

| 证券研究报告 |

寥廓江天，百舸争流

——预制菜行业深度报告：赛道篇

2022.5.26

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

E-mail: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：晏诗雨

E-mail: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

E-mail: xiongxw@r.qlzq.com.cn

如何看预制菜空间增速？

➤ 行业空间测算

✓ 分品类加总法：

- 1. 调理肉制品：**预计市场规模约1800亿，主要驱动在于口味还原度背后的预处理技术。目前主要玩家为农业型企业，如圣农、正大、龙大肉食等，优势主要在于原料掌控和成本优势。
- 2. 料理包：**预计规模500亿，主要驱动在于外卖市场飞速发展，中餐标准化，线上化带动。目前主要玩家以专业料理包厂商为主，根据新食材数据，蒸烩煮、嘉乐、新美香等品牌销售额合计已超20亿元，圣农等农业企业亦有布局。料理包市场门槛不高，充分竞争，渠道和成本是主要竞争要素。
- 3. 酒店菜：**预计规模200~300亿，主要驱动在于下游反向定制和厂商研发水平的提高。主要目前主要玩家有专业的预制食材厂商，如聪厨、佳宴食品、绿进食品等，以及大型餐饮企业的自建央厨，如王家渡、利口福等。行业具备一定的进入门槛，而盈利能力一般也较强，研发实力是核心竞争要素。
- 4. C端预制菜：**预计规模500~600亿，主要驱动在于消费者对预制菜认知和接受度提升。玩家既有深耕农贸市场多年的传统预制菜厂家，如味知香、好得睐等，也有依靠直播带货引爆的新入局者，如珍味小梅园、麦子妈等，叮咚买菜、盒马鲜生等新零售平台亦凭借自身供应链优势强势入局。C端易攻难守，品牌营销是核心竞争要素。

如何看预制菜空间增速？

➤ 行业空间测算

✓ 分渠道加法：

1. **连锁餐饮**：预计2030年连锁餐饮预制菜销售规模460亿，21-30年CAGR17%。主要增长逻辑在于连锁化+预制化的双重替代。
2. **非连锁餐饮**：预计2030年非连锁餐饮预制菜销售规模5408亿，21-30年CAGR13%，主要增长逻辑在于成本压力倒逼与在线外卖渗透。
3. **C端**：预计2030年C端预制菜销售规模2024亿，21-30年CAGR17%。主要增长逻辑在于由“肉食”、“肉食”向“肉食”过渡。

➤ 行业增长驱动

- ✓ **C端需求驱动**：（1）疫情完成天然消费者教育；（2）人口结构变化推进专业化社会分工；（3）人均可支配收入提高；（4）便利的渠道提高C端预制菜的可得性。
- ✓ **B端需求驱动**：（1）餐饮企业普遍面临的人力、房租、原料压力是最直接的催化；（2）连锁餐饮和在线外卖的发展对标准化提出更高要求。
- ✓ **供给端驱动**：资本大量入场，企业大规模扩产，支撑行业扩容。

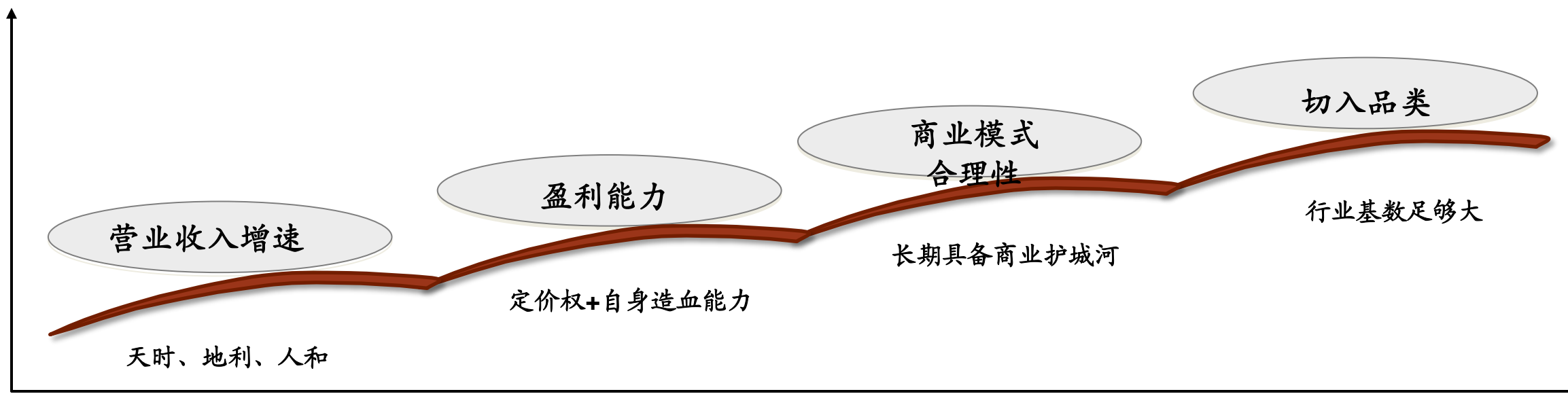
如何看预制菜的商业模式？

- 产品是预制菜竞争关键，产品竞争力主要体现在：
 - (1) 定位：即产品与市场匹配度如何，能否有效解决客户痛点。
 - (2) 综合体验：产品易用性、口味还原度等。
 - (3) 可扩展性：单一品类预制菜的加工深度和口味的普适性；统一架构具备实现采购、生产、销售的协同的潜力。
- 根据各玩家的主营品类以及服务的客户类型，将预制菜玩家划分为6大类：综合品类、大B客户型；综合品类、小b客户型；综合品类、零售客户型；垂直品类、大B客户型；垂直品类、小b客户型；垂直品类、零售客户型
- **2大B**：客户开发难度越高，维护成本越低，利润空间更大，只有差异化的产品和供应链能取得最高点收益。团餐渠道适用综合品类，社会餐饮适用垂直品类。订单留存率是关键指标。
- **2小b**：对接广大大众餐饮，渠道覆盖的深度和广度构成核心竞争力。垂直品类、小b客户型在中国更具备可行性。渠道利润是关键指标，主要由买卖价差（+返利）、渠道渗透力、搭售能力等构成。
- **2C**：对SKU数、使用效率、营销要求更高。C端需要为流量付出更高价格，货架和营销是核心资源。门店模式和新零售模式具备较低的获客成本，并且可以有效解决仓储物流痛点。门店模式关注同店，新零售模式关注自有品牌占比。

投资建议

- **把握预制菜黄金周期两头的投资机会，优选切入品类和商业模式，高筑墙，缓称王。**预制菜当下处在加速渗透的黄金周期，是在外部环境不确定性较大的情况下兼备进攻和防守属性的好赛道。回顾复调、预调鸡尾酒等新赛道，品类导入期的高成长性将吸引大量资本和竞争者涌入，导致短期竞争趋于白热化，经过调整期后回归健康发展，龙头最终胜出。因此，建议优选品类和商业模式俱佳的企业，把握品类导入期和行业整合期的投资机会。
- **风险提示：**主要原材料价格波动的风险；市场竞争加剧风险；行业规模测算偏差风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

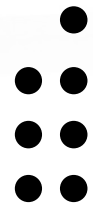
图：预制菜行业投资逻辑



目录

CONTENTS

- ① 如何理解预制菜生意？
- ② 如何看预制菜空间增速？
- ③ 如何看预制菜商业模式？
- ④ 投资建议与风险提示



1

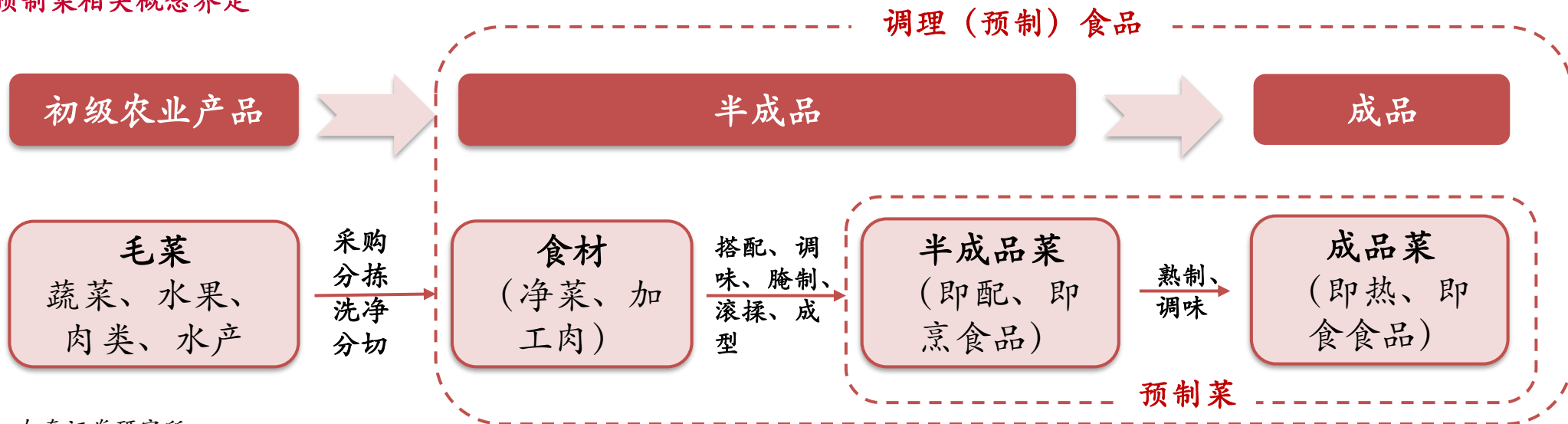
如何理解预制菜生意？

概念界定：成品菜和半成品菜的集合

➤ 从产品角度看，预制菜是成品菜和半成品菜的集合

- ✓ 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。此外，根据山东绿沃在2017年亚洲调理食品大会的定义，预制菜即以十大类食材的两两结合、三三叠加，特征是不改变物理特性、工业化、方便快捷，通常已经过调味过程。
- ✓ 从生产工序看，预制菜可分为生制预制菜和熟制预制菜
- ✓ 从生产阶段看，预制菜可分为半成品菜和成品菜
- ✓ 从食用方法看，预制菜可分为即配菜肴、即热菜肴、即烹菜肴和即食菜肴。

图：预制菜相关概念界定

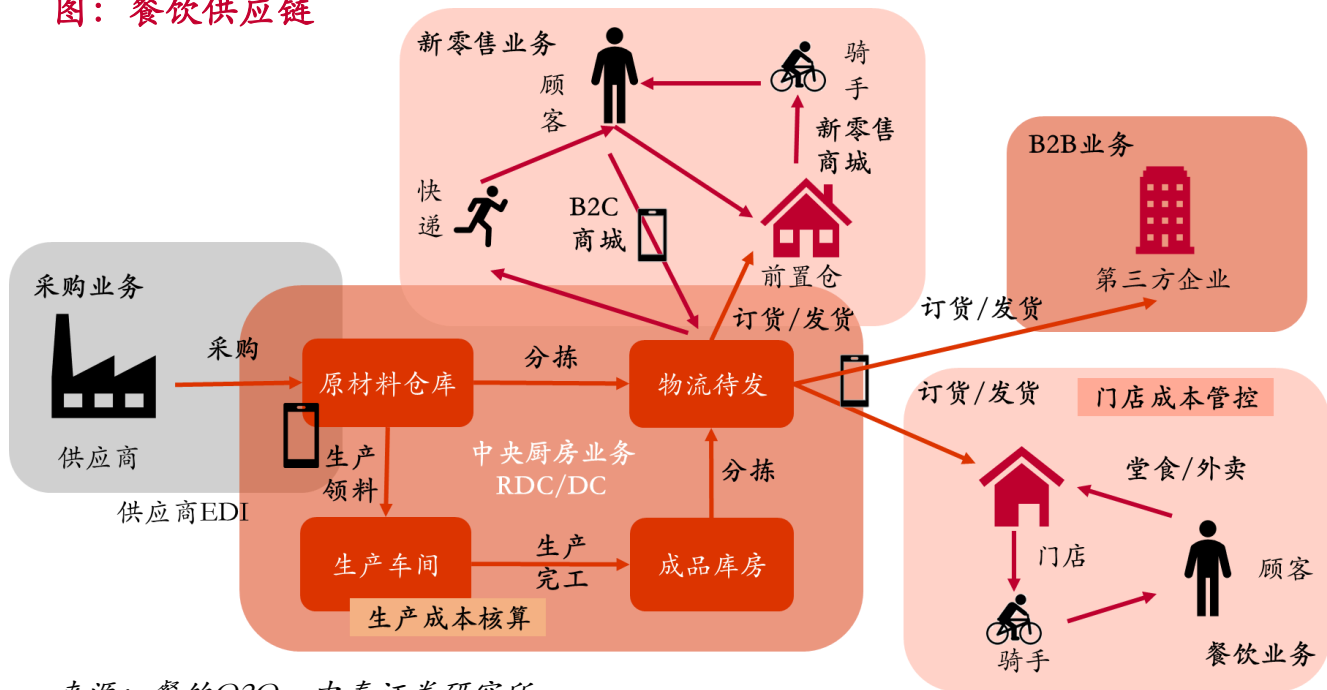


概念界定：餐饮生产环节工业化

➤ 从供应链角度看，预制菜是餐饮生产环节的工业化

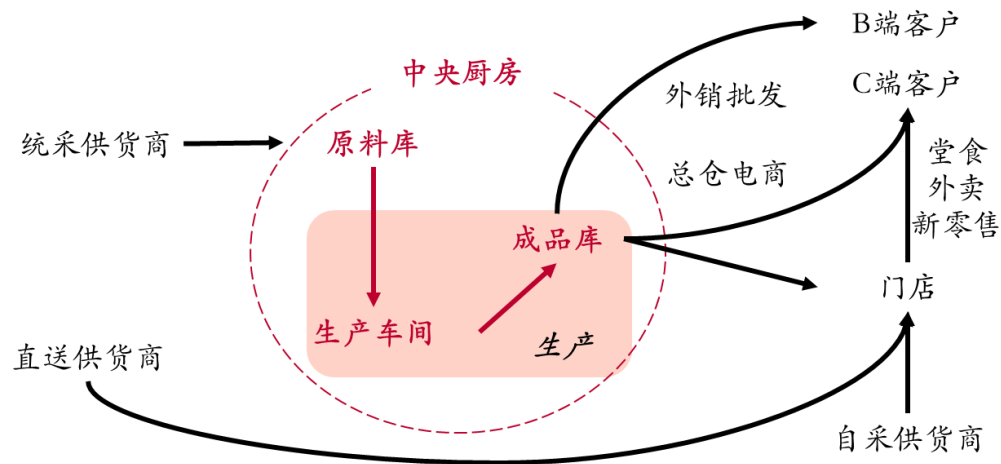
- ✓ 餐饮供应链是从田间地头到餐桌的整个链条，包括采购、仓储、生产、配销、门店库存、门店营业、供应链营业7大业务部分。供应链是由“节点”与“链条”构成的，本质是“货物在两个点之间的位移”，因此供应链优化的核心是“在节点中降本，在链条上提效”。
- ✓ 预制菜则是餐饮供应链中的生产成品，是门店后厨部分生产环节的前置，体现生产过程的工业化和社会分工的精细化。

图：餐饮供应链



来源：餐饮O2O，中泰证券研究所

图：餐饮供应链生产环节



类别划分：产品、渠道各不相同

- 根据产品形态和渠道特点，预制菜可大致分为**调理肉制品、料理包、酒店菜、C端预制菜肴**四类
 - ✓ **调理肉制品**：相比于其他类型预制菜，调理肉制品加工程度降低，且食材组成较少，因此在终端操作上更为简单，应用上也更为普及。常见客户包括团餐、连锁快餐等，因为产品附加值不高，产品性价比和成本优势是关键。
 - ✓ **酒店菜**：以半成品菜为主，酒店厨师在此基础上再加工，主打宴席市场，对品相、口味均具有较高要求，进入壁垒和附加值都较高，研发实力和客户服务是关键。
 - ✓ **料理包**：包括冷冻料理包和常温料理包，主要对接小餐饮、外卖店等，下游客户核心关注点在于成本，市场价格较为透明，渠道覆盖和规模优势是关键。
 - ✓ **C端预制菜**：传统意义上的快消品，主要有线上新零售模式和线下门店模式，需要承担消费者教育成本。

图：预制菜细分品类

细分品类	概念界定	常见产品	代表企业
调理肉制品	经过滚揉、搅拌、调味和预加热等形成的非即食类肉制品	骨肉相连、鸡柳、奥尔良鸡翅、蚝油牛柳、水晶虾仁	圣农、正大、龙大肉食、凤翔
酒店菜	对酒店、饭店等各类餐厅提供的对食材原料进行初步加工后的半成品菜	烤乳猪、金钱肚、牛仔骨、脆口条	绿进、亚明、聪厨、佳宴食品
料理包	通过速冻技术加工过的烹制食品	台湾卤肉饭、泡菜五花肉、酸辣鸡杂	蒸烩煮、新美香、惠康
C端预制菜肴	针对零售市场的“快手菜”	惠灵顿牛排、酸菜鱼、小龙虾	味知香、好得睐、珍味小梅园、信良记

市场特征：大赛道，小企业

➤ (1) 高增市场，得餐饮者得天下

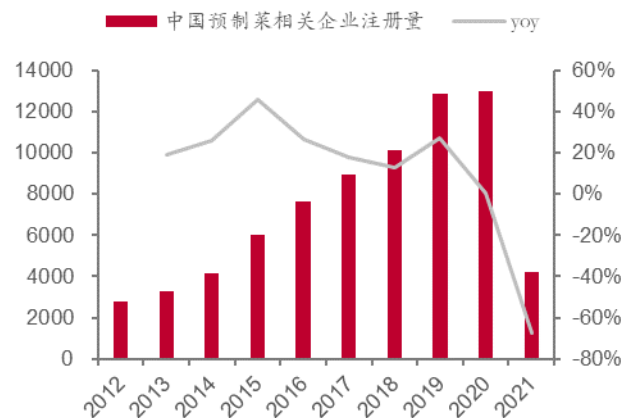
- ✓ 根据企查查显示，2012-2019年期间，预制菜相关企业注册数量保持平均约 25%的速度增长，而2020年新增企业数量依然近1.3万家。根据团参谋数据，预制菜在B、C两端的分布比重约为8:2，随着餐饮连锁化率和外卖渗透率提升，餐饮的空间会持续扩大。

➤ (2) 高度分散，渠道议价力较强

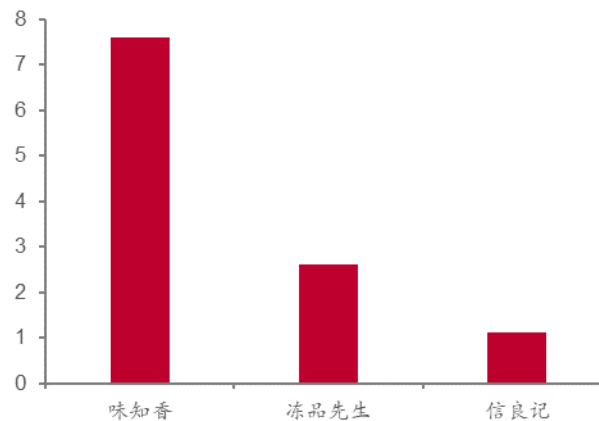
- ✓ 截至2022年1月27日，我国现存预制菜相关企业6.81万家，其中注册资本0-100万的相关企业数量超过54.7%，注册时长5年以内的企业占56.6%，中小预制菜企业占据多数。预制菜上游格局分散，单一预制菜厂家体量较小。下游客户分散，需求分化。在此情况下渠道商和供应商在产业链中议价力较强，根据食品伙伴网数据，预制菜渠道利润约30%。

来源：企查查，欧睿，公司公告，团参谋，餐饮O2O，食品伙伴网，中泰证券研究所

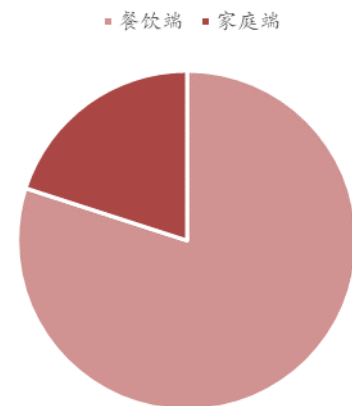
图：中国预制菜相关企业注册量



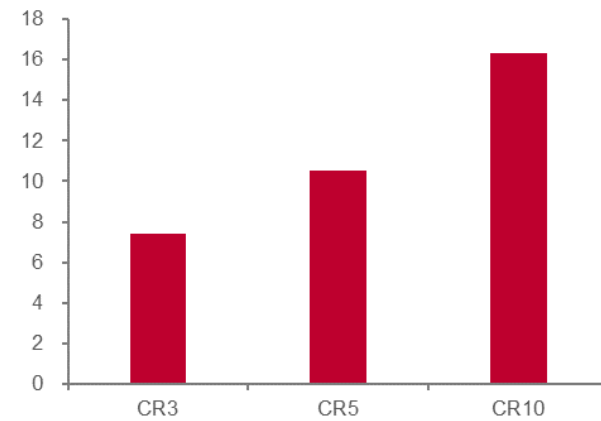
图：预制菜代表企业营业收入 (2021, 亿元)



图：中国预制菜渠道结构



图：日本预制菜行业C端集中度

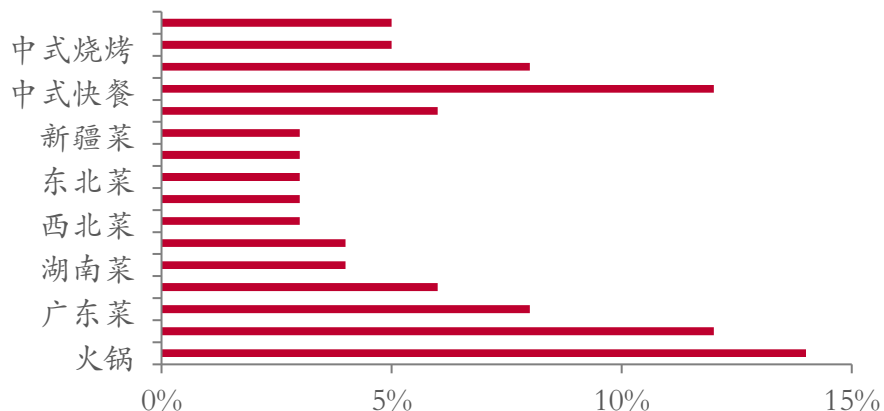


市场特征：品类多元，百花齐放

➤ (3) 品类多元，原料管理存在难度

- ✓ 相比于其他餐饮业态，中餐拥有八大菜系和数以千记的菜品，从单一餐饮店来看，中餐店SKU通常在100以上，背后对应的物料可能有上千种。与之相对应的，预制菜厂商要保证原材料稳定且有质量的供应，则必须加大对食材采购、库存管理等业务的掌控。

图：中国菜系及就餐形式的市场份额



图：预制菜原材料与对应细分品类

	米面	蔬菜	鸡肉/鸭片	水产(鱼)	水产(虾)	猪肉	牛肉
洗净切块	粮油米面	切丝切片菜	生鲜鸭块	鱼柳、鱼片	白虾	猪排、冷鲜里脊	原切牛排
调味/腌制	挞皮、甜甜圈		腌制鸡排、鸡丁	鱼丸、免浆鱼片	虾丸、虾滑	孜然猪柳、肉饼	调理牛肉
部分熟制	油条、预烤可颂		鸡柳、鸡米花	鱼排、天妇罗鱼	天妇罗/蝴蝶虾	酥肉/糖醋里脊	
完全熟制	冷冻蛋糕、曲奇	外婆菜、裙带菜	咖喱鸡、脆皮鸭	麻辣烤鱼、酸菜鱼	麻辣龙虾	梅菜扣肉、粉蒸肉	牛杂、滋水牛腩

市场特征：渠道复杂，打法各异

➤ (4) 渠道复杂多样，渠道管理至关重要

- ✓ 预制菜的2B、2b、2C渠道客户诉求各异，渠道管理较为复杂。对于C端而言，消费者仍对预制菜的品质存在不信任，同时易被概念营销、促销吸引。因此C端需要洞察消费心理，以线下曝光增强消费者教育，以营销手段打造消费者心智。对于大B端而言，性价比、产品品质、服务甚至客情都会成为影响采购决策的要素，因此渠道开发需要厚积薄发。对于小b而言，直接对接小b难度较大，大规模的批零终端保证了大众餐饮中预制菜的触及力。

图：预制菜不同渠道特征

	客户类型	需求	产品	粘性	集中度	核心资源
大B	酒店/宴席	产品品质和SKU数，有定制化需求	即烹产品	最强	单品致胜，看重产品力和服务能力，集中度高	大客户
	连锁快餐	稳定性、性价比与便捷性	即配、即烹、即热产品	较强		
	团餐	食品安全、品质稳定	即配、即烹产品	较强		
小b	中小餐饮	性价比、便捷性	即烹、即热产品	一般		批零终端
	乡厨	稳定性、性价比	即烹、即配产品	一般		
C	农贸市场	产品品质、健康、性价比	散称即烹产品	较强	百花齐放，看重品牌力，集中度低	门店 冰柜/货架 平台/KOL
	商超	产品品质、便捷	包装即烹即热产品	较弱		
	电商/新零售	口味、便捷	包装即烹即热产品	一般		



2

如何看预制菜空间增速？

历史复盘：预制风起，方兴未艾

➤ 中国预制菜行业方兴未艾，导入期仍不长

- ✓ 90年代后随着麦当劳、肯德基等快餐店进入，我国开始出现净菜配送加工厂。2000年后深加工的半成品菜企业开始涌现，但由于条件不成熟，行业整体发展仍较为缓慢。2014年之后，随着餐饮企业降本增效需求增加与外卖的爆发式增长，B端预制菜步入放量期。2020年，因疫情阻断B端消费，餐厅主动将菜品以半成品形式售卖，加上宅家消费爆发，直接催化了C端消费者教育，预制菜发展步入快车道。

图：我国预制菜行业发展历程

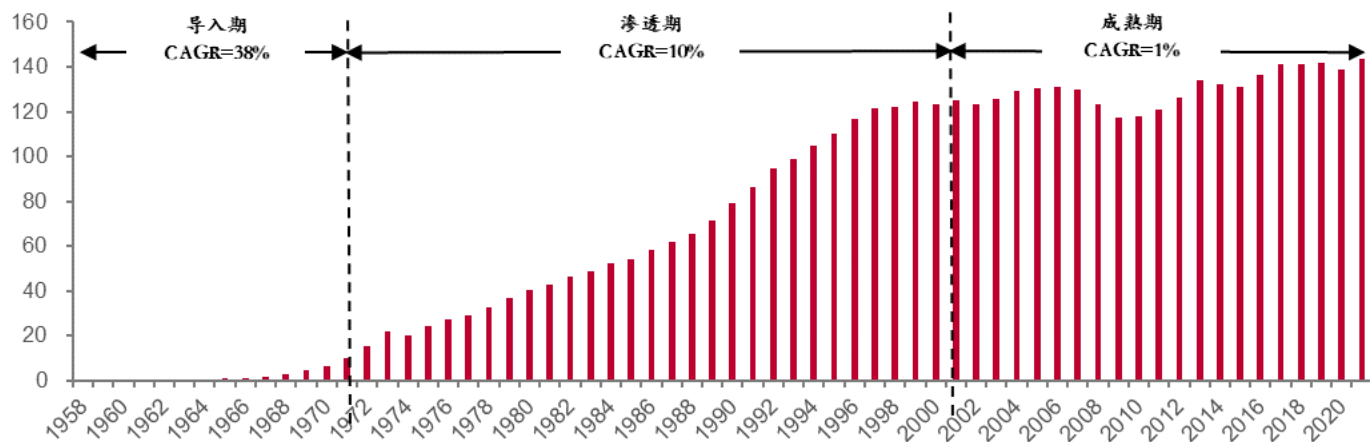


海外对标：黄金时期，可看长远

➤ 对标80年代日本，我国预制菜增长仍可看长远

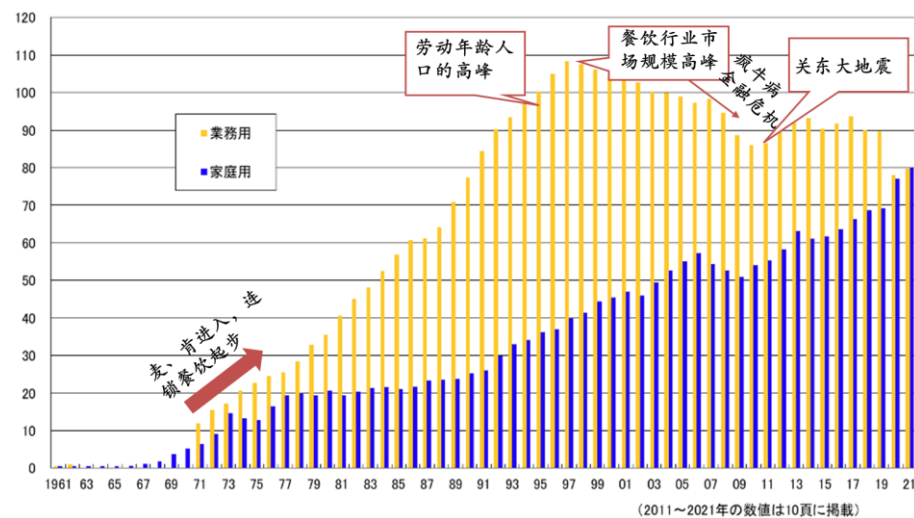
- ✓ 日本冷冻调理食品行业进入成熟期的时点要晚于日本的整体经济放缓。日本快餐业的发展始于1970年代初，大阪国际博览会首次展出新型的开放式餐馆。此后肯德基和麦当劳进入日本，带动了日本连锁快餐业的全面发展。1958-1970年间，日本冷冻调理食品复合增速达38%。日本经济的增速从1990年代初期出现显著下降，1997年是日本餐饮行业的巅峰期，此后由于人口红利消失，日本餐饮行业开始下滑，“肉食”逐渐替代“肉食”，C端需求快速增长，2000年后日本速冻食品行业才开始进入成熟阶段。
- ✓ 对比人均GDP水平，当下中国类似80年代的日本，餐饮业快速发展，预制菜处于加速渗透的黄金时期，增长可看长远。

图：日本冷冻调理食品产量（万吨）



来源：日本冷冻食品协会，中泰证券研究所

图：日本冷冻调理食品按应用划分产量（万吨）



分渠道空间测算：餐饮为主要增量

- 预计2030年预制菜终端规模7~8千亿，出厂口径6千亿，21-30年CAGR14%
- ✓ **餐饮行业收入与构成：**据《中国烹饪协会工作规划》，预计2030年中国餐饮收入破10万亿；据国家统计局数据，2021年连锁餐饮收入占比约为5.2%，同比+0.2pct，假设22-30年该比重每年提高0.2pct。
- ✓ **预制菜行业收入：**据中国饭店协会，食材成本占餐饮收入比重约为39~41%；据《中国烹饪协会工作规划》，当下B端预制菜渗透率约10~15%。假设连锁餐饮预制菜渗透率逐年提高0.5pct，非连锁餐饮前3年逐年提高0.3pct，之后逐年提高0.5pct，C端预制菜占餐饮收入比重提高0.1pct，求得2030年预制菜销售口径收入约7892亿，9年复合增速约14%。据美团研究院，预制菜的渠道利润约30%，假设22-30年该值保持不变，对应2030年出厂口径约6000亿。

图：预制菜行业空间推演（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
餐饮行业收入	35,799	39,644	42,716	46,721	39,527	46,984	51,213	55,822	60,846	66,322	72,291	78,797	85,889	93,619	102,044
yoy		10.7%	7.7%	9.4%	-15.4%	18.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
连锁餐饮企业收入	1,635	1,735	1,950	2,235	2,019	2,443	2,765	3,126	3,529	3,979	4,482	5,043	5,669	6,366	7,143
连锁餐饮企业收入占比	4.6%	4.4%	4.6%	4.8%	5.1%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%
连锁餐饮原材料成本占比	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
连锁餐饮预制菜渗透率	10.2%	10.5%	10.8%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%
连锁餐饮预制菜销售规模	65	71	82	96	91	114	135	158	186	217	253	295	343	397	460
非连锁餐饮企业收入	34,164	37,909	40,766	44,487	37,508	44,541	48,447	52,696	57,317	62,342	67,809	73,754	80,220	87,253	94,901
非连锁餐饮原材料成本占比	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
非连锁餐饮预制菜渗透率	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%	10.6%	10.9%	11.4%	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%
非连锁餐饮预制菜销售规模	1,233	1,399	1,538	1,715	1,492	1,826	2,046	2,290	2,561	2,914	3,308	3,750	4,243	4,794	5,408
B端预制菜销售规模	1,298	1,470	1,620	1,810	1,582	1,941	2,181	2,449	2,747	3,131	3,562	4,045	4,586	5,191	5,868
C端预制菜销售规模	370	391	411	430	463	509	606	716	842	984	1145	1326	1532	1763	2024
C端预制菜消费占餐饮收入比重	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
预制菜整体销售规模（终端口径）	1,668	1,861	2,031	2,240	2,045	2,450	2,787	3,165	3,589	4,115	4,706	5,371	6,117	6,954	7,892
预制菜整体销售规模（出厂口径）	1,283	1,431	1,562	1,723	1,573	1,884	2,144	2,435	2,761	3,165	3,620	4,132	4,706	5,349	6,071
yoy		11.6%	9.1%	10.3%	-8.7%	19.8%	13.8%	13.6%	13.4%	14.7%	14.4%	14.1%	13.9%	13.7%	13.5%

来源：欧睿，美团研究院，中国饭店协会，《中国烹饪协会五年（2021—2025）工作规划》，中泰证券研究所

连锁餐饮：连锁化+预制化的双重替代

- 预计2030年连锁餐饮预制菜销售规模460亿，21-30年CAGR17%
 - ✓ **增长逻辑一：连锁化率提高。**据统计局和餐饮协会数据，2021年我国连锁餐饮收入占比约为5.2%，仍有较大提升空间。连锁餐饮对菜品标准化程度要求更高，因此采用预制菜的意愿更强。
 - ✓ **增长逻辑二：预制菜渗透率提高。**考虑租金、人工等成本逐渐上涨，连锁餐饮使用预制菜的比重亦会提升。
 - ✓ **空间计算：**据中国饭店协会，食材成本占餐饮收入比重约为39~41%，考虑连锁餐饮品牌溢价，预计该比重为39%，并保持不变。假设连锁餐饮企业收入占行业比重每年提高0.2pct，连锁餐饮预制菜渗透率逐年提高0.5pct，则2030年连锁餐饮预制菜收入规模约460亿元。

图：连锁餐饮预制菜行业增长逻辑



图：连锁餐饮预制菜行业空间推演（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
餐饮行业收入	35,799	39,644	42,716	46,721	39,527	46,984	51,213	55,822	60,846	66,322	72,291	78,797	85,889	93,619	102,044
yoy		10.7%	7.7%	9.4%	-15.4%	18.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
连锁餐饮企业收入	1,635	1,735	1,950	2,235	2,019	2,443	2,765	3,126	3,529	3,979	4,482	5,043	5,669	6,366	7,143
连锁餐饮企业收入占比	4.6%	4.4%	4.6%	4.8%	5.1%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%
连锁餐饮原材料成本占比	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
连锁餐饮预制菜渗透率	10.3%	10.5%	10.8%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%
连锁餐饮预制菜销售规模	66	71	82	96	91	114	135	158	186	217	253	295	343	397	460

非连锁餐饮：伴随外卖持续渗透

➤ 预计2030年非连锁餐饮预制菜销售规模5408亿，21-30年CAGR13%

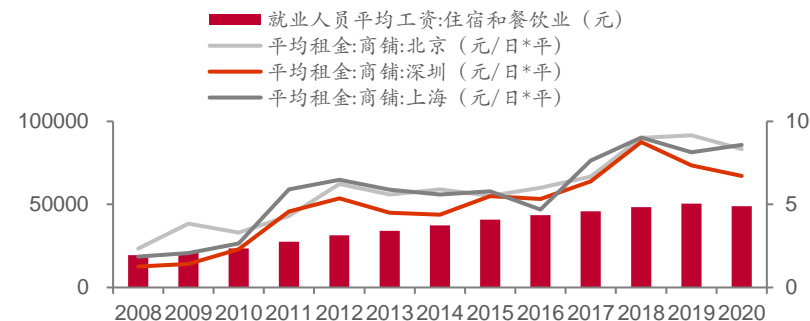
- ✓ **增长逻辑一：租金、人工成本压力倒逼企业降本增效。**非连锁餐饮企业普遍面临更大的人力、房租、原材料等成本压力，利润严重挤压下，非连锁餐饮企业降本增效需求强烈。
- ✓ **增长逻辑二：在线外卖进一步渗透拉动料理包需求。**在线外卖在中国餐饮行业进一步渗透，甚至出现了许多专营外卖的档口式餐饮。料理包行业随之进一步扩容。
- ✓ **空间计算：**据中国饭店协会，食材成本占餐饮收入比重约为39~41%，预计非连锁餐饮该比重为41%，并保持不变。假设2022~2024年非连锁餐饮预制菜渗透率逐年提高0.3pct，伴随渠道渗透，25年及以后该比重逐年提高0.5pct，则2030年连锁餐饮预制菜收入规模约5408亿元。

图：非连锁餐饮预制菜行业空间推演

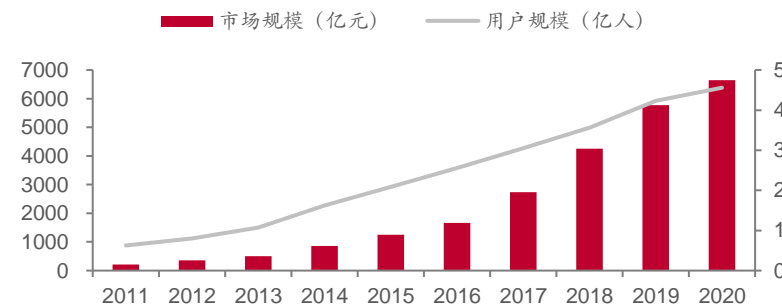
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
餐饮行业收入	35,799	39,644	42,716	46,721	39,527	46,984	51,213	55,822	60,846	66,322	72,291	78,797	85,889	93,619	102,044
yoy		10.7%	7.7%	9.4%	-15.4%	18.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
非连锁餐饮企业收入	34,164	37,909	40,766	44,487	37,508	44,541	48,447	52,696	57,317	62,342	67,809	73,754	80,220	87,253	94,901
非连锁餐饮原材料成本占比	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
非连锁餐饮预制菜渗透率	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%	10.6%	10.9%	11.4%	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%
非连锁餐饮预制菜销售规模	1,233	1,399	1,538	1,715	1,492	1,826	2,046	2,290	2,561	2,914	3,308	3,750	4,243	4,794	5,408

来源：国家统计局，美团研究院，中国饭店协会，《中国烹饪协会五年（2021—2025）工作规划》，中泰证券研究所

图：餐饮行业租金人工压力



图：中国在线外卖市场规模



C端：由“内食”、“外食”向“中食”过度

➤ 预计2030年C端预制菜销售规模2024亿，21-30年CAGR17%

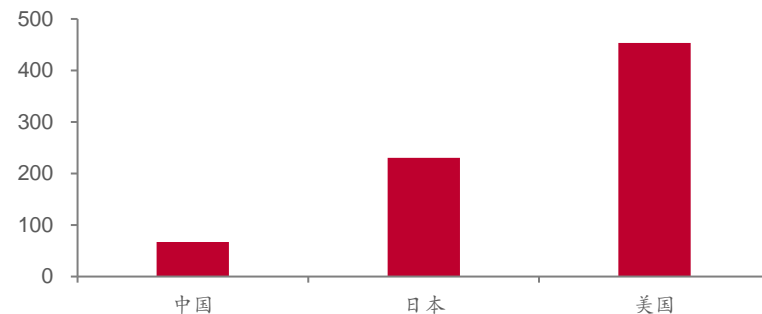
- ✓ **增长逻辑一：“中食”、“外食”对“内食”的替代。**伴随城镇化率和人均可支配收入提升，餐饮业也仍有一定发展空间。据《中国烹饪协会工作规划》，预计2030年中国餐饮收入破10万亿。
- ✓ **增长逻辑二：“中食”对“外食”的替代。**站在长期角度来看，伴随人口老龄化和人口红利消失，餐饮收入增速将有所放缓，甚至出现下滑，人们偏好更为经济、更为便捷的“中食”，C端预制菜需求进一步增加。
- ✓ **空间计算：**据欧睿数据，C端预制菜销售规模占餐饮收入的比重约为1.1%。假设2022~2030年C端预制菜销售规模占餐饮收入的比重逐年提高0.1pct，则2030年C端预制菜销售规模占餐饮收入的比重约为2%，C端预制菜收入规模约460亿元。

图：C端预制菜行业空间推演

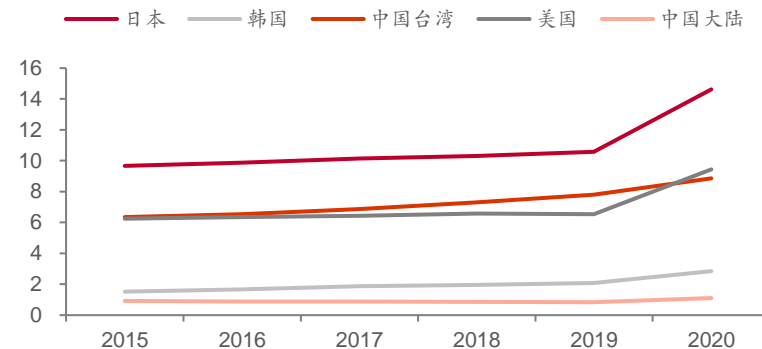
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
餐饮行业收入	35,799	39,644	42,716	46,721	39,527	46,984	51,213	55,822	60,846	66,322	72,291	78,797	85,889	93,619	102,044
yoy		10.7%	7.7%	9.4%	-15.4%	18.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
C端预制菜销售规模	370	391	411	430	463	509	606	716	842	984	1145	1326	1532	1763	2024
C端预制菜消费占餐饮收入比重	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%

来源：欧睿，美团研究院，中国饭店协会，《中国烹饪协会五年（2021—2025）工作规划》，中泰证券研究所

图：C端预制菜市场规模对比（2020，亿美元）



图：预制菜市场规模占餐饮行业市场规模比（%）



分品类空间测算：整体规模约2~3千亿

➤ 细分品类规模：调理肉制品>料理包>C端预制菜肴>酒店菜

- ✓ **调理肉制品：**根据中商产业研究院数据，中国肉制品行业规模2020年突破2万亿；根据智研咨询与春雪食品招股说明书，我国禽肉调理品占禽肉制品规模比约25%；考虑到禽肉调理制品市场起步较早，渗透率较高，预计其他肉调理品占其他肉制品比重约5%；则调理肉制品市场规模约1800亿。
- ✓ **酒店菜：**假设渗透率约15%（全国预制菜平均渗透率上限值），预计酒店菜规模约200-300亿。
- ✓ **料理包：**料理包多用于外卖店，据中国青年报数据，2020年，42.9%的商家外卖收入占到全部收收入的70%以上，假设40%以外卖为主的商家料理包渗透率达50%，其余60%商家渗透率10%，预计料理包市场规模约500亿。
- ✓ **C端预制菜：**据团参谋数据，B/C预制菜占比约为8:2，计算得到C端预制菜市场约500~600亿。

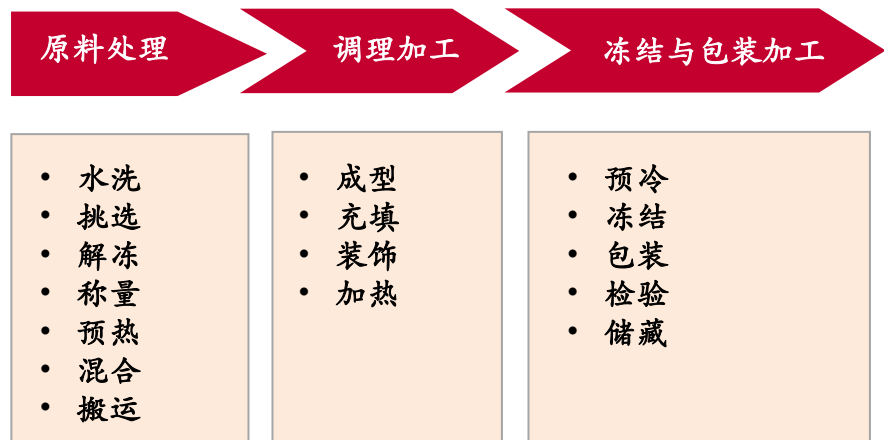
图：预制菜细分品类市场规模测算

细分品类	市场规模	推算依据
调理肉制品	1800亿	根据中商产业研究院数据，中国肉制品行业规模2020年突破2万亿；根据智研咨询与春雪食品招股说明书，我国禽肉调理品占禽肉制品规模比约25%；考虑到禽肉调理制品市场起步较早，渗透率较高，预计其他肉调理品占其他肉制品比重约5%；则调理肉制品市场规模约1800亿。
酒店菜	200-300亿	据观研天下数据，全国酒店宴席市场规模预计近3500-4000亿左右；根据餐饮协会数据，预计食材成本占比约40%；根据“餐饮五年规划”数据，预制菜渗透率约为10-15%，预计酒店菜略高，达15%
料理包	500亿	据中国饭店协会数据，外卖规模约6500亿；外卖中考虑平台抽佣，预计食材成本占比约30%；据中国青年报数据，42.9%的商家，外卖收入占到全部收收入的70%以上，预计40%以外卖为主的商家料理包渗透率达50%，其余60%商家渗透率10%
C端预制菜肴	500-600亿	据团参谋数据，B/C预制菜占比约为8:2

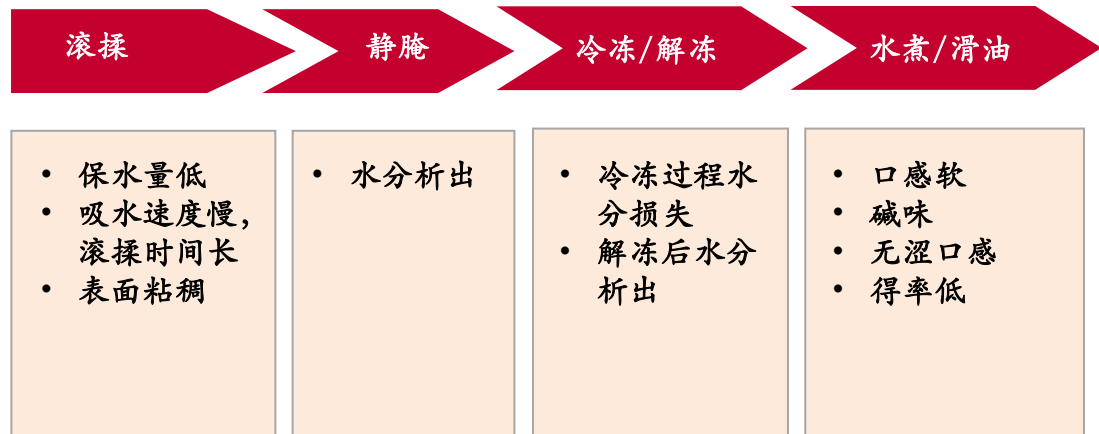
调理肉制品：空间最大，技术驱动

- **定义：**调理肉制品是指以畜禽肉为主要原料，绞制或切制后添加调味料和其它辅料，经滚揉、搅拌、调味或预加热等工艺加工而成的非即食类肉制品。常见的调理肉制品有骨肉相连、鸡柳、重组牛排、盐酥鸡块、奥尔良鸡翅等。
- **空间：**根据中商产业研究院数据，中国肉制品行业规模2020年突破2万亿；根据智研咨询数据，禽肉制品占肉制品份额约20%，则禽肉制品市场规模约4000亿；据春雪食品招股说明书，我国禽肉调理品市场规模超1000亿，占禽肉制品规模比约25%；考虑到禽肉调理制品市场起步较早，渗透率较高，预计其他肉调理品占其他肉制品比重约5%；则调理肉制品市场规模约1800亿。
- **驱动：**理论上，拉长时间看，所有肉制品都可以被调理肉制品替代，其限制主要在于口味的还原度，而口味还原度又跟预处理工艺中保水、质构等问题息息相关。因此技术进步和调理肉制品增长息息相关。

图：调理食品加工技术



图：调理肉制品常见的保水、质构问题



调理肉制品：农企入局，优势显著

▶ **玩家与竞争要素：**主要为农业型企业，如圣农、正大、龙大肉食等，优势主要在于原料掌控和成本优势。

表：农业企业加大调理肉制品布局

公司	布局
春雪食品	2021年公司产销鸡肉调理品5.5万吨，同比增长5%，其中出口1.2万吨，同比增长9%。调理品实现营业收入10.6亿元，同比增长3.94%，毛利率达到14.62%。2021年度，春雪食品调理食品厂北车间新上2条生产流水线，新增调理品年设计产能14400吨，自6月份投入生产。2022年3月份开工，投资2.46亿元建设“年产4万吨鸡肉调理品智慧工厂项目”，预计2022年12月份投产，年新增鸡肉调理品设计产能4万吨。2022年度，公司鸡肉调理品现有设计产能72,400吨，在建产能40,000吨。
圣农发展	公司下游食品深加工板块的主要产品包括鸡、牛、羊、猪等深加工肉制品，主要面向B端大客户以及C端消费者。截至2021年公司已建及在建食品深加工产能合计超过43.32万吨，根据公司“十四五”规划，未来公司下游食品深加工产能将超50万吨。2021年度，公司持续推进“圣农十四五规划”，落地固定资产投资，食品深加工八厂建设完成。2019-2021这3年间食品加工行业（即“肉制品”）的营收占比一直在提高，从2019年的27.10%提升到2021年的32.09%。
金字火腿	2021年公司积极发展大肉香肠、香肠、酱肉、腊肉、淡咸肉、烤肠、XO酱等特色纯肉制品和预制肉制品，稳健发展满足生鲜电商、社区电商、中央厨房食品加工企业、连锁餐饮等客户个性化需求的定制品牌肉业务。因猪肉价格下跌，2021年度品牌肉业务营业收入17872.36万元，同比下降57.89%，实现毛利额-1892.07万元，毛利率为-10.59%。同比减少22.16个百分点。
龙大美食	2021年公司提出了“一体两翼”发展战略：以预制菜为核心的食品为主体，以养殖和屠宰为两翼支撑，致力于发展成为中国领先的食品企业。2021年研发上在上海、四川新开设两个研发中心，完善食品研发体系，与西华大学合作成立川菜工业化技术研究院，推动川式预制菜工业化关键技术的突破，致力于不断为食品加工企业和餐饮服务企业提供预制菜创新产品；生产上新改扩建投产5座工厂，目前，公司食品产能达到15.5万吨/年，此外海南自贸区食品工厂、巴中食品工厂项目已签约并加快推进落地，项目投产后，预计将增加食品产能17.5万吨/年。在以预制菜为核心的食品主体下，公司聚焦食品业务发展，2021年食品业务实现营业收入15.42亿元，占总营收比重达7.90%，占比同比增长21.73%。在食品板块中，公司将预制菜分为预制食材、预制半成品和预制成品3大系列，共数百种产品品类。报告期内，公司预制菜实现营收11.82亿元，同比增长4.75%，占总营收比重达6.06%，占比同比增长29.49%。已开发上市预制食材类（回锅肉片、调理猪肉、调理牛肉等）、预制半成品（红烧肥肠、黑椒牛柳、蒜香排骨等）、预制成品类（红烧肉、红烧牛腩、咖喱牛肉等）

来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

料理包：外卖加速，充分竞争

- **定义：**料理包指各种中西商品菜肴、主食等主餐食品经过适当的处理，放入特制的耐煮、微波PET袋内密闭封口。其中，速冻料理包通过各种方式急速冻结，储存于-18℃下的连贯低温条件下送抵消费地点；常温料理包则多数采用抽真空并用巴式消毒(高温杀菌)在121度以上的高温下将肉制品内细菌杀死，或使用“氮气保鲜”。
- **空间：**料理包多用于外卖店，据中国青年报数据，2020年，42.9%的商家外卖收入占到全部收入的70%以上，假设40%以外卖为主的商家料理包渗透率达50%，其余60%商家渗透率10%，预计料理包市场规模约500亿。
- **驱动：**料理包行业发展深受餐饮大趋势影响，由西式快餐发展切入，深入中式快餐，发展迅速。2005年~2010年，西式快餐的快速发展带动了料理包业务的增长；2013年~2015年，因为外卖市场飞速发展，中餐标准化，线上化带动。料理包行业进入飞速发展期，尤其是2015年以后迅速出现了众多小厂家；2016年~2017年，市场增量最为剧烈，老牌企业逐渐扩产能，一些猪肉大企业也开始跨界研发和销售料理包产品。
- **玩家与竞争要素：**主要以专业料理包厂商为主，根据新食材数据，蒸烩煮、嘉乐、新美香等品牌销售额合计已超20亿元，圣农等农业企业亦有布局。渠道和成本是主要竞争要素。料理包下游对应小餐饮，竞争较为市场化，核心关注点在于成本，且容易在同一厂家集中采购，规模优势体现明显。渠道方面，料理包行业仍处于初级发展阶段，大厂家净利在5%左右，以经销为主，渠道占比为60%~70%；中小厂家目前以地域性直销为主，占比在70%以上，主要与当地团餐客户或餐饮连锁客户合作，产业流通链条较短。

图：料理包行业主要玩家

企业名称	成立时间	注册地	品牌	产品
广州蒸烩煮食品有限公司	2000	广东广州	蒸烩煮	便当类、简餐类、团餐类、排餐类、预制餐、宴席餐、炒饭类、面类、汤粥酱类、配菜类、清真类
武夷山嘉乐食品有限公司	2006	福建武夷山	聚口福	速冻菜肴
石家庄惠康食品有限公司	2015	河北石家庄	谷言	牛套皮、日式肥牛、酱香牛肉和日式咖喱鸡丁等

来源：各公司官网，新食材，中泰证券研究所

酒店菜：门槛较高，研发驱动

- **定义：**指给酒店后厨简单蒸煮或油炸之后就可以上桌的预制菜品，如牛肋骨、牛仔骨、蒜香小排等。
- **空间：**酒店菜多用于宴席市场。据观研天下数据，全国酒店宴席市场规模预计近3500-4000亿左右；根据餐饮协会数据，预计食材成本占比约40%；根据“餐饮五年规划”数据，预制菜渗透率约为10-15%，预计酒店菜略高，达15%，预计酒店菜规模约200-300亿。
- **驱动：**酒店菜起步较早，受研发驱动不断延展菜单。婚宴菜对出餐速度要求较高，要想让婚宴顺利进行，必须要做好所有的准备工作，预制菜需求应运而生。早期酒店菜以调味简单的白丸子、八宝饭等经典菜品为主。后伴随下游反向定制和厂商研发水平的提高，酒店菜菜单和SKU数不断丰富。
- **玩家与竞争要素：**主要目前主要玩家有专业的预制食材厂商，如聪厨、佳宴食品、绿进食品等，以及大型餐饮企业的自建央厨，如王家渡、利口福等。研发实力是核心竞争要素。酒店菜对品相、品质都要求较高，且需要大量终端服务和指导，甚至还需要根据客户要求进行定制化开发，具备一定的进入门槛，而盈利能力一般也较强。考虑大客户一般对接厂商较多，部分还会自建央厨，因此具备独特竞争优势的核心品类更容易渗透。

图：酒店菜主要玩家

企业名称	成立时间	注册地	品牌	产品
湖南新聪厨食品有限公司	2002	湖南长沙	“聪厨”、“食得迷”“湘典”	梅菜扣肉、虎皮猪尾、湘西外婆菜
湖南佳宴食品有限公司	1993	湖南长沙	“王栏树”、“厨上厨”、“席席乐”	牛腩煲、脆三丝、什锦野菜
厦门绿进食品有限公司	2004	福建厦门	“绿进”、“松板”、“绿烹”	烤乳猪、金钱肚
利口福食品有限公司	1998	广东广州	“广州酒家”	虾饺、糯米鸡、紫金酱凤爪

来源：各公司官网，各公司线上旗舰店，新食材，中泰证券研究所

C端预制菜：疫情催化，注重品牌营销

- **空间：**据团参谋数据，B/C预制菜占比约为8:2，计算得到C端预制菜市场约500~600亿。
- **驱动：**C端预制菜前期发展缓慢，疫情刺激后供需两头飞速发展。2005年~2010年，受城镇化后较高的收入水平和较快的生活节奏影响，华东地区农贸市场开始出现直接面向消费者的预制食材，味知香、好得睐等传统预制菜公司创立，但期初发展较为缓慢。13-14年兴起了一批面向C端的净菜配送企业。如青年菜君、我厨等，其多采以重资产方式进入，但因C端消费者教育不足，短期难以上量，最终多以资金断裂告终。2019年前后，受疫情影响，C端消费者对预制菜的关注度和认可度越来越高，C端预制菜需求大爆发，加上餐饮端不景气，许多B端玩家也纷纷向C端转型。预制菜又通过抖音等视频电商和直播渠道传播，吸引了终端消费者的注意力。
- **玩家与竞争要素：**既有深耕农贸市场多年的传统预制菜厂家，如味知香、好得睐等，也有依靠直播带货引爆的新入局者，如珍味小梅园、麦子妈等，叮咚买菜、盒马鲜生等新零售平台亦凭借自身供应链优势强势入局。C端消费者试错成本低，没有忠诚度，容易被营销吸引，因此C端预制菜准入门槛低，依靠互联网打法打造爆品容易，但真正建立起品牌，形成复购却很难。餐饮企业和新零售平台有天然的品牌优势。

图：C端预制菜主要玩家

企业	成立时间	代表产品	开发方式	打造宣传
珍味小梅园	2019	酸菜鱼、惠灵顿牛排	还原网红餐厅菜品	薇娅直播间、小红书、B站种草、联名电影
盘点美味	2017	外婆红烧肉、鸡汁百叶包	标准化私房菜	开设天猫商城与京东商城旗舰店、抖音官方账号短视频投放
味知香	2008	蚝油牛柳、宫保鸡丁	简化家常菜品	线下门店举行季度主题营销，天猫、京东等平台开设直营旗舰店，参与618、秒杀等活动、与抖音直播合作
麦子妈	2019	水煮牛肉、糖醋里脊	还原餐厅畅销菜品	微商、组建专业抖音直播、短视频投放及信息流投放团队、入驻快手、小红书等平台、李佳琦直播间、参与双11和年货节大促等

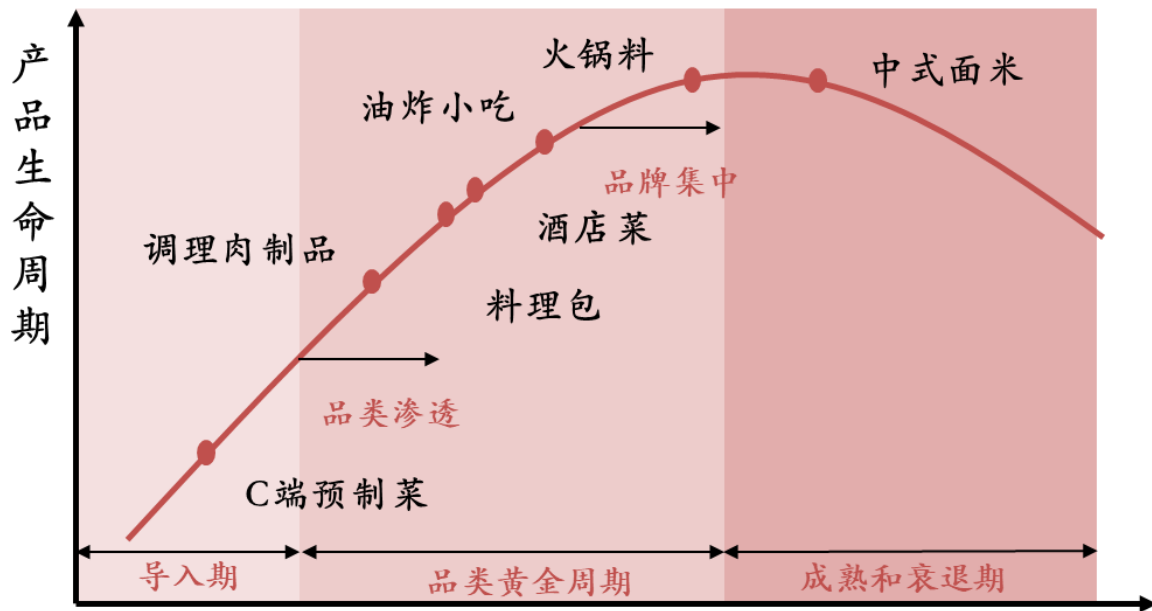
来源：各公司官网，公司公告，中泰证券研究所

品类周期：黄金周期，次第开花

➤ 预制菜处于品类黄金周期，餐饮菜品推广为单品渗透提供契机

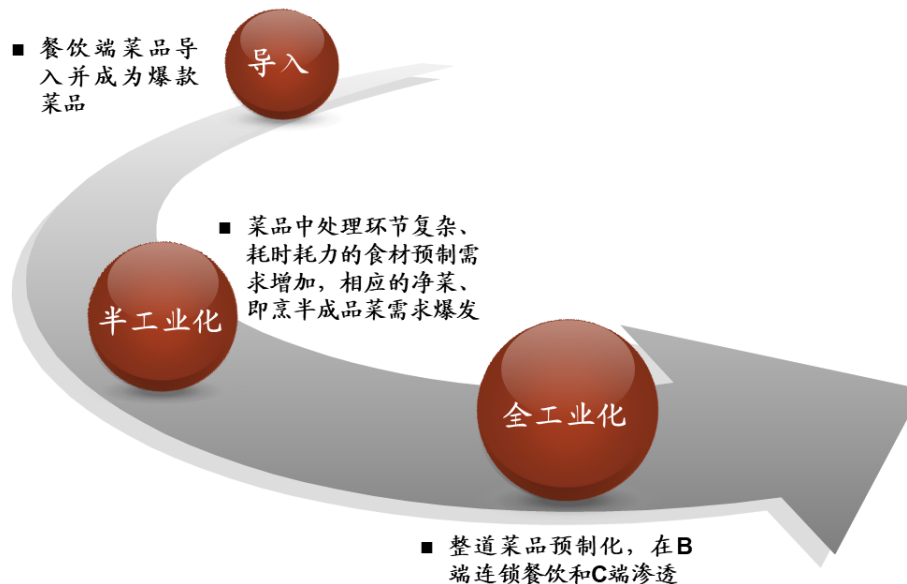
- ✓ 多品类来看，预制菜处于品类加速渗透的品类黄金周期。从调理食品的产品生命周期来看，汤圆/水饺等速冻米面制品已经进入成熟期，而调理肉制品、酒店菜、料理包等预制菜品类尚处在品类的黄金发展时期，渗透率逐步提升。
- ✓ 单品类来看，伴随餐饮菜品推广，单品类具备黄金发展期。预制菜与菜肴密不可分，很多菜通过固定预制菜做出，预制菜本身随菜系的迁移而在不同区域内渗透。

图：调理食品子品类生命周期



来源：中泰证券研究所

图：预制菜单品类发展轨迹



C端驱动：疫情催化+人口结构变化+消费升级+渠道升级

➤ 中国C端预制菜的驱动主要在于以下几点：

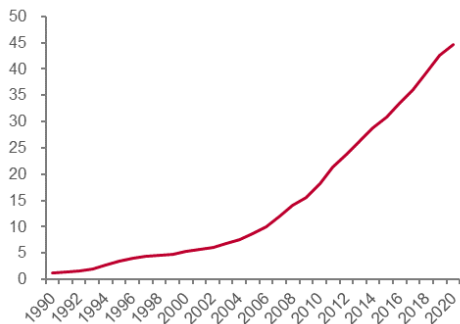
(1) 疫情完成天然消费者教育。疫情影响下堂食不断减少，餐企纷纷推出预制菜产品，推进预制菜消费者教育。2021年春节，天猫年货预制菜销售同比增长16倍，京东数据显示1-2人小包装预制菜的成交额同比增长了3.5倍。

(2) 人口结构变化推进专业化社会分工。①伴随人口老龄化和中国家庭规模小型化趋势，强化了家庭端对于高端烹饪简易化的诉求；②女性就业比重和人均工作时间呈增加趋势，强化了家庭端对食材操作便捷性需求。

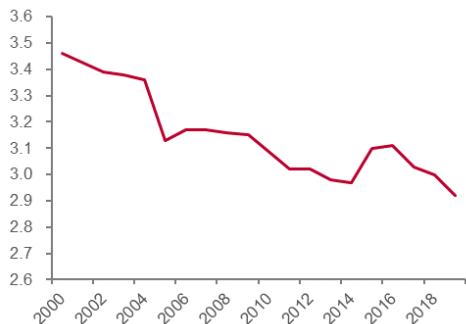
(3) 人均可支配收入提高。对于家庭端消费者来说采购预制菜产品往往比采购农产品价格更高。伴随中国人均可支配收入提高，人们对于预制菜的溢价的接受程度与支付意愿将会逐步提高。

(4) 便利的渠道提高C端预制菜的可得性。根据CCFA数据，中国CVS行业以8%的速度快速增长，同时以味知香为代表的预制菜专卖店也在加速全国化拓店，此外中国新零售渠道世界领先，广泛的渠道让预制菜C端渗透成为可能。

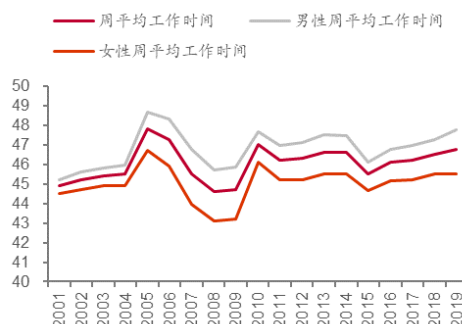
图：人均可支配收入



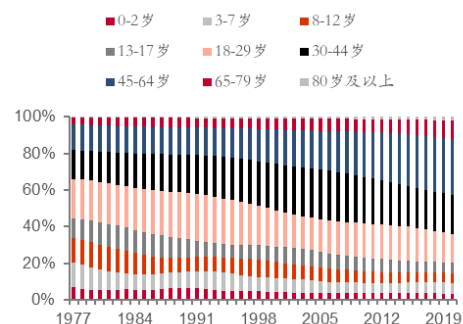
图：我国平均家庭户规模 (人/户)



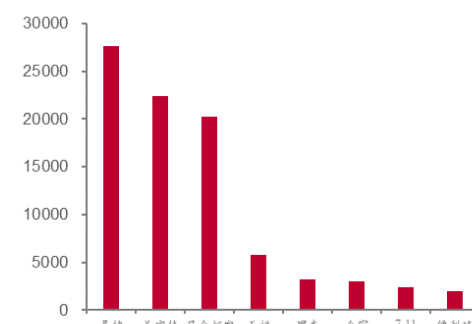
图：中国劳动者周平均工作时间 (小时)



图：中国人口结构



图：中国CVS系统各品牌门店数 (2020)



来源：公司官网，国家统计局，欧睿，新经销，中泰证券研究所

B端驱动：成本压力+标准化要求

➤ 中国B端预制菜的驱动主要在于以下几点：

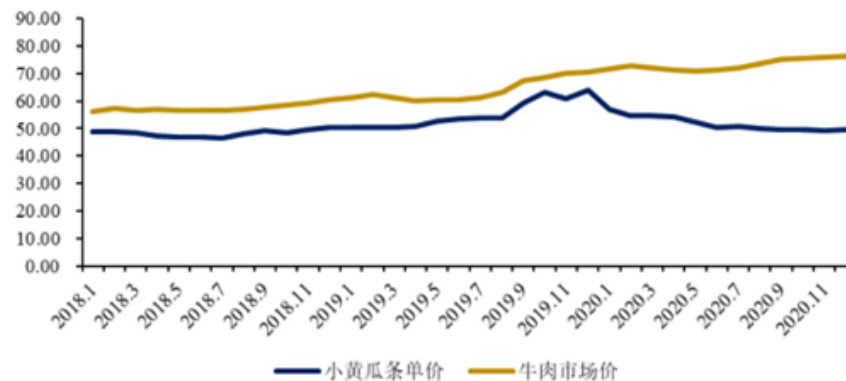
(1) 餐饮企业普遍面临的人力、房租、原料压力是最直接的催化。一方面，随着租金和人力成本持续提升，倒逼餐企通过预制食材的方式，减少后厨面积、后厨员工等。根据信良记测算，使用预制菜模式后，成本端同比-42%。另一方面，中餐店物料复杂，难以在采购上形成协同，专业的预制菜则具备一定规模优势。以味知香为例，公司采购量最大的小黄瓜条的采购价格与农业部发布的牛肉批发价格相比，始终低于市场价。

(2) 连锁餐饮和在线外卖的发展对标准化提出更高要求。连锁餐饮对于菜品的稳定性要求较高，预制菜可以降低其管理的难度；同时，预制菜降低了对于厨师的要求，使得连锁餐饮更具备复制力，减轻了对于后厨的依赖。另外，在线外卖的发展也使得备餐时间被压缩，预制菜则能提高出餐速度。

图：信良记月度成本对照表（元/月）

项目	内容	传统模式	使用半成品	成本增减
原材料	原材料成本	15,000	24,000	9,000
	配料成本	3,000	0	-3,000
	原材料损耗	2,500	0	-2,500
	进项税抵扣	0	-3,500	-3,500
	小计	20,500	20,500	0
人工	烧虾大厨	10,000	0	-10,000
	洗虾师	5,000	0	-5,000
	小工	3,000	3,000	0
	小计	18,000	3,000	-15,000
其他	操作间租金	2,000	0	-2,000
合计		40,500	23,500	-17,000

图：味知香小黄瓜条采购价VS牛肉市场价



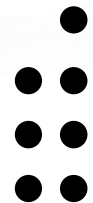
供给端驱动：资本布局，支撑行业扩容

- 预制菜的投资热为行业扩容提供支撑。最近两年，预制菜深受资本喜爱。珍味小梅园、三餐有料、寻味狮、望家欢等预制菜上下游各企业前后都在2021年获得融资。专注预制菜的品牌味知香也在2021年成功上市。2022年，许多上市公司投资上亿，新建扩建预制菜产能，抢滩预制菜赛道。资本大量入场，企业大规模扩产所释放的信号及对未来产能不断增加的预期也强化了消费者及渠道对预制菜的认知。

图：各地上市公司预制菜扩产梳理

企业	扩产计划	产能情况
味知香	募投建设年产5千吨的食品用发酵菌液及年产5万吨发酵调理食品项目	预计将其产能将从1.5万吨/年提升至6.5万吨/年
安井食品	拟投资总额约10亿元，在湖北洪湖开展预制菜的生产及加工项目；57亿定增落地，其中新建菜肴制品的产能高达10.5万吨。	由OEM转向自产，新项目建设周期均约为4年
盖世食品	拟定增1.6亿元，投建“预制凉菜智能制造建设项目”	预计预制凉菜智能制造建设项目年产1.5万吨
国联水产	拟2亿元用于中央厨房项目，5亿元用于水产品深加工扩建项目	央厨项目将新增年产能4千吨虾饺、1万吨烤鱼、4千吨虾滑、1千吨酸菜鱼、2.5千吨米面类海洋食品和2.5千吨油炸类水产品；深加工项目将新增年产能1.53万吨小龙虾和2.97万吨鱼类深加工产品
龙大美食	打造预制美食研究院和研发中心，在海南洋浦、四川巴中、江苏灌云等区域投建加工工厂	预计新增设计产能17.7万吨/年，按照目前规划，未来食品产能将达到33万吨/年
金龙鱼	在廊坊、兴平、杭州、重庆、周口等地布局建设了丰厨园区	22年3月，杭州丰厨园区投产规划产能为：预制菜40吨/天、餐食便当12万份/天、酱料4.8吨/天

来源：公司公告，公司官网，投资者互动平台，中泰证券研究所



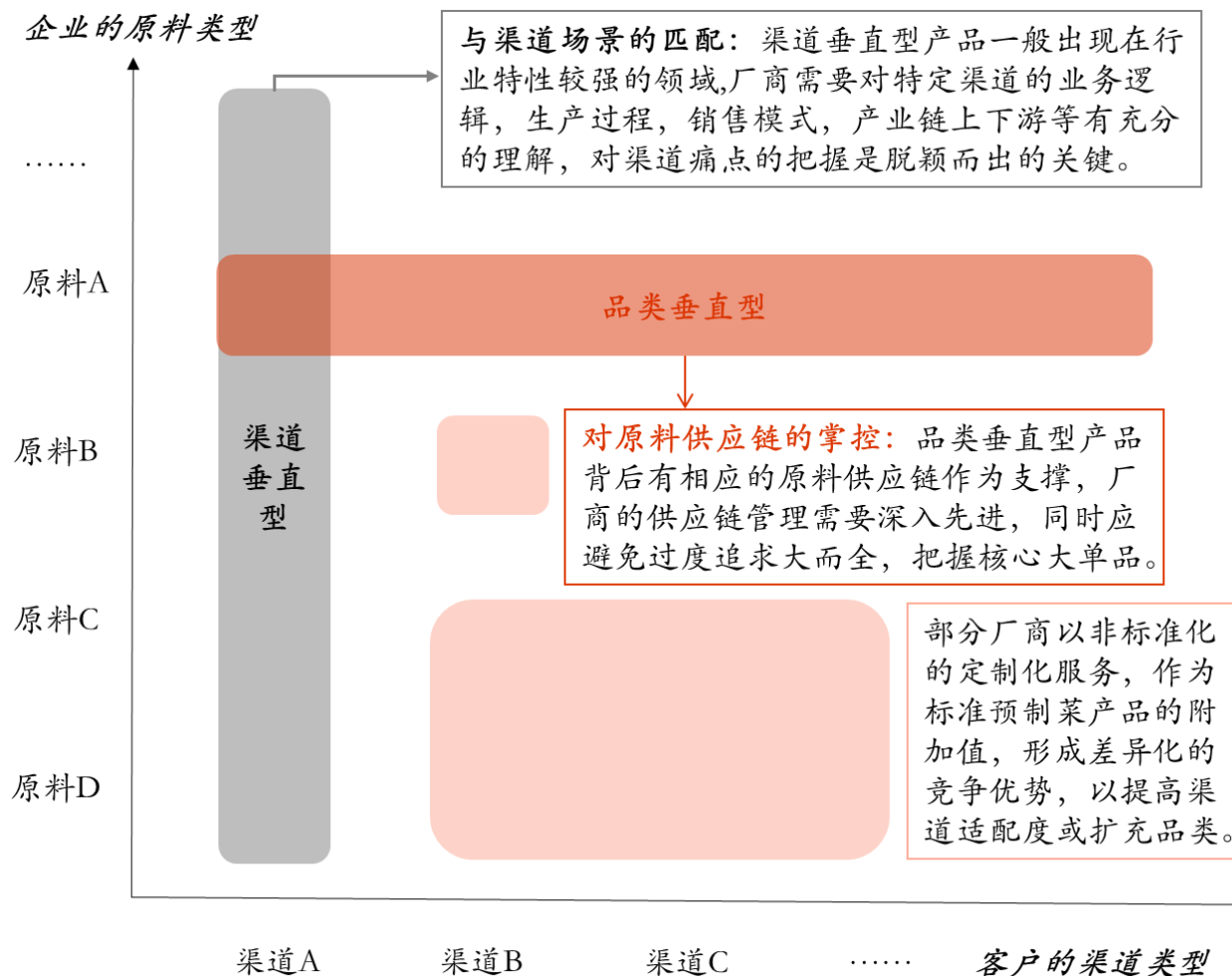
3

如何看预制菜商业模式？

产品是预制菜竞争关键

- 产品是预制菜公司存在的基础，预制菜产品竞争力主要体现在：
 - ✓ **定位：**即产品与市场匹配度如何，能否有效解决客户痛点。对于客户而言，低价值单品若配备专职师傅花费大量工时操作则性价比极低。食材价值量越低，食材处理工序越复杂，预制需求越强。
 - ✓ **综合体验：**产品易用性、口味还原度等，预制菜企业需要持续研发迭代，辅以终端指导和服务以满足客户需求，能有效融合技术、服务等多种优势的产品，才具备更高壁垒。
 - ✓ **可扩展性：**一方面，对于单一品类预制菜，加工深度和口味的普适性决定其应用场景的广泛性。另一方面，单一的预制菜产品建立客户信任后，可以通过扩展产品线向老客户 up-sell、cross-sell 以及平台化来满足客户更多需求，依托统一架构实现采购、生产、销售的协同。

图：预制菜定位遵循“原料类型×客户渠道”的矩阵图

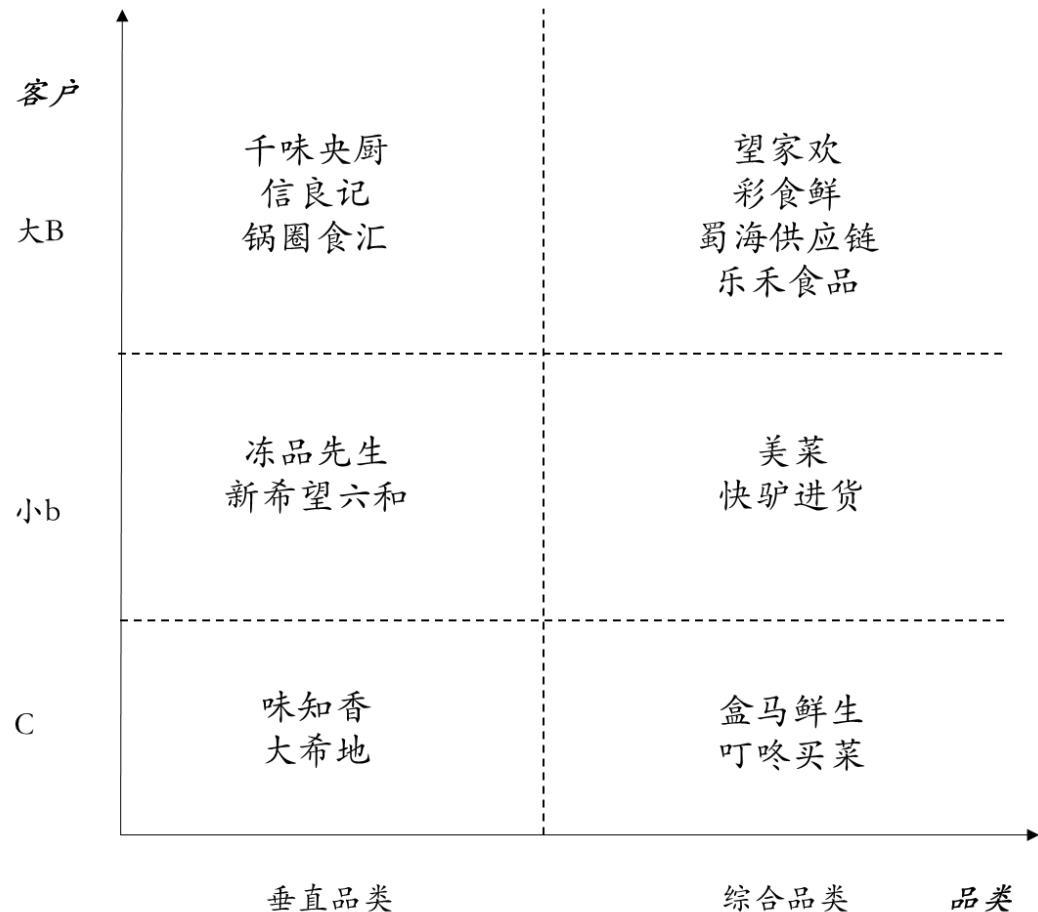


商业模式决定长期空间

➤ 根据各玩家的主营品类以及服务的客户类型，将预制菜玩家划分为6大类：

- ✓ **综合品类、大B客户型**：主要为大型连锁餐饮企业，或者政府机关单位、学校，以及连锁商超等客户提供大部分食材。
- ✓ **垂直品类、大B客户型**：主要服务于连锁餐饮或者连锁零售店的客户，食材品类方面，往往专注于1-3个小品类。
- ✓ **综合品类、小b客户型**：主要服务非连锁的中小餐饮企业，既有SPA业务赚钱买卖价差，也有平台业务，赚取佣金、服务费。
- ✓ **垂直品类、小b客户型**：主要服务非连锁的中小餐饮企业，食材品类方面，往往专注于几个小品类，走大单品路线。
- ✓ **综合品类、零售客户型**：主要面向C端消费者，既有SPA业务赚钱买卖价差，也有平台业务，赚取佣金、服务费。
- ✓ **垂直品类、零售客户型**：主要面向C端消费者，食材品类方面，往往品类数多于2b客户，但也需要打造爆品。

图：预制菜玩家分类



2大B：团餐渠道适用综合品类，社会餐饮适用垂直品类

- 2B客户开发难度越高，维护成本越低，利润空间更大，只有差异化的产品和供应链能取得最高点收益。团餐需求分散，提供综合解决方案的渠道商更具优势。同时客户对食品安全把控要求更严格，因此客户开拓难度较大，但同时客户粘性较强，价格敏感度更低，利润空间较大。社会餐饮采购决策则更理性，连锁餐饮客户一般有自建中央厨房，并储备多家供应商，因此只有差异化的核心大单品能获得最高点收益。

图：蜀海、望家欢、千味央厨、信良记业务对比

	综合品类		垂直品类	
	蜀海	望家欢	千味央厨	信良记
主要客户	社会餐饮、中型客户为主	企事业单位、大型客户为主	餐饮连锁、大型客户为主	社会餐饮、中型客户为主
客户黏性	弱	较强	强	弱
业务板块	整体食材供应链承包服务，包括采购、运输、菜品研发	农产品种植、物流配送、净菜加工、餐饮管理、电子商务、中央厨房	面向餐饮企业的速冻面米制品的研发、生产和销售	面向餐饮企业的水产品的养殖、加工、配送
收入体量	2019年过60亿	2020年近百亿	2021年过十亿	2020年超1.1亿
组织模式	直营	合伙人制	直销为主，经销为辅	B端以直销为主，C端以门店和电商新零售为主
核心竞争力	以海底捞为基础的先进经验	全产业链覆盖，一条龙服务	强研发能力与快速响应能力	全面运用互联网化思维，整合下游餐饮渠道，专注中餐爆品标准化解决方案

来源：公司官网，公司公告，和牛商业，观麦科技，联商网，中泰证券研究所

2大B：订单留存率是关键指标

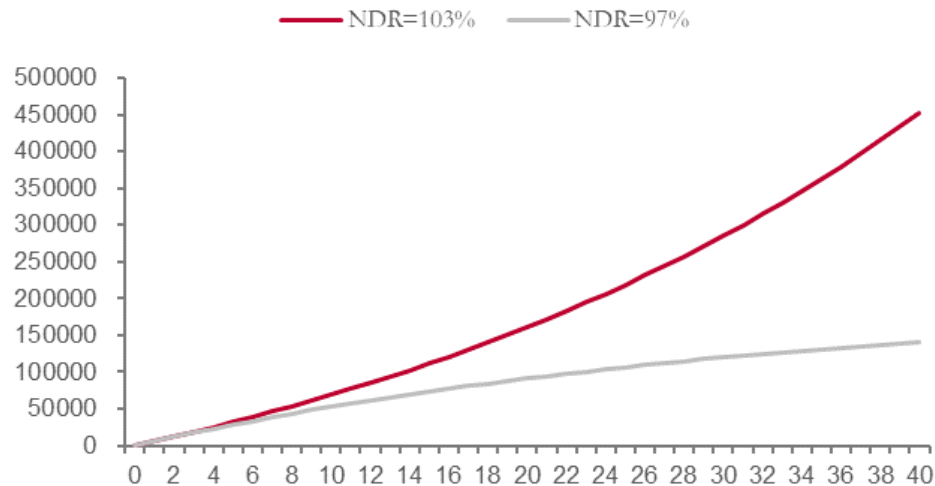
- 2大B的预制菜本质是餐饮供应链的B2B业务，留存率是最重要的客户指标。2大B预制菜可以看做将菜品生产环节外包，下游客户通常是团餐、酒店、连锁快餐等。客户看重供应商资质、产品品质和厂商服务，开拓难度大但是维护成本低。因此，可以将这部分收入类比SaaS业务的订阅收入，客户留存率是影响经常性收入的重要指标。
- 高留存可以带来复利效应。右图反映设月经常性收入为6000元，其他条件同等情况下，NDR为97%的和NDR为103%在40个月后的月经常性收入，前者为14万元且保持强劲增长，后者为45万元且增长趋缓。
- NDR本质上反映了公司在已有客户群上的价值拓展，即每用户平均收入（ARPU）提升。提升NDR途径包括：（1）可变价格策略，如量大从优；（2）追加销售、交叉销售，即更新菜单、导入新品。

图：留存率指标计算方式

	2020	2021	变化	备注
客户A	50	200	150	升级
客户B	100	50	-50	降级
客户C	50	0	-50	流失
客户D	0	100	100	新客户
总计	200	350	150	

$$\text{Net Dollar Retention} = (\text{初始收入} + \text{升级金额} - \text{降级金额} - \text{流失金额}) / \text{初始收入} = 125\%$$

图：不同NDR假设下总收入推演



2小b：垂直品类更具优势

- 预制菜小b端对接广大大众餐饮，渠道覆盖的深度和广度构成核心竞争力。根据《2021年中国餐饮大数据白皮书》，2021年中国餐饮门店总规模突破930万家，分布相对广泛，各地饮食习惯差异较大，且餐饮渠道往往需要配送、试用，必须依靠庞大渠道网络实现产品的高效触达。小b端代表性玩家或依赖成熟的经销商网络，或自营仓储、物流、配送，或以加盟模式建立了广泛的门店网络，均在渠道方面形成优势。
- 垂直品类、小b客户型在中国更具备可行性。相比日本，在中国，上游农业集约化、机械化程度较低，下游餐饮菜品更丰富，口味更多元，饮食习惯差异更大，餐饮标准化程度更低，因此综合品类模式下企业需要在采购、仓储、物流等方面做更大投入。但与此同时，中小型社会餐饮核心关注点在于性价比，且抗风险能力也更弱。因此综合品类对应的重资产模式盈利困难、不稳定程度高。垂直品类更容易形成采购、渠道上的协同，进而产生规模效应，更具备可行性。

图：冻品先生、美菜、神户物产业务对比

	冻品先生	美菜	神户物产
主要品类	酸菜鱼、牛仔骨、扇子骨等	综合品类	综合品类
生产模式	自产+代工	代工	自产+代工
业务板块	速冻菜肴制品的研发、生产和销售	仓储物流配送、净菜加工、食材采购服务、电子商务	养殖、物流配送、食品加工、自有品牌专业零售
收入体量	21年2.6亿	GMV19年超300亿，20年不足300亿	FY21约180亿
组织模式	经销	直营+平台	加盟
核心竞争力	成熟的渠道网络	重资产模式+一站式餐饮食材采购服务	供应链深度掌控

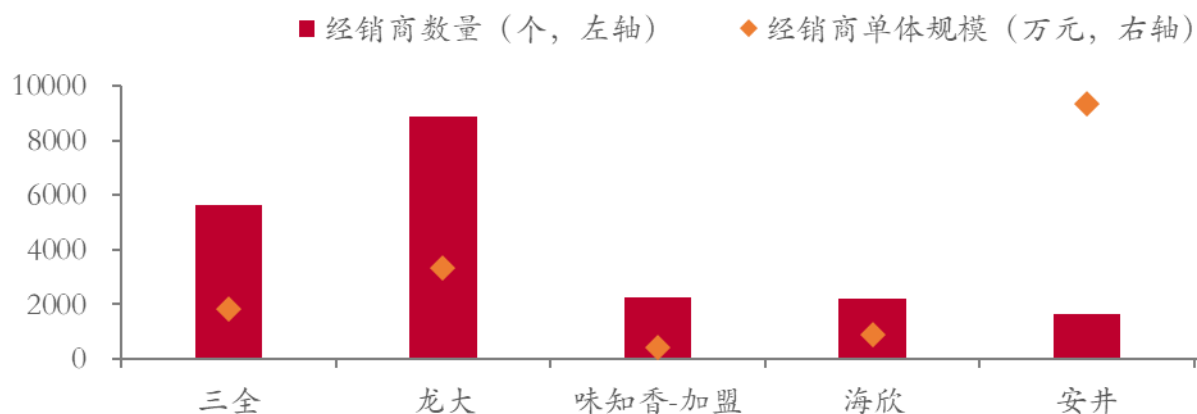
来源：公司公告，公司官网，晚点Late Post，中泰证券研究所（注按照1日元=0.05人民币换算）

2小b：渠道利润是关键指标

➤ 渠道利润构成大致有3点：

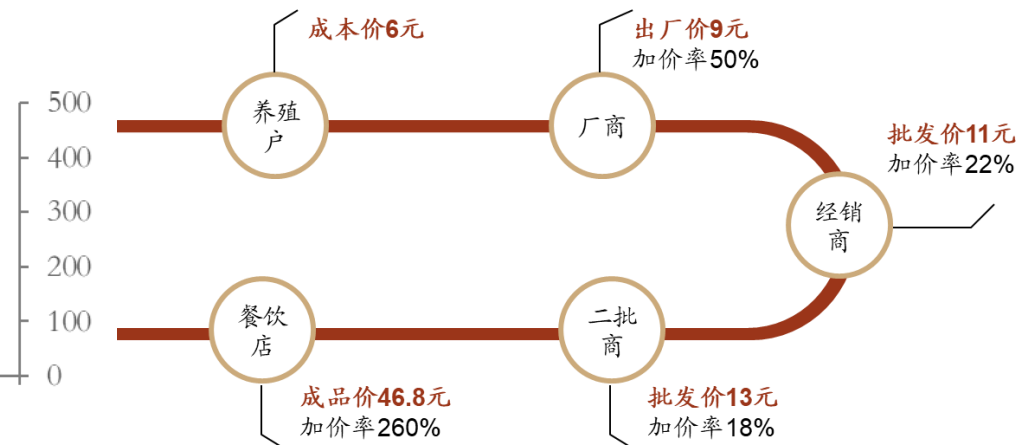
- ✓ **买卖价差：**经销商本质逐利，高利润率和高周转是经销商的追求。以免浆黑鱼片为例，假设塘头黑鱼收购价6元/斤，预制菜厂家加工后出厂价约9元/斤，批发价约11元/斤，则经销商毛利率约22%，同时享受厂商返利。
- ✓ **渠道渗透力：**若某一品牌/某一品类预制菜产品在市场上形成了绝对优势，哪怕利润空间较薄，经销商可以把其作为开拓大众餐饮渠道以及渠道渗透的工具。
- ✓ **搭售能力：**经销商可以把某些大单品作为搭配销售产品以实现up-sell/cross-sell，进而取得间接利润。例如安井火锅料产品之于对接大众餐饮客户的经销商。

图：预制菜相关企业经销商情况对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图：某2b预制菜企业黑鱼片产品价格盘推演



2C: 对SKU数、使用效率、营销要求更高

- **C端预制菜需要更多SKU满足多样化需求，并精准洞察消费需求。**根据日本消费者对预制菜的评价，种类丰富和好吃是消费者的主要关注点。中国人口众多，饮食习惯也存在较大差异。另外，消费者对于单一品类预制菜的消费频次也较低。这种情况下，C端预制菜需要把握消费需求，并扩展SKU，满足人们对于餐桌“美味、丰盛”的追求。
- **家庭端要求预制菜有更高的使用效率。**节约烹饪时间是家庭端预制菜的核心诉求，因此C端预制菜产品往往预制程度更高，使得其使用更便捷、效率更高。
- **营销至关重要。**用户相对餐饮非理性，随机性购买较强，有尝鲜心理，易被促销吸引，深谙快消品营销之道非常重要。

图：日本民众对“中食”的评价

关于中食的意见		十分认同	较为认同	中立	不认同	十分认同+较为认同
整体评价	预制菜的新鲜度越来越好	5.5	36.5	51.5	6.5	42.0
	预制菜的种类丰富起来	14.6	50.7	30.0	4.7	65.3
	好吃的预制菜越来越多	14.8	50.2	31.4	3.6	65.0
销售方法	预制菜用的材料是好的	6.2	32.0	55.6	6.2	38.2
	即使稍微贵一点，也希望做成小包装	7.5	27.0	44.9	20.5	34.5
	按重量出售比按包装出售更好	5.1	20.2	51.2	23.5	25.3
	把中食放在自带的容器里	6.4	19.6	40.7	33.3	26.0
烹饪时间	半熟预制菜能更好享受新鲜的味道	6.1	34.7	48.1	11.0	40.8
	利用预制菜来节约烹饪时间	20.7	43.1	29.8	6.4	63.8
经济性	买预制菜比自己做更经济	9.4	29.4	42.8	18.4	38.8
制作方法	不懂预制菜的制作方法，就用市售的中食	8.1	27.9	41.0	23.0	36.0

来源：日本物菜协会，中泰证券研究所

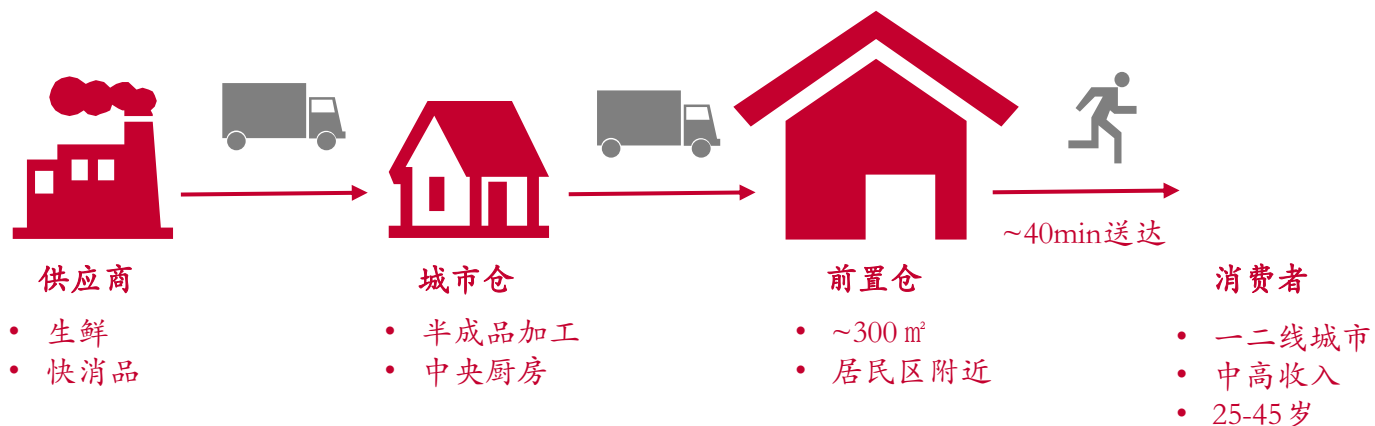
2C: 门店模式和新零售模式具备可行性

- **C端需要为流量付出更高价格，货架和营销是核心资源。**一方面，C端预制菜导入时间不长，大多数消费者对其仍旧存在不了解和不信任，C端预制菜厂商首要解决的是消费者教育问题。另一方面，C端消费者试错成本较低，品牌忠诚度不高，需要持续大力营销获得更大的流量。
- **门店模式和新零售模式具备较低的获客成本，并且可以有效解决仓储物流痛点。**线上模式中，新零售平台自带流量，不需承担额外的获客成本，同时通过前置仓模式解决仓储物流难题（需求点分散、运输成本较高、易损耗等）。线下模式中，预制菜产品定位偏中高端且SKU数较多，一般对接现代渠道，而现代渠道面临流量下滑问题，加盟开店模式获客成本较低，同时线下门店也可以解决仓储和“最后一公里”的配送问题。

图：珍味小梅园的线上线下营销



图：前置仓的业务模式



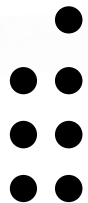
2C: 门店模式关注同店，新零售模式关注自有品牌

- **门店模式：**单店营业额直接影响加盟商投资回收期，是全国拓展的关键。目前门店模式的预制菜企业多集中于经济较发达的华东地区，向外埠市场开店的过程中，单店营业额的下降或拉长投资回收期，使得门店存活率较低。因此门店模式应该关注外埠拓店速度以及同店发展趋势，稳定的单店模型是门店模式全国化的前提。
- **新零售模式：**自有品牌（SPA）模式下利润率更高，能更有效对冲高履约费用和销售费用。现有新零售品多采用前置仓模式，这种模式下，由于履约费用率高企，平台常年处于亏损状态。优化模型的关键在于提高单仓配送量和客单价，前者则需要更高的销售费用率，而后者则可以通过提高“预制菜、鲜花”等品类渗透以及自有品牌占比提高整体利润空间。

来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，渠道调研，中泰证券研究所（注：不同单店模型存在差异，测算基于一定假设，结果不具备任何收益性承诺，仅供参考）

图：味知香单店模型测算

项目	代表门店	备注
门店面积（平方米）	15	
单位租金（元/平米/天）	5	农贸市场租金较低
月租金（元）	2,250	
年租金（万元）	2.70	
每平方米装修投入（元/平米）	1,600	根据渠道反馈
装修投入（万元）	2	
设备投入（万元）	2	2台冰柜、电子设备（称重、收银）等
开业支持费（万元/年）	1	公司提供开业活动部分赠品、营销物料、促销人员、工作服等进行开业辅导，经销转加盟免收
单店日营业额（元）	1200	根据渠道反馈
加盟商年收入（万元）	43.20	
加盟商月收入（万元）	3.60	
成本及费用（万元）：	2.52	
进货成本	2.02	根据渠道调研，占门店流水的56%
月租金	0.23	
水电杂费	0.15	根据渠道调研，占零售额5%
折旧摊销	0.13	
利润总额（万元/月）	1.08	
增值税（万元/月）	0.11	增值税税率3%
净利润（万元/月）	0.98	
净利润率	27%	
EBITDA（万元/月）	1.21	
EBITDA Margin	34%	
初始投入合计（万元）：	7.83	
装修总投入	2.40	
开业支持费	1.00	
设备总投入	2.10	
履约保证金	0.50	免息可退回，不计入回收期计算
运营资金	1.83	3个月租金+水电+首笔进货款（1万）
固定投资回收期（月）	5.64	



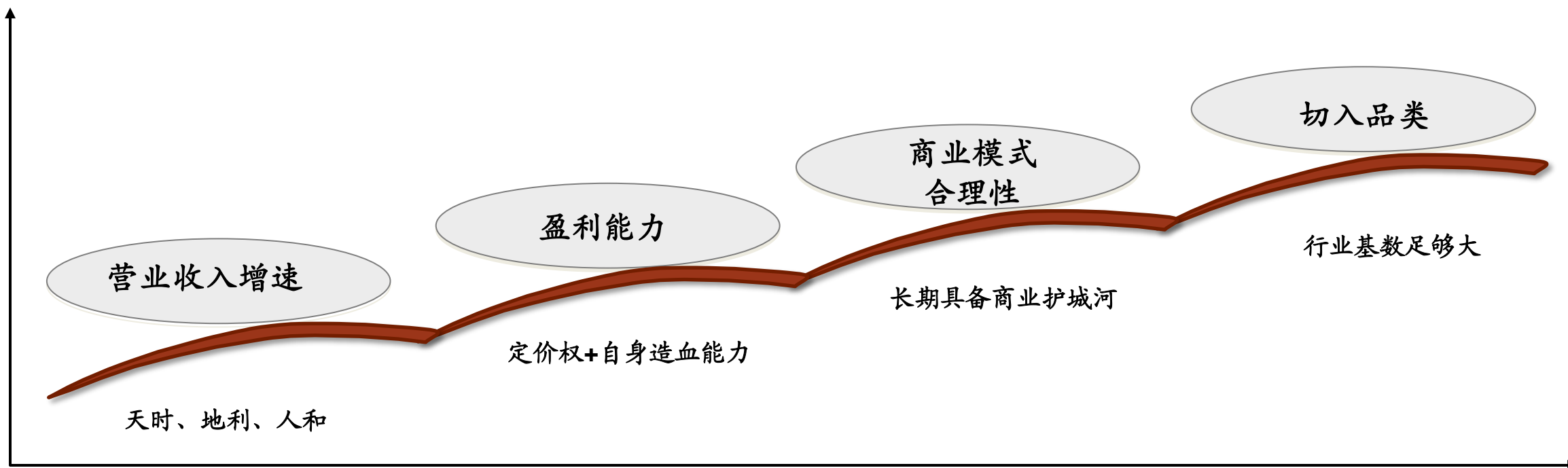
4

投资建议与风险提示

投资建议

- 把握预制菜黄金周期两头的投资机会，优选切入品类和商业模式，高筑墙，缓称王。预制菜当下处在加速渗透的黄金周期，是在外部环境不确定性较大的情况下兼备进攻和防守属性的好赛道。回顾复调、预调鸡尾酒等新赛道，品类导入期的高成长性将吸引大量资本和竞争者涌入，导致短期竞争趋于白热化，经过调整期后回归健康发展，龙头最终胜出。因此，建议优选品类和商业模式俱佳的企业，把握品类导入期和行业整合期的投资机会。

图：预制菜行业投资逻辑



风险提示

- **主要原材料价格波动的风险：**肉禽水产等农副产品占预制菜成本的比重较大。由于农副产品价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁。如果主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而产品价格不能及时做出调整，将直接影响行业的毛利率水平和盈利能力。
- **市场竞争加剧风险：**预制菜行业正处于高速发展阶段，新进入者不断对现有企业形成威胁，若行业发起价格战可能导致参与者盈利能力受损或市场份额下滑。
- **行业规模测算偏差风险：**报告中的行业规模测算是基于一定的假设条件，存在不及预期的风险
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**本文使用的公开资料均基于历史数据，可能存在一定的滞后或更新不及时。

谢谢！

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。