

食品饮料行业

投资建议： 强于大市(维持评级)

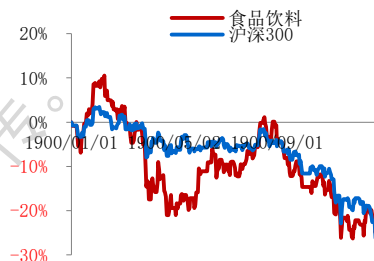
预制菜：大行业小公司，渠道、产品、供应链构筑壁垒

上次建议： 强于大市

行业概览：我国预制菜行业发展初期，多因素共振驱动行业快速增长

预制菜是介于烹饪、食品和餐饮之间的一种正餐级的解决方案。预制菜始于美国，兴于日欧，而在我国预制菜仍处于起步期。需求端：B端发力，C端跟随；B端驱动力来自于餐饮连锁化趋势以及生产效率的提升，C端家庭小型化、懒人经济叠加疫情推升预制菜需求。供给端：国内冷链物流体系日趋完善、外部资本助推行业繁荣。预计到2030年中国预制菜市场规模有望达到6749亿元，十年CAGR或超10%。

相对大盘走势



竞争格局：行业集中度低，渠道、产品、供应链构筑壁垒

我国预制菜市场参与者众、竞争激烈、集中度低，2020年狭义预制菜CR10仅14%左右。主要参与者包括专业预制菜、速冻食品、农业、餐饮和零售企业五类，各类型企业在上游资源掌控、中游制造、或在下游渠道环节各有千秋。从渠道看，现阶段预制菜B端需求明确、增长确定性强；C端消费短期认知不足，但长期潜力大。从产品看，预制菜企业依托大单品逐渐走向差异化。从供应链看，自建完整供应链是大势所趋。

四维度甄选兼具确定性与成长性标的

入局预制菜的参与者众多，我们从销售、产品、供应链和企业管理四大维度对预制菜行业重点公司进行对比，认为预制菜行业最重要的竞争力是渠道触达能力；其次，预制菜行业原材料成本占比高、终端分散，因此供应链端管理能力非常重要；另外，公司治理、激励政策等公司软实力同样发挥着重要的作用。

分析师 陈梦瑶
执业证书编号：S0590521040005
邮箱：cmym@gjisc.com.cn

联系人 孙凌波
邮箱：sunlb@gjisc.com.cn

投资建议

预制菜行业呈现“大行业、小公司”格局，看好具备渠道触达能力强、产品品牌优势突出和供应链完整的公司。重点推荐安井食品、三全食品、千味央厨、佳沃食品、龙大美食；同时建议关注味知香、国联水产等。

风险提示：

1) 原材料价格波动风险；2) 食品安全风险；3) 产能扩张不及预期；4) 产品研发与市场需求不匹配；5) 公司经营层变动风险。

相关报告

- 《需求结构繁荣，成本压力持续食品饮料》 2022.09.06
- 《经营分化，高端酒和区域龙头彰显韧性食品饮料》 2022.09.04
- 《食品饮料把握稳健和景气延续主线，生猪养殖景气上行食品饮料》 2022.09.04

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
安井食品	3.25	4.51	6.08	42.8	30.8	22.9	38%	买入
三全食品	0.85	1.05	1.24	18.9	15.2	12.9	19%	买入
千味央厨	1.40	1.75	2.31	31.5	25.1	19.1	31%	买入
佳沃食品	1.78	3.01	4.64	13.6	8.0	5.2	-	买入
龙大美食	0.10	0.45	0.68	91.6	20.0	13.3	-	买入
味知香	1.5	1.9	2.3	36.2	29.8	24.4	20%	增持
国联水产	0.04	0.07	0.10	128.8	77.5	54.7	-	增持

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取2022年9月7日收盘价

投资聚焦

研究背景

2022 年开年以来，预制菜概念火热出圈。在餐饮连锁化、工业化、人工与租金成本高企带来降本增效诉求等作用下，预制菜在 B 端餐饮已得到广泛应用，渗透率稳步提升。C 端随着家庭小型化和疫情催化业逐渐放量。本报告分析了预制菜行业的市场格局、供需情况与驱动因素，并对未来发展趋势进行研判，测算了预制菜行业市场空间，以期为预制菜赛道标的选择及竞争力评价提供借鉴和参考。

创新之处

市场对预制菜行业的长、短期发展的逻辑和预期已较为充分，但还缺乏评价企业在预制菜赛道的竞争力的可实操、落地研究框架。本报告基于我们对预制菜赛道的理解，构建了预制菜行业公司竞争力评价的四个维度，并选择典型标的进行分析。

核心结论

- 我国预制菜市场空间广阔。我国预制菜市场集中度低、竞争激烈，主要公司包括专业预制菜、速冻食品、农业、餐饮和零售企业五类。供需两端双向带动行业扩容，我们预计 2030 年广义预制菜行业市场空间将达到 6749 亿元
- 渠道力、产品力和供应链优势是预制菜公司的三重壁垒。渠道端，先 B 后 C 路径明晰。B 端现阶段需求明确，驱动力强，在行业发展中起到核心作用；C 端长期潜力大，但消费者教育与习惯培养仍需时间。产品端，往往先主打大单品策略，后进行差异化竞争。供应链端，静待形成产业链一体化的龙头公司。
- 看好具有较强渠道触达力强、产品品牌优势突出和供应链完整的公司。重点推荐安井食品、三全食品、千味央厨、佳沃食品、龙大美食，同时建议关注味知香、国联水产。

正文目录

1 行业概况：我国预制菜行业迈入新阶段	5
1.1 我国预制菜行业起步晚	5
1.2 需求端：B端需求强劲，C端放量在即	6
1.3 供给端：冷链保驾护航，资本助推扩容	9
1.4 对比海外：始于美国、兴于日本	11
2 竞争格局：大行业、小公司	14
2.1 空间预测：2030年市场规模或近七千亿	14
2.2 行业纵览：集中度低，小规模、区域性	15
2.3 参与主体：五类企业各显神通	16
3 未来展望：产品、渠道、供应链共筑壁垒	18
3.1 渠道端：B端起步，C端跟随	18
3.2 产品端：前期大单品战略，后期走向差异化	19
3.3 供应链：降本增效，垂直一体化整合是趋势	20
4 公司对比：精选兼具确定性与成长性标的	20
4.1 销售端：核心是渠道触达能力	21
4.2 产品端：品牌、品类并重	22
4.3 供应链：完整的供应链可助力品牌成长	25
4.4 企业赛马：市场化机制是制胜法宝	26
5 投资建议	28
5.1 安井食品：三路并进BC兼顾，预制菜肴未来可期	28
5.2 三全食品：产品&渠道持续优化，新品类开发赋能主业	29
5.3 千味央厨：深耕B端市场，先发优势显著	30
5.4 龙大美食：屠宰龙头转型预制菜，一体两翼开启新征程	31
5.5 佳沃食品：盈利能力显著改善，预制菜打造新引擎	32
5.6 味知香：C端需求韧性强，加速全渠道布局	33
5.7 国联水产：加速转型水产食品商，预制菜业务有望高增长	34
6 风险提示	35

图表目录

图表 1：预制菜四大种类	5
图表 2：预制菜的不同定义	5
图表 3：正餐解决方案价值曲线（分）	5
图表 4：中国预制菜起步较晚，目前正处于快速发展期	5
图表 5：预制菜产业链	6
图表 6：BC 两端客户差异性对比	7
图表 7：2021 年我国餐饮连锁化率仅为 15%	7
图表 8：中国连锁餐饮规模逐年提升	7

图表 9: 2020 年我国家庭户均规模首次“破 3”	8
图表 10: 一人户、二人户比重显著增加	8
图表 11: 我国人均有酬劳动时长世界第一	9
图表 12: 选择不同下厨房频率的人数占比	9
图表 13: 我国冷链物流市场规模受需求推动不断上升	10
图表 14: 2021 年预制菜行业投融资事件统计	10
图表 15: 美国预制食品行业发展已至成熟期, 近十年 CAGR 为 4.2%	11
图表 16: SYSCO 主营业务结构	12
图表 17: SYSCO 近三年客户成分表	12
图表 18: 日本主要类别速冻食品生产量走势 (万吨)	13
图表 19: 日本速冻调理制品占整体比重不断上升	13
图表 20: 16 年日本速冻行业集中度高且稳定	13
图表 21: 日本预制菜 B 端起步更快、C 端潜力更强 (万吨)	14
图表 22: 2030 年我国预制菜市场规模测算 (亿元)	15
图表 23: 预制菜行业迎来高速发展	15
图表 24: 调理肉制品市场规模占比约 60% (亿元)	15
图表 25: 2020 年我国预制菜公司市场集中度	16
图表 26: 大型预制菜企业区域性特征明显	16
图表 27: 各类型行业参与者代表公司/品牌概况	16
图表 28: 各类型参与者的优劣势对比	18
图表 29: 全国各省市预制菜上市公司热力图	18
图表 30: 预制菜的“不可能三角”	19
图表 31: 预制菜产品创新方向	19
图表 32: 传统餐饮供应链加价率高	20
图表 33: 传统餐企使用预制菜成本变化	20
图表 34: 预制菜行业公司对比维度	21
图表 35: 2021 年各家公司预制菜销量及营收	21
图表 36: 各评分标的销售模式以及覆盖面对比	21
图表 37: 2021 年各家公司经销商数量和开店数量 (家)	22
图表 38: 各评分标的品牌知名度/客户数量对比分析	23
图表 39: 各家公司产品概况、标准/可规模化程度、放量空间	24
图表 40: 2021 年各家公司预制菜产品的产量、产能及 SKU 数量	24
图表 41: 2021 年各家公司研发费用及营收占比(万元)	24
图表 42: 2021 年各家公司研发人员数量及占比	24
图表 43: 各家公司原材料采购、与供应商关系及冷链物流情况	25
图表 44: 2021 年各家公司应付/应收账款及票据周转率情况	26
图表 45: 各家公司管理层、激励及风险情况	27
图表 46: 重点公司盈利预测与估值表	28
图表 47: 安井食品财务数据简报	29
图表 48: 三全食品财务数据简报	30
图表 49: 千味央厨财务数据简报	31
图表 50: 龙大美食财务数据简报	32
图表 51: 佳沃食品财务数据简报	33
图表 52: 味知香财务数据简报	34
图表 53: 国联水产财务数据简报	35

1 行业概况：我国预制菜行业迈入新阶段

1.1 我国预制菜行业起步晚

预制菜是预制食品（调理食品）的子类。预制食品的概念范围极广，基本囊括除初级农产品外的各种形态的食品。按生产工序，可分为生制和熟制；按生产阶段，可分为初级加工品、半成品和成品；按食用方法，可分为即配、即烹、即热和即食。

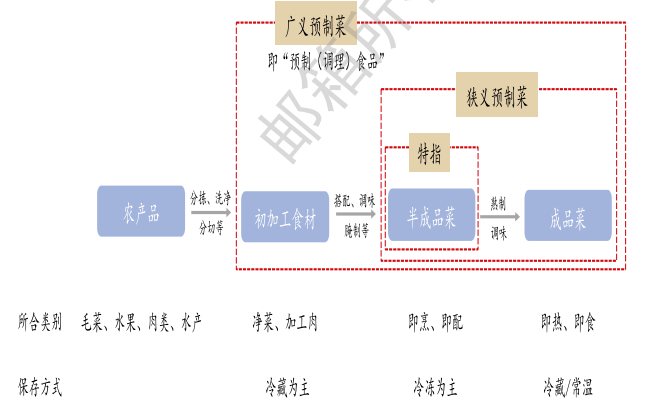
图表 1：预制菜四大种类

种类	消费客群	产品形态
即食食品	主要 C 端市场	开袋即食，如即时泡脚凤爪、鸡腿、火腿肠和罐头等
即热食品	B、C 两端	加热即食，如梅干菜扣肉，宫保鸡丁等
即烹食品	B、C 两端	熟料加热调味，如香酥肉、椒盐排骨等
即配食品	B、C 两端	生料加热调味，如银鳕鱼，火锅配菜等

资料来源：国联证券研究所整理

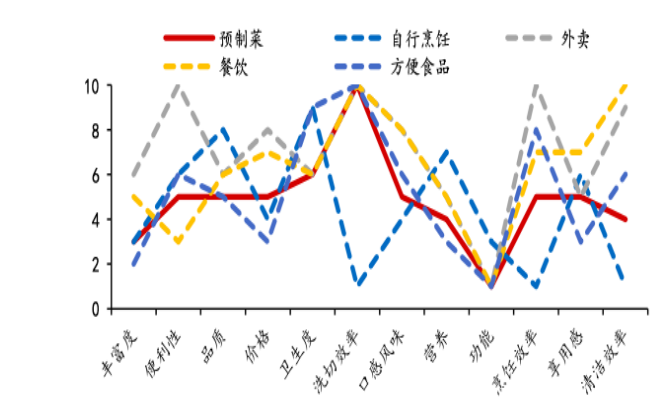
对于预制菜，业内尚未形成十分统一、标准的定义。根据中国食品工业协会标准，预制菜指以一种或多种食品原辅料，配以或不配以调味料等辅料（含食品添加剂），经预选、调制、成型、包装、速冻等工艺加工而成，并在冷链条件下进行贮存、运输及销售的菜肴，是介于自行烹饪和外卖之间、食品和餐饮之间的一种正餐级的解决方案。在居民生活水平提高、烹饪便捷性需求提升、餐饮连锁化趋势下食材标准化进程加速等多因素共振下国内预制菜行业发展态势迅猛，越来越多的品牌意识到速冻预制菜行业的大机遇，并积极布局细分赛道。

图表 2：预制菜的不同定义



资料来源：前瞻产业研究院，美团，国联证券研究所

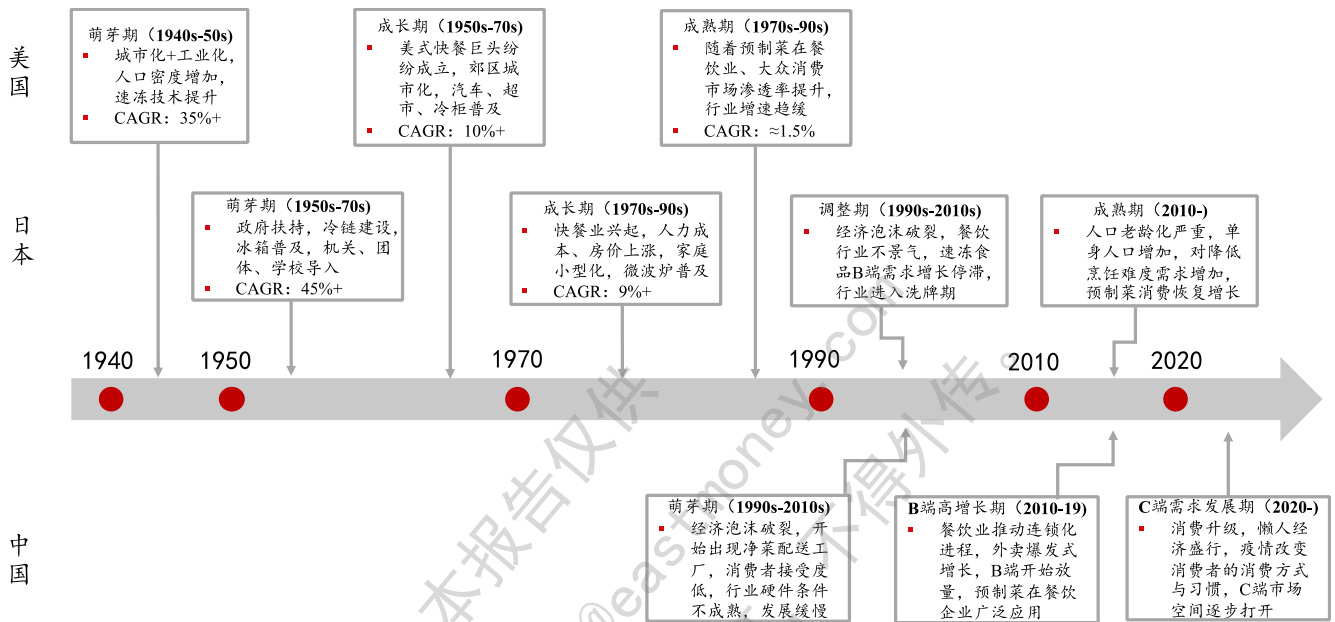
图表 3：正餐解决方案价值曲线（分）



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

国内预制菜行业的发展经历萌芽期(1990s-2010年)、B端高增长期(2010-2019年)和C端需求发掘期(2020年至今)三个阶段。90年代初期，麦当劳、肯德基等国际餐饮巨头进入中国大陆，一些工厂开始为其配送半成品菜，这或许就是我国最早的预制菜雏形。到2000年以后，半成品菜开始大量出现，但整体发展仍较缓慢，供给端以中小企业甚至作坊式工厂为主，大品牌还未大范围进入。2020年后，预制菜才开始成为行业未来发展的一个方向。

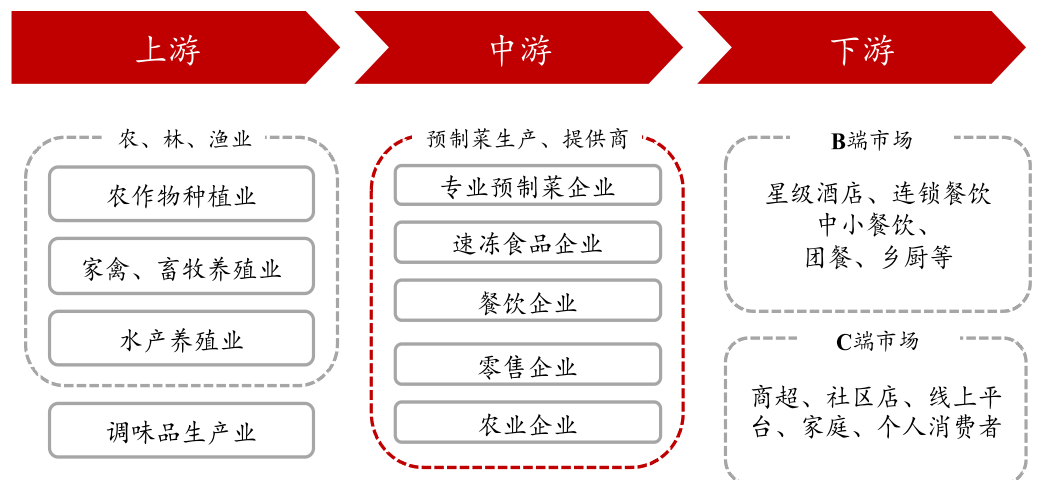
图表 4：中国预制菜起步较晚，目前正处于快速发展期



资料来源：消费界，智研咨询，国联证券研究所

国内预制菜行业 B 端为主，C 端为辅。预制菜产业链的上游主要为农牧渔业和调味品生产型企业，前者包括农作物种植业（主要为果蔬）和家禽、畜牧、水产养殖业。上游在预制菜产业链中的地位至关重要。预制菜的原材料成本占比较高，可达 90% 以上，因此原材料价格变动对预制菜的成本影响较大。产业链中游是预制菜生产、提供商，类型多样，主要包括专业预制菜企业、速冻食品企业、餐饮企业、零售企业和农业企业 5 种类型。产业链下游是预制菜的消费市场，可分为 B 端（如酒店、连锁快餐、中小餐饮等）和 C 端市场（如商超、社区店、线上平台、家庭&个人消费者）。据亿欧数据统计，中国预制菜市场 B 端和 C 端的份额占比是 8:2。

图表 5：预制菜产业链



资料来源：行行查，消费界，国联证券研究所

1.2 需求端：B 端需求强劲，C 端放量在即

预制菜的客户可分为 B 端、C 端，其中 B 端客户主要包括高端星级酒店、连锁

餐饮、中小餐饮&外卖、团餐、乡厨等，C 端客户包括线下的农贸市场、商超&连锁店和线上的电商平台、新零售平台等。B 端客户对预制菜产品的诉求主要在于产品力和稳定性，比拼的核心是成本、效率、规模、服务和渠道深度。C 端客户对预制菜产品的诉求主要在于口感和便利性，比拼的核心是品牌、消费者触达和营销洞察。

图表 6：BC 两端客户差异性对比

B 端	VS	C 端
大 B 定制品，小 B 通用品	定制化程度	标品居多
高	客户粘性	低
强	议价能力	弱
对还原度要求高	需求多样性	个性化需求高
高	需求稳定性	较低，灵活调整
还原度，稳定性，性价比	产品诉求	口感、便利
成本，效率，规模，服务， 渠道深度	竞争核心要素	品牌，消费者触达， 营销洞察

资料来源：国联证券研究所整理

➤ B 端：餐饮连锁化趋势明显，降本增效需求迫切

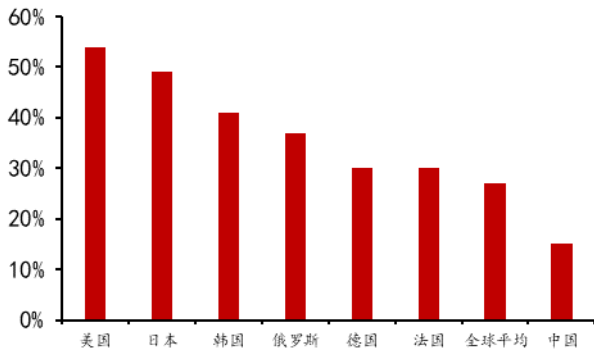
餐饮连锁化率、外卖渗透率、租金与人工成本持续抬升驱动 B 端需求增长。预制菜被广泛应用于 B 端的原因在于减少餐厅的人工成本和后厨面积，提高后厨出餐效率及菜品毛利，提升坪效，核心价值点为效率与成本。

我国餐饮企业连锁化水平远低于世界平均水平，餐饮行业集中度也亟待提升。国内餐饮行业竞争格局十分分散，受各地域口味影响，地区餐饮品牌“走出去”难度较大。且长期以来，我国餐饮行业高进入率、高淘汰率的特性使得餐饮企业难以形成完备的管理机制，加盟企业存活率极低，唯有直营店成为了餐饮品牌企业维系生存与发展路径。我国餐饮业连锁化率仅为 15%，对比美国、日本等主要发达国家，我国餐饮连锁化率处于较低水平。

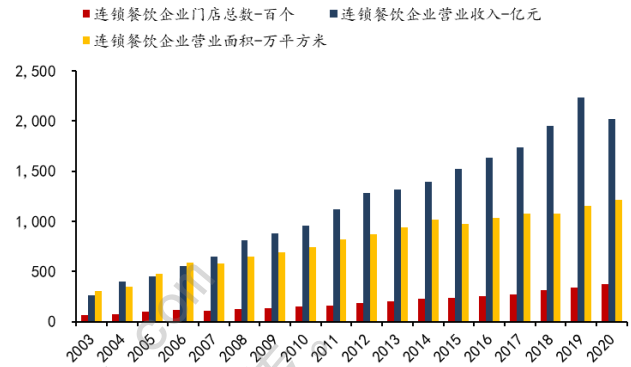
另外，由于中式餐饮从选材到制作流程复杂，难以统一标准化管理，我国餐饮品牌 CR5 仅约 2%，且 TOP5 中除海底捞外其余均为西餐。亚洲国家中日本餐饮品牌 CR5 达到 14%，韩国也达到 7%的水平。尽管我国餐饮连锁化水平与发达国家存在较大差距，但是其增速却毫不逊色，餐饮连锁化将是大势所趋。据欧睿国际预测，2024 年我国餐饮连锁化率有望达到 20%。连锁餐饮出于统一出品品质、保证出餐速度、改善成本结构等目的，拉动对预制菜品的需求。

图表 7：2021 年我国餐饮连锁化率仅为 15%

图表 8：中国连锁餐饮规模逐年提升



资料来源：前瞻产业研究院，美团，国联证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

火锅类、中式快餐企业扩张快速拉升速冻半成品菜、预制菜需求，食材标准化趋势受益行业厂商。由于火锅原材料多是以冻品采购呈现，中式快餐亦可采购成品、半成品菜肴来降低运营成本，保障提供的原材料品控稳定且高效。在这种行业趋势下，食材标准化、高效率需求不断增强，速冻食品在 B 端渠道将进一步打开。例如安井与海底捞、呷哺呷哺进行定制化生产，海底捞食材和调料均有专门供应商以保障产品的质量和可复制性。

中小餐饮企业成本不断攀升，预制菜可降低餐饮门店的租金及人工成本，优化成本结构，增强盈利能力。在餐饮行业蒸蒸日上的背后，越来越多的商家经营面临高额租金、人工成本、采购成本“三座大山”的重压，而中央厨房的意义正是在于帮助餐饮企业降低成本、提高效率。对于餐饮企业来说，中央厨房一方面能够提供所需的半成品或成品菜肴，大大提高出餐效率，也可以减少消费者等待就餐的时间。另外，中央厨房已代替完成大量后厨工作，厨房所需人力和面积也可适当缩减，从而提升餐饮企业利润水平，最终达到减费增效的目的，进一步帮助餐饮企业连锁化、规模化发展。

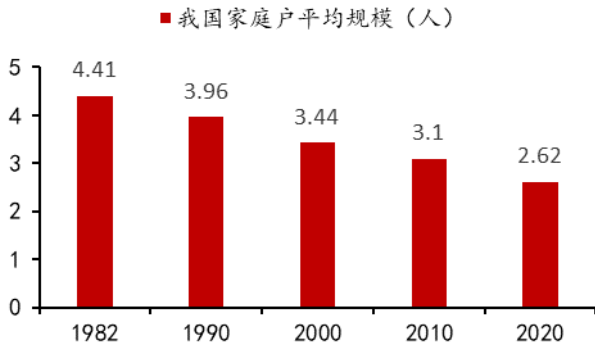
➤ C 端：拓展家庭消费场景，疫情加速渗透率

家庭小型化、社会分工精细化及疫情催化推升 C 端消费需求崛起。预制菜在 C 端主要解决越来越“懒宅宅急忙”的人们“时间贵、口味刁、厨艺差”的问题，消费决策的核心考量因素为口味、性价比和便利性，核心价值在于省时、省事、好吃。

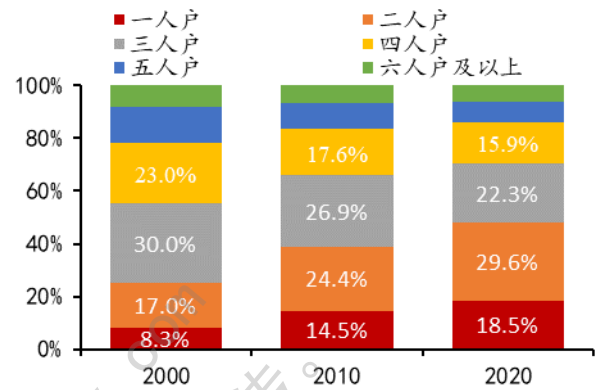
我国家庭结构呈现出“小型化”主趋势，对应众多消费新场景。随着我国城镇化率不断提高，生育政策和城乡户籍政策几经调整，七普数据显示 2020 年我国平均每个家庭户的人口为 2.62 人，首次“破 3”，较 2010 年减少了 0.48 人，“一家三口”的传统被打破。家庭规模收缩，二人家庭、单身家庭的数量明显增加，相对于大家庭来说，小型家庭的“劳动成本”相对较高，一日三餐简单、便捷化的需求上升推动速冻食品迎来消费新热潮。

图表 9：2020 年我国家庭户均规模首次“破 3”

图表 10：一人户、二人户比重显著增加



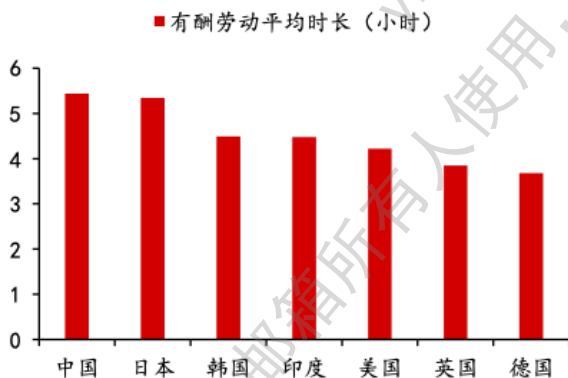
资料来源：国家统计局，国联证券研究所



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

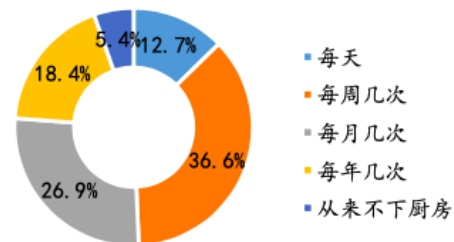
生活节奏加快促进了预制菜在 C 端的发展。据 DT 财经的青年做饭行为调查报告，过半被调查者下厨房的频率小于“每周几次”(即每月、每年几次或从不)，让年轻人不想做饭的 TOP3 原因分别是“工作忙，没有时间做饭”、“前期的食材准备比较复杂”和“不想洗碗”。随着大多数 90 后步入社会工作阶段，通勤和工作时间被拉长，加之烹饪技能弱化，在家烹饪意愿正逐渐降低，消费者逐渐缺乏在家做饭的人手、时间和意愿。

图表 11：我国人均有酬劳动时长世界第一



资料来源：中国时间利用调查研究报告，国联证券研究所

图表 12：选择不同下厨房频率的人数占比



资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

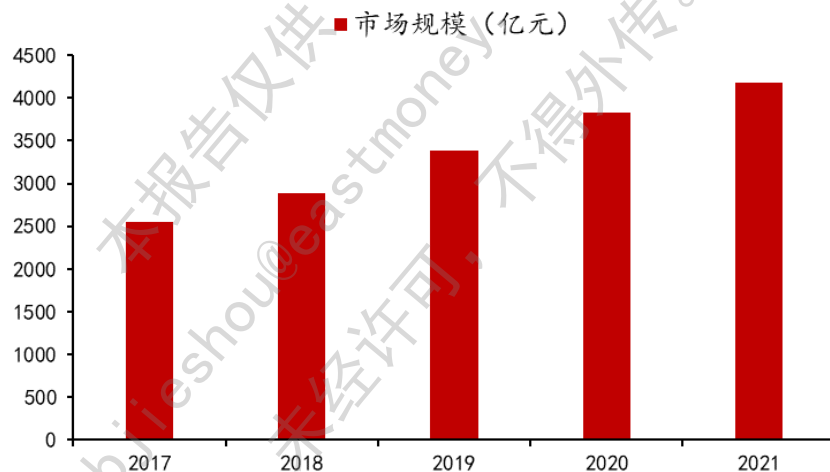
速冻食品使用便捷性和可“囤”属性更加贴合年轻人餐饮需求。雀巢联合中国营养学会发布《中国居民早餐饮食状况调查报告》显示，35%的调查对象不能做到天天吃早餐，55%的调查对象早餐摄入食物种类不足三种，42%的人在 10 分钟以内用完早餐。而针对不吃早餐的原因统计中，“时间紧”这一选项占比高达 49%。

短期看，疫情加速了消费者教育，家庭消费需求快速增长。疫情加速了预制菜的消费者认知与接受度。尤其是 2022 年春节期间，在提倡就地过年叠加年夜饭场景下，预制菜迎来高增长，成为饮食界的“新晋顶流”。疫情深刻地改变了经济活动和人们的生活、工作方式，会给行业、消费者带来长期的影响。疫情期间人们的“宅生活”培养和强化了“宅经济”的消费习惯与方式。在后疫情时代，“宅经济”红利还将得到的延续。

1.3 供给端：冷链保驾护航，资本助推扩容

供应链端的技术与产品升级也推动了预制菜的发展。冷链物流的发展和完善，为预制菜延长保质期，扩大配送范围提供了基础条件。速冻技术的发展成熟使预制菜在时间维度上得到拓展，预制菜的储存时间大幅延长，保鲜效果也更好。冷库、冷链运输车辆等冷链物流基础设施的建设与完善，则在空间的维度上对预制菜进行了拓展，预制菜的销售半径增大，规模效应、网络效应下物流配送成本降低。

图表 13：我国冷链物流市场规模受需求推动不断上升



资料来源：中物联冷链委，中商产业研究院，国联证券研究所

除冷链快速发展之外，资本市场对于预制菜的热度始终未减。根据企查查数据显示，2020年以来预制菜赛道频频受到投资方的关注，2021年餐饮行业PE/VC共发生投资事件近300起，其中预制菜赛道投融资事件共23起，融资金额约为56亿元。

图表 14：2021 年预制菜行业投融资事件统计

品牌	地域	简介	融资轮次	投资机构
银食	河北	中国预制菜连锁门店品牌	天使轮	险峰长青
懒熊火锅	山西	火锅中餐连锁生鲜便利店	A+轮	山景资本
麦子妈	杭州	预制半成品食材供应品牌	天使轮	元气森林
珍味小梅园	上海	新中式预制菜品牌	B 轮	星陀资本、清科产投、毓盛资本、零一创投、德聚兄弟创投
锅圈食汇	上海	火锅烧烤食材供应商	D+轮	茅台建信基金、物美
鲜物志	上海	鲜食预制菜品牌	战略融资	引溪资本

舌尖工坊	北京	预制菜连锁品牌	A 轮	盈科资本
寻味狮	广州	预制菜品牌商	天使轮	源码资本、天图投资
叮叮袋	上海	微波速食品牌	天使轮	青山资本
三餐有料	福建	半成品食材的新零售平台	A+轮	众海投资领头、梅花创投
C0000K 轻烹烹	浙江	全品类异国料理 RTC (预烹饪)	A 轮	月恒资本
王家渡	四川	主打川菜味预制菜	A 轮	复星星元创新资本、番茄资本
查特熊	山西	火锅生鲜食材集合店	种子轮	王亚军
爱烧饭	天津	预制菜零售品牌	天使轮	嘉御资本

资料来源：TMTBase 全球数据库，国联证券研究所

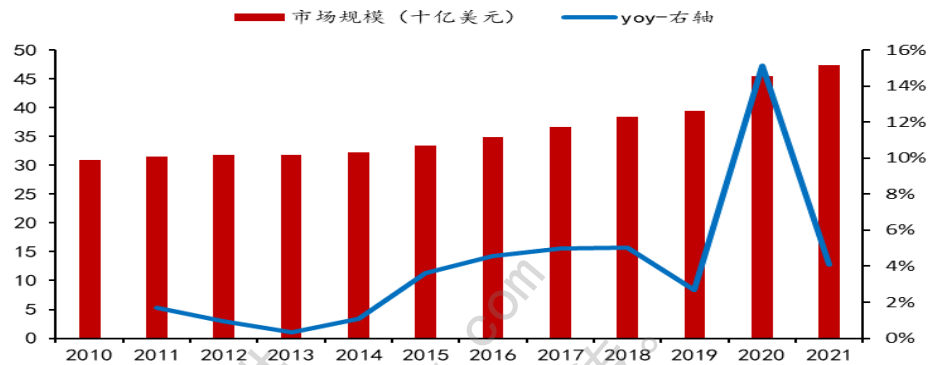
1.4 对比海外：始于美国、兴于日本

在 20 世纪 40 年代，预制菜诞生于美国。80 年代后，传入日本、欧洲和中国台湾地区，在这些地区日渐兴起和流行，并开始对中餐餐饮市场产生影响。

➤ 美国：预制菜起源地，龙头通过并购做大做强

美国预制菜起源于上世纪四十年代，至今已进入成熟期。美国冷冻食品行业共经历三阶段，1942-1957 年美国冷冻食品受二战军队需求迎来高速发展期，在政府的支持引导下，冷冻食品迅速完成从军需到市场化的推广，在这其中预制食品也随之快速增长，到 1957 年占整体行业比重达 9%。1957-1977 年美国餐饮行业在连锁化率的提升下迅速扩容，60 年代美国人均 GDP 持续攀升，BC 两端需求旺盛持续推动冷冻食品行业增长。1977 年之后连锁餐饮行业进入存量竞争时代，整体行业增速逐渐放缓，根据欧睿国际统计，2011-2021 年美国预制食品行业复合增速为 4.2%，从产品种类、生产技术、产业组织等方面表现特征来看，行业已进入成熟期。

图表 15：美国预制食品行业发展已至成熟期，近十年 CAGR 为 4.2%

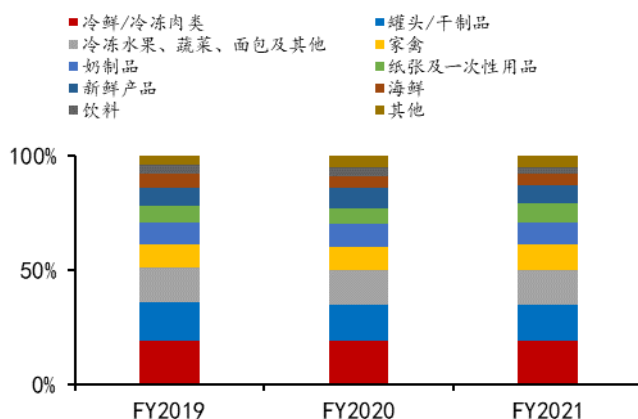


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

兼并收购是美国预制菜企业做大做强必经之路。以 SYSCO 为例，公司于 1969 年成立，1970 年上市。公司上市后开启收购兼并之路，大幅扩充产品类别。1970 年，SYSCO 并购了婴儿食品配送公司 Arrow Food Distributor；1976 年，收购 Mid-Central Fish and Frozen Foods Inc 以扩充农产品品类，并于 1981 年成为美国最大食品服务公司。1984 年收购 PYA Monarch 旗下三家公司，随后收购当时全美第三大食品配送公司 CFS Continental。之后公司不断进行收购活动向上游原料产业延伸，并扩大冷冻产品配送业务，并进军大型连锁商超。21 世纪起 SYSCO 逐渐并购国际食品分销商；2016 年，以 21 亿美元成功收购了英国同行 Brakes，进一步扩展全球业务版图。SYSCO 在半个世纪的并购过程中，年销售额从 1970 年 1.15 亿美元增长至 2021 年 512.98 亿美元，年复合增长率为 12.71%。

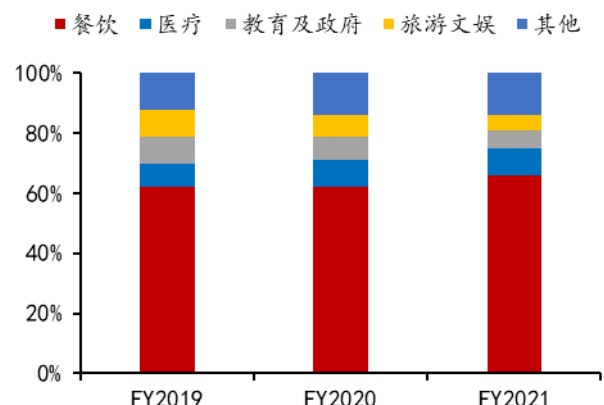
向上下游延伸，打造预制菜全产业链布局。SYSCO 之所以选择通过无限并购来开疆拓土并非盲目扩张，从公司选择收并购标的企业的业务特性与目标客户来看，都具有相似性或互补性，能够在企业融合后补充产业链或产品端的空白，最终打通上下游产业链。另外，SYSCO 通过自建物流方式加强供应链管理，减少生鲜运输过程中产生的损耗，同时也能通过多区域配送平台高效作业。

图表 16: SYSCO 主营业务结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所 注：2021 财年截止至 7 月 3 日

图表 17: SYSCO 近三年客户成分表



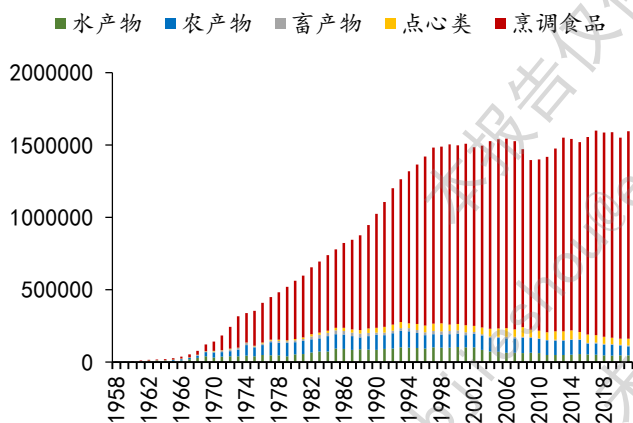
资料来源：公司公告，国联证券研究所 注：2021 财年截止至 7 月 3 日

➤ 日本：市场集中度高，始于 B 端、兴于 C 端

日本预制菜行业诞生于上世纪五十年代，1999 年后进入成熟阶段。日本速冻食

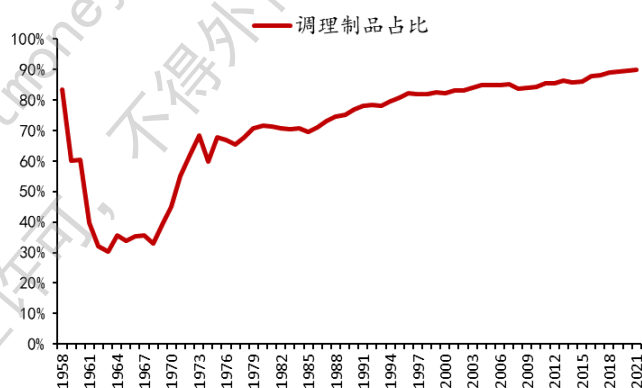
品诞生于 1920 年，但直到 1964 年东京奥运会食堂使用速冻食品加工烹饪后酒店和餐饮企业才逐渐开始采购速冻食品，B 端市场被迅速打开，使得行业进入快速发展时期。1965 年，日本电冰箱普及率超 50%，速冻食品进入千家万户成为餐桌上的美食。1990 年，日本冷冻食品产量突破 100 万吨大关，期间日本经济高速发展，城镇化率也逐渐提高至 75% 以上。但在 1999 年日本签订“广场协议”后，经济泡沫危机让日本经济陷入停滞，城镇化率也基本维持稳定，冷冻食品生产总量快速增长的势头被拉住，日本速冻行业进入成熟阶段。

图表 18：日本主要类别速冻食品生产量走势（万吨）



资料来源：日本冷冻食品协会，国联证券研究所

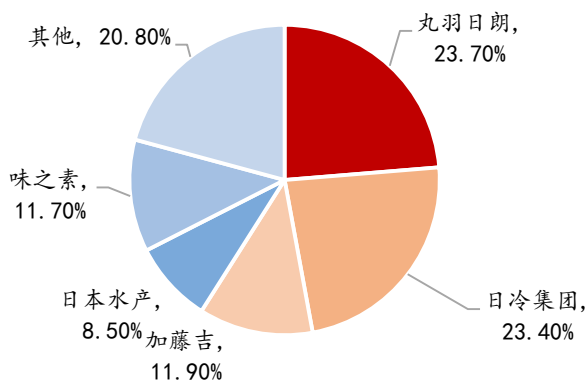
图表 19：日本速冻调理制品占整体比重不断上升



资料来源：日本冷冻食品协会，国联证券研究所

日本速冻行业集中度较高，行业格局呈现出垄断竞争，CR5 达到 70% 以上。日本预制菜企业发展先是着力于产品销售全国化铺开，而后便开始产业链上下游一体化、业务产品横向研发创新方向发展。在 90 年代后期 2B 市场停滞发展后，具有牢固渠道优势的 B 端企业在市场份额缩小的过程中逐渐提升了品牌市占率。另外一些能够抓住 C 端新需求的企业也在行业洗牌中壮大发展，市场集中度不断提升，目前龙头企业市场份额以趋于稳定，CR5 高达 79%。

图表 20：16 年日本速冻行业集中度高且稳定



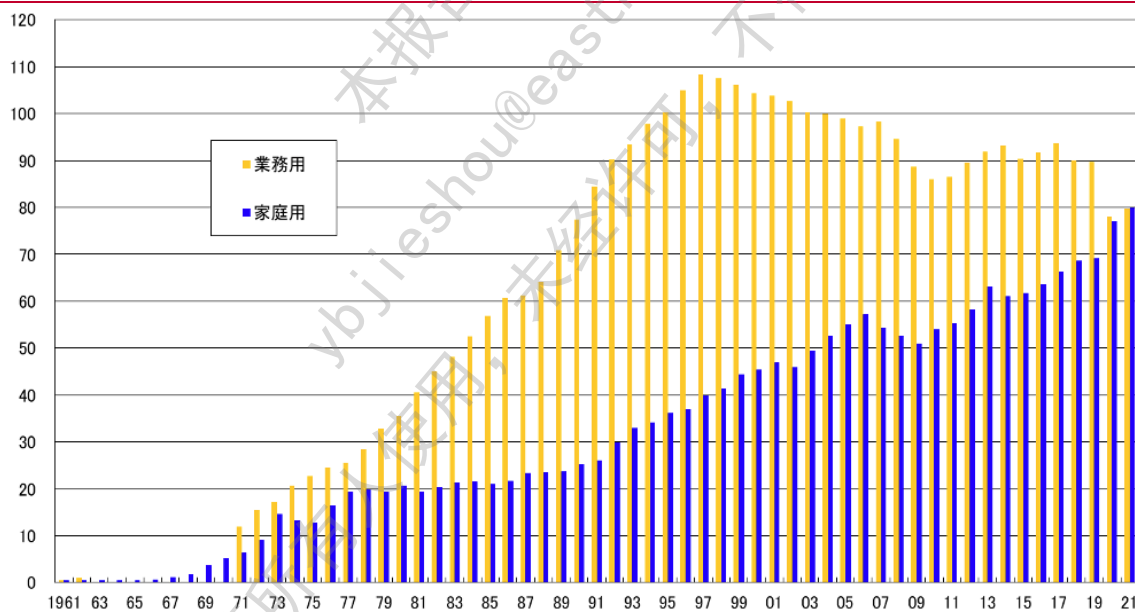
资料来源：日冷集团，国联证券研究所

日本预制菜行业在 B 端市场起步，发展速度变化与餐饮业基本相同。日本速冻

产品首先在 B 端打入餐饮市场，企业以服务酒店、食堂、学校等餐饮场景为主。在 B 端市场开拓的过程中，餐饮市场食材标准化进程加快步伐，在 70-90 年代经历快速增长后 B 端市场增长迎来转折点，市场份额逐年收缩，最终于 2010 年左右餐饮端市场总额暂停下降趋势并稳定发展。在 B 端发展过程中发现餐饮端行业从起步到快速发展直至成熟的变化趋势与速冻食品整体行业发展趋势与关键时间点基本吻合。

随着消费者认知提升，日本预制菜 C 端发挥潜力。C 端市场在 1990 年左右 B 端发展滞缓后，家庭端消费需求逐渐被挖掘，成为行业新的长期增长点，但 C 端的持续扩容并未深刻影响速冻行业发展周期，日本速冻行业在 2000 年左右增长乏力，最终步入成熟期。日本 2021 年预制食品 BC 端占比为 5:5。

图表 21：日本预制菜 B 端起步更快、C 端潜力更强（万吨）



资料来源：日本冷冻食品协会，国联证券研究所

2 竞争格局：大行业、小公司

2.1 空间预测：2030 年市场规模或近七千亿

在中性情形下，2030 年我国预制菜市场规模可达 6748 亿元。

B 端：采用的测算公式为“B 端市场规模=餐饮企业收入*原材料占营收比重*预制菜 B 端渗透率”。核心假设如下：

① 餐饮企业收入：据中国饭店协会，2021 年，全国餐饮收入 46,895 亿元。据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，预计 2019-24 年中国餐饮市场规模 CAGR 为 7%。假设在 2021-30 年我国餐饮企业收入增速维持 7%；

② 原材料成本的营收占比：据中国饭店协会，2020 年，餐饮原材料成本的营收占比均值为 41.87%。假定 2030 年该数值保持不变；

③ 预制菜 B 端渗透率：据《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》，目前

国内预制菜渗透率为 10-15%，预计 2030 年将提至 15%-20%。假定 2030 年预制菜 B 端渗透率为 15%。2030 年我国预制菜 B 端市场规模有望达到 5299 亿元。

C 端：由于 C 端市场规模统计口径多样，我们采用欧睿国际、NCBD 和艾媒咨询三大口径的平均值 515.2 亿元。其中，对口径二（NCBD）、口径三（艾媒咨询），C 端规模为整体市场规模的 20%（据亿欧估测，中国预制菜市场 B 端和 C 端的占比是 8:2）。预制菜 C 端市场增速我们借鉴早期方便食品在中国地区发展情况，预计中性预期下至 2030 年 C 端市场规模将达到 1450 亿元。

图表 22：2030 年我国预制菜市场规模测算（亿元）

	B 端市场空间 测算	C 端市场空间 测算	整体预制菜 空间	2021-2030 年 CAGR
乐观	5,807.0	1515.4	7,322.4	11.8%
中性	5,298.8	1449.7	6,748.4	10.8%
悲观	4,648.9	1242.9	5,891.8	8.9%

资料来源：国联证券研究所测算

2.2 行业纵览：集中度低，小规模、区域性

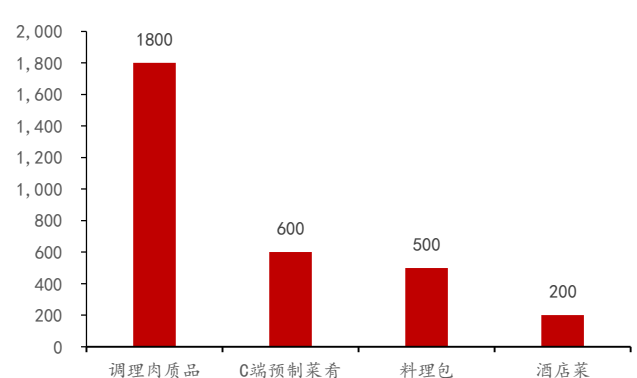
当前我国预制菜市场空间约 3000 亿，从细分市场看，调理肉制品市场规模最大。预制菜解决了 B、C 端客户痛点，成为未来发展趋势。餐宝典数据显示，2021 年中国预制菜规模在 3100 亿元左右，同比增长 24.1%，预计到 2025 年将会突破 8300 亿元。目前，预制菜细分品类中处于品类黄金发展周期的主要有调理肉制品、酒店菜、料理包等，C 端预制菜也正处于导入期。这四大类产品中，调理肉制品的行业规模最大，其次 C 端预制菜肴和料理包，酒店菜规模则比较小。

图表 23：预制菜行业迎来高速发展



资料来源：餐宝典；国联证券研究所

图表 24：调理肉制品市场规模占比约 60%（亿元）

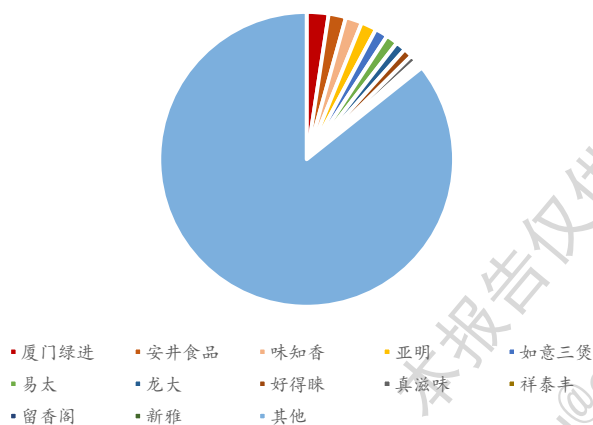


资料来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

预制菜行业企业众多，具有小规模、区域性特征。从菜系看，我国各地居民的饮食习惯差异较大，众多菜系中川菜口味市场接受度最广，但也只占市场规模的 12.4%。从公司看，2020 年我国预制菜行业 CR10 仅 14.23%，其中市占率前三的企业分别为厦门绿进（2.4%）、安井食品（1.9%）、味知香（1.8%），龙大美食市占率

为 1.1%。截至 2022 年 7 月，我国预制菜相关企业达 6.6 万家。超五成相关企业注册资本在 100 万元以内，注册资本在 1000 万元以上的占比 12.5%。

图表 25：2020 年我国预制菜公司市场集中度



资料来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

图表 26：大型预制菜企业区域性特征明显



资料来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

2.3 参与主体：五类企业各显神通

我国预制菜行业的参与者主要有专业预制菜企业、速冻食品企业、农牧水产企业、餐饮企业和零售企业五种类型。专业预制菜企业的代表有“预制菜第一股”味知香、苏州好得睐（与福成五丰的“鲜到家”合称“南拳北腿”）、蒸烩煮、聪厨等；速冻食品企业的代表包括安井、惠发、三全以及思念系的千味央厨；农牧水产企业的代表有圣农发展、国联水产、双汇发展、龙大美食等；餐饮企业的代表包括海底捞、同庆楼、西贝、眉州东坡、广州酒家、全聚德等；零售企业的代表有盒马鲜生、永辉超市（辉妈到家）、叮咚买菜、美团买菜（象大厨）等。

图表 27：各类型行业参与者代表公司/品牌概况

类型	品牌	成立时间	进军预制菜时间	产品类型	渠道
专业预制菜企业	味知香	2008 年	2008 年	肉禽类、水产类及其他预制菜类等，涵盖数百种菜品	B/C 端均有，C 端包括专卖店、社区店等
	好得睐	1999 年	2002 年	各类预制菜、酒店菜、团餐	B/C 端均有，包括农贸、商超、社区店、电商等
	蒸烩煮	1998 年	2006 年	料理包，便当，简餐，套餐，团餐、宴席菜等	B 端为主，为航空、铁路、高速公路、超市、便利店等供餐
	聪厨	2002 年	2002 年	酒店菜（梅菜扣肉等），家常菜（香菇滑鸡等），团餐等	B 端为主，2020 年上半年加大 C 端渠道的推广力度
速冻食品企业	安井食品	2001 年	2020 年	速冻菜肴、鱼糜、肉制品、面米，SKU 超过 300	B/C 端均有

	惠发食品	2005年	2017年	涵盖速冻丸类、肠类、油炸类、串类等	B/C端均有，包括商超、餐饮、团餐、批发等
	三全食品	2001年	2021年	速冻米面、速冻调制食品、冷藏产品、常温产品	C端为主，B端发展中
	千味央厨	2012年	2021年	油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他	To B，为百胜等大客户定制开发预制菜产品
上游资源企业	圣农发展	2006年	2021年	熟制菜肴，调理半成品等，原材料有鸡（主要）、猪、牛肉	B端为主，供货给餐饮集团、电商平台等
	国联水产	2001年	2016年	烤鱼、酸菜鱼等水产预制菜	B端占比较大，商超、电商等
	双汇发展	1998年	2021年	酥肉、蒜香排骨、东坡肉等	主要通过商超、农贸批发、餐饮
	龙大美食	2003年	2021年	小酥肉等家常美食，预制半成品菜/成品菜，家宴礼盒系列	B/C端均有，包括连锁餐饮集团、电商等
餐饮企业	海底捞（蜀海）	1994年	2019年	21年推出现做半成品“开饭了”系列，有20多种产品	C端为主，面向餐饮门店、外卖平台、电商等
	同庆楼	1925年	2021年	“名厨菜”系列，自热饭系列	B/C端，线上/下均有
	西贝集团	1988年	2020年	推出“贾国龙功夫菜”，为地方特色菜	To C，餐饮门店、电商
	眉州东坡	1996年	2010年	东坡扣肉、川味香肠等川菜系预制菜等	To C，餐厅自用、电商
	全聚德	1864年	2005年	烤鸭特色预制菜，京菜系	To C，餐饮门店、电商等
	广州酒家	1935年	2021年	自烹胜大厨系列，粤菜特色	To C为主，线上/下均有
零售平台型企业	盒马鲜生	2015年	2021年	大海鲜、传统硬菜、单品菜肴、全家福年菜套餐等	线下实体店、线上平台，含会员店、盒马MAX、盒马NB
	永辉超市（辉妈到家）	2001年	2021年	速冻熟制品，含金汤酸菜鱼、外婆红烧肉等网红单品	江浙沪门店，线上/下同步上市
	叮咚买菜	2017年	2021年	净菜、即热硬菜、拳击虾等	To C，线上平台
	美团（象大厨）	2019年	2021年	眉州东坡、陶陶居、广州酒家等推出的联合预制菜	To C，线上平台

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

不同类型的参与者有着不同的基因，在预制菜赛道比拼上各有优劣。

- **专业预制菜企业：**往往深耕预制菜市场多年，有先发优势，积累了一些成熟的品类，有拳头产品。销售端有客群积累和区域性渠道优势，积累了较多B端餐饮渠道客户和反馈。劣势在于企业体量往往偏小，产品、渠道扩张投入大、难度高，品牌力偏弱，且B、C端需求有差异难兼顾；
- **速冻食品企业：**有产能、渠道优势，生产经验、产能、渠道、冷链基础设施可复用，有消费者认知度及品牌知名度，劣势在于产品定制化开发能力偏弱，多SKU管理经验相对缺乏；
- **农牧水产企业：**优势在于对上游原材料的把控、大规模生产经验和成本优势，劣势在于距终端消费者远，产品打造经验不足，品牌力偏弱；
- **餐饮企业：**优势在于客户群稳定，产品研发优势突出，品牌力较强，消费者认知度高，劣势在于渠道力弱，成本控制力弱，价格偏高，门店和预制菜二者的平衡也给经营管理带来挑战；
- **零售企业：**优势在于出货能力强，品牌力强，消费者洞察深，有数据优势，用户画像清晰，可基于用户数据提炼产品研发点，运营力强，运营场景多元。劣势在于品控能力弱，渠道单一，冷链物流仓储自建投入高等。

图表 28：各类型参与者的优劣势对比

<p>专业预制菜企业</p> <ul style="list-style-type: none"> • 优势：有先发优势，有拳头产品，有一定客户积累和区域性渠道优势 • 劣势：企业体量往往偏小，产品、渠道扩张投入大、难度高，品牌力偏弱，B、C端难兼顾
<p>速冻食品企业</p> <ul style="list-style-type: none"> • 优势：产能、渠道优势，生产经验、产能、渠道、冷链基础设施可复用，有一定消费者认知度及品牌知名度 • 劣势：产品定制化开发能力偏弱，多SKU管理经验相对缺乏
<p>农牧水产企业</p> <ul style="list-style-type: none"> • 优势：对上游原材料的把控、大规模生产经验和成本优势 • 劣势：距终端消费者远，产品打造经验不足，品牌力偏弱
<p>餐饮企业</p> <ul style="list-style-type: none"> • 优势：客户群稳定，产品研发优势突出，品牌力较强，消费者认知度高 • 劣势：渠道力、成本控制力弱，价格偏高，门店和预制菜的平衡是挑战
<p>零售企业</p> <ul style="list-style-type: none"> • 优势：出货能力强，品牌力强，消费者洞察深，有数据优势，用户画像清晰，运营力强，运营场景多元 • 劣势：品控能力弱，渠道单一，冷链物流仓储自建投入高等

资料来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

图表 29：全国各省市预制菜上市公司热力图



资料来源：前瞻产业研究院；国联证券研究所

3 未来展望：产品、渠道、供应链共筑壁垒

3.1 渠道端：B端起步，C端跟随

国内预制菜市场仍以B端为主，B端现阶段需求明确，增长确定性强。从B端看，我国预制菜行业已走过“0-1”的起步/导入期，步入“1-N”的发展期。在“三高一低”成行业痼疾的背景下，餐企对降本增效的诉求十分迫切，对预制菜的主动、被动需求都较强。整体而言，B端现阶段需求已十分明确，驱动力强，逻辑通畅，预制菜ToB厂商很有机会从当下到不远的未来获得稳定而显著可观的增长。

投资者认知不足限制C端当下发展。结合海外预制菜发展历程，C端市场蕴含大潜力。但短期发展仍存在制约因素，如冷链物流配送半径、口味囿于区域导致区域

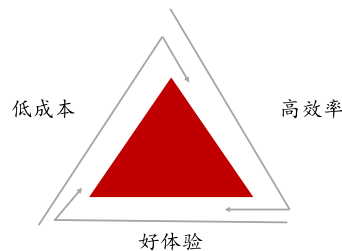
规模效应强而全国弱，口味还达不到消费者预期，食品安全风险等。预制菜在 C 端的渗透率、消费者认知度、需求强度还有很大提升空间。

我们认为预制菜 C 端长期机会、潜力大。一方面，人口老龄化加深，人们工作时长与强度不减，懒宅经济盛行，种种经济社会因素都表明，人们对预制菜的远期需求只增不减；另一方面，制约因素、痛点也并非无解。据 2022 年淘宝年夜饭报告，今年春节年夜饭出现南北大融合趋势，水饺、东北鸡架等典型北方菜出现在南方年夜饭饭桌，而腊肉、盆菜、凤凰单枞茶等南方美食茶品也成为北方家庭喜欢的年货。

3.2 产品端：前期大单品战略，后期走向差异化

先 B 后 C，前期以大单品起量是典型打法。低成本、高效率、好体验共同构成预制菜产品的“不可能三角”。其中，高效率和好体验分别对应 B 端、C 端的核心诉求。根据“先 B 后 C”的发展规律，前期打法的要点在于把握低成本、高效率而暂时放弃好体验。而要想做到低成本、高效率，就必须上规模。所以，预制菜企业的典型打法是依靠大单品拓展渠道，凭借规模效应获得竞争优势，不断提高市场份额。在大单品打开销路，获得不错的出货能力后，不断进行品类扩张。

图表 30：预制菜的“不可能三角”

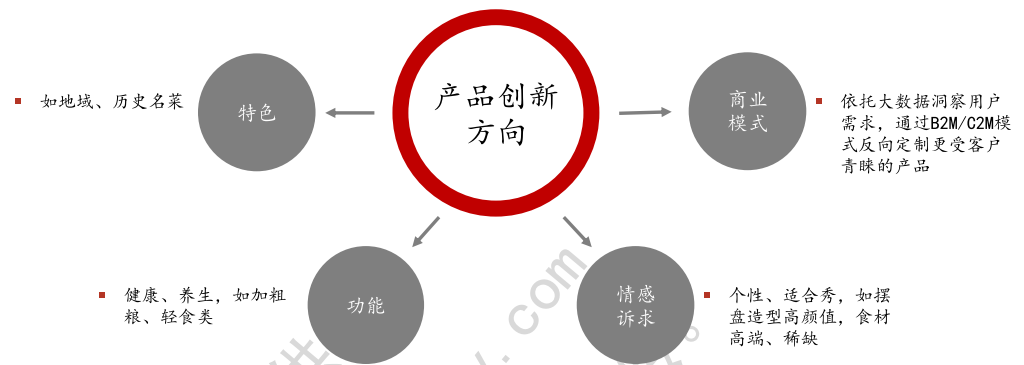


资料来源：新食材，国联证券研究所

后期走向差异化，进行品类扩张与创新将是必然选择。随着行业的发展，因模仿成本低廉，预制菜同质化问题日益凸显。如今，市面上热销、典型的预制菜主要有佛跳墙、酸菜鱼、花胶鸡、盆菜、宫保鸡丁、狮子头、鱼香肉丝、梅菜扣肉等，要么是自烹饪难度较大的硬菜，要么是酒店或家常的经典菜。如果产品被模仿或随着竞争加剧，“大单品”策略将很容易丧失竞争力。因此，要想获得长期竞争力，后期走向差异化，进行品类扩张与创新将是必然选择。

我国预制菜企业存在很大的品类扩张与创新空间。欧赛斯预计，我国速冻预制菜领域能做成畅销预制菜的单品有几百个。对产品创新的方向，我们认为可从特色（地域、历史名菜）、功能（健康、养生，如加粗粮、轻食类）、情感诉求（个性、适合秀，如摆盘造型高颜值，食材高端、稀缺）等维度进行。此外，还可依托大数据洞察用户需求，通过 B2M/C2M 模式反向定制出更受客户青睐的产品。

图表 31：预制菜产品创新方向

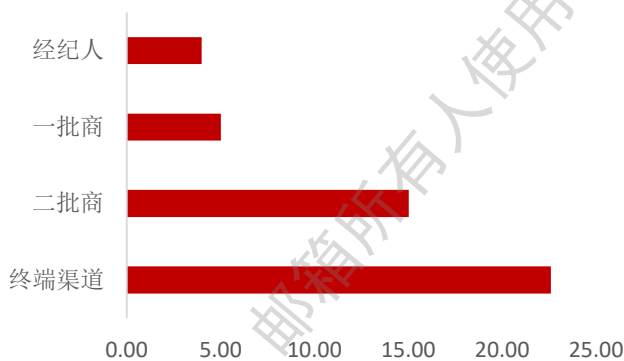


资料来源: 国联证券研究所

3.3 供应链: 降本增效, 垂直一体化整合是趋势

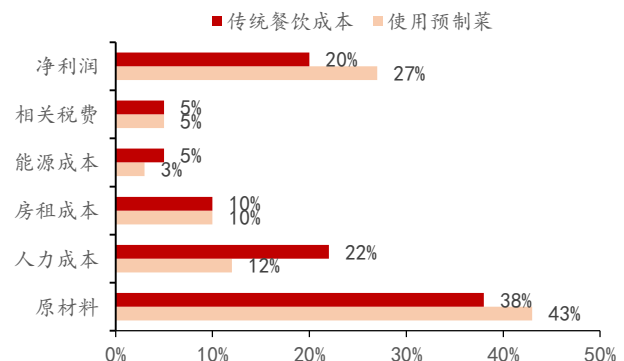
传统的餐饮供应链供销两头分散, 交易环节众多, 交易效率低下。传统食品供应链一般节点包括经纪人、一批商、二批商、终端渠道, 整体加价率约为 30-40%。相比之下, 现代餐饮供应链模式通常由中央厨房统一采购、生产、运输, 大幅减少了餐饮企业成本, 使用预制菜能使餐厅净利润增加约 7%。

图表 32: 传统餐饮供应链加价率高



资料来源: 中国连锁经营协会; 国联证券研究所

图表 33: 传统餐企使用预制菜成本变化



资料来源: 前瞻产业研究院; 国联证券研究所

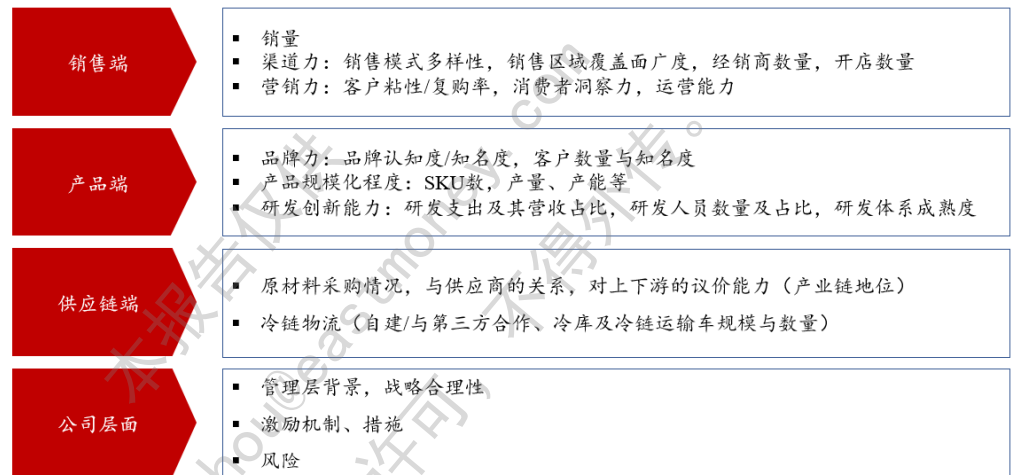
垂直一体化资源整合成为主要趋势。餐饮从原材料生产商到消费者的全链条已初步成型, 但受制于历史、地域因素, 餐饮供应链的渗透率、运行效率均有较大提升空间。速冻企业发展方向朝着上下游一体化靠拢, 各个流通环节逐个攻破, 头部企业早先一部涉足餐饮供应链系统建设布局, 自下而上直接贴合下游需求, 提供定制化产品服务, 结合优质供应链基础, 打造全方位品牌服务。市场上已经出现了一批连锁餐企延伸型、采购资源延伸型公司, 如功夫鲜食汇、蜀海、望家欢、彩食鲜等。

4 公司对比: 精选兼具确定性与成长性标的

入局预制菜的参与者众多, 在本章我们从销售、产品、供应链和公司四大维度对预制菜行业重点公司进行对比。我们认为, 预制菜行业最重要的竞争力是出货能力, 可拆解成销售端和产品端两部分。其次, 预制菜行业原材料成本占比高、终端分散,

对上下游供应链端的管理、把控能力非常重要。另外，公司治理、激励政策等公司软实力同样发挥着重要的作用。本章我们选取了安井食品、三全食品、千味央厨、龙大美食、佳沃食品、国联水产、得利斯、双汇发展、圣农发展、广州酒家进行对比。

图表 34：预制菜行业公司对比维度

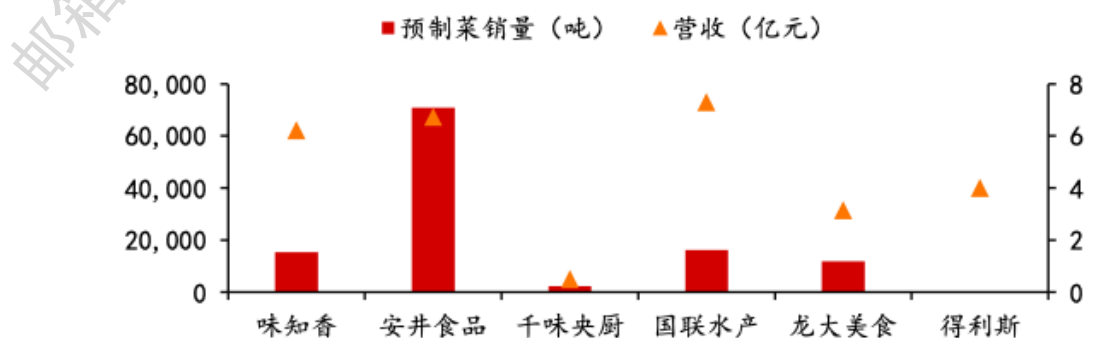


资料来源：国联证券研究所

4.1 销售端：核心是渠道触达能力

销量：安井食品预制菜销量遥遥领先，味知香、国联水产、龙大美食销售规模相近。双汇发展、圣农发展和广州酒家等均无可比预制菜的较精确口径披露，仅有粗口径大类披露（因数值较大，故不在下图中展示）。

图表 35：2021 年各家公司预制菜销量及营收



资料来源：各公司官网，国联证券研究所；注：龙大美食的口径为“冷冻调理肉”

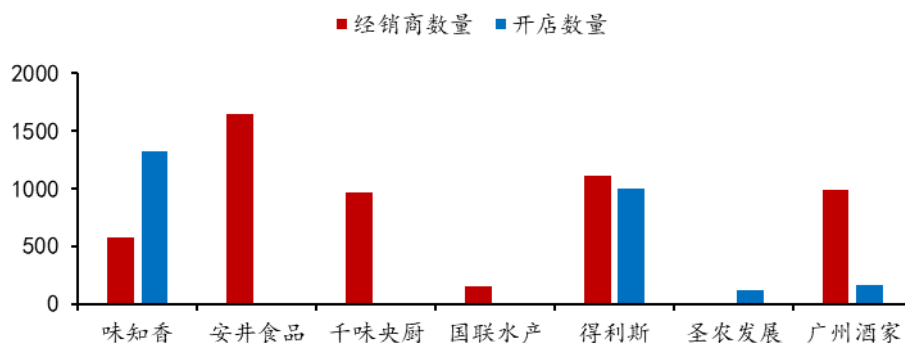
渠道：从销售模式多样性看，各公司的销售模式均较为多样，很多都采用经销/直销、线上/线下结合的方式进行销售，在 B、C 端方面各有侧重。销售区域覆盖面广度上，安井食品、三全食品、国联水产、双汇食品的覆盖面最广，遍及全国，其余几家有较为明显的区域性特点。

图表 36：各评分标的销售模式以及覆盖面对比

标的	销售模式多样性	销售区域覆盖面广度
安井食品	经销商/商超/电商 冻品先生、安井小厨	传统经销商渠道铺货、冻品先生加盟店已在厦门、台州、苏州等城市开业运营开店
三全食品	线上+线下，主要集中在商超	覆盖了全国所有的省、自治区和直辖市以及 90%的地级市、70%的县级市，西北是三全的主要优势地区
千味央厨	经销+直营	华东、华中为主，华北、华南、西北、东北、西南等次之
国联水产	经销+直营（餐饮重客为主）	覆盖城市 98 个，全国城市覆盖率 33%，精耕八大区七省三市 121 个地级市场
佳沃食品	分销/零售/餐饮/专卖/特渠	零售以成都为模型向全国布局，在华东、华南、华北（北京）建立销售中心对接海外市
龙大美食	5 种销售渠道，大 B 为主，线上+线下拓展 C 端	集中在山东，冷冻调理品在北上广，郑州、武汉等设立了办事处
味知香	经销为主，少量直销。线下为主，已尝试电商渠道	在江苏、上海、浙江建立了密集的销售网络。已逐步在重庆、成都、武汉等地布局，计划全国扩张
广州酒家	线上/线下	主要、优势区域在广东片区，目前计划向上海地区发展
双汇发展	直销/经销 线上销售以天猫、京东等平台为主，线下以经销商代理为主	覆盖全国 17 个省（市）
圣农发展	线上下均有，餐饮连锁、大型连锁超市、便利店、电商平台	以福建为核心，以华东、华南为区域中心，并向华北、西北拓展
得利斯	直销+经销，辅以线上，京东自营店已销售几年	山东、北京、西安、吉林等

资料来源：各公司官网，公司公告，国联证券研究所整理

图表 37：2021 年各家公司经销商数量和开店数量（家）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.2 产品端：品牌、品类并重

品牌力：品牌认知度/知名度方面，我们参考第三方榜单并考虑 B、C 端的差异等。同时借助客户数量和知名度（相当于客户质量），综合评判各公司的品牌力。综

合而言，安井食品、双汇发展、味知香、广州酒家、佳沃食品的品牌知名度较高。产品品质方面，我们综合考虑了电商网络平台消费者评价、线下经销商调研反馈以及餐饮大客户对产品品质要求，认为安井食品、广州酒家、龙大美食、千味央厨的产品稳定性及产品复原度、口味更佳。

图表 38：各评分标的品牌知名度/客户数量对比分析

标的	品牌认知度/知名度	客户数量/知名度
安井食品	NCBD 2021 中国预制菜 TOP10 第 2	包括大润发、永辉、苏果、沃尔玛、物美、联华华商、家乐福、华润万家、中百、新华都、麦德龙、河南大张、大统华、郑州丹尼斯、世纪联华、南阳万德隆、乐购等
三全食品	中国生产速冻食品最早、规模最大、市场网络最广的企业之一。中国第一颗速冻汤圆、第一只速冻粽子都出自三全。	海底捞、锅圈食汇、KFC、饿了么、7-11、24 鲜、百胜餐饮集团、巴奴、呷哺呷哺、永和大王、真功夫、华住酒店集团、康帕斯、索迪斯等知名餐饮连锁品牌
千味央厨	B 端较高，C 端消费者认知度不高。餐饮专供速冻米面领导品牌，NCBD 2021 中国预制菜 TOP10 第 4，餐饮供应链第一股	已成为肯德基、必胜客、华莱士、海底捞、真功夫、九毛九、呷哺呷哺等的速冻米制品供应商，在百胜中国供应商体系为最高级 T1 级。前 5 大客户有百胜中国，华莱士等
国联水产	NCBD 2021 中国预制菜 TOP10 第 3	拥有一大批如海底捞、呷哺呷哺、思念、永辉超市、沃尔玛、大张超市、良之隆、REDLOBSTER、SAM'S CLUB、AQUASTAR、赛百味、汉堡王等大型优质客户
佳沃食品	中国农业企业 500 强榜单中位列 250 名	2022 年与 5-10 家餐饮和连锁酒店合作
龙大美食	长期以 B 端客户为主，C 端号召力较弱	与百胜系、海底捞、荷美尔、上海梅林、通用磨坊等大餐饮企业建立了良好合作关系。为海底捞、盘古餐饮等多家知名商家提供预制菜服务。前 5 大客户有三全食品等
味知香	NCBD2021 中国预制菜 TOP10 第 1，预制菜第一股。2021 年，天猫美食发布的“速食菜 618 热度榜”和“半成品菜 618 热卖榜”，味知香旗舰店排名第二、第三	前 5 大客户有钱大妈，上海傲鲜，河北元富裕丰，浙江和膳等
广州酒家	广东地区知名度很高，于 1939 创建，素有“食在广州第一”荣誉，2020 年度广东餐饮百强及餐饮品牌连锁 50 强	目前拥有“广州酒家”“利口福”“陶陶居”“天极品”“秋之风”“粮丰园”“星樾城”等餐饮与食品品牌共 29 家门店
双汇发展	公司荣获中国肉类食品行业先进企业等多项荣誉。公司连续多年一直为肉类加工行业最具影响力的品牌之一	已覆盖超过 100 万个终端网点
圣农发展	NCBD (餐宝典) 2021 中国预制菜 TOP10 第 5	百胜、麦当劳、德克士、棒约、汉堡王、豪客来、宜家、全家、7-11、罗森、沃尔玛、永辉、华润万家、家乐福、大润发、盒马生鲜、新华都、天猫、京东、顺丰优选、苏宁易购、拼多多、朴朴、叮咚、美团买菜、每日优鲜等
得利斯	为本届冬奥会提供了多款预制菜半成品。预制菜系列产品市场需求较高	现有合作客户有正新鸡排、锅圈食汇、杭州汇裕、江苏雅玛吉、全家、便利蜂、盒马鲜生等

资料来源：各公司公告；国联证券研究所

SKU：对于标准/可规模化程度，速冻面米、西式类产品较高，半成品菜、中餐类偏低；对于增长空间，涵盖更多菜系、口味，受众更广的，主打 B 端的，增长空间更大，速冻面米类由于成熟度更高，增速稳定性更强。定量指标包括预制菜产量、

产能及 SKU 数量。产能上，千味央厨、得利斯、安井产能较充足；SKU 数量上，味知香显著较高。

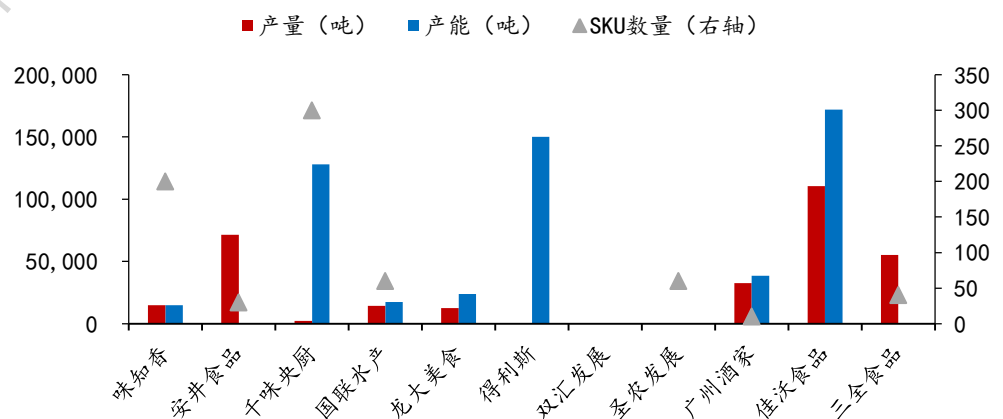
图表 39：各公司产品概况、标准/可规模化程度、放量空间

评分标的	产品概况	标准/可规模化程度	放量空间
味知香	针对 C 端消费者，餐厅高频，但家庭不易做好的菜	偏低	大
安井食品	聚焦家喻户晓、BC 兼顾、菜品还原度高、加工难度高、性价比高的“大单品”	偏低	大
千味央厨	定制化、标准化速冻米面制品	高	较小
国联水产	以小龙虾、南美白对虾、罗非鱼为原料的预制菜为主	偏低	较大
龙大美食	主要在川菜、川味食品等方面发力，大单品、核心单品战略	中	较大
得利斯	定制化产品为主，复热后直接食用的单品	中	大
双汇发展	速食菜、自热米饭、丸子类、酥肉类、酱卤熟食类	中	较大
圣农发展	涵盖熟制菜肴、调理半成品、AB 包，浇头、汤品和馅料类等	中	较大
广州酒家	陈皮鸭、广式咸香鸡、广式鼓油鸡、广式靚汤、腊味炒饭、牛肉炒饭等	偏低	较大
三全食品	速冻水饺、粽子、方便快餐食品、罐头食品、糕点、其他食品的生产与销售。	高	较小

资料来源：各公司公告；国联证券研究所

注：评价标准结合了消费新浪潮、未来智库等分析报告

图表 40：2021 年各公司预制菜产品的产量、产能及 SKU 数量

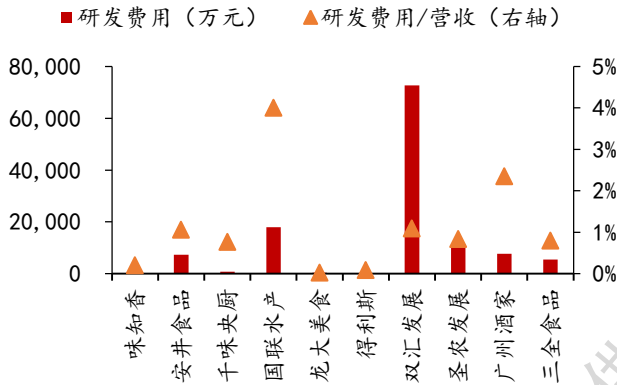


资料来源：公司公告，国联证券研究所

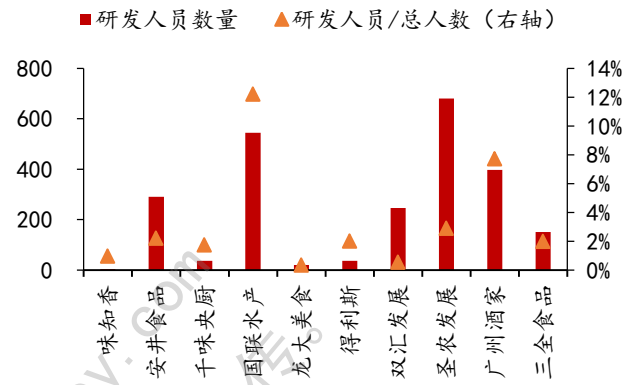
研发创新能力：从研发费用、研发人员数量看，国联水产、广州酒家和安井食品的数值较高，具有较强的研发创新能力，或在预制菜新产品开发上更具优势。

图表 41：2021 年各公司研发费用及营收占比(万元)

图表 42：2021 年各公司研发人员数量及占比



资料来源: Wind; 国联证券研究所



资料来源: Wind; 国联证券研究所

4.3 供应链: 完整的供应链可助力品牌成长

对于原材料采购、与供应商关系,我们认为上游企业以及与供应商有稳定合作的**品牌拥有较大优势**。存在客户指定供应商或受原材料波动影响大的企业对上下游的议价能力相对较低,我们通过不同品牌供应链体系,并结合应付/应收账款及票据周转率来进行衡量。应付账款及票据周转率越小,应收账款及票据周转率越大,对上下游议价能力越强。冷链物流配送能力方面,我们认为自建冷链的品牌更具稳定性稳定性。

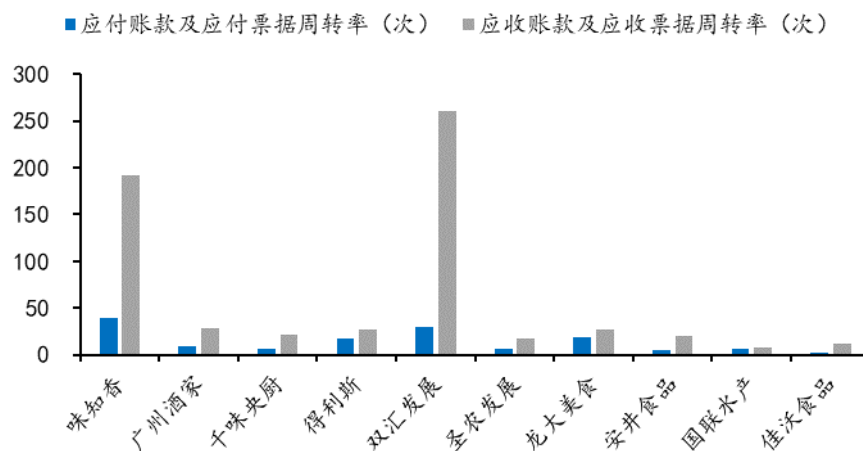
图表 43: 各家公司原材料采购、与供应商关系及冷链物流情况

评分标的	原材料采购、与供应商关系	冷链物流
味知香	合约采购,关系较稳定,与主要供应商合作年限在 2-9 年间	建立了以冷链运输车辆为主体的专用物流配送体系。拥有低温仓储设施和自有冷链运输车队,自行运输配送量在 80% 以上。2021 年公司自有运输车辆共计 25 辆。
安井食品	通用性的大宗农产品根据销售、生产需求批量采购或锁价	冷链物流每年通过招投标方式开展第三方合作
千味央厨	主要采用赊购方式进行采购。直营模式下的大客户存在指定供应商采购的情况,使公司在产业链议价中身陷被动	经销商模式下,配送方式主要为客户自提和客户委托公司代办产品运输。对直营客户,公司负责配送,委托专业第三方物流公司进行产品运输,方式为陆路。
国联水产	以产定采	建设了高度信息化、智能化冷库储藏中心,未来将进一步提升冷库信息化、智能化水平;与各大冷链运输企业均形成了紧密合作关系
龙大美食	通过自养、农户协议养殖的方式,降低了原料端生产成本。位于上游,具有较强食材成本把控力	有较强的冷链物流优势。建立起了“冷链仓储、冷链配送、冷链终端”的全程冷链物流系统,配备运输车
得利斯	招标、直采、贸易采购。牛肉为国外直采	依托京东自营店物流,把产品运到京东的区域大仓,由京东配送;通过顺丰冷链配送直接送达消费者

<p>双汇发展</p>	<p>受猪价波动影响较大 按需采购，以销定产</p>	<p>已实现由企业物流向第三方物流企业的转变，物流网络遍及全国各地。拥有冷库 20 万 t、常温、配送库 18.5 万 m²，铁路专用线 7 条。拥有冷藏运输车辆 1500 余台，常温运输车辆 150 多台，总运能 15000t 以上。具有规模化的冷藏货物储存、分拣、加工、包装及 10m³-90m³ 车型的调控能力</p>
<p>圣农发展</p>	<p>针对原料价格波动的风险，公司采取的措施主要是在原料低价格时大量购入，争取将全年的原料采购价格保持在水平。作为上游农业企业，具有原材料、供应链、渠道积累优势</p>	<p>成功打造了冷链物流公司——恒冰物流，其年货物吞吐量 170 余万 t，以闽北为中心，初步形成了长江以南区域的网络覆盖，在福州、厦门、南昌、杭州、上海、苏州、武汉、广州、深圳 9 个重要节点城市，设有 9 家驻外机构，拥有 4.2m 至 15m 等各类不同车型的冷藏运输车辆 180 余台，整合社会运力 1000 余台</p>
<p>广州酒家</p>	<p>以集中采购为主、分散采购为辅。猪肉的原材料占比高，猪肉价格对公司影响较大</p>	<p>在广东广州、梅州、茂名三地建有速冻基地，有较为完善的速冻体系；与京东已经签订战略合作协议；在广东地区的冷链运输上具备优势。</p>
<p>三全食品</p>	<p>公司采用外部采购模式，其中生产物料及设备、物流等采购业务统一由总部集中定价各生产基地执行</p>	<p>公司通过“自建+第三方”构建了覆盖全国各大城市、1700 多个中小城市和县城的全冷链系统，拥有五大基地的自建智能化冷库和支线 70% 的自有冷藏车。</p>

资料来源：各公司公告；国联证券研究所

图表 44：2021 年各家公司应付/应收账款及票据周转率情况



资料来源：Wind；国联证券研究所

4.4 企业赛马：市场化机制是制胜法宝

各评分标的管理层背景与战略、激励机制与措施如下表所示。管理层背景方面，

可以看到，味知香、安井、三全、千味央厨、得利斯、圣农的管理层或创始人都具有非常丰富的行业经验。**激励机制与措施方面**，除味知香、双汇外，其余几家都实施过股权激励。

图表 45：各家公司管理层、激励及风险情况

评分标的	管理层背景、战略	激励机制、措施
味知香	主要管理者行业从业经历丰富，创始人草根出身，之前在菜场摆摊，吃苦耐劳，有韧劲，在和一个白领的聊天中找到了创业机会	-
安井食品	拥有一支深耕冻品行业多年，集研发、生产、销售为一体的经理人团队；2020年11月，公司增资冻品先生，聚焦打造冻品先生“快手菜”	为加速发展预制菜，安井将30%股权以股权激励形式授予冻品科技原有核心高管
千味央厨	核心管理层速冻食品行业从业经验丰富。创始人李伟曾创立思念汤圆，千味央厨是其打造的第四家上市公司	2021年11月9日拟推出限制性股票激励计划，首次授予的激励对象共80人，授予限制性股票156.84万股，授予价格为31.01元/股
国联水产	2021年12月31日，公司董事会换届选举，三名董事履新，董事会呈年轻化趋势，涵盖了研发与最贴近市场的采购与流通部门，服务于公司的食品转型战略	2020年3月4日晚发布《2020年限制性股票激励计划（草案）》，拟向87名高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员合计授予1,100万股限制性股票（占公司总股本1.21%）
龙大美食	原龙大肉食管理层不断离任，至换届选举后，董事会中仅余赵方胜一位元老；2021年12月27日的战略发布会进一步强化了将预制菜作为核心业务来布局的规划	2019年12月，实施限制性股票激励和股票期权激励，授予1276.7万份股票和1283.3万股票期权
得利斯	2015年，公司创始人郑和平因年龄原因辞任该职务，其女儿郑思敏接棒。郑和平被誉为“中国低温肉制品第一人”，于1989年在国内率先引进了欧洲先进肉类加工设备及其加工工艺，开创了国内低温肉制品的先河。郑思敏2010年入职得利斯，将传承的近30年的公司文化与现代企业管理糅合在一起，实现了良好传承和发展。	2021年，向113名公司董事和高管授予限制性股票330万股，授予价格2.92元/股
双汇发展	管理层有高管与股东争利、巨额股权激励、改制不透明等争议。2021年6月，双汇商业帝国创始人万隆的儿子万洪建被解聘。2021年8月，董事会更新，三位70后进入新一届管理层。战略：加快向肉蛋奶菜粮结合转变、向一碗饭、一顿饭、一桌菜转变，进一步实现进家庭、上餐桌	-
圣农发展	创始人傅光明军人出身，专注养鸡37年。在管理上一直探索，断创新管理模式，从半军事化管理，到如今管理智能化，建立特有的企业文化。重视子女培养，女儿傅芬芳2003年进入圣农，2009年，主导圣农集团上市，2018年接班	2020年1月实施股权激励，激励总数545万股
广州酒家	国企风格，实控人为广州国资委。1956年公私合营后成为国营企业，历经三代管理者，2017年登陆A股。近年战略符合自身的定位，这几年的业务发展印证战略的正确。	2018年实施股权激励，2019年净利润增速1%，未达标

佳沃食品 控股股东为佳沃集团，截至 2022 年一季报，佳沃集团持有公司 46.08% 的股权，定增预案也拟由控股股东佳沃集团全额认购，彰显佳沃集团对公司未来成长的坚定信心。

2021 年实施股权激励，计划对 8 名激励对象授予 104 万股限制性股票

三全食品 公司实控人为创始人陈泽民家族，持股 64.8%。2018 年公司重新调整品牌定位，致力于向全渠道、全品类发展，且确立大力发展餐饮业务的战略规划。

2016 年实施股权激励，计划授予高管及核心业务人员合计 1473 万股，占公司总股本的 1.80%，现已完成解锁。

资料来源：各公司公告；国联证券研究所

5 投资建议

纵观整个行业，我国预制菜行业正处于快速发展期，成长逻辑清晰。随着 B、C 端渗透率的提升，尤其是 C 端消费者教育的持续深入，C 端放量可期，预制菜行业高成长、空间广阔。我们看好预制菜行业整体的未来发展。

公司方面，我们认为，预制菜市场格局分散，行业集中度有较大提升空间，预制菜赛道的各类型参与者均有机会，依靠自身禀赋发展。我们看好具有较强触达力、产品力和供应链管理能力的公司。我们重点推荐安井食品、三全食品、千味央厨、龙大美食、佳沃食品，上述五家公司在产品、渠道、供应链三大要素中存在自身优势，同时建议关注国联水产、味知香。

图表 46：重点公司盈利预测与估值表

股票代码	证券简称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			CAGR-3 (%)	PEG	评级
			22E	23E	24E	22E	23E	24E			
603345	安井食品	143	3.25	4.51	6.08	42.8	30.8	22.9	38%	0.83	买入
002216	三全食品	16	0.85	1.05	1.24	18.9	15.2	12.9	19%	0.81	买入
001215	千味央厨	45	1.40	1.75	2.31	31.5	25.1	19.1	31%	0.83	买入
300268	佳沃食品	25	1.78	3.01	4.64	13.63	8.03	5.22	-	-	买入
002726	龙大美食	9	0.10	0.45	0.68	91.6	20.0	13.3	-	-	买入
605089	味知香	56	1.5	1.9	2.3	36.2	29.8	24.4	20%	1.50	增持
300094	国联水产	6	0.04	0.07	0.10	128.8	77.5	54.7	-	-	增持

来源：Wind，国联证券研究所预测 注：股价为 2022 年 9 月 7 日收盘价

5.1 安井食品：三路并进 BC 兼顾，预制菜肴未来可期

公司具有产品前瞻性、渠道赋能、“销地产”高效模式和人才激励四大优势。公司善于对市场信息进行敏锐捕捉，并快速有针对性的推出畅销单品。公司大单品实现营业收入约占公司总营业收入的 37%，持续改进、不断创新的研发和推广思路使得安井迅速从速冻食品企业竞争中脱颖而出。公司渠道优势显著。安井注重营销渠道建

设，截止 2020 年末，公司经销商数量达 1033 家，2020 年电商渠道收入同比高增 188%，进一步提高 C 端渠道的战略地位。“销地产”模式使得产品生产到销售所消耗的时间和费用产生逐年下降。目前安井已完成全国化布局，形成了以华东为中心的营销网络，抢占下沉市场空间。充分利用股权激励方案充分调动员工积极性。董事长刘鸣鸣和总经理张清苗分别为公司第二和第三大股东，持股比例 7.9%和 4.3%，管理层持股比例高，增强团队稳定性。股权激励对中层及骨干倾斜力度较大，以绑定和留住企业内优秀人才，避免人员流动所造成的损失。

公司巩固主业，并积极拓展速冻米面及速冻菜肴制品业务。公司三路并进，结合销地产模式稳扎稳打发展，利用“冻品先生”打开终端市场知名度，收购新宏业后打开上游产业链及小龙虾等产线发展，随着定增项目落地后产能逐年释放，未来前景可期。短期来看，原材料价格上升带来的成本压力对利润端影响仍将持续，面对经营压力，公司已在渠道端实行促销力度降低等措施，加速锁鲜装新品投放、冻品先生预制菜肴单品研发推广，预计随着成本压力、基数效应等不利因素褪去后，盈利能力逐渐恢复，规模效应下龙头地位愈加凸显。

我们预计 2022-2024 年营收分别为 119.43/150.89/189.72 亿元，同比增长 28.80%/26.35%/ 25.73%；预计 2022-2024 年净利润分别为 9.53/13.22/17.84 亿元，对应 EPS 分别为 3.25/4.51/6.08 元，对应当前股价 PE 分别为 43/31/23 倍。我们认为公司长期成长路径清晰、龙头地位稳固，给予 22 年 40 倍 PE 估值，目标价 180.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料涨价风险，产能扩张不及预期风险，营运能力下降风险

图表 47：安井食品财务数据简报

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6965	9272	11943	15089	18972
增长率	32.25%	33.12%	28.80%	26.35%	25.73%
EBITDA（百万元）	966	1128	1593	2112	2712
净利润（百万元）	604	682	953	1322	1784
增长率	61.73%	13.00%	39.61%	38.80%	34.92%
EPS（元/股）	2.06	2.33	3.25	4.51	6.08
市盈率（P/E）	67.5	59.7	42.8	30.8	22.9
市净率（P/B）	11.1	8.0	7.0	6.0	5.0
EV/EBITDA	33.8	30.5	22.0	16.3	12.5

资料来源：公司公告，国联证券研究所预测 注：股价为 2022 年 9 月 7 日收盘价

5.2 三全食品：产品&渠道持续优化，新品类开发赋能主业

疫情促进 C 端需求，点心与面点类制品收入增长明显。疫情环境下，公司作为政府保护企业产能未受到影响，但餐饮市场和便利店渠道受到疫情冲击，公司 B 端收入受损，同时疫情也刺激了 C 端的需求量，特别是点心与面点类产品，公司收入

增长明显。2022 H1 公司实现营业收入 38.21 万元，同比增长 5.0%，其中速冻米面制品及其下细分的点心及面点类产品收入 34.22/9.71 亿元，同比增长 6.39%/13.93%，米面制品公司具有品牌效应，有望惯性延续增长。

新品类开发和新渠道布局，赋能公司主业。随着我国人口年龄结构和收入结构的不断变化及生活节奏的加快，消费者对便利性和营养性的速冻食品的消费需求稳步上升，而公司针对逐渐年轻化，新兴化的消费市场进行了产品创新，开发出针对新型烹饪工具的新产品，如微波系列的微波炒饭、微波意面和针对空气炸锅的高端烤肠、虾饼、酥肉、春卷等，拓宽了公司产品的消费场景，另外针对时下热门的预制菜题材，公司也开发了北方油炸丸子等产品。2022 H1 公司零售及创新市场实现营业收入 32.98 亿元，同比增长 6.2%；二季度疫情反复，对餐饮市场影响较大，公司餐饮渠道实现营业收入 52,236.31 万元，同比下降 1.9%。

我们预计 2022-2024 年营收为 78.32/86.43/95.66 亿元，同比增长 12.80%/10.34%/10.69%，预计 2022-2024 年净利润分别为 7.45/9.27/10.93 亿元，同比增长 16.24%/24.49%/17.85%，对应 EPS 分别为 0.85/1.05/1.24 元，对应当前股价 PE 分别为 19/15/13 倍。速冻米面产品已进入成熟期，但公司新产品、新渠道红利有望进一步释放，给予 23 年 25 倍 PE 估值，目标价 26.25 元，维持“买入”评级。

风险提示：渠道扩张及新品表现不及预期；原材料价格上涨风险；食品安全问题；市场竞争加剧。

图表 48：三全食品财务数据简报

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6926	6943	7832	8643	9566
增长率	15.71%	0.25%	12.80%	10.34%	10.69%
EBITDA（百万元）	1105	961	1048	1281	1495
净利润（百万元）	768	641	745	927	1093
增长率	249.01%	-16.55%	16.24%	24.49%	17.85%
EPS（元/股）	0.87	0.73	0.85	1.05	1.24
市盈率（P/E）	18.3	22.0	18.9	15.2	12.9
市净率（P/B）	4.7	4.4	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	18.0	17.5	12.5	10.0	8.4

资料来源：公司公告，国联证券研究所预测 注：股价为 2022 年 9 月 7 日收盘价

5.3 千味央厨：深耕 B 端市场，先发优势显著

公司目前是百胜中国 T1 级别供应商，与国内多家知名餐饮连锁企业合作，通过直营+经销两模式实现公司业务的长期稳定性。近四年公司营收和利润持续增长，营收由 2018 年的 7.01 亿元增至 2021 年的 12.74 亿元，归母净利润由 0.59 亿元增至 0.88 亿元，复合年增长率分别为 16.05%、14.25%。

餐饮端预制菜业务发展成为公司战略重点，2021 年预制菜实现营收超 1400 万

元，同比增长 34.35%。基于千味在餐饮重客渠道的优势，预制菜在 B 端将保持强劲的发展势头。另外公司也不断加大对大客户的开发和管理力度，全年大客户数量增加 81 家，直营渠道销售额同比高增 51.62%。

我们预计 2022-2024 年营收分别为 16.15/20.27/24.83 亿元，同比增长 26.8%/25.46%/22.51%；预计 2022-2024 年净利润分别为 1.21/1.52/2.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.4/1.75/2.31 元，对应当前股价 PE 分别为 32/25/19 倍。目前公司身处蓝海市场，并且市场渗透率低，未来拥有较大的成长空间。我们认为公司在餐饮供应链产业中拥有更强的抵御外部风险能力，给予 23 年 30 倍 PE 估值，目标价 52.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：直营客户恢复不及预期，疫情影响超预期，原材料成本压力

图表 49：千味央厨财务数据简报

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	944	1274	1615	2027	2483
增长率	6.20%	34.89%	26.80%	25.46%	22.51%
EBITDA（百万元）	138	160	237	293	359
净利润（百万元）	77	88	121	152	200
增长率	3.33%	15.51%	36.86%	25.44%	31.74%
EPS（元/股）	0.88	1.02	1.40	1.75	2.31
市盈率（P/E）	49.8	43.1	31.5	25.1	19.1
市净率（P/B）	6.5	4.0	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	27.9	30.5	15.2	11.9	9.1

资料来源：公司公告，国联证券研究所预测 注：股价为 2022 年 9 月 7 日收盘价

5.4 龙大美食：屠宰龙头转型预制菜，一体两翼开启新征程

屠宰行业集中度有望提升，屠宰利润有望显著提升。国内屠宰行业 CR5 占比仅为 5% 左右，而美国 CR5 占比超过了 70%。非洲猪瘟发生以来，农业农村部发布多项文件，要求坚决关闭不符合条件的生猪屠宰企业，私屠滥宰得到较好整治，龙头企业规模效应的优势得以更好发挥，进一步推动行业集中度中长期提升。21 年，公司实际屠宰量 641.1 万头，同比增长 57.7%。公司设计屠宰产能达 1100 万头/年，在建及待建工厂投产后，预计还将增加产能 400 万头/年。当前猪周期进入上升通道，公司的屠宰业务今年有望继续维持高速增长。

大力布局预制菜市场，公司有望抢占先机。21 年中国预制菜市场规模预计超过 3000 亿，23 年预计超 5000 亿，预制菜市场具备高成长性。目前公司食品产能达到 15.5 万吨/年，海南自贸区食品工厂等项目投产后，预计将增加食品产能 17.5 万吨/年，达到 33 万吨/年。21 年公司预制菜收入 11.82 亿元，同比增加了 4.75%，占比 6.06%。公司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，公司预制菜业务有望进入快速增长通道。

预计公司 2022-2024 年营收分别为 181.77/235.71/287.08 亿元，同比增长分别为 -6.83%/29.68%/21.79%；归母净利润分别为 1.06/4.88/7.32 亿元，同比增长分别为 116.15%/358.46%/49.99%；EPS 分别为 0.10/0.45/0.68 元/股，对应 PE 分别为 93x/20x/13x。猪价上行期屠宰利润或改善，且公司加大食品业务布局，猪周期影响有望削弱，估值水平有望提升。根据可比公司估值水平，给予公司 23 年 30x PE，目标价 13.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场开拓风险，原材料价格波动风险，食品安全风险

图表 50：龙大美食财务数据简报

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	24102	19510	18177	23571	28708
增长率	43.27%	-19.05%	-6.83%	29.68%	21.79%
EBITDA（百万元）	1187	-669	404	959	1289
净利润（百万元）	906	-659	106	488	732
增长率	276.06%	-172.70%	116.15%	358.46%	49.99%
EPS（元/股）	0.84	-0.61	0.10	0.45	0.68
市盈率（P/E）	10.8	-14.8	91.6	20.0	13.3
市净率（P/B）	3.0	3.2	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	13.3	-21.6	33.7	15.3	11.9

来源：公司公告，国联证券研究所预测 注：股价为 2022 年 9 月 7 日收盘价

5.5 佳沃食品：盈利能力显著改善，预制菜打造新引擎

三文鱼上涨趋势延续，子公司毛利润显著改善。2022 年以来三文鱼价格呈现上升趋势，A.S.子公司上半年大西洋鲑销售价格 7.05 美元/KG，同比上升 47%。其中，Q2 销售价格约为 8.1 美元/KG，同比上升 40%。上半年公司三文鱼收获量 3.8 万吨，销售量 3.6 万吨；Q2 三文鱼收获量 1.8 万吨，销售量 1.8 万吨。受益于高鱼价，公司上半年归母净利润 1.55 亿，同比大幅增加 2.91 亿元，实现扭亏为盈。其中，A.S.子公司毛利率达 19.9%，同比大幅增加 20.92pct。由于鱼价上升显著，消耗性生物资产公允价值变动收益 2.08 亿元，同比增加 571%。

短期三文鱼价或回调，长期行业紧平衡持续。截止 8 月 22 日，智利 Trim-D 销往美国价格为 5.55-5.95 美元/磅，较 Q2 价格高点回调约 2.5 美元/磅。Q3 为三文鱼传统消费淡季，Q4 受圣诞节等季节性消费影响，三文鱼消费将进入旺季。预计 Q3 三文鱼价格或震荡走弱，Q4 三文鱼价格重回上升通道。受 2022 年投苗量下降、海水生长条件不佳及去年底提前捕捞影响，2022 年上半年全球大西洋鲑供应量同比下降约 6%。Kontali 预测，2021-2026 年供给端复合增速为 4%，2022 年三文鱼供给增长低于 -1%，远低于 8.8% 的供需平衡增速，行业供需紧平衡持续。

公司发力 3R 预制菜，打造未来增长“新引擎”。公司主要推出专注于家庭消费

细分市场品牌“MamaBear”、“佳沃鲜生”及“饕熊同学”等品牌，2021年增值产品销量同比增加45%。2022年公司将重点发力分销、零售、餐饮、专卖、礼赠5个销售通路。国内三文鱼市场价格高、增速快。随着中国市场开拓，公司毛利率有望提升。

我们预计2022-2024年公司营收分别60.39/73.42/89.48亿元，同比分别为31.36%/21.59%/21.87%；归母净利润分别为3.09/5.25/8.08亿元，同比分别为207.12%/69.75%/53.83%；EPS分别为1.78/3.01/4.64元，对应PE分别为14x/8x/5x。根据可比公司估值水平，给予公司23年12x PE，目标价34.9元，维持“买入”评级。

风险提示：三文鱼价格波动风险；自然灾害风险；汇率波动风险

图表 51：佳沃食品财务数据简报

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4525.01	4597.22	6038.80	7342.42	8948.23
增长率	32.01%	1.60%	31.36%	21.59%	21.87%
EBITDA（百万元）	-434.26	180.14	921.92	1270.26	1726.45
净利润（百万元）	-713.23	-288.68	329.01	525.56	808.19
增长率	-464.20%	59.52%	213.97%	59.74%	53.78%
EPS（元/股）	-4.09	-1.66	1.89	3.02	4.64
市盈率（P/E）	-5.91	-14.60	13.63	8.03	5.22
市净率（P/B）	-11.34	-6.30	-11.72	25.48	4.33
EV/EBITDA	-16.92	49.90	11.00	7.39	5.04

来源：公司公告，国联证券研究所预测 注：股价为2022年9月7日收盘价

5.6 味知香：C端需求韧性强，加速全渠道布局

味知香成立于2008年，专注于半成品菜研发、生产和销售，建立了以“味知香”“饕玉”两大品牌为核心的产品体系，分别面向零售渠道和餐饮渠道。深耕半成品菜十二年，味知香已然成为行业领先的半成品生产企业之一。公司2021年营收7.65亿元，同比增长22.8%；归母净利润1.33亿元，同比增长6.06%，归母净利润五年CAGR达到26.54%，公司整体体量规模尚待提升，但业绩增速十分亮眼。

业务结构不断优化改善，利率水平快速提升。从主营业务来看，公司主要以肉禽类和水产类为主，分别占主营业务收入71%和26%，肉禽类毛利率高于其他品类。在肉禽类占比不断升高的情况下毛利率水平也得到提升，净利率从2016年的14.3%提高至20.1%。

产能利用率处于高位，公司积极扩产能可提升市占率。下游需求快速增长，味知香也通过募集资金积极扩产，2021年产能利用率达到128.16%，产销率也处于较高区间，预计新建产能投产后，公司半成品菜产品产能将达到65000吨/年，有利于公司市占率的提升。

我们预计 2022-2024 年营收分别为 9.51/11.57/13.97 亿元，同比增长 24.38%/21.7%/20.66%；预计 2022-2024 年净利润至 1.63/2.04/2.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.63/2.04/2.5 元，对应当前股价 PE 分别为 36/30/24 倍。根据可比公司估值水平，并考虑公司业务结构不断优化改善，利率水平快速提升，给予公司 23 年 35x PE，目标价 66.5 元，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复风险，原材料价格波动风险，营运能力下降风险

图表 52：味知香财务数据简报

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	622.5	764.6	866.0	1053.9	1271.6
增长率	14.76%	22.84%	13.25%	21.70%	20.66%
EBITDA（百万元）	132.2	135.0	166.4	203.3	248.1
净利润（百万元）	125.1	132.6	154.0	187.2	228.5
增长率	45.00%	6.06%	16.11%	21.54%	22.07%
EPS（元/股）	1.3	1.3	1.5	1.9	2.3
市盈率（P/E）	44.5	42.0	36.2	29.8	24.4
市净率（P/B）	14.2	4.8	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	29.6	34.3	27.0	21.3	16.7

来源：公司公告，国联证券研究所预测 注：股价为 2022 年 9 月 7 日收盘价

5.7 国联水产：加速转型水产食品商，预制菜业务有望高增长

国联水产深耕水产领域，是国内仅有的两家获得对虾、罗非鱼双 BAP 四星认证的企业之一。公司成立于 2001 年，起初以对虾出口为主，2006 年后公司逐渐布局种苗、饲料等领域。2012 年公司以 1500 万美金收购美国贸易公司 SSC，以 SSC 为中介进军美国市场，同时也便于在海外市场采购原料，进一步掌握水产品上游资源。2015 年后公司成立了上海研发中心，自此开启转型之路，战略重心从水产品原料进出口向水产品初加工和深加工偏移，今年上半年公司剥离养殖业务，公司形象也将从养殖类企业向食品加工类企业转型。

在水产预制菜细分领域中竞争力突出。未来公司也将聚焦食品加工业务，其中预制菜业务的快速发展一方面将提升营收规模，另一方面高附加值、高毛利终端产品也将推升公司盈利水平。2021 年公司预制菜营收 8.41 亿元，营收占比约为 19%，烤鱼、酸菜鱼、小龙虾均为核心大单品，在餐饮重客端的开发也取得了较好成效。

定增即将落地，产能布局加速。公司将在益阳厂房投放 5 亿元募投资金，对淡水鱼和小龙虾进行深度开发；在国美工厂投放 2 亿元募投资金，对鱼虾类产品进行深加工。随着公司定增项目的落地投产，公司的产能和销售情况预计会有明显的提升。

预计 2022-2024 年公司营收分别为 46.44/49.72/57.52 亿元，同比分别为 3.80%/7.06%/15.68%；归母净利润分别为 0.4/0.66/0.94 亿元，同比分别为 387.22%/66.15%/41.65%；EPS 分别为 0.04/0.07/0.1 元，对应当前股价 PE 分别为

129/78/55 倍。参考可比公司 23 年的平均估值水平，给予公司 23 年 1.4xPS，对应目标价为 6.87 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新产品推广不达预期；食品安全风险；上游原材料价格波动风险；出口贸易受阻风险

图表 53：国联水产财务数据简报

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4494	4474	4644	4972	5752
增长率	-2.89%	-0.44%	3.80%	7.06%	15.68%
EBITDA（百万元）	-12	232	200	216	253
净利润（百万元）	-269	-14	40	66	94
增长率	42.06%	94.85%	387.22%	66.15%	41.65%
EPS（元/股）	-0.29	-0.02	0.04	0.07	0.10
市盈率（P/E）	-19.0	-369.9	128.8	77.5	54.7
市净率（P/B）	2.5	2.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	-535.2	24.7	26.5	25.0	22.4

来源：公司公告，国联证券研究所预测 注：股价为 2022 年 9 月 7 日收盘价

6 风险提示

原材料价格波动风险：速冻食品企业处于行业中游，需要向上游采购大量农畜水产类食材，原材料采购成本占总成本比例较大。2020 年非洲猪瘟造成猪肉价格持续上涨，原材料价格波动将挤压企业利润。

食品安全风险：国家食品安全监管总局对速冻食品制造标准、运输标准等进行严监管，市场监督管理局定期对速冻食品组织抽检，一旦抽检出不合格样品对企业食品质量、品牌声誉造成不可逆影响。

产能扩张不及预期：速冻食品企业属于重资产行业，产能布局需跟上营销规模，超前布置会造成资金链负担过重，延后投产会掣肘产品推广。

新产品开发失败：消费者对多品类速冻食品的需求推动速冻企业投入资金研发新产品。但新产品开发易有几大原因导致开发失败：产品定位不明、产品定价失误、市场供应错位、产品创新超前尚未形成群众基础。

公司经营层变动风险：对上市公司来说，稳定的高层管理人员对公司战略布局、内部经营管理造成较大的不确定性，核心人员的流失也会对企业文化造成影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695