率 ROA	8.81	13.58	9.53	10.83
净资产收益率 ROE	10.74	16.44	11.67	13.37
偿债能力				
流动比率	4.63	4.09	3.67	3.56
速动比率	4.49	3.87	3.45	3.37
现金比率	4.31	3.68	3.25	3.17
资产负债率 (%)	17.90	17.41	18.32	18.96
经营效率				
应收账款周转天数	19.20	16.76	17.20	17.72
存货周转天数	19.34	25.96	28.78	24.70
总资产周转率	0.49	0.60	0.64	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.71	1.26	1.02	1.34
每股净资产	6.59	7.70	8.71	10.06
每股经营现金流	1.01	0.61	1.28	1.78
每股股利	0.16	0.16	0.00	0.00
估值分析				
PE	43	24	30	23
PB	4.6	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	30.89	28.09	18.89	13.39
股息收益率 (%)	0.52	0.52	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	175	313	252	333
折旧和摊销	27	23	34	40
营运资金变动	94	-2	43	79
经营活动现金流	250	151	318	443
资本开支	-111	-151	-209	-164
投资	-776	-164	0	0
投资活动现金流	-870	-148	-209	-164
股权募资	759	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	747	-40	0	0
现金净流量	127	-37	109	279

5.5 味知香：专业预制菜龙头公司，长期受益行业扩张

公司是专业预制菜龙头公司之一，目前有“味知香”和“饕玉”两大核心品牌。公司的产品主要包括肉禽类、水产类及其他类，目前拥有超过 200 个 SKU，其中黑椒牛排、奥尔良烤翅、铁板鱿鱼须、水晶虾仁等产品深受消费者欢迎。

公司目前主要销售地区是华东地区，通过经销店、加盟店覆盖县市中心区域菜市场、农贸市场，通过批发客户辐射饭店餐厅及周边乡镇。未来公司将立足长三角地区，逐步向其他区域拓展客户。

投资建议：公司作为专业预制菜公司，有望受益于预制菜赛道的长期繁荣。公司产能充足，市场接受度高，渠道布局完善。预计 21-23 年公司实现营收 7.56/9.15/11.74 亿元，实现归母净利润 1.40/1.70/2.28 亿元，折合 EPS 分别为 1.40/1.70/2.28 元，对应 PE 为 45/37/27 倍。首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：加盟店拓展不及预期；食品安全事故

表16：味知香盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	622	756	915	1,174
增长率（%）	14.8	21.5	21.0	28.3
归属母公司股东净利润（百万元）	125	140	170	228
增长率（%）	45.0	12.3	21.1	34.1
每股收益（元）	1.25	1.40	1.70	2.28
PE（现价）	50	45	37	27
PB	16.0	5.0	4.4	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022-04-06 收盘价）

表17：味知香盈利预测与财务指标

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	622	756	915	1,174
营业成本	439	545	657	838
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	33	39	47	59
管理费用	20	30	35	41
研发费用	1	2	2	3
EBIT	132	137	171	229
财务费用	-2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	5	0	0
营业利润	132	149	180	241
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	131	148	179	240
所得税	6	7	9	12
净利润	125	140	170	228
归属于母公司净利润	125	140	170	228
EBITDA	136	139	172	231

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	330	1,170	1,329	1,539
应收账款及票据	4	3	4	5
预付款项	20	22	28	35
存货	36	56	61	82
其他流动资产	1	1	1	2
流动资产合计	391	1,252	1,424	1,663
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	13	12	11	9
无形资产	10	9	9	8
非流动资产合计	36	40	46	51
资产合计	427	1,292	1,470	1,714
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	15	20	23	30
其他流动负债	21	27	32	41
流动负债合计	36	47	55	71
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	36	47	55	71
股本	75	100	100	100
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	391	1,245	1,415	1,643
负债和股东权益合计	427	1,292	1,470	1,714

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.76	21.45	21.03	28.31
EBIT 增长率	46.92	3.55	24.54	34.23
净利润增长率	45.00	12.27	21.06	34.12
盈利能力 (%)				
毛利率	29.46	27.94	28.16	28.62
净利率	20.09	18.57	18.57	19.42
总资产收益率 ROA	29.29	10.87	11.56	13.30
净资产收益率 ROE	31.96	11.28	12.01	13.87
偿债能力				
流动比率	10.98	26.67	25.99	23.46
速动比率	9.40	25.00	24.36	21.80
现金比率	9.27	24.92	24.26	21.71
资产负债率 (%)	8.34	3.63	3.73	4.14
经营效率				
应收账款周转天数	2.12	1.23	1.67	1.45
存货周转天数	30.20	37.82	34.01	35.92
总资产周转率	1.46	0.59	0.62	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	1.25	1.40	1.70	2.28
每股净资产	3.91	12.45	14.15	16.43
每股经营现金流	1.35	1.29	1.68	2.18
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	50	45	37	27
PB	16.0	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	43.76	36.77	28.64	20.49
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	125	140	170	228
折旧和摊销	3	2	2	2
营运资金变动	6	-10	-5	-13
经营活动现金流	135	129	168	218
资本开支	-16	-7	-9	-8
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-16	-2	-9	-8
股权募资	0	713	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	713	0	0
现金净流量	119	840	159	210

5.6 龙大美食：肉制品龙头企业，加大预制菜行业投入

公司目前主业是屠宰精加工和肉制品，主要产品为冷鲜肉和冷冻肉。2020年公司屠宰实际产能为1000万头/年；生猪屠宰量为406.5万头。公司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，产品种类几百种。2020年公司肉制品板块产能6万吨/年。此外，公司还涉及生猪养殖业，2020年养殖产能为60万头/年，生猪出栏量为31.85万头，生猪大部分供应内部屠宰工厂使用，少量对外销售。2020年公司收入241.02亿元，其中屠宰业收入167.88亿元，占比69.65%；肉制品行业收入11.47亿元，占比4.76%；进口贸易55.68亿元，占比23.10%。

公司积极加大预制菜投入，充分发挥B端大客户的基础优势。预制菜方面，公司目前的总体策略是BC兼顾。具体布局上以B端大客户为预制菜的核心渠道；并通过线上线下拓展C端客户。目前，公司B端大客户包括百胜系、海底捞、荷美尔、上海梅林、通用磨坊等。公司将配合大客户需求为其提供半成品预制菜产品。C端方面，公司仍然以自研产品为主，目前有孜然松板肉、椒香酥肉、精选培根、麻辣金钱骨等产品。

投资建议：公司是肉制品行业龙头公司，具备较强的预制菜原材料采购、制造优势，目前积极布局预制菜行业。公司21年受肉价低迷影响，计提存货跌价准备4.33亿元至5.29亿元左右，预计22年以后肉价将逐步回暖，主业利润将逐步恢复。预计2022-23年公司实现营收249.23/278.84亿元，实现归母净利润6.55/8.36亿元，折合EPS分别为0.61/0.77元，对应PE为16/12倍。公司22年估值与肉制品行业15倍估值水平相当，未来公司将加大高毛利的预制菜业务投入，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：猪肉价格大幅波动；新业务开拓不及预期；食品安全事故

表18：龙大美食盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,102	23,022	24,923	27,884
增长率(%)	43.3	-4.5	8.3	11.9
归属母公司股东净利润(百万元)	906	-556	655	836
增长率(%)	276.1	-161.4	217.7	27.6
每股收益(元)	0.84	-0.51	0.61	0.77
PE(现价)	11	-	16	12
PB	2.8	3.5	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022-04-06收盘价)

表19：龙大美食盈利预测与财务指标

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	24,102	23,022	24,923	27,884
营业成本	22,555	22,538	23,548	26,150
营业税金及附加	13	14	15	17
销售费用	195	319	273	346
管理费用	275	281	294	334
研发费用	4	5	5	6
EBIT	1,036	-135	789	1,031
财务费用	68	12	31	48
资产减值损失	25	-502	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,019	-639	766	994
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	1,017	-639	766	994
所得税	43	0	38	50
净利润	975	-639	728	944
归属于母公司净利润	906	-556	655	836
EBITDA	1,138	-17	919	1,176

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,397	2,147	2,318	2,950
应收账款及票据	490	505	527	600
预付款项	667	828	781	914
存货	2,595	2,697	3,025	3,535
其他流动资产	184	196	192	199
流动资产合计	6,332	6,373	6,842	8,199
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,141	1,274	1,410	1,524
无形资产	57	60	64	67
非流动资产合计	2,220	2,459	2,777	3,034
资产合计	8,551	8,832	9,619	11,233
短期借款	1,937	2,402	2,306	2,400
应付账款及票据	991	1,069	1,076	1,217
其他流动负债	1,109	1,336	1,285	1,497
流动负债合计	4,037	4,807	4,666	5,114
长期借款	20	292	492	714
其他长期负债	799	799	799	799
非流动负债合计	819	1,091	1,291	1,513
负债合计	4,856	5,898	5,957	6,627
股本	996	1,081	1,081	1,081
少数股东权益	309	226	299	408
股东权益合计	3,695	2,934	3,662	4,606
负债和股东权益合计	8,551	8,832	9,619	11,233

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.27	-4.48	8.26	11.88
EBIT 增长率	194.62	-113.06	682.82	30.75
净利润增长率	276.06	-161.39	217.72	27.63
盈利能力 (%)				
毛利率	6.42	2.10	5.52	6.22
净利率	4.04	-2.78	2.92	3.39
总资产收益率 ROA	10.59	-6.30	6.81	7.44
净资产收益率 ROE	26.75	-20.54	19.47	19.90
偿债能力				
流动比率	1.57	1.33	1.47	1.60
速动比率	0.76	0.59	0.65	0.73
现金比率	0.59	0.45	0.50	0.58
资产负债率 (%)	56.79	66.78	61.93	59.00
经营效率				
应收账款周转天数	7.41	8.01	7.71	7.86
存货周转天数	41.99	51.80	46.89	49.35
总资产周转率	2.82	2.61	2.59	2.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.84	-0.51	0.61	0.77
每股净资产	3.42	2.71	3.39	4.26
每股经营现金流	1.23	-0.45	0.51	0.72
每股股利	0.18	0.17	0.00	0.00
估值分析				
PE	11	-	16	12
PB	2.8	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	9.42	-	12.67	9.63
股息收益率 (%)	1.90	1.75	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	975	-639	728	944
折旧和摊销	101	118	130	145
营运资金变动	169	-487	-343	-371
经营活动现金流	1,325	-490	555	774
资本开支	-674	-361	-456	-410
投资	-11	0	0	0
投资活动现金流	-685	-361	-456	-410
股权募资	56	60	0	0
债务募资	1,021	736	104	316
筹资活动现金流	991	602	72	268
现金净流量	1,631	-249	171	632

5.7 得利斯：非公开发行加码预制菜行业

公司目前主业包括生猪屠宰、肉制品深加工、速冻调理产品加工、牛肉系列产品等，是典型的肉制品制造企业。公司主要生产、销售六大类产品：冷却肉及冷冻肉、低温肉制品、速冻调理产品、发酵肉制品、中式酱卤产品、牛肉系列产品。

公司非公开发行股票加码预制菜产能。公司 2022 年初通过非公开发行股票募资 9.85 亿元扩建产能，其中“得利斯 10 万吨/年肉制品加工项目”意在加强预制菜产能。2021 年末，公司预制菜产能 3 万吨左右，定增项目达产及陕西基地新产能投产后，公司预制菜总产能有望达到 15 万吨/年。B 端客户方面，公司已经开拓海底捞、正新鸡排、锅圈食汇、便利蜂等餐饮连锁企业，进入 B 端客户供应链。C 端未来将以自研预制菜产品为核心。

投资建议：公司是产品储备丰富，目前已完成定增加强预制菜行业产能。我们预计 21-23 年公司实现营收 42.63/52.40/64.40 亿元，实现归母净利润 0.51/0.82/1.12 亿元，折合 EPS 分别为 0.08/0.13/0.18 元，对应 PE 为 116/71/52 倍。募投项目达产后，预制菜产品产能将得到极大扩张，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：猪肉价格大幅波动；新业务开拓不及预期；食品安全事故

表20：得利斯盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,281	4,263	5,240	6,440
增长率(%)	39.8	30.0	22.9	22.9
归属母公司股东净利润(百万元)	29	51	82	112
增长率(%)	264.1	74.5	62.4	35.4
每股收益(元)	0.05	0.08	0.13	0.18
PE(现价)	202	116	71	53
PB	4.3	4.2	2.4	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022-04-06 收盘价)

表21：得利斯盈利预测与财务指标

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,281	4,263	5,240	6,440
营业成本	3,058	3,948	4,837	5,932
营业税金及附加	15	13	16	19
销售费用	109	128	157	193
管理费用	55	77	91	114
研发费用	2	21	26	32
EBIT	42	76	113	150
财务费用	14	7	6	4
资产减值损失	-10	-5	-2	-3
投资收益	23	0	0	0
营业利润	46	70	111	151
营业外收支	-6	-1	0	0
利润总额	40	69	111	151
所得税	11	17	28	38
净利润	29	52	83	113
归属于母公司净利润	29	51	82	112
EBITDA	102	138	180	222

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	199	512	905	862
应收账款及票据	109	190	204	269
预付款项	29	45	51	65
存货	216	265	334	406
其他流动资产	327	308	355	366
流动资产合计	881	1,320	1,850	1,968
长期股权投资	1	2	2	2
固定资产	752	755	789	851
无形资产	219	239	256	274
非流动资产合计	1,133	1,203	1,351	1,495
资产合计	2,013	2,523	3,201	3,464
短期借款	320	558	131	101
应付账款及票据	154	236	267	341
其他流动负债	158	301	306	412
流动负债合计	632	1,095	704	854
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	21	21	21	21
负债合计	653	1,116	725	875
股本	502	504	638	638
少数股东权益	4	5	6	8
股东权益合计	1,360	1,407	2,475	2,588
负债和股东权益合计	2,013	2,523	3,201	3,464

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.81	29.95	22.92	22.90
EBIT 增长率	13.29	81.51	47.99	32.45
净利润增长率	264.08	74.48	62.39	35.41
盈利能力 (%)				
毛利率	6.77	7.39	7.69	7.89
净利率	0.89	1.21	1.59	1.76
总资产收益率 ROA	1.45	2.01	2.58	3.22
净资产收益率 ROE	2.15	3.62	3.34	4.33
偿债能力				
流动比率	1.39	1.21	2.63	2.30
速动比率	1.01	0.92	2.08	1.75
现金比率	0.31	0.47	1.28	1.01
资产负债率 (%)	32.44	44.24	22.67	25.27
经营效率				
应收账款周转天数	12.18	16.30	14.24	15.27
存货周转天数	25.77	25.00	25.38	25.19
总资产周转率	1.63	1.69	1.64	1.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.08	0.13	0.18
每股净资产	2.13	2.21	3.88	4.06
每股经营现金流	0.12	0.33	0.08	0.32
每股股利	0.01	0.01	0.00	0.00
估值分析				
PE	202	116	71	53
PB	4.3	4.2	2.4	2.3
EV/EBITDA	58.56	42.92	28.33	23.02
股息收益率 (%)	0.11	0.09	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	29	52	83	113
折旧和摊销	60	62	67	73
营运资金变动	-20	94	-102	15
经营活动现金流	79	212	49	203
资本开支	-124	-133	-215	-217
投资	40	1	1	1
投资活动现金流	-82	-132	-214	-216
股权募资	0	0	985	0
债务募资	138	238	-427	-30
筹资活动现金流	57	233	558	-30
现金净流量	54	313	393	-43

6 风险提示

1) 下游需求不及预期风险。预制菜行业在国内属于新兴行业，尤其是 C 端需求与消费者接受程度、消费者收入预期等因素存在较强联系。预制菜的下游需求及渗透率很可能不及本报告的预测。

2) 成本上涨幅度超预期。预制菜行业主要以农牧产品为原材料，上游原材料价格波动很可能对相关企业的业绩造成较大冲击，从而使行业景气度不及预期。此外租金成本及人力成本也会影响 B 端客户对预制菜产品的需求。

3) 食品安全问题。预制菜产品多为成品、半成品菜式，在运输途中及消费过程中很可能由于生产环节把控不严、冷链物流不达标造成群体性食物污染，进而造成公共卫生事件，从而对行业发展造成超预期打击。

插图目录

图 1：2021 年中餐市场规模约 3.6 万亿元	3
图 2：中餐种类繁多	3
图 3：一二线典型城市商铺租金（元/日/平方米）	4
图 4：一二线城市人力成本逐年上涨	4
图 5：全聚德人均薪酬增长远高于人均创收	4
图 6：西安饮食人均薪酬增长远高于人均创收	4
图 7：预制菜实现了菜品生产的标准化规模化	5
图 8：当前餐厅使用预制菜将提升盈利水平	6
图 9：成熟西餐原材料占收入约 30%	6
图 10：外卖收入变化	7
图 11：外卖用户规模	7
图 12：中国连锁餐饮企业门店数持续增长	8
图 13：2020 年中国餐饮连锁化率约 15%	8
图 14：圣农食品发展历史	9
图 15：2015-2020 圣农食品收入累计增长约 300%	10
图 16：圣农发展食品加工业务盈利稳定性较强	10
图 17：饺子流水线极大提升了生产效率	11
图 18：2017 年三全水饺业务收入最高近 20 亿元	11
图 19：2019 年三全汤圆业务收入超 17 亿元	11
图 20：2019 年三全粽子业务收入不足 3 亿元	12
图 21：速冻米面行业格局	12
图 22：得利斯深加工业务毛利率高于初加工	12
图 23：双汇发展深加工业务毛利率高于初加工	12
图 24：春雪食品与大客户合作模式	13
图 25：三全推出绿标红标分别用于餐饮及零售渠道	13
图 26：安井锁鲜装主打 C 端	13
图 27：专业预制菜企业三类主要销售渠道竞争要素不同	14
图 28：主要预制菜生产企业 2020 年业务增速及毛利率情况	15
图 29：味知香、巴比、紫燕存货周转天数较短	16
图 30：紫燕食品全程冷链运输监控	16
图 31：巴比食品当日送达终端	17
图 32：味之家一站式餐饮供应链解决方案	18
图 33：C 端预制菜消费者画像	19
图 34：C 端预制菜消费者诉求占比	19
图 35：广州酒家预制菜以粤菜为主	20
图 36：必胜客预制菜以西餐为主	20

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：中餐菜系众多，口味烹饪方法差异巨大	3
表 2：预制菜具体分类	6
表 3：水饺已实现成熟的规模化生产	10
表 4：专业预制菜/食品加工企业介绍	14
表 5：连锁经营相较小作坊模式有显著优势	16
表 6：中央厨房+终端连锁预制菜企业	17
表 7：B 端供应链企业	18
表 8：C 端主要预制菜企业经营模式	19
表 9：部分预制菜新消费企业	21
表 10：安井食品盈利预测与财务指标	22

表 11：三全食品盈利预测与财务指标	23
表 12：三全食品盈利预测与财务指标	24
表 13：干味央厨盈利预测与财务指标	25
表 14：巴比食品盈利预测与财务指标	26
表 15：巴比食品盈利预测与财务指标	27
表 16：味知香盈利预测与财务指标	28
表 17：味知香盈利预测与财务指标	29
表 18：龙大美食盈利预测与财务指标	30
表 19：龙大美食盈利预测与财务指标	31
表 20：得利斯盈利预测与财务指标	32
表 21：得利斯盈利预测与财务指标	33

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001