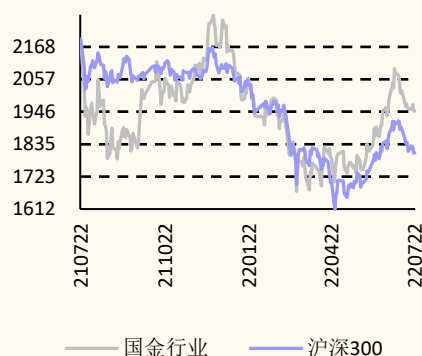


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	1948
沪深 300 指数	4238
上证指数	3270
深证成指	12394
中小板综指	12744



相关报告

- 1.《复苏途中，对板块关注热点的思考-食品饮料周报》，2022.7.17
- 2.《大众品成本波动对利润影响几何？-大众品成本专题》，2022.7.10
- 3.《复苏拐点已现，关注疫后布局主线-食品饮料周报》，2022.7.3
- 4.《策略会核心观点概述，关注景气回暖布局契机-食品饮料周报》，2022.6.26
- 5.《股东大会反馈积极，板块情绪企稳回升-食品饮料周报》，2022.6.20

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

餐饮供应链：万亿赛道，谁主沉浮？

基本结论

- 本文通过分析国内餐饮行业的发展特点，结合国外供应链演变经验，对国内餐饮供应链细分 4 大板块（速冻食品、冷冻烘焙、预制菜、复合调味品）分别进行现状分析、空间估算和趋势探究，并展望疫情后可行的投资机会。
- **餐饮供应链的实质是提高效率+成本转移。**需求端，消费者工作日外卖需求增加，且愈发重视就餐效率。供给端，餐饮门店成本不断上涨，外卖入场竞争加剧，餐饮行业盈利能力显著下降。餐饮企业向上游寻求解决方案，基于半成品、准成品而生的中央厨房模式逐渐诞生。
- **从“零散化”走向“一体化”，我国餐饮供应链初步成型，但运行效率仍有大幅提升空间。**参考美国 Sysco 发展历史，餐饮连锁化是重要的催化剂。2018-2021 年，中国餐饮市场连锁化率提升 6pct，连锁化意味着对规模效应的追求，预计疫情后连锁布局加速，供应链迎来发展机遇期。
- **预制菜：BC 双轮驱动，量价势能齐升。**根据分渠道测算结果，我们保守估计中国预制菜市场规模 2030 年可达 1.03 万亿元，2021-2025E 年 CAGR 为 17.2%。目前市场上已有多类玩家，预计品质打造核心竞争力，C 端市场成必争之地。
- **冷冻烘焙：乘消费升级之风，渗透率提升可期。**2021 年我国烘焙市场总规模达到 2657 亿元，预计 2021-2025E 年 CAGR 为 7.8%。我国烘焙市场集中度低（CR5 约 10%），且集中于短保预包装产品。随着大众对健康、新鲜诉求提升，预计冷冻烘焙有望挤占短保预包装、长保产品份额。另外烘焙场景的多元化，也将为市场贡献增量。
- **复合调味料：菜品标准化驱动，烹饪便利性占优。**2021 年我国复合调味品市场规模 1588 亿元，2015-2021 年 CAGR 为 13.44%。对比欧美等成熟国家（渗透率超 60%），我国的市场渗透率仅 26%。餐饮和工业端对复合调味品定制化需求进一步扩大。C 端仍处于培育阶段，以中式大单品打造为主。
- **速冻食品：行业格局基本成型，细分赛道成为突破口。**2020 年我国速冻食品行业市场规模为 1611 亿，预计 2021-2026E 年 CAGR 为 8.9%。其中速冻米面为寡头垄断格局，创新成为第二增长曲线。速冻火锅料市场趋于饱和但集中度低，我们认为整合上下游优势资源有助于提升市占率。
- **如何看待疫后投资机会？**1) 随着餐饮集中度提升，疫情后供应链修复具备确定性。我们认为在早期，四条赛道均享有高速增长机会，其中 BC 并驾齐驱、大单品建设是两条可行的突围思路。2) 展望未来，我们通过复盘日本相关行业龙头的发展历程，认为产品附加值和产品丰富度共同形成盈利防御阵。在饮食差异化背景下，我们认为中国市场受益于口味多元化、饮食结构差异化，国内预制菜、复合调味料行业较日本市场有更大潜力可挖。**重点推荐安井食品、千味央厨、立高食品、天味食品、颐海国际。**

风险提示

- 疫情持续风险、成本上涨风险、食品安全风险、行业竞争加剧风险

内容目录

1、餐饮连锁化加速，供应链初步建成	5
1.1 经济发展驱动，餐饮快速扩张	5
1.2 餐饮内外承压，供应链分担成本	6
1.3 从“零散化”到“一体化”，餐饮供应链大有可为	9
2、餐饮供应链步入新阶段，四大主体迎来黄金期	11
2.1 预制菜：BC 双轮驱动，增速曲线陡峭	11
2.2 冷冻烘焙：乘消费升级之风，渗透率提升可期	14
2.3 复合调味品：菜品标准化驱动，烹饪便利性占优	17
2.4 速冻食品：行业格局基本成型，细分赛道成为突破口	19
3、疫情趋缓后，如何把握餐饮供应链的发展机会？	23
3.1 餐饮集中度提升，供应链修复具备确定性	23
3.2 风起云涌，谁能抢占先机？	24
3.3 从日本经验看未来成长机会	26
3.4 重点公司盈利预测	29
4、风险提示	31

图表目录

图表 1：我国城镇就业人口占比提升	5
图表 2：城镇就业人员周平均工作时间（小时）	5
图表 3：我国家庭户规模逐渐缩小	5
图表 4：我国人均消费支出以每年 6%-8% 速度提升	5
图表 5：我国人均食品烟酒占总支出比例约 30%	6
图表 6：中国餐饮市场疫情前具备 10% 以上年增速	6
图表 7：2021 年中国消费者到店就餐场景工作日居多	6
图表 8：餐饮行业主要成本为原材料	6
图表 9：餐饮人工、租金成本自 2017 年迅速上升	7
图表 10：食品 CPI 相较 CPI 增幅更大	7
图表 11：全国规模以上餐饮企业盈利能力不断下降	7
图表 12：美国 Sysco 公司营收（单位：百万美元）	8
图表 13：美国餐饮连锁化率 1960-1978 年快速扩张	8
图表 14：美国餐饮供应链市场增速放缓	8
图表 15：美国餐饮供应链占餐饮行业比重约为 36%	8
图表 16：中国餐饮连锁化率加速疫情期间提升	9
图表 17：我国餐饮连锁化率和集中度较低	9
图表 18：中国冷链物流市场规模（亿元）及增速	9
图表 19：头部连锁餐饮企业预制菜占比	9
图表 20：传统餐饮供应链交易节点多、加价率高	10

图表 21: 使用预制菜的餐厅能有效增加净利率 7 个点	10
图表 22: 我国餐饮供应链各环节参与者	10
图表 23: 我国餐饮产业链五大节点和主要职能	11
图表 24: 我国预制菜渗透率仍处于较低水平	11
图表 25: 中国、日本预制菜销售渠道占比	11
图表 26: 我国餐饮构成中线下餐饮占比最大	12
图表 27: 三大餐饮形式利润拆解	12
图表 28: 我国 2022E-2030E 餐饮收入三渠道拆分	12
图表 29: 预计我国预制菜市场规模 2030 年达 1.03 万亿元	12
图表 30: 2021 年 C 端用户购买预制菜的目的	13
图表 31: 市面主流预制菜品兼顾营养、健康属性	13
图表 32: 各类企业预制菜纷纷切入 C 端, 经销模式尤为关键	14
图表 33: 我国烘焙行业发展历史	14
图表 34: 我国烘焙市场近 5 年 CAGR 为 9.3%	15
图表 35: 2019 年各国人均烘焙消费量和人均消费额	15
图表 36: 2019 年我国烘焙市场 CR5 仅 10.6%	15
图表 37: 2019 年我国烘焙市场竞争格局	15
图表 38: 烘焙行业三大环节及代表企业	16
图表 39: 长保面包市占率下降、短保面包市占率稳定	16
图表 40: 冷冻烘焙市占率逐年提升	16
图表 41: 立高食品冷冻烘焙 SKU 超 187 个	17
图表 42: 立高食品客户沃尔玛销售比重显著提升	17
图表 43: 调味品和复合调味品市场规模 (亿元) 及增速	17
图表 44: 我国复合调味品占比逐年提升	17
图表 45: 我国复合调味品 CR3 为 13.02%	18
图表 46: 我国复合调味品市场渗透率偏低	18
图表 47: 调味品销售渠道结构中餐饮占比最大	18
图表 48: 天味食品定制餐调占比 2021 年迅速上升	18
图表 49: 2019 年中式复合调味品市场规模增速为 15%	19
图表 50: 中式复合调味品 CR3 集中度很低	19
图表 51: 速冻食品分类	19
图表 52: 速冻米面占总全部速冻食品占比高	19
图表 53: 2020 年中国速冻食品市场规模显著增加	20
图表 54: 中国 2020 年速冻食品人均消费量 (KG) 偏低	20
图表 55: 2020 年中国速冻米面市场格局集中	20
图表 56: 2016 年-2020 年中国速冻米面产量缩减	20
图表 57: 千味央厨产品营收结构 (单位: 百万元)	21
图表 58: 2021 年千味央厨分产品产量情况	21
图表 59: 千味央厨油条细分产品	21

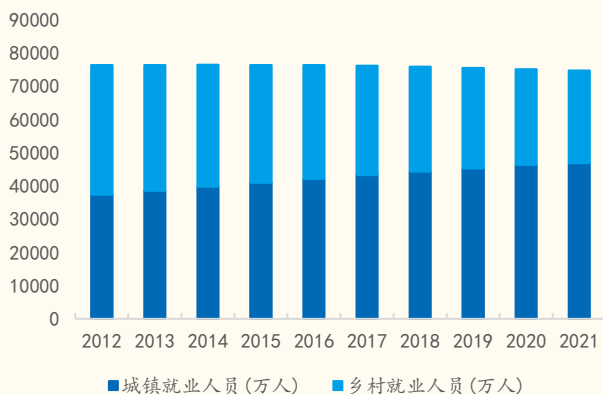
图表 60: 千味央厨其他创新产品	21
图表 61: 2021 年千味央厨和三全食品的经销模式对比	21
图表 62: 2020 年千味央厨前 5 大客户占比情况	21
图表 63: 2013-2020 年中国速冻火锅料市场规模	22
图表 64: 2012-2020 年中国速冻火锅料供需情况	22
图表 65: 中国速冻火锅料市场集中度低	22
图表 66: 安井、海欣速冻火锅料营业收入（百万元）	22
图表 67: 安井菜肴制品销量迅速提升（单位：吨）	23
图表 68: 安井食品推行“三剑合璧、菜肴发力”策略	23
图表 69: 中国连锁餐饮市场规模疫情前增速较快	23
图表 70: 连锁餐饮门店数/企业数 2020 年逆势扩张	23
图表 71: 神户物产疫情后营收增速恢复至 10% 以上	24
图表 72: 神户物产疫情后净利增速弹性更大	24
图表 73: 京东 2021 年预制菜成交额同比增长 156%	24
图表 74: 中国预制菜目前 C 端占比低	24
图表 75: 餐饮供应链企业营收增速	25
图表 76: 餐饮供应链企业归母净利增速	25
图表 77: 餐饮供应链主要公司渠道拆分	25
图表 78: 餐饮供应链企业主要大单品情况	25
图表 79: 餐饮供应链相关企业经销数（个）	26
图表 80: 餐饮供应链相关企业吨价逐年提升（万元/吨）	26
图表 81: 日本餐饮供应链主要企业营收、净利增速图	26
图表 82: 日本餐饮供应链主要企业净利率走势	26
图表 83: 日本餐饮供应链主要企业	27
图表 84: 日冷食品加工食品占比提升	27
图表 85: 神户物产自营商超业务占比提升	27
图表 86: 神户物产自有品牌带动毛利率提升	28
图表 87: 神户物产自有品牌涵盖肉类、主食、甜品	28
图表 88: 我国八大菜系及口味特征	28
图表 89: 2019 年中国与日本人均食物消耗量（kg/人）	29
图表 90: 2020 年日本冷冻调理食品结构主食占比高	29
图表 91: 中国人的饮食结构有待改善	29
图表 92: 2021 年我国最受欢迎预制菜单品以肉类为主	29
图表 93: 餐饮供应链重点公司盈利预测	30

1、餐饮连锁化加速，供应链初步建成

1.1 经济发展驱动，餐饮快速扩张

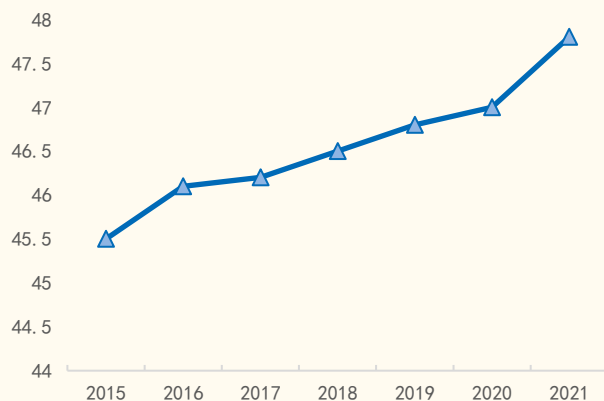
- 随着我国经济快速发展，劳动力逐渐向城镇迁移，人均周劳动时间逐年提升。根据中国劳动统计年鉴，我国城镇就业人员周平均工作时间从 2015 年 45.5 小时提升至 2021 年 47.8 小时。工作挤占部分私人时间，加之当代年轻人烹饪技能受限，消费者外出就餐需求显著增加。

图表 1：我国城镇就业人口占比提升



来源：国家统计局，国金证券研究所

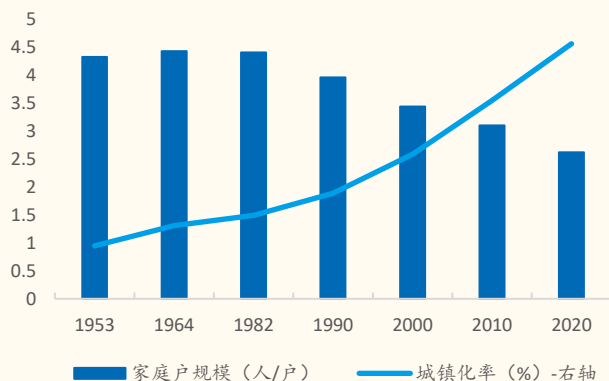
图表 2：城镇就业人员周平均工作时间（小时）



来源：中国劳动统计年鉴，国金证券研究所

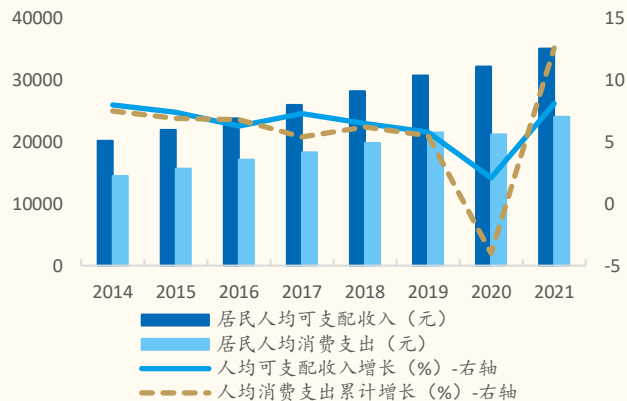
- 随着大众工作和生活压力增加，婚育年龄普遍推迟，生育意愿下降，家庭小型化趋势明显。全国人口普查结果显示，我国平均家庭户规模逐渐缩小，2020 年仅为 2.62 户/人。传统的大家庭环境下，家庭烹饪具备经济性，一次做饭能满足多口需求。随着家庭规模缩小，人均可支配收入增加，在外就餐成为小户家庭的主要选择。

图表 3：我国家庭户规模逐渐缩小



来源：国家统计局，国金证券研究所

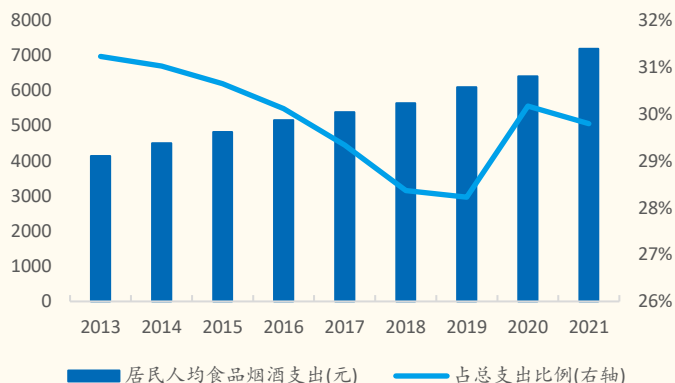
图表 4：我国人均消费支出以每年 6%-8% 速度提升



来源：国家统计局，国金证券研究所（注：增长%为扣除价格因素后的实际增速）

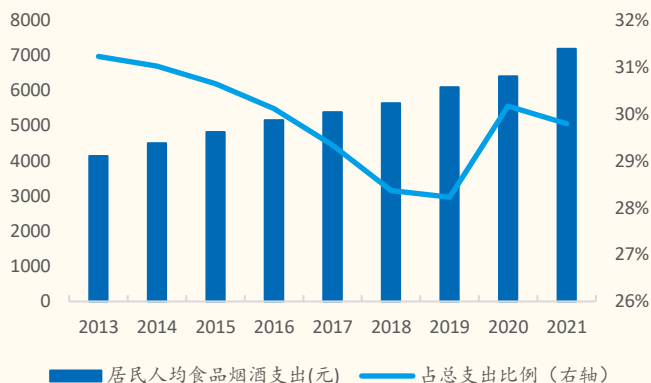
- 在经济发展、城镇化率提升背景下，我国居民人均食品烟酒消费支出每年以 5%-8% 的速度增加。餐饮市场则受益于需求扩容增速更快，2014-2019 年 CAGR 为 11%，2020 年受疫情影响同比下降 15%，2021 年基本恢复至疫情前水平（4.7 万亿元）。中国连锁经营协会预测 2024 年我国餐饮市场规模可达 6.6 万亿元，2021-2024E 年复合增速为 12%。

图表 5：我国人均食品烟酒占总支出比例约 30%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 6：中国餐饮市场疫情前具备 10% 以上年增速

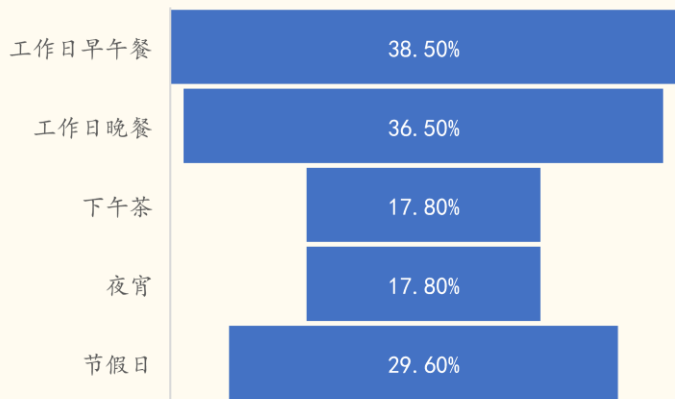


来源：国家统计局，中国连锁经营协会，国金证券研究所

1.2 餐饮内外承压，供应链分担成本

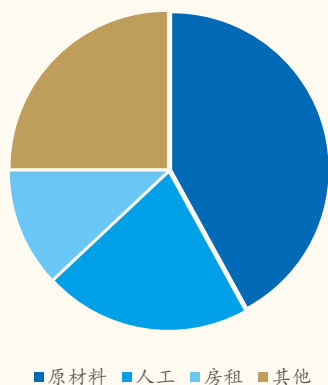
- 一方面，消费者外食需求增加，且愈发重视就餐效率。根据艾媒咨询《2021 年中国消费者到餐馆就餐场景》调查结果，消费者工作日到店就餐概率高于节假日，工作日早午餐和晚餐分别为 38.5% 和 36.5%，而节假日到店就餐场景只有 29.6%。工作日就餐时，大部分消费者更加重视排队、上菜、结账效率，标准化套餐成为首选。

图表 7：2021 年中国消费者到店就餐场景工作日居多



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

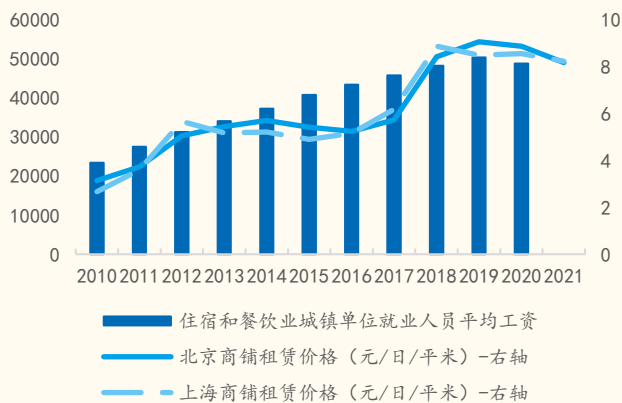
图表 8：餐饮行业主要成本为原材料



来源：中国餐饮业协会，国金证券研究所

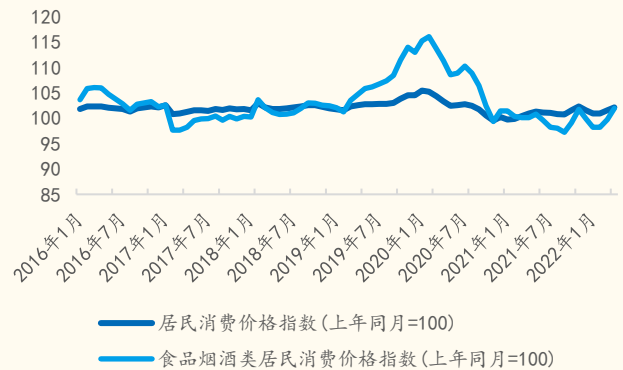
- 另一方面，餐饮行业深受原材料、人工、房租三座大山重压，而随着成本不断上涨以及外卖入场竞争加剧，全国餐饮行业盈利能力显著下降。疫情出现更是让餐饮行业雪上加霜。国家统计局数据显示，2019 年全国规模以上餐饮企业毛利率相较同期下降 2 个点，2020 年继续下滑 3 个点。利润空间被压缩导致餐饮企业寻求内部成本优化，在下游需求倒逼的情况下，基于半成品、准成品而生的中央厨房模式逐渐诞生。

图表 9：餐饮人工、租金成本自 2017 年迅速上升



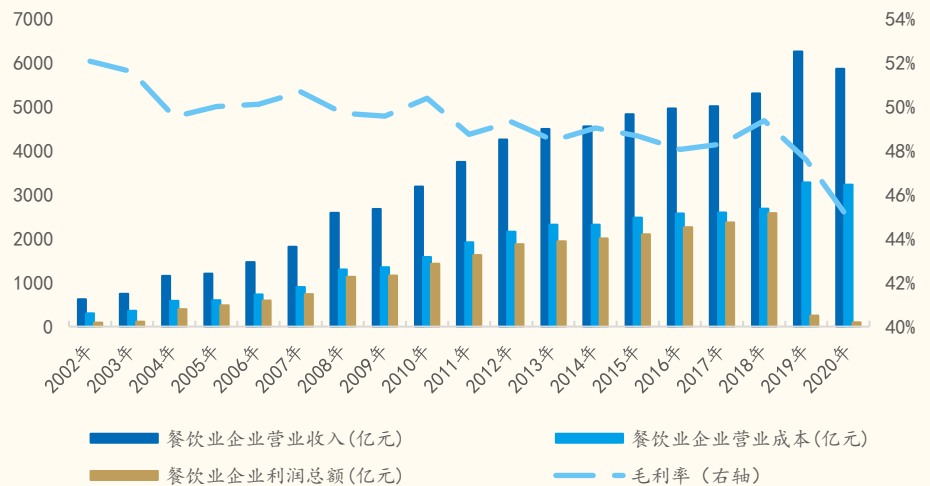
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 10：食品 CPI 相较 CPI 增幅更大



来源：国家统计局，国金证券研究所（注：数据截至 2022 年 4 月）

图表 11：全国规模以上餐饮企业盈利能力不断下降



来源：国家统计局，国金证券研究所

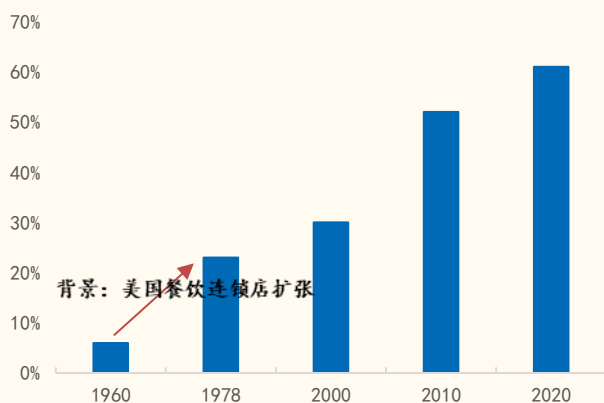
- 参考美国餐饮供应链的发展历史，餐饮连锁化是重要的催化剂。随着战后婴儿潮出现、城市化进程加速，20 世纪 50 年代肯德基、汉堡王等连锁快餐店陆续成为主流模式，1969 年 Sysco 成立，从速冻食品起家，通过大量兼并收购，完成全国渠道布局，后续又通过全球化并购成为行业巨头。
- 目前美国餐饮市场及其供应链进入稳定发展阶段，行业增速处于 3-5%，供应链占全部餐饮市场的比例约 36%，其中 Sysco 市场占有率高达 16%，行业龙头地位稳固，营收增速基本与行业增速一致。

图表 12: 美国 Sysco 公司营收(单位: 百万美元)



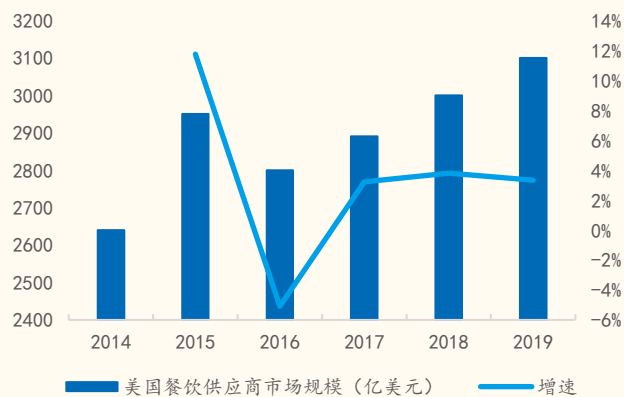
来源: Sysco 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 美国餐饮连锁化率 1960-1978 年快速扩张



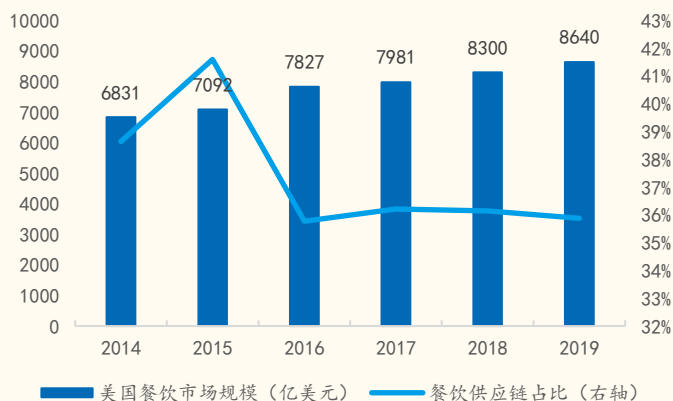
来源: USDA, 国金证券研究所

图表 14: 美国餐饮供应链市场增速放缓



来源: Sysco 公司公告, 国金证券研究所

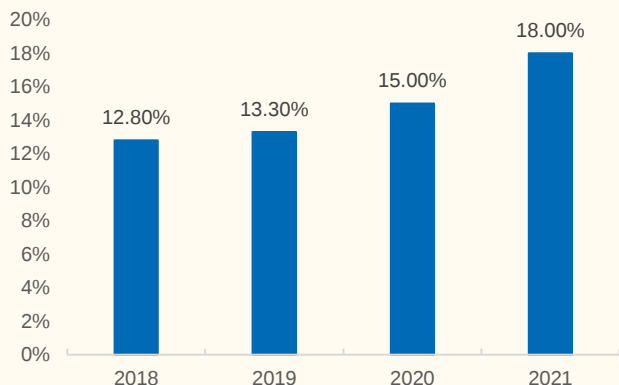
图表 15: 美国餐饮供应链占餐饮行业比重约为 36%



来源: Sysco 公司公告, 美国餐饮协会, 国金证券研究所

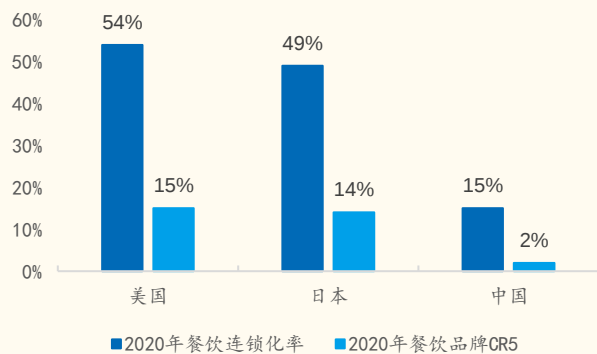
- 餐饮连锁化和集中度提升有助于形成规模效应, 进而加速餐饮供应链建设。目前国内餐饮行业竞争格局分散。从餐饮品牌的集中度来看, 中国 CR5 仅为 2%, 而发达国家 CR5 达到 15%, 我国较成熟市场有较大差距。从连锁化率指标来看, 发达国家连锁化率高达 50%以上, 受饮食习惯差异及起步晚的影响, 中国连锁餐饮率仅 18%。

图表 16：中国餐饮连锁化率加速疫情期间提升



来源：美团，国金证券研究所

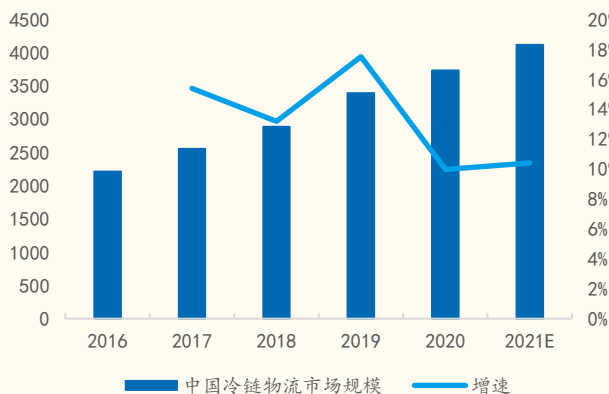
图表 17：我国餐饮连锁化率和集中度较低



来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

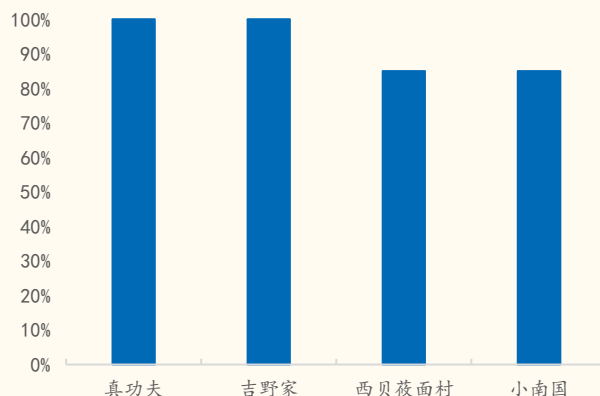
- 冷链运输在餐饮供应链的发展中起到了关键作用，它能够保证各个环节始终处于产品所必须的低温环境下，从而保证食品的质量安全并减少损耗，支撑餐饮供应链快速发展。根据中物联冷链委，2017-2020 年我国冷链物流市场持续稳定增长，市场规模从 2020 年的 3729 亿元增长到 2021 年的 4117 亿元，近 5 年 CAGR 为 13.25%。

图表 18：中国冷链物流市场规模（亿元）及增速



来源：中物联冷链委，国金证券研究所（注：增速均右轴列示，下同）

图表 19：头部连锁餐饮企业预制菜占比

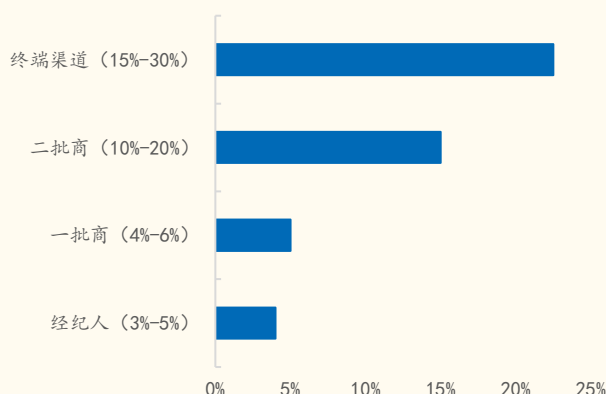


来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

1.3 从“零散化”到“一体化”，餐饮供应链大有可为

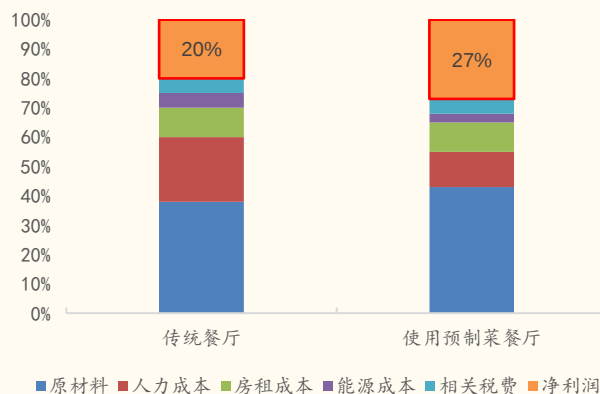
- 传统的餐饮供应链供销两头小而散，交易环节多，品种复杂，交易效率低下，难以满足现行餐饮运营需求，一般节点包括经纪人、一批商、二批商、终端渠道，整体加价率约为 32%-41%。相比之下，现行餐饮供应链模式由中央厨房统一采购、生产、运输，大幅减少了餐饮企业成本。

图表 20：传统餐饮供应链交易节点多、加价率高



来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

图表 21：使用预制菜的餐厅能有效增加净利率 7 个点



来源：中国饭店业协会，国金证券研究所

- 目前，我国餐饮供应链各环节已经涌现出大量市场参与者。在采购和运输方面，出现如美菜网、快驴等 B2B 互联网电商平台，在食材加工和配送方面，出现如安井、三全、千味央厨、立高食品、味知香等中央工厂型细分龙头。垂直一体化资源整合也成为主要趋势，市场上已经出现了一批连锁餐企延伸型、采购资源延伸型公司，如功夫鲜食汇、蜀海、望家欢、彩食鲜等。

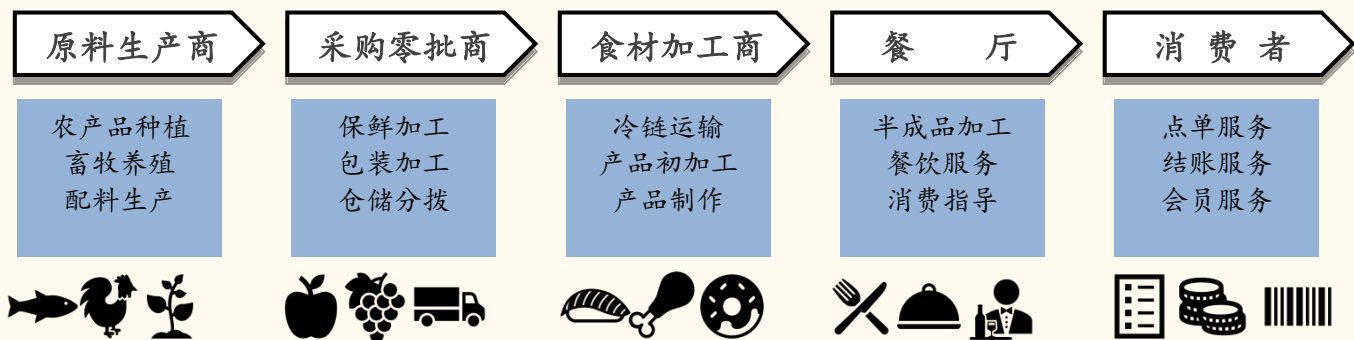
图表 22：我国餐饮供应链各环节参与者

模式	主体	功能	优点	缺点	代表企业
互联网平台型	“互联网+农业”模式的 F2B 平台	为不同类别的企业，提供一站式餐饮原材料采购服务	压缩农产品流通环节，提供多样化服务	服务对象多，采购及预处理等环节缺乏统一标准	美菜、快驴、宋小菜、链农
中央工厂型	专注于速冻、预制菜等生产的企业	为下游餐饮企业提供食材加工和配送服务	研发能力强，下游大客户稳定	产品过于细分，大客户依赖强	千味央厨、立高食品、三全食品
连锁餐企延伸型	基于原有餐厅业务向上游延伸的企业	在原有餐厅服务的基础上，为餐饮企业提供食材采购、菜品研发服务	餐饮企业背书，消费者洞察力强	服务范围比较窄，上游资源开拓慢	功夫鲜食汇、蜀海、众美联
采购资源延伸型	基于采购供应基础向下游延伸的企业	在原有采购供应能力基础上，为餐饮企业提供食材加工及运输服务	供应链资源丰富，客户基础稳固	缺乏消费者了解，口味研发有待加强	望家欢、彩食鲜

来源：国金证券研究所整理

- 目前，我国餐饮供应链各环节正从“零散化”走向“一体化”，餐饮从原材料生产商到消费者的全链条已初步成型，但受制于历史、地域因素，餐饮供应链的渗透率、运行效率均有较大提升空间。参照美国的餐饮供应链发展经历，预计前期仍以“量”增为主，后期以精细化、一体化提“质”打开空间。

图表 23：我国餐饮产业链五大节点和主要职能



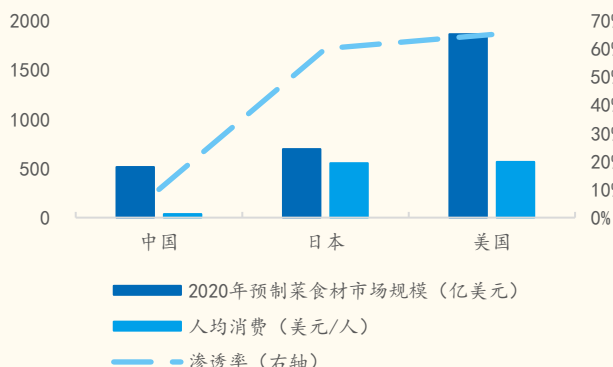
来源：国金证券研究所整理

2、餐饮供应链步入新阶段，四大主体迎来黄金期

2.1 预制菜：BC 双轮驱动，增速曲线陡峭

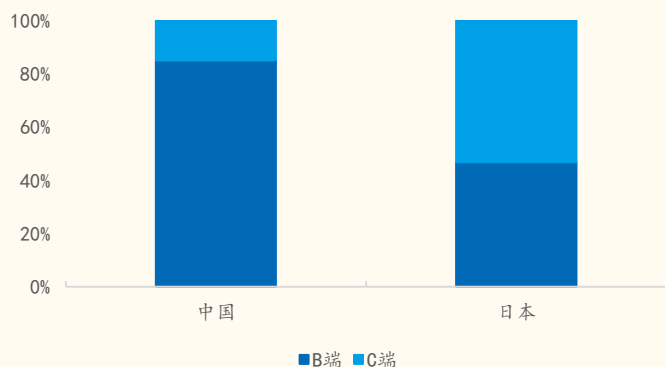
- 我国预制菜行业处于导入期，存在参与者众多、地域特征明显、市场规模小、渗透率低等特点。相较美国和日本，我国渗透率（量）和人均消费额（价）较低。《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》数据显示，国内预制菜渗透率为 10%-15%，预计在 2030 年提至 15%-20%。渠道方面，我国仍以 B 端为主（85%），而日本已经逐渐由餐饮端向家庭端转变，B 端占比仅 47%。

图表 24：我国预制菜渗透率仍处于较低水平



来源：艾媒咨询，日本冷冻协会，美国餐饮协会，国金证券研究所

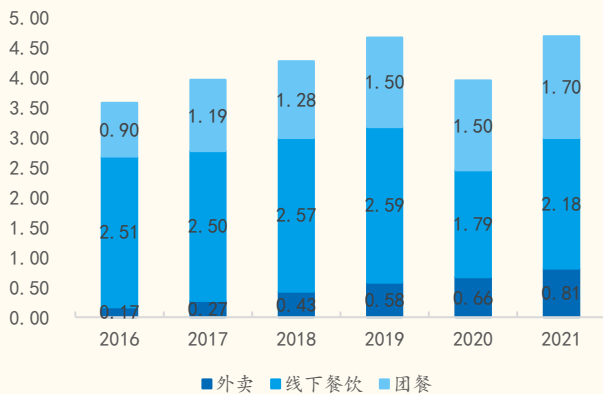
图表 25：中国、日本预制菜销售渠道占比



来源：中国连锁餐饮协会，日本冷冻协会，国金证券研究所

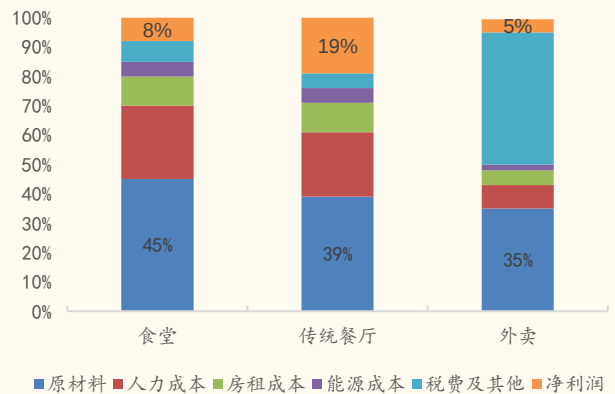
- 我国餐饮市场可以细分为外卖、线下到店以及团餐三类细分市场。2016-2021 年，外卖和团餐占比逐年提升，线下餐饮占比下降。拆分并对比 3 种模式的成本结构，团餐和线下到店的食材占比最高，分别为 45%/39%。外卖的平台促销、抽成占比最高，而食材仅占 35%。

图表 26：我国餐饮构成中线下餐饮占比最大



来源：国家统计局，美团，中国饭店业协会，国金证券研究所

图表 27：三大餐饮形式利润拆解



来源：EqualOcean，美团，中国饭店业协会，国金证券研究所

- 本文将餐饮 B 端进行团餐、外卖、线下三渠道拆分，假定中国餐饮市场收入 2022 年受疫情影响规模增速仅 6%，2023 年后年增速提升至 10%。参考历史外卖和团餐市占率及规模增长情况，我们假定 2022E-2030E 外卖占比每年提升 1 pct，团餐市场规模每年增加 0.1 亿元。由此倒挤线下餐饮市场份额，预计 2030 年达到 5 万亿元。

图表 28：我国 2022E-2030E 餐饮收入三渠道拆分

年份	中国餐饮收入 (万亿元)	外卖规模 (万亿元)	团餐规模 (万亿元)	线下餐饮 (万亿元)
2022E	4.97	0.96	1.85	2.16
2023E	5.47	1.11	1.96	2.40
2024E	6.01	1.28	2.06	2.67
2025E	6.62	1.48	2.16	2.98
2026E	7.28	1.70	2.26	3.32
2027E	8.01	1.95	2.37	3.69
2028E	8.81	2.23	2.47	4.11
2029E	9.69	2.55	2.57	4.57
2030E	10.66	2.91	2.68	5.07
关键假设	2022 年增速 6%， 后续年增速 10%	占比每年提升 1%	规模每年增加 0.1 亿元	倒挤计算得出

来源：国家统计局，美团，中国饭店业协会，国金证券研究所

- 根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》口径，2020 年我国预制菜规模 2100 亿元，C 端占比约 15%。根据《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》，目前国内预制菜渗透率只有 10%-15%，预计在 2030 年将增至 15%-20%。
- 结合之前的利润拆解，假定外卖/线下/团餐食材采购占比分别为 36%/39%/45%，预制菜渗透率每年提升 1%，B 端占比每年减少 0.5%，（到 2030 年 C 端占比提升至 20%）。保守估计预制菜行业规模 2025 年可达 0.48 万亿元，2030 年可达 1.03 万亿元，2021-2025E CAGR 为 17.2%。

图表 29：预计我国预制菜市场规模 2030 年达 1.03 万亿元

年份	采购食材支出 (万亿元)	预制菜 渗透率	B 端预制菜规模 (万亿元)	B 端 占比	预制菜总规模 (万亿元)	增速
2022E	2.01	12%	0.24	85.0%	0.28	16%
2023E	2.20	13%	0.29	84.5%	0.34	19%

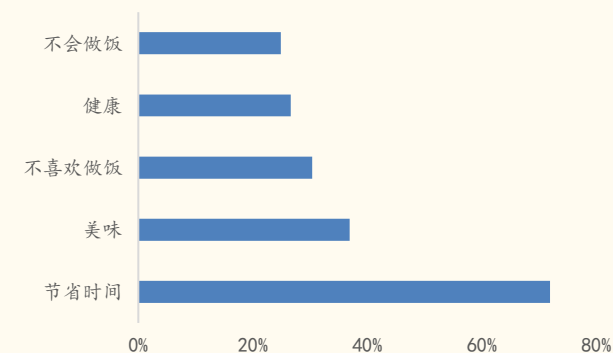
2024E	2.41	14%	0.34	84.0%	0.40	19%
2025E	2.64	15%	0.40	83.5%	0.48	18%
2026E	2.90	16%	0.46	83.0%	0.56	18%
2027E	3.18	17%	0.54	82.5%	0.66	17%
2028E	3.49	18%	0.63	82.0%	0.77	17%
2029E	3.82	19%	0.73	81.5%	0.89	16%
2030E	4.19	20%	0.84	81.0%	1.03	16%

来源：《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》、《2021 年中国连锁餐饮行业报告》、国金证券研究所

■ 品质打造核心竞争力，C 端市场成必争之地

疫情期间 C 端教育加强，健康营养为主要诉求。预制菜有效帮助消费者减少备菜流程，缩减烹饪时间、降低做饭门槛，符合年轻消费者诉求。疫情期间，消费者逐渐培养起居家烹饪习惯，且重视食物营养、健康属性。目前，市场上主流的预制菜产品已经从简单的风味小吃扩展至肉禽水产，营养属性丰富。此外在预制菜加工过程中，消费者可以自行控制部分油盐用量，健康属性明显。

图表 30：2021 年 C 端用户购买预制菜的目的



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 31：市面主流预制菜品兼顾营养、健康属性



来源：公司官网，国金证券研究所

味知香：预制菜龙头，产品体系丰富，渠道深度下沉。1) **产品上**，公司深耕预制菜超 10 年，产品研发能力突出，目前建立了以“味知香”和“饴玉”两大品牌为核心的产品体系，供应 300+种 SKU，涵盖数百种菜品，满足消费者多样化的饮食需求。2) **渠道上**：公司构建了以农贸市场为主的连锁加盟生态圈，并依托农贸市场加盟迅速扩张，精准把控终端渠道，拥有较强的消费者粘性。此外，公司自建了较为完善的冷链物流配送体系，既降低了客户等待时间也更大程度地保障了产品的新鲜度，物流效率较高。

安井食品：火锅料制品龙头，大单品打造能力强，渠道资源丰厚。1) **产品上**，公司针对不同渠道推出不同品类，后续将按照每年 10-20 款新品的速度推出，丰富产品矩阵。公司在速冻行业已打造多个爆款单品，大单品打造经验丰富，并且在预制菜行业仍然坚持大单品策略。2) **渠道上**，坚持“BC 兼顾，双轮驱动”的渠道策略，冻品先生 70-80%经销商为安井原有经销商，对于预制菜切入小 B 端拥有绝对优势，可助力产品的推广，后依靠丰富的火锅料沉淀经验打开 C 端增量空间。

广州酒家：广州粤菜龙头，产品还原度高，销售渠道布局全面。1) **产品上**，公司预制菜产品主要以广式口味的年菜为主，目前已推出十几种预制菜新品类，能够较好地把握消费者的偏好，提高产品还原度，未来将根据品牌定位、消费场景、渠道特性积极开发新品类。2) **渠道上**，作为餐食一体化企业，公司构建了全渠道的销售体系，直销模式通过直营店和电商形成合力，经销模式通过经销商和连锁经营发力。公司可借助直销渠道实现预制菜的推广，然后通过经销模式拓宽产品市场。

图表 32：各类企业预制菜纷纷切入 C 端，经销模式尤为关键

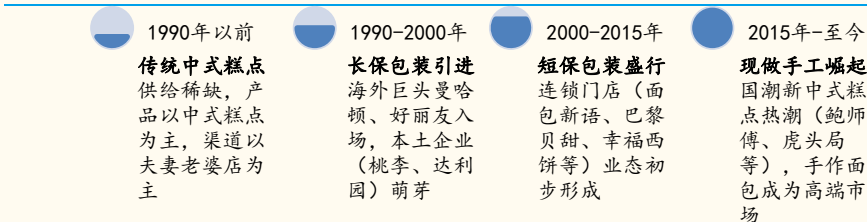
企业	类别	收入规模	预制菜产品	销售模式
味知香	专业预制菜	7.65 亿	现有产品品类超过 300 种，覆盖肉禽类、水产类及其他类	经销为主，其中零售渠道（经销店和加盟店）：批发渠道=7：3
好得睐	专业预制菜	-	牛肉类、水产类、家禽类、猪肉类、什锦类、煲汤类六大系列	面向 C 端的专卖店、加盟店、流通、电商
海底捞	餐饮企业	411.12 亿	推出“开饭了”方便菜肴，主要为酸菜鱼，宫保虾球等半成品菜	借助自有蜀海供应链，依靠线上+线下门店
广州酒家	餐饮企业	38.9 亿	以自有品牌速冻盆菜系列、陈皮鸭、咸香鸡等广式熟食系列、广式靓汤等产品为主，同时为第三方品牌代加工盆菜	经销占比约 60%
安井	冷冻食品	92.72 亿	分大 B、小 B、BC 端全渠道设立产品：蚝油牛柳、蚝油肉片、奥尔良鸡肉片、藕盒、小龙虾尾、酸菜鱼	经销占比约 84%
三全	冷冻食品	69.43 亿	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，目前此类产品尚处于市场推广阶段	C 端占比 86%，B 端占比 14%
盒马鲜生	新零售	-	冷冻 SKU 有 200 个左右，应季售卖大概 100 个。预制菜冷藏货柜每一天保持在 150 个 SKU，涵盖了小炒、大菜、硬菜、汤、锅和甜品等等，几乎覆盖所有需求	面向 C 端线上+线下门店零售

来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

2.2 冷冻烘焙：乘消费升级之风，渗透率提升可期

- 随着消费向高端化、健康化升级，我国烘焙行业依次经历长保包装、短保包装、现做手工等阶段。在现阶段连锁烘焙业态下，预先完成搅拌、发酵等过程的冷冻烘焙模式日渐崛起。区别于传统烘焙店的后置加工模式，冷冻烘焙保质期更长，兼顾口味多元化和标准化，同时满足消费者的新鲜、健康诉求。

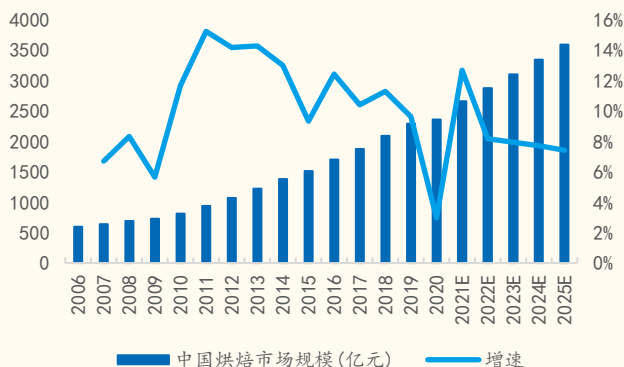
图表 33：我国烘焙行业发展历史



来源：国金证券研究所整理

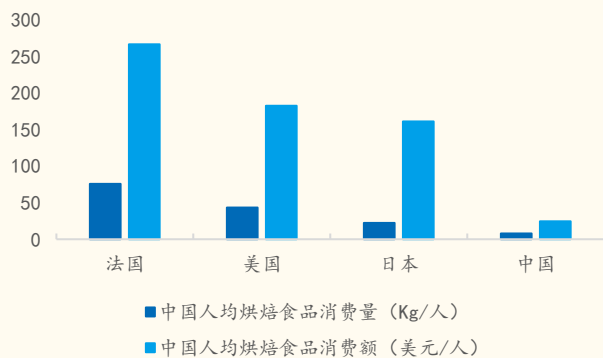
- Euromonitor 数据显示，2021 年我国烘焙市场总规模达到 2657 亿元，近 5 年 CAGR 为 9.34%。预计 2025 年我国烘焙市场将达到 3589 亿元，2021-2025E 年复合增长率为 7.8%。由于历史、地域、人文等差异，我国烘焙人均消费量和消费额均处于世界较低水平。

图表 34：我国烘焙市场近 5 年 CAGR 为 9.3%



来源：Euromonitor，国金证券研究所

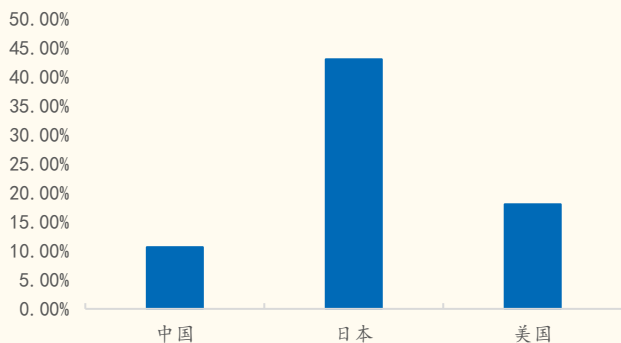
图表 35：2019 年各国人均烘焙消费量和人均消费额



来源：Euromonitor，国金证券研究所

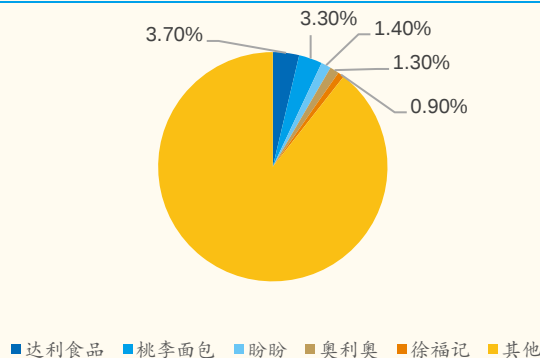
- 目前我国烘焙市场集中度低，竞争格局分散。CR5 市占率仅有 10.6%，而日本和美国分别为 43%、18%。相比之下，我国烘焙市场集中度、连锁化程度提升空间较大。参照国外的冷冻烘焙渗透率，1990 年美国 80%以上的烘焙店使用冷冻烘焙食品。2000 年日本 50%的烘焙店使用冷冻烘焙食品。若我国能实现 50%以上的渗透率，冷冻烘焙将是一个千亿级别赛道。

图表 36：2019 年我国烘焙市场 CR5 仅 10.6%



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 37：2019 年我国烘焙市场竞争格局



来源：Euromonitor，国金证券研究所

■ 替代优势渗入传统渠道，互补优势切入新兴渠道

目前烘焙生产模式可以分为“中央工厂+半成品”、“中央工厂+成品”、“前店后厂”三种。“中央工厂”模式被广泛用于连锁烘焙，“前店后厂”模式主要用于中式大单品生产，而冷冻烘焙集二者优点于一身，既能保证口味新鲜，又能减轻门店成本压力，提高 SKU 供给，是烘焙行业分工细化和前置的产物。

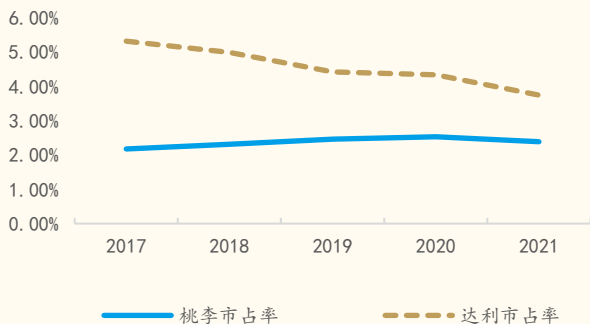
图表 38：烘焙行业三大环节及代表企业

节	主要内容		代表企业
采购	面粉	添加剂	立高 南僑
	奶制品	水果罐头	
	油脂类	装饰等	
生产	中央工厂	+半成品	桃李 爱可糖 BroadTalk 面包新语
		+成品	
	店内烘焙	前店后厂	鲍师傅 糕点 100% tiger atoll 100% natural passion
销售	电商渠道	官网直营	幸福西饼 zicake
	零售渠道	大型商超	世纪联华 CenturyMart 家乐福 Carrefour 苏宁超市 苏宁零售企业 大润发 RT-Mart
		便利店	全家 FamilyMart LAWSON
		烘焙门店	各类连锁、非连锁形式
	批发渠道	餐饮	luckin coffee 奈雪の茶
		商超	Sams CLUB Walmart 中国 盒马 鲜·美·生活

来源：国金证券研究所整理

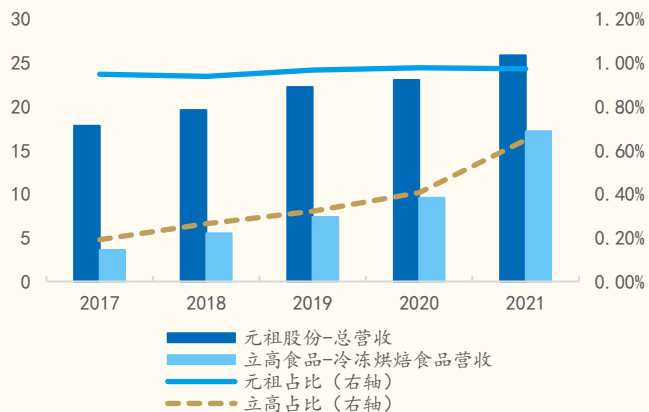
目前我国市占率较高的几家烘焙企业均以预包装产品为主，凭借便捷、价优取胜，主要销售渠道为便利店、大型商超。但随着消费健康意识崛起，新鲜、零添加等现烤产品更符合消费升级趋势。近年来长保面包市占率下降，短保包装面包增速放缓，现烤面包、冷冻烘焙占比提升。由于冷冻面团包含酵母，制作步骤更复杂，运输条件较为严苛。目前冷冻烘焙食品中，冷冻糕点占比达到 65%，而冷冻面包的市场份额仅为 15%，预计未来冷冻面包将持续放量。

图表 39：长保面包市占率下降、短保面包市占率稳定



来源：Euromonitor，公司公告，国金证券研究所（注：桃李以面包类计算，达利以食品类计算，市占率口径为 Euromonitor 提供的中国烘焙市场规模）

图表 40：冷冻烘焙市占率逐年提升



来源：Euromonitor，公司公告，国金证券研究所（注：占比口径为 Euromonitor 提供的中国烘焙市场规模）

烘焙正以传统门店向多渠道扩容。随着购物场景多元化，消费者在超市、量贩店、高端会员店购买烘焙品的需求大幅提升，各渠道极力打造“一站式”购物环境，不断扩充品类，丰富 SKU。近年来，随着奈雪、喜茶的“饮品+烘

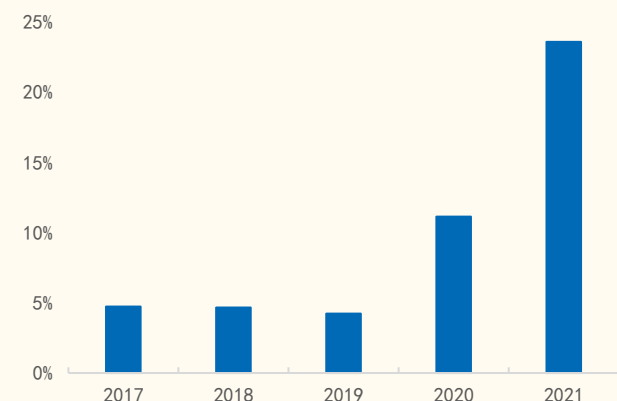
焙”模式陆续跑通，为烘焙多元场景提供了可行思路，此类复合型客户还包括咖啡店、酒水吧等。

图表 41：立高食品冷冻烘焙 SKU 超 187 个



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：立高食品客户沃尔玛销售比重显著提升

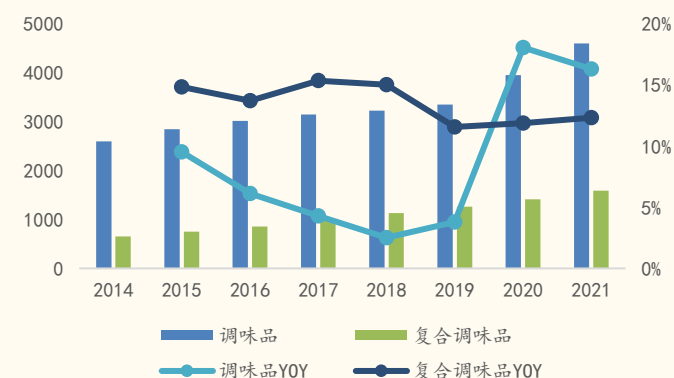


来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 复合调味品：菜品标准化驱动，烹饪便利性占优

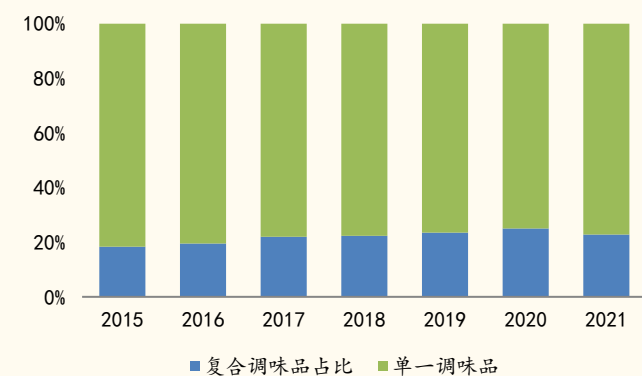
- 近年来复合调味品增速较快，在调味品中占比呈上升趋势。根据艾媒咨询数据，2015-2021 年调味品 CAGR 为 7%，复合调味品 CAGR 高达 13%。一方面，C 端对烹饪便利性的诉求高涨，复合调味品恰好满足“懒人”属性。另一方面，B 端餐饮连锁化、标准化加大了对复合调味品的需求。

图表 43：调味品和复合调味品市场规模（亿元）及增速



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

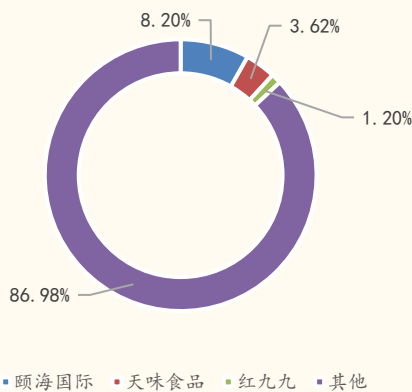
图表 44：我国复合调味品占比逐年提升



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

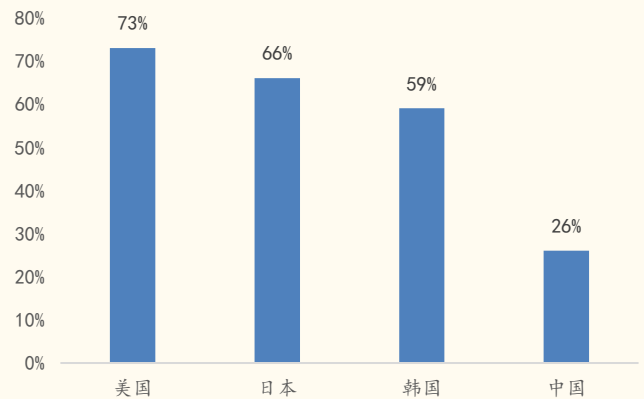
- 复合调味品市场仍处在发展初期，竞争格局分散，整体渗透率较低。2020 年国内复合调味料行业龙头以火锅底料为代表，颐海国际、天味食品、红九九市场份额之和为 13%，而日本复合调味料行业 CR2 龟甲万、味之素高达 57%。且对比欧美等成熟国家（渗透率超 60%），我国的市场渗透率仅 26%。

图表 45：我国复合调味品 CR3 为 13.02%



来源：中研产业研究院，国金证券研究所

图表 46：我国复合调味品市场渗透率偏低

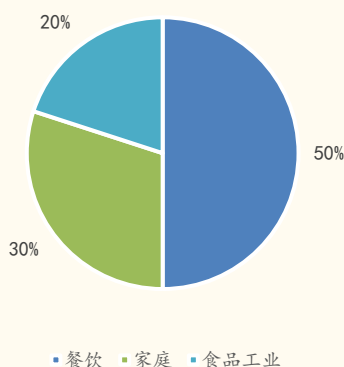


来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

■ 餐饮定制需求扩张，中式单品反响热烈

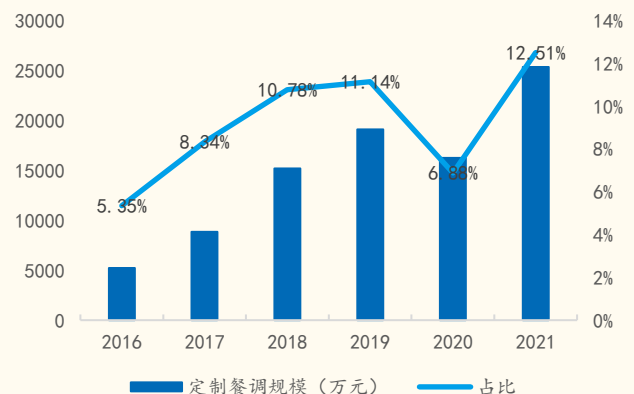
调味品餐饮渠道占比高，放量空间大，定制化趋势明显。根据中国饭店协会统计，我国调味品餐饮渠道占比高达 50%。由于连锁餐饮企业对菜品标准化、口味差异化具备要求。现有复调企业纷纷进军定制餐调，利用产研优势，定向开发客户专属产品，此举既能加强 B 端客户粘性，又能及时把握终端需求。预计在餐饮连锁化背景下，复合调味品的定制化需求将进一步扩大。

图表 47：调味品销售渠道结构中餐饮占比最大



来源：中国饭店协会，国金证券研究所

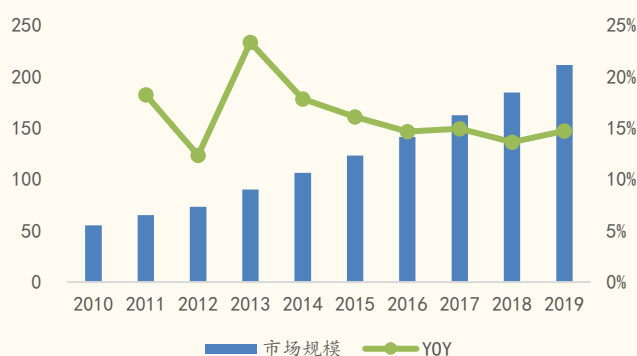
图表 48：天味食品定制餐调占比 2021 年迅速上升



来源：公司公告，国金证券研究所（注：占比为右轴）

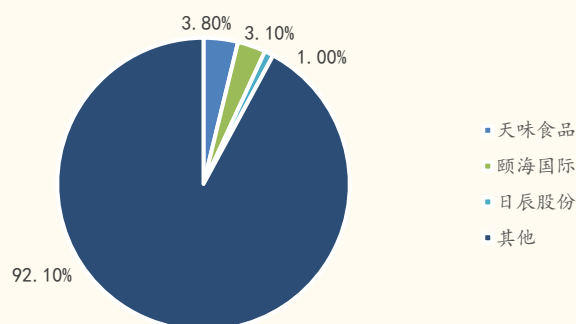
细分行业来看，中式复合调味品增速更快，赛道更优。Frost & Sullivan 预计 2016-2021E 中式复调 CAGR 高达 16.5%，是整个复合调味品行业中增速最快的细分市场。目前，中式复调仍处于消费者教育阶段，以大单品打造为主，CR3 仅为 7.9%。市面上龙虾料、酸菜鱼等大单品已经具备品牌认知力，预计产品和品牌深度绑定后，龙头市场份额得到提升。

图表 49：2019 年中式复合调味品市场规模增速为 15%



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 50：中式复合调味品 CR3 集中度很低

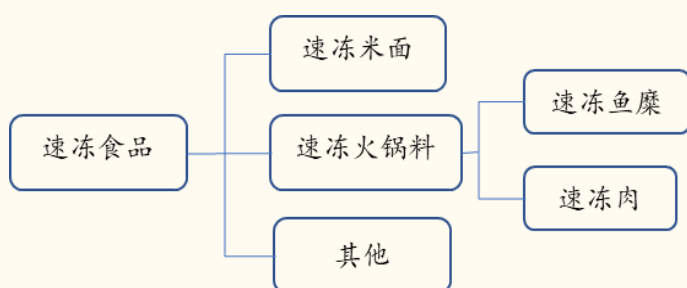


来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

2.4 速冻食品：行业格局基本成型，细分赛道成为突破口

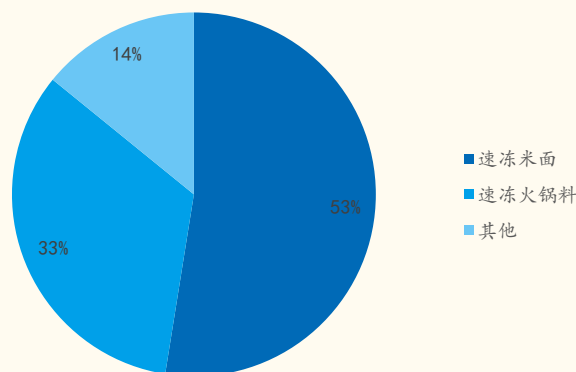
- 速冻食品主要分为速冻米面、速冻火锅料以及其他三大类，其中速冻火锅料可再细分为速冻鱼糜和速冻肉。目前速冻食品结构中，速冻米面占比最高（53%）、速冻火锅料以及其他分别占 33%、14%。

图表 51：速冻食品分类



来源：国金证券研究所整理

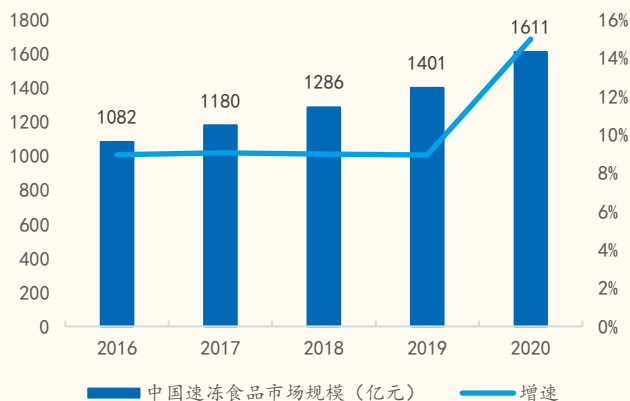
图表 52：速冻米面占总全部速冻食品占比高



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

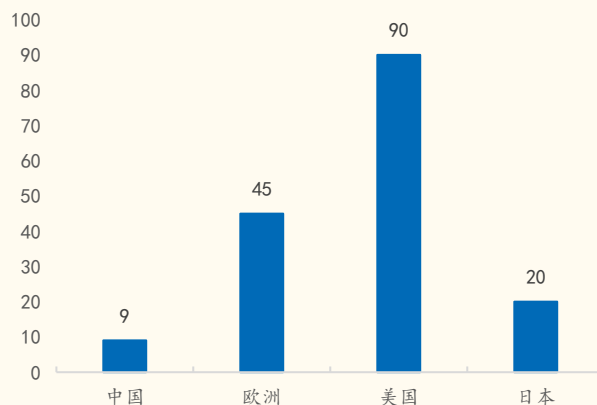
- 据 Frost&Sullivan 统计，2020 年我国速冻食品行业市场规模为 1611 亿。2016-2020 年 CAGR 为 10.16%。预计到 2026 年突破 2600 亿元。与国际其他主要经济体进行对比，我国速冻食品人均消费量仅 9kg，发达国家普遍达到 45kg 以上。

图表 53：2020 年中国速冻食品市场规模显著增加



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 54：中国 2020 年速冻食品人均消费量 (KG) 偏低

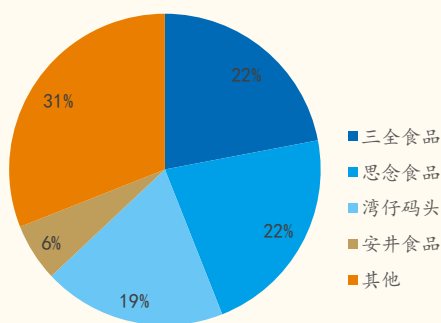


来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

■ 速冻米面：寡头稳固，创新求突破

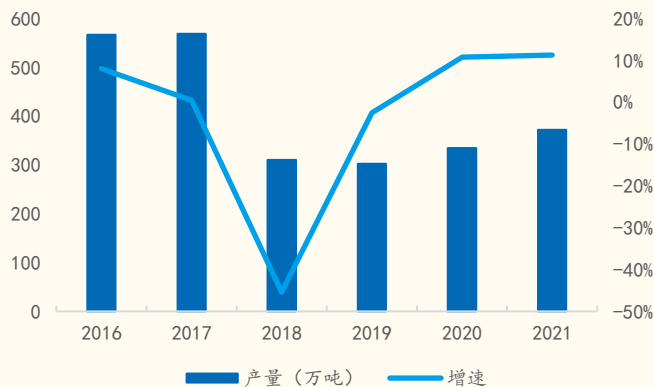
速冻米面是速冻食品中起步最早的行业，由于其贴合中式餐饮特点，容易被消费者接纳。从产量数据来看，该行业体量趋于稳定，处于生命周期理论中的成熟阶段。从内部竞争格局来看，行业集中度高，CR3 达到 63%。其中三全食品、思念食品、安井食品分别占据 22%、22%、19%。

图表 55：2020 年中国速冻米面市场格局集中



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

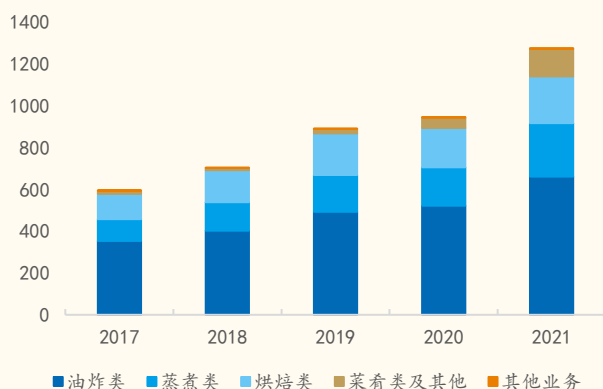
图表 56：2016 年-2020 年中国速冻米面产量缩减



来源：国家统计局，国金证券研究所

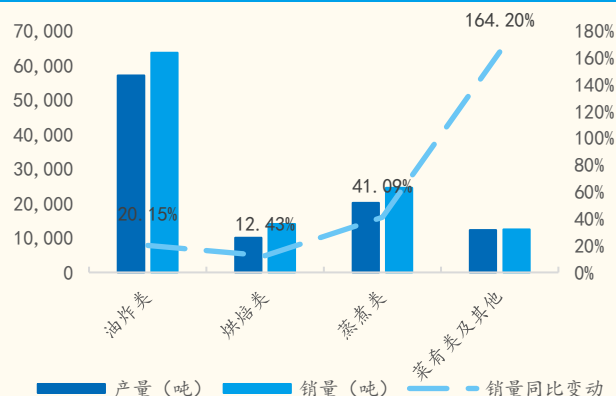
近年来，速冻油条、煎饺等米面类新品层出不穷，成为行业第二发展曲线。如千味央厨选择油条赛道展开细分研究，逐步推出针对外卖、火锅等不同场景的产品。与此同时，千味还加速布局蒸煮类、菜肴类创意新品。产品的差异化与创新性为公司带来高于行业平均水平的增速，2018-2021 年公司营收 CAGR 为 21.05%，且产销量维持稳健增长。

图表 57：千味央厨产品营收结构（单位：百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 58：2021 年千味央厨分产品产量情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 59：千味央厨油条细分产品



来源：公司官网，国金证券研究所

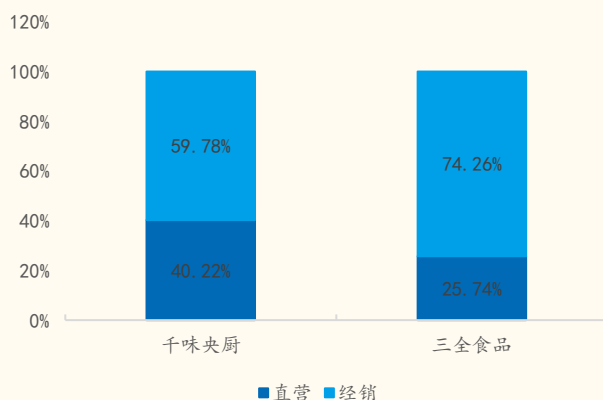
图表 60：千味央厨其他创新产品



来源：公司官网，国金证券研究所

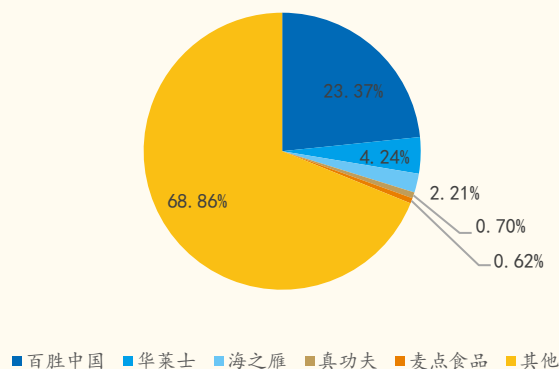
千味央厨是国内较早针对餐饮 B 端提供定制化研发的企业之一，主要大客户包括百胜中国、海底捞、华莱士、老乡鸡等。细分渠道结构来看，直营渠道收入贡献稳定在 40% 左右。区别于传统的龙头公司专注 C 端的发展路线，B 端客户稳定性更强，易凸显规模化优势。

图表 61：2021 年千味央厨和三全食品的经销模式对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 62：2020 年千味央厨前 5 大客户占比情况

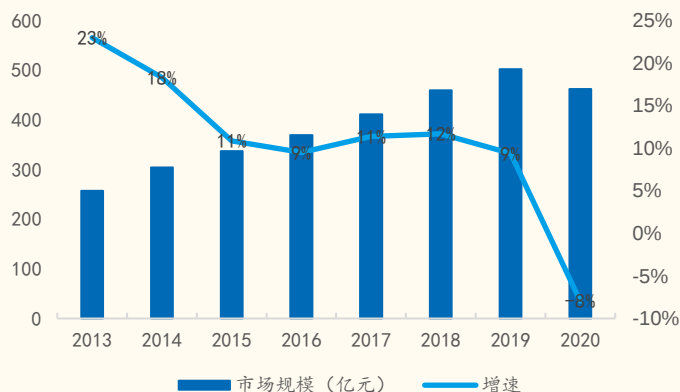


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 速冻火锅料：群雄争霸，兼并拓业务

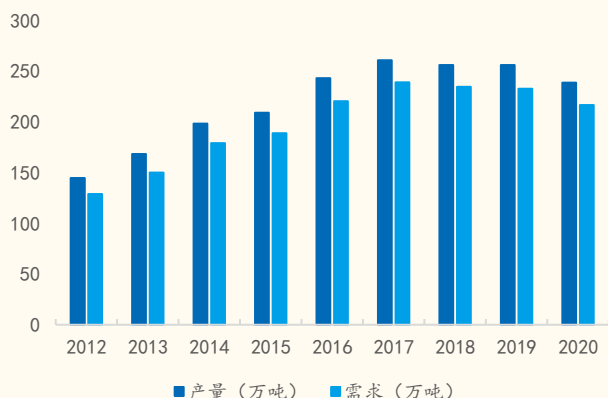
2013-2019 年，速冻火锅料市场基本维持 10% 增速，2020 年由于疫情冲击线下火锅餐饮，速冻火锅料市场规模随之下滑。从供需情况来看，自 2017 年起速冻火锅料产销量小幅下滑，供需情况基本维持稳定。

图表 63：2013-2020 年中国速冻火锅料市场规模



来源：智研咨询，国金证券研究所

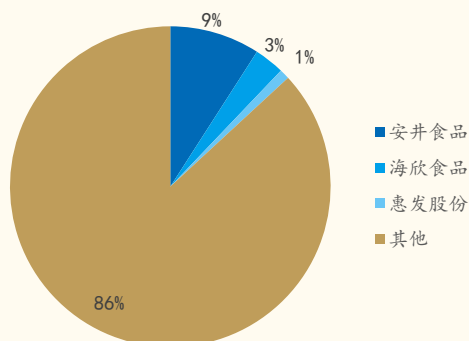
图表 64：2012-2020 年中国速冻火锅料供需情况



来源：智研咨询，国金证券研究所

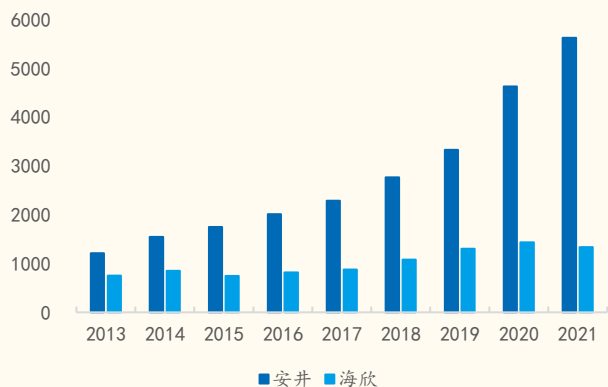
速冻火锅料市场集中度较低，安井食品、海欣食品、惠发食品市场份额分别为 9%、3%、1%，市场 CR3 不足 15%。由于各地存在饮食习惯差异，消费者火锅配菜喜好不一，加上运输保存等问题，产地直销成为主流模式。

图表 65：中国速冻火锅料市场集中度低



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

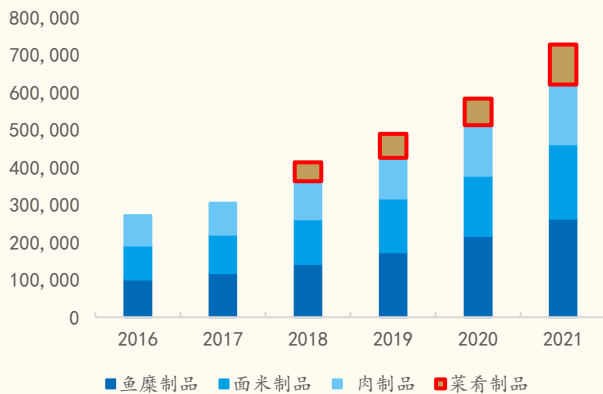
图表 66：安井、海欣速冻火锅料营业收入 (百万元)



来源：Wind，国金证券研究所

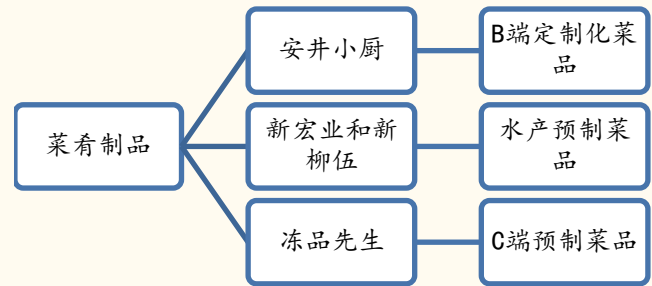
借助传统业务优势，安井食品加速向产业上下游兼并，拉开与海欣食品的差距。安井在菜肴制品方面实行“自产+并购+供应链”策略，安井小厨自研自产面向 B 端的预制菜品，新宏业和新柳伍专注面向小龙虾等水产领域的预制菜制品，子公司冻品先生经营面向 C 端的预制菜品。

图表 67：安井菜肴制品销量迅速提升（单位：吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 68：安井食品推行“三剑合璧、菜肴发力”策略



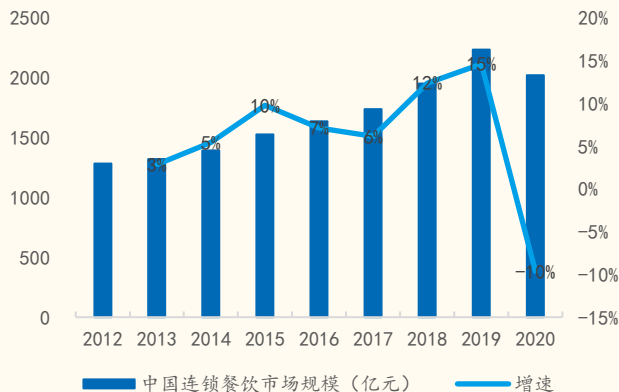
来源：公司公告，国金证券研究所

3、疫情趋缓后，如何把握餐饮供应链的发展机会？

3.1 餐饮集中度提升，供应链修复具备确定性

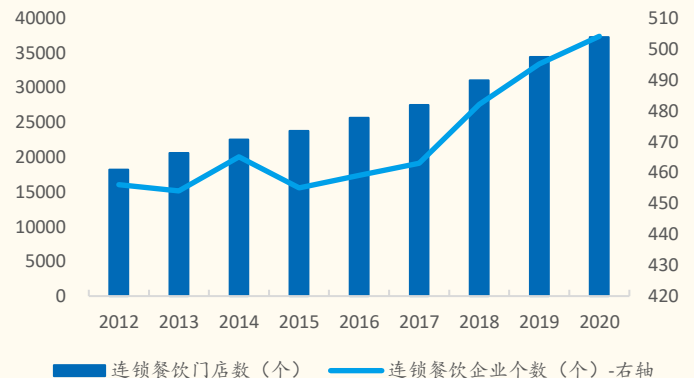
- 我们判断疫情虽打断餐饮运营节奏，但难改集中度提高的内在惯性。疫情期间部分小厂出清，竞争格局持续改善，餐饮龙头市占率提升具备空间。根据国家统计局数据显示，2017-2020 年我国连锁餐饮市场规模二阶导为正（疫情影响除外），连锁门店数量迅速扩张，且在疫情期间趋势不改，平均每个规模以上连锁企业拥有的门店数从 59 家上升至 74 家。

图表 69：中国连锁餐饮市场规模疫情前增速较快



来源：国家统计局，国金证券研究所（注：口径为规模以上连锁餐企）

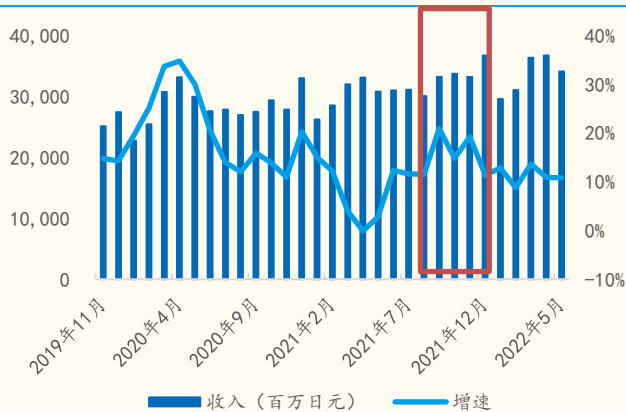
图表 70：连锁餐饮门店数/企业数 2020 年逆势扩张



来源：国家统计局，国金证券研究所（注：口径为规模以上连锁餐企）

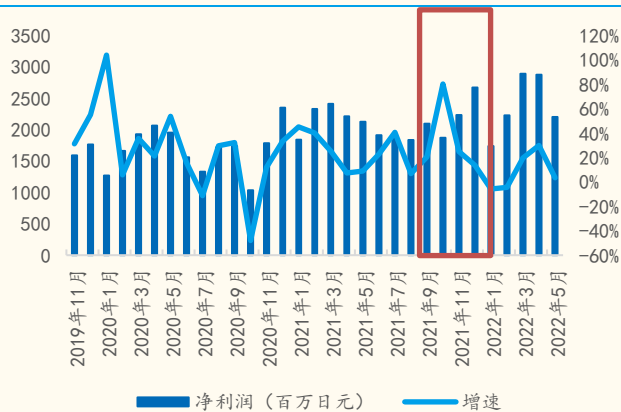
- 随着疫情后消费场景开放，需求呈复苏态势，供应链企业迎来大幅回弹机会。以日本最大的预制菜企业神户物产为例，旗下控制多所商超、餐饮门店和熟食店，2021 年 9 月底日本解除多地疫情紧急状态，10-12 月公司营收净利出现超预期回弹，后续增速略低于疫情前水平。
- 借鉴日本的修复经验，我们认为餐饮市场修复水平与消费场景、消费意愿相关度非常高。一旦放松疫情管控状态，全国人口流动性提升，在外就餐频次随之增加，短期内餐饮供应链迅速修复。但从中期视角来看，整体增速并未恢复至疫情前水平。

图表 71：神户物产疫情后营收增速恢复至 10% 以上



来源：神户物产官网，国金证券研究所

图表 72：神户物产疫情后净利增速弹性更大



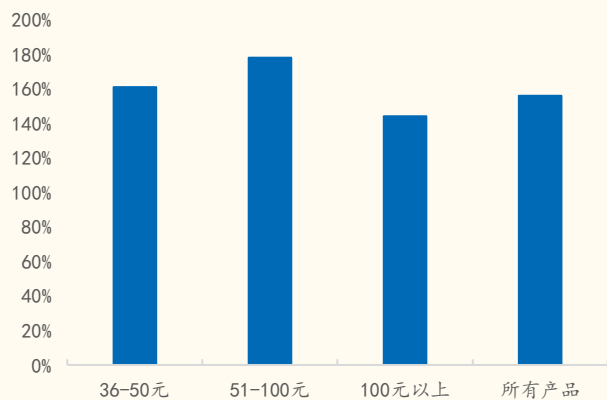
来源：神户物产官网，国金证券研究所

3.2 风起云涌，谁能抢占先机？

■ 渠道多点开花，业绩攻守兼备

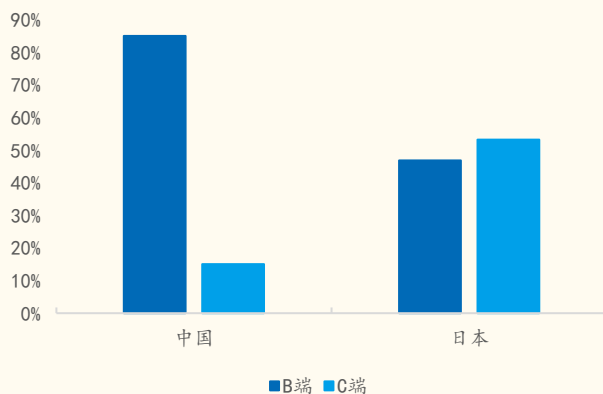
疫情期间，消费者健康饮食理念加深、居家烹饪兴趣提升，预制菜、冷冻烘焙、复合调味品等上游细分行业迎来蓬勃发展期。在疫情反复的影响下，餐饮业运行受阻，供应链餐饮渠道业绩波动较大，而零售渠道尤其是线上新零售实现稳定扩张。虽然目前中国 B 端占比高，预计在疫情后随大众居家烹饪能力提升、烹饪兴趣增强，C 端占比将稳步提升。

图表 73：京东 2021 年预制菜成交额同比增长 156%



来源：京东，国金证券研究所

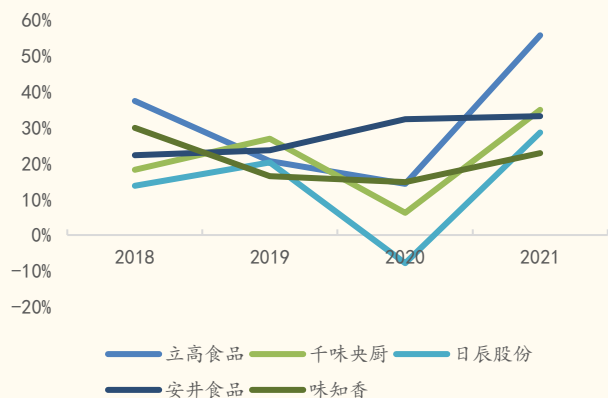
图表 74：中国预制菜目前 C 端占比低



来源：艾媒咨询，美国餐饮协会，国金证券研究所

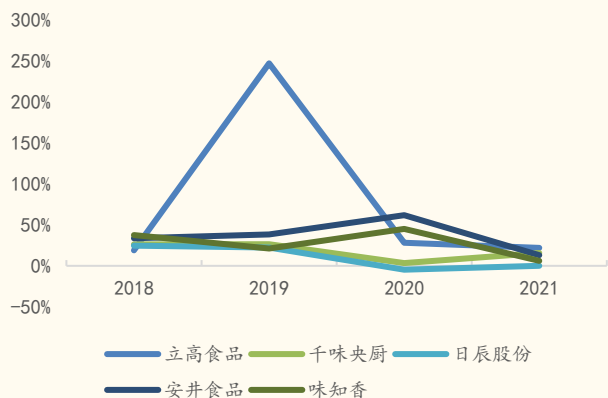
我们更加看好 BC 并驾齐驱的公司，主要原因在于其抗风险能力更强。2020 年受疫情冲击，餐饮供应链企业营收、净利增速出现分化。其中日辰股份、千味央厨主要依赖大餐饮客户贡献收入，营收和净利增速均下滑至个位数（甚至为负）。而立高食品、安井食品、味之香可以依赖 KA、商超、新零售等渠道分担流量，受疫情影响较小，营收仍维持双位数增长。

图表 75: 餐饮供应链企业营收增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 76: 餐饮供应链企业归母净利润增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 77: 餐饮供应链主要公司渠道拆分

公司	餐饮渠道	零售渠道 (商超、KA、流通等)	大客户代表
千味央厨		几乎全为餐饮客户	百胜中国
日辰股份		几乎全为餐饮客户	呷哺呷哺
立高食品	72%	28%	沃尔玛
安井食品	40%	60%	商超为主
味知香	30%	70%	加盟店为主
天味食品	15%	75%	流通渠道为主

来源: 国金证券研究所整理

■ 强化大单品建设, 积累规模化优势

餐饮供应链的本质是通过加深上游工业化、规模化、标准化程度, 帮助下游餐饮企业转移重资产风险, 提高运营效率。因此我们认为前期依靠大单品建设, 强化规模优势, 提高客户粘性, 抢占市场资源最为关键。而后期则可通过差异化定价、丰富产品矩阵、新市场开发下沉等策略进一步扩张。目前, 冷冻烘焙、速冻食品、复合调味品赛道的龙头公司均具备热销单品, 并实现较高的营收占比。

图表 78: 餐饮供应链企业主要大单品情况

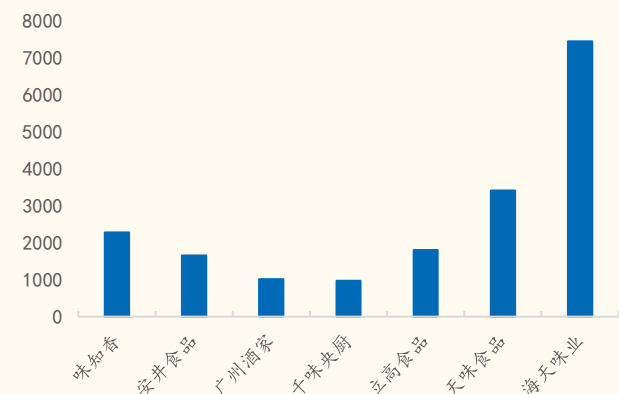
大单品	公司	行业	大单品规模及占比	销售渠道	单品展示
龙虾料	天味食品	复合调味料	2022Q1 约 6 千万, 占比 10%	经销为主	
麻薯	立高食品	冷冻烘焙	2021Q1-Q3 近 3 亿, 占比约 15%	大型商超、烘焙门店为主	
油条	千味央厨	速冻面米制品	2021 年 3.5 亿, 占比约 28%	餐饮企业、团餐、酒店、宴席等	

来源: 国金证券研究所整理

一方面, 由于我国餐饮供应链还处于起步阶段, 直营渠道占比低, 大部分公司以经销渠道为主。对标调味品龙头海天味业, 供应链企业的经销渠道下沉空间充足。另一方面, 消费升级背景下, 差异化和高端化发展成为提升利润率

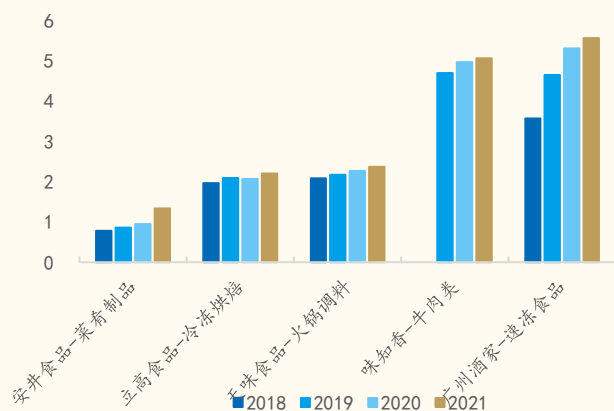
的主流途径，餐饮供应链产品单价呈现逐年提升趋势。我们认为未来渠道下沉、产品升级有助于释放量和价的空间。

图表 79：餐饮供应链相关企业经销数（个）



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 80：餐饮供应链相关企业吨价逐年提升（万元/吨）



来源：各公司公告，国金证券研究所

3.3 从日本经验看未来成长机会

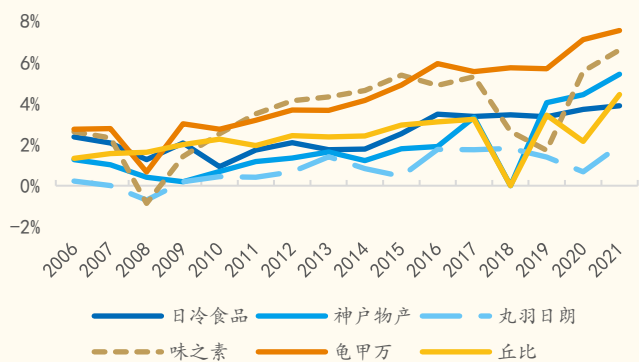
目前我国餐饮供应链覆盖的四个子板块均处于行业发展初期，享有低基数红利，行业增速较快，市场竞争相对缓和，但究竟哪一类企业未来能领先一步？我们通过复盘日本相关行业发展历程，发现 2006 年-2021 年间各企业营收增速放缓至小单位数（甚至为负），但净利年复合增速均高于营收增速，展现出较强的盈利防守性。其中预制菜企业，日冷食品和神户物产表现亮眼。

图表 81：日本餐饮供应链主要企业营收、净利增速图

行业	公司	2021年营收 (亿日元)	营收2006- 2021CAGR	净利2006- 2021CAGR	2007-2021 营收增速	2007-2021 净利增速
预制菜	日冷食品	6,027	1%	17%		
	神户物产	3,621	2%	9%		
速冻食品	丸羽日朗	8,667	0%	6%		
	味之素	11,494	-1%	8%		
复合调味品	龟甲万	5,164	2%	5%		
	丘比	4,070	10%	21%		

来源：Wind，国金证券研究所（注：迷你图绿色代表增速为负，红色代表增速为正）

图表 82：日本餐饮供应链主要企业净利率走势



来源：Wind，国金证券研究所

究其原因，主要在于净利率水平逐年提升，其中复合调味品企业龟甲万净利率水平最高，提升幅度最大。其次是味之素，此前专注于复合调味料，后布局了速冻饺子、炒面等速冻产品。我们认为公司在行业成熟期，虽然规模难以寻觅增量，但是仍可依靠利润驱动行至长远。

通过分析日冷、神户、味之素的发展历程，我们发现利润水平可由产品附加值、产品丰富度驱动。产品定位越高端，生产用料约复杂，定价附加红利越明显。产品搭配组合越丰富，灵活度越高，新品红利越明显。而复合调味料和预制菜通过食材和香料的组合调配促进 SKU 供给，同时依靠食材升级打造附加值。

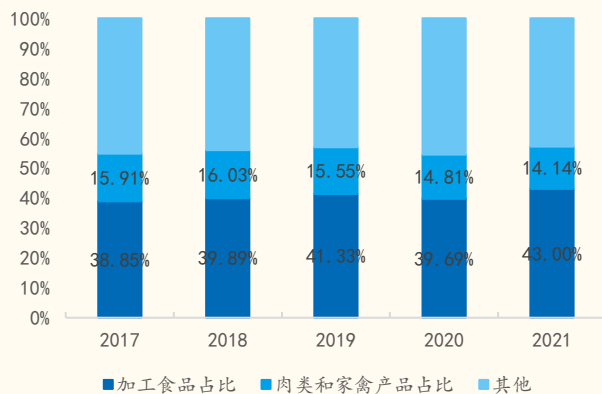
图表 83：日本餐饮供应链主要企业

公司	主要产品类及热销单品	图片展示
日冷食品	主食类预制菜、速冻食品 (经典炒饭、虾和奶酪利多亚)	
神户物产	含肉类预制菜、速冻食品 (速冻果蔬、预制菜、腌制品、罐头等)	
丸羽日朗	速冻水产 (速冻三文鱼、罐头、鱼肠)	
味之素	速冻米面、复合调味品 (速冻烧卖、速冻水饺、豆乳火锅锅底)	
龟甲万	传统酱油、复合调味品 (龟甲万字鲜榨生抽酱油、番茄酱)	
丘比	复合调味品 (丘比芝麻沙拉汁、蛋黄酱)	

来源：各公司官网，国金证券研究所

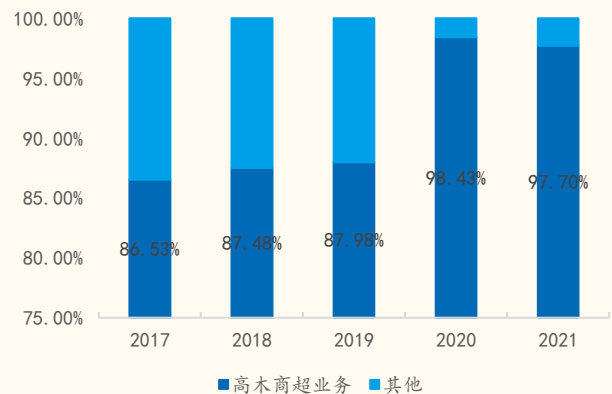
从预制菜代表企业来看，日冷食品、神户物产高附加值业务占比逐年提升。日冷食品加工比例从 39% 提升至 43%，而肉禽类产品比重逐渐下降。神户物产打通了农畜水产生产、食品加工、流通销售全产业链条，建立了独自の物流体系和低成本的零售体系，其商超业务占比逐年提升，2021 年高达 97.9%。且自有品牌 (PB 业务) 实现全品类覆盖，促进商超业务毛利提升。

图表 84：日冷食品加工食品占比提升



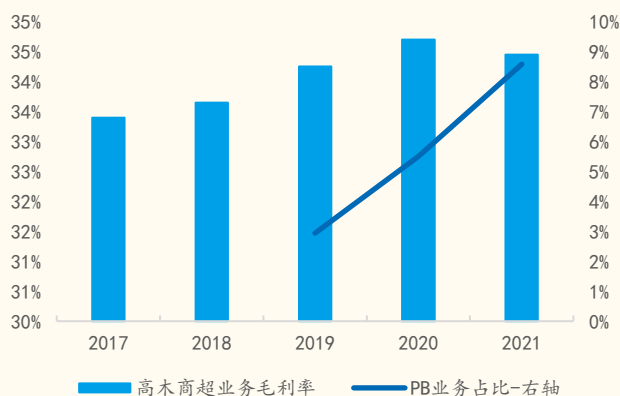
来源：日冷食品公告，国金证券研究所

图表 85：神户物产自营商超业务占比提升



来源：神户物产公告，国金证券研究所

图表 86: 神戸物产自有品牌 (PB 业务) 带动毛利率提升



来源: 神戸物产公告, 国金证券研究所

图表 87: 神戸物产自有品牌涵盖肉类、主食、甜品



来源: 神戸物产公告, 国金证券研究所

总结以上因素, 站在当前时点看未来, 可借鉴日本的经验, 即产品丰富度和产品附加值共同决定了行业的利润空间。结合我国实际情况, 菜系多元化、口味多样化赋予预制菜和复合调味品更大发展空间, 中式糕点的爆红也给予冷冻烘焙更多思路, 因此我国在产品丰富度方面对比日本有更大的潜力可挖。

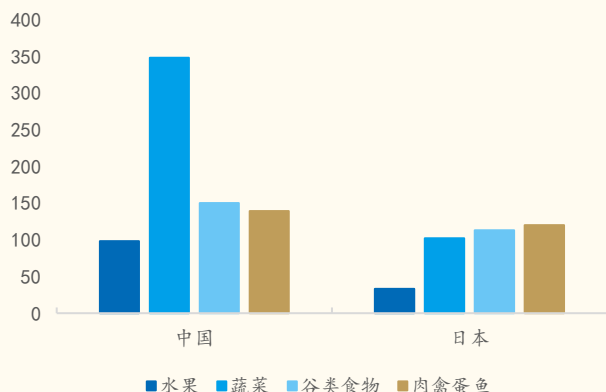
图表 88: 我国八大菜系口味丰富

菜系	口味及烹饪特征
鲁菜	口味咸鲜为主, 精于制汤, 善烹海味
川菜	口味麻辣为主, 菜式多样
粤菜	口味鲜香为主, 兼容许多西餐做法
江苏菜	口味清淡为主, 善用蔬菜, 其中淮扬菜擅长制汤, 苏南菜口味偏甜
闽菜	口味鲜香为主, 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, 擅烹制海鲜河鲜, 注重清鲜脆嫩
湘菜	口味香辣为主, 小火慢炖, 原汁原味
徽菜	口味鲜辣为主, 形成酥、嫩、香、鲜独特风味

来源: 国金证券研究所整理

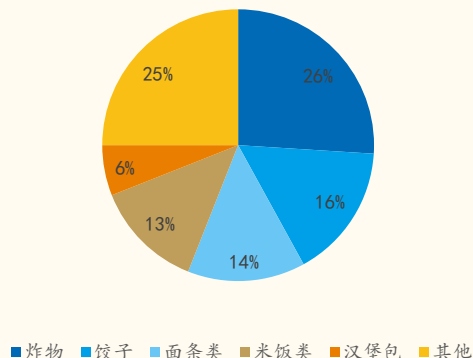
产品附加值方面, 中国和日本随饮食结构不同产生差异, 一般而言, 肉蛋类的生产成本更高, 附加值空间更大。从各类食物的人均消费量来看, 我国居民谷物食物消费量高于肉禽蛋鱼, 而日本则相反。同时, 我们发现饮食结构中占比较低的品类更受欢迎。如在 2020 年日本冷冻调理食品中, 前五名中主食类 (饺子、面条、米饭) 占比非常高。

图表 89：2019 年中国与日本人均食物消耗量 (kg/人)



来源：粮农组织，国金证券研究所

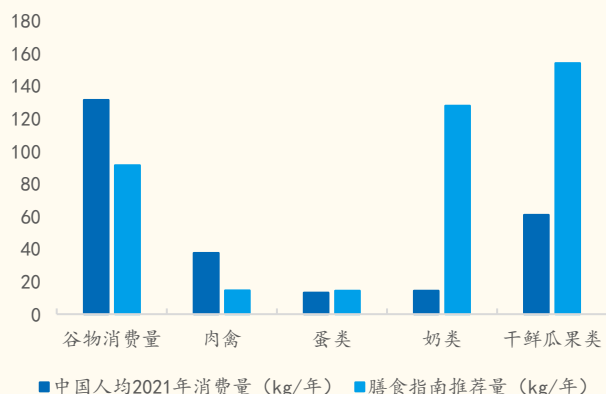
图表 90：2020 年日本冷冻调理食品结构主食占比高



来源：日本冷冻食品协会，国金证券研究所

国家统计局发布的《中国统计年鉴 2021》显示，从 2014 年到 2020 年，我国居民人均摄入的主要食品配比日趋平衡，但蛋、奶等摄入不足问题依然突出。预计我国随着居民健康意识提升，对于肉蛋类的诉求将更多。根据天猫热门预制菜榜单显示，2021 年我国最受欢迎预制菜单品为小酥肉，且排名靠前的单品均以牛肉、猪肉为主。结合以上分析，我们认为中式菜品未来仍以肉蛋白为主线，相较日本供应链企业的附加值空间更大。

图表 91：中国人的饮食结构有待改善



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 92：2021 年我国最受欢迎预制菜单品以肉类为主

最受欢迎的预制菜单品	代表品牌
小酥肉	美好、理象国
水煮牛肉	麦子妈
牛大骨	贾国龙
椰子鸡火锅	贾国龙、盒马
猪肚鸡火锅	如意三宝、叮咚买菜
狮子头	正大食品、珍味小梅园
佛跳墙	盒马、叮咚买菜

来源：天猫预制菜榜单、京东，国金证券研究所

3.4 重点公司盈利预测

■ 立高食品

4 月冷冻烘焙个位数增长，5、6 月环比小幅改善，我们预计冷冻烘焙 Q2 +10%-15%，整体收入增速预计个位数，利润端受成本压力+计提股权激励影响，预计下滑 20-30%。产品方面，今年产品主推冷冻西点，其次是酥饼类中式点心。6 月杂粮包、冷冻慕斯类产品在华东地区上新，弥补部分疫情期间的损失。

渠道方面，持续推进西餐、烘焙连锁、商超、便利店等新渠道合作，预计覆盖面提升可贡献增量。公司上半年需求、成本端压力较大，预计下半年均迎来边际改善。我们看好公司所处的冷冻烘焙赛道，目前渗透率较低，渠道空白填补空间大。公司作为龙头享有产品、渠道、规模等先入优势，并逐步拉开与对手差距，成长势能充足。

■ 千味央厨

预计 Q2 月度环比持续改善，小 B 增长 15% 左右，大 B 端仍在修复中，其中百胜受疫情影响有所下滑。成本中棕榈油占比较大，预计前期 4-5 月锁定的高成本逐步消化，下半年利润率提升 3-4 个点，Q2 利润增速和收入增速约 5-10%。

受益于成本压力缓解+产品结构调整，预期下半年利润率有所好转。产品方面，主推烘焙产品和预制菜品。渠道方面，主动进攻 C 端，布局社团、盒马等新零售渠道。公司积极扩产有利于拉开与中小品牌差距，在激烈的竞争格局中扩大优势。我们看好公司大单品持续量增的潜力，及高效的新品研发驱动力。

■ 安井食品

4 月受疫情影响收入下滑，但 5-6 月环比持续改善，同比增速在 20% 以上。预计随着餐饮恢复，下游小 B 放量，Q2 收入增长 30-35%，主业增长约 15% 左右。成本方面，预计鱼糜、油脂、面粉价格下降，带来小幅毛利润提振空间。费用方面，Q2 计提冻品收购费用+新宏业超额奖励约 3000W，我们预计报表端利润增速慢于收入，主业利润增速在双位数以上。

公司致力于 B+C 双渠道打造，三大品牌加速布局预制菜领域，同时在速冻传统领域享有龙头优势，产能储备充足，营收增速稳定。我们认为公司中长期业绩兼顾确定性和成长性。

■ 天味食品

预计 Q2 收入增速 18%，净利润扭亏为盈（已公布业绩预增）。今年小龙虾料销售额破亿，成为强势大单品。预计下半年随着餐饮回暖，火锅底料和酸菜鱼料有望接力中式复调。渠道方面，公司今年主动扶持大商，聚焦优势资源，填补 BC 类超市渠道空白，对经销商进行区块化管理。

我们认为公司所处的复合赛道处于导入期，且经过疫情反复阶段，目前市场竞争格局向好，集中度有望提升。公司去库存改革卓有成效，后续有望通过大单品建设及渠道持续下沉，继续扩大市场份额。

■ 颐海国际

第三方受益于疫情，预计 Q2 收入增幅+20%，关联方预计基本持平或略有增加。目前库存 1-1.5 个月，较为良性。为巩固市场份额，公司年初对部分产品降价 3-6 个点，预计下半年随需求恢复释放部分红利。成本方面，豆油、牛油、包材均有锁价。产能方面，半成品产能预计 7、8 月投入，成品牛油需等到明年年初，预计公司自主产能投放后，毛利释放 10 个点以上。

我们认为公司今年通过产品降价+自主产能建设集中释放压力。看好公司明年轻装上阵，营收和净利带来的双重修复；以及自主产能投产后，公司持续向工业 B 端渗透的能力。

图表 93：餐饮供应链重点公司盈利预测

公司名称	收入（亿元）		收入增速（YOY）			归母净利(亿元)		归母净利增速			PE	
	22E	23E	22Q2E	22E	23E	22E	23E	22Q2E	22E	23E	22E	23E
立高食品	32.9	43.0	7%	17%	31%	2.4	4.3	-30%	-15%	77%	64	36
千味央厨	15.9	19.7	5-10%	25%	24%	1.1	1.4	5-10%	21%	29%	40	32
安井食品	117.4	145.4	35%	27%	24%	10.0	12.8	20-30%	46%	29%	45	35
天味食品	25.0	30.1	18%	24%	20%	2.9	3.8	扭亏为盈	56%	33%	70	53
颐海国际	67.6	79.5	/	13%	18%	8.4	10.1	/	10%	20%	31	25

来源：Wind，国金证券研究所（注：PE 采用 2022 年 7 月 22 日收盘价计算；天味食品采用 Wind 一致预期；颐海国际为港股，不标注 Q2 前瞻预测）

4、风险提示

- **疫情反复风险：**若疫情持续反复，需求恢复不及预期，不仅限制消费场景，还将影响消费信心，推迟行业修复进程。
- **原材料成本上涨风险：**餐饮供应链企业原材料占比较高，油脂、白糖、能源、包材等价格不确定性强。若原材料价格持续上涨，且涨幅超预期，将加剧成本压力，压缩企业利润。
- **食品安全风险：**餐饮产业链覆盖多项食材，贯穿多个节点，若在生产过程中出现质量管理疏漏，进而引发食品安全问题，将严重影响行业需求。
- **行业竞争加剧风险：**目前预制菜、冷冻烘焙、复合调味料等市场处于导入期，竞争格局不稳定，且各公司均在积极扩产，在全国范围内拓展经销布局。假设扩产引发供给过剩，恶性竞争扰乱费用投放节奏，将影响企业盈利能力。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402