

预制菜深度系列（一）
潮平两岸阔

——食品饮料行业深度报告

首席证券分析师:

丰毅 S0630522030001

fengyi@longone.com.cn

证券分析师:

赵从栋 S0630520020001

zhaocd@longone.com.cn

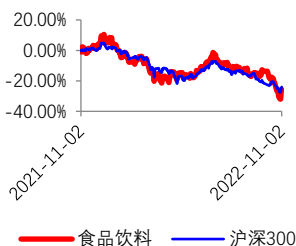
证券分析师:

任晓帆 S0630522070001

rxf@longone.com.cn

投资要点:

经过复盘预制菜发展过程，我们进一步明确了预制菜发展逻辑及特征：在便利性、成本节约的刚性需求的引领下，底部驱动仍为冷链物流；研发壁垒有限、口味差异化需求的背景下，长期演变方向为 B 端高集中及 C 端百花放。在当下竞争者快速提升的阶段中，渠道壁垒、客户壁垒、供应链壁垒将成为该阶段的企业发展的三大基石。



— 食品饮料 — 沪深300

相关研究

➢ **空间测算：**经过我们测算，2021广义（含速冻食品、净菜）狭义预制菜预计分别3300亿元、2100亿元左右，其中狭义预制菜肴2030年望达7580亿，期间复合增速望达15%。

➢ **行业驱动：冷链、成本及便利性。**①**底部驱动：冷链发展。**冷链发展分别带来美国1940年以来预制菜头十年超过35%复合增长、日本预制食品黄金三十年（1965-1995年）。2010年我国《农产品冷链物流发展规划》发布后，预制菜进入高速发展期。味知香等拥有冷链物流企业发展相对较快。②**需求驱动：先B后C。**成本节约（引入预制菜餐厅成本节约可达7%）及标准化（外卖发展、团餐发展、连锁化提升）为B端需求核心驱动；便利性则为C端核心驱动。需求驱动刚性的差异导致预制菜往往B端较C端先发展起来。

➢ **未来格局推演：B端高集中，C端百花放。**

（1）B端高集中：大单品型、上游资源型望占尽先机。第一，米面为主的大单品型企业在所在领域，从产品技术、再到客户服务，形成的壁垒较难打破，行业集中度有望实现突破。第二，在产品壁垒不强，供应链成本、周转能力相对重要的背景下，上游资源型企业往往能够占据先机，日美主要企业均为具备较强上游资源的综合型企业。

（2）C端百花放：平台型高份额，门店型高规模。第一，C端在产品力往往不具备壁垒的前提下，流量资源成为核心优势，下游平台型（如盒马）望在大众市场占据最大份额，以量取胜；第二，门店型因快速反映的研发、门店壁垒，社区流量截留等因素，成为大企业的摇篮；第三、**餐饮品牌型**自带品牌流量，产品往往高度还原自身品牌口味，规模难以做大，但有望实现高端市场的占领。

➢ **投资建议：**预制菜仍处于初期，需求刚性叠加疫情期间进一步催化。B端餐饮需求动能足，伴随外卖、团餐发展及连锁化率提升已进入发展快车道；C端品类碎片化背景下龙头规模有限、鱼龙混杂，但往往费用低、盈利强，小而美的企业较多，短期发展瓶颈主要在供给侧（产能、自动化、标准化、冷链），“百花放”判断下仍存较多机遇。持续关注味知香、干味央厨、安井食品、立高食品等。

➢ **风险提示：**食品安全风险；原材料价格波动风险；疫情影响的风险；产能投产进度的影响。

	总市值（亿元）	净利润增速			P/E		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
干味央厨	50	15.51%	15.21%	31.90%	54	47	36
立高食品	143	21.98%	-21.90%	56.07%	37	60	38
安井食品	453	13.00%	49.95%	28.91%	47	41	32
味知香	54	14.07%	29.18%	22.96%	32	25	20

正文目录

1. 空间测算：空间广阔，预计未来十年增长较快	5
2. 历史：海外逐步成熟，先 B 后 C，国内正处高速	8
3. 驱动拆解：需求痛点刚性，冷链发展为核心动力	14
4. 主流玩家：B 端旺盛，C 端初期，龙头未显现	21
5. 未来格局推演：B 端高集中，C 端百花放	23
6. 上市公司对比：安井规模领先，味知香盈利较强	24
7. 投资建议	29
8. 风险提示	29

图表目录

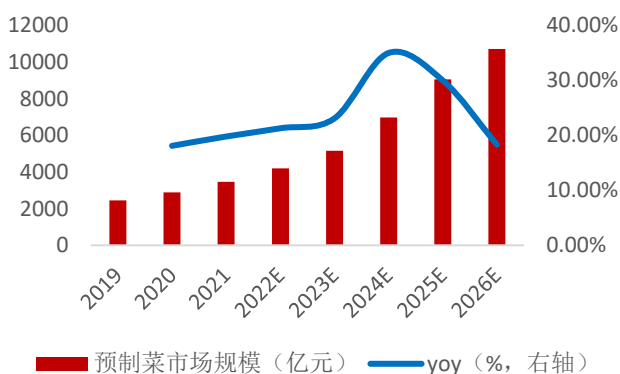
图 1 预制菜市场规模及增速	5
图 2 预制菜企业注册数量（家）	5
图 3 四大类预制菜产品分类	6
图 4 四大类预制菜品	6
图 5 不同级别净菜分类	6
图 6 中国预制菜细分赛道规模占比（亿元）	6
图 7 预制菜细分赛道 2017-2021、2021-2026CAGR	6
图 8 中国预制菜行业规模及增速测算	7
图 9 预制菜生命周期	8
图 10 中、日、美预制菜渗透率	8
图 11 海外预制菜发展史	10
图 12 美国预制菜 CAGR 及 GDP CAGR 对比	10
图 13 日本预制菜 CAGR 及 GDP CAGR 对比	10
图 14 日本冷冻预制菜产量及人均消费量	11
图 15 日本老龄化呈上升趋势	11
图 16 日本出生率呈下降趋势（%）	11
图 17 日本老龄化呈上升趋势	11
图 18 日本出生率呈下降趋势（人）	11
图 19 日本预制菜持续成长周期延长	12
图 20 国内预制菜发展阶段	12
图 21 日本排名前 6 冷冻预制菜产量及产值	13
图 22 美国 1992 年预制食品品类占比	13
图 23 日本 B 端预制菜市场占率（%）	13
图 24 2020 年美、日 C 端预制菜 CR5（%）	13
图 25 冷链发展成为核心驱动因素	14
图 26 农产品冷链物流发展规划	15
图 27 我国食品冷链市场规模稳步增长	15
图 28 我国冷库容量及增速	15
图 29 我国冷藏车保有量及增速	16
图 30 我国生鲜电商行业交易规模及增速	16
图 31 味知香自行运输配送量及第三方物流配送量占比	16
图 32 味知香 2020 年自行运输及第三方物流单吨费用	16
图 33 中国传统餐厅与引入预制菜的餐厅的成本结构	17
图 34 中国外卖市场和渗透率走势	17
图 35 中国团餐市场规模	17
图 36 中国外卖市场和渗透率走势	17
图 37 传统做菜与预制菜制作步骤区别	18
图 38 预制菜政策时间段	19
图 39 预制菜主流玩家分类	22
图 40 预制菜未来格局推演	24
图 41 2021 年预制菜上市公司营收对比（亿元）	25
图 42 2021 年预制菜上市公司净利润对比（亿元）	25
图 43 预制菜上市公司毛利率对比（%）	26
图 44 预制菜上市公司净利率对比（%）	26
图 45 2021 年预制菜上市公司三费情况	26
图 46 2021 年预制菜上市公司吨价情况（万元/吨）	26

图 47 预制菜上市公司 ROE 情况	27
图 48 预制菜上市公司销售收现/营收	28
图 49 预制菜上市公司经营现金流净额/营业利润	28
图 50 2021 年预制菜上市公司周转情况对比	28
图 51 预制菜上市公司应收账款周转天数对比	28
图 52 预制菜上市公司 2021 年员工数量 (人)	29
图 53 预制菜上市公司 2021 年员工人均创收 (万元)	29
图 54 预制菜上市公司 2021 年人均薪酬 (万元)	29
图 55 预制菜上市公司 2021 年薪资占营收比例	29
表 1 味知香、立高食品、聪厨冷链物流情况	16
表 2 2017 年以来大食品工业链政策	19
表 3 疫情以来各省市推动预制菜相关政策	19
表 4 近期中国饭店协会及地方政策填补我国预制菜行业标准空白	21
表 5 预制菜主流玩家情况	22
表 6 预制菜上市公司对比	24
表 7 味知香和竞品公司 ROE 拆分	27
表 8 预制菜估值比较表	29

1.空间测算：空间广阔，预计未来十年增长较快

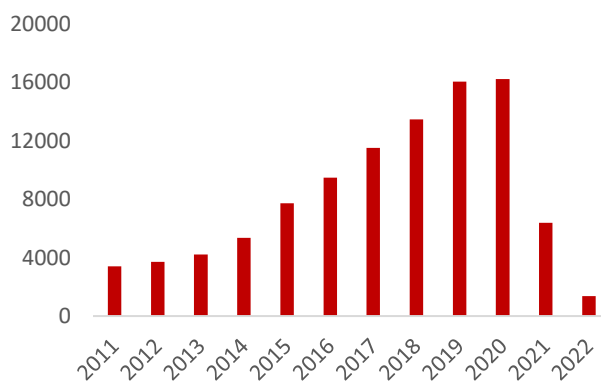
预制菜行业增长较快。①**规模：**根据艾媒咨询数据，2021年预制菜（出厂口径）市场规模达3459亿元，同比增长19.8%，预计到2026年市场规模达10720亿元，5年复合增速达25.4%。此外，企业注册数量在疫情以前维持较快增长速度。2020年后新企业注册数大幅下降预计和餐饮端疫情冲击有关。②**分类：**因预制菜分类模糊，不同统计口径相差较大（如餐宝典、团参谋测算2020年预制菜规模分别达2527亿元、2310亿元）。按照加工程度，我们可以将预制菜分为即配食品（净菜）、即煮食品（半成本菜）、即热食品（成品需加热菜）、即食食品（直接食用食品）。其中净菜方面，分为一级净菜（干净蔬菜）、二级净菜（粗加工肉）、三级净菜（一道式净菜）。其中即煮、即热、三级净菜发展较快，按照德勤数据，2021年，三者占比分别47%、51%、2%，未来5年规模CAGR为14%、11%、10%。能简化餐饮工序的一道式净菜、即煮明显发展更快。③**广义及狭义行业规模：**其中如果按照广义的预制菜，包含主要的速冻食品以及预制菜肴、料理包、净菜，预计可以达到3300亿规模左右（出厂口径），如果按照狭义的预制菜，仅包含半成品预制菜肴、料理包、火锅料、速冻米面，预计规模可以达到2100亿左右（出厂口径）。

图1 预制菜市场规模及增速



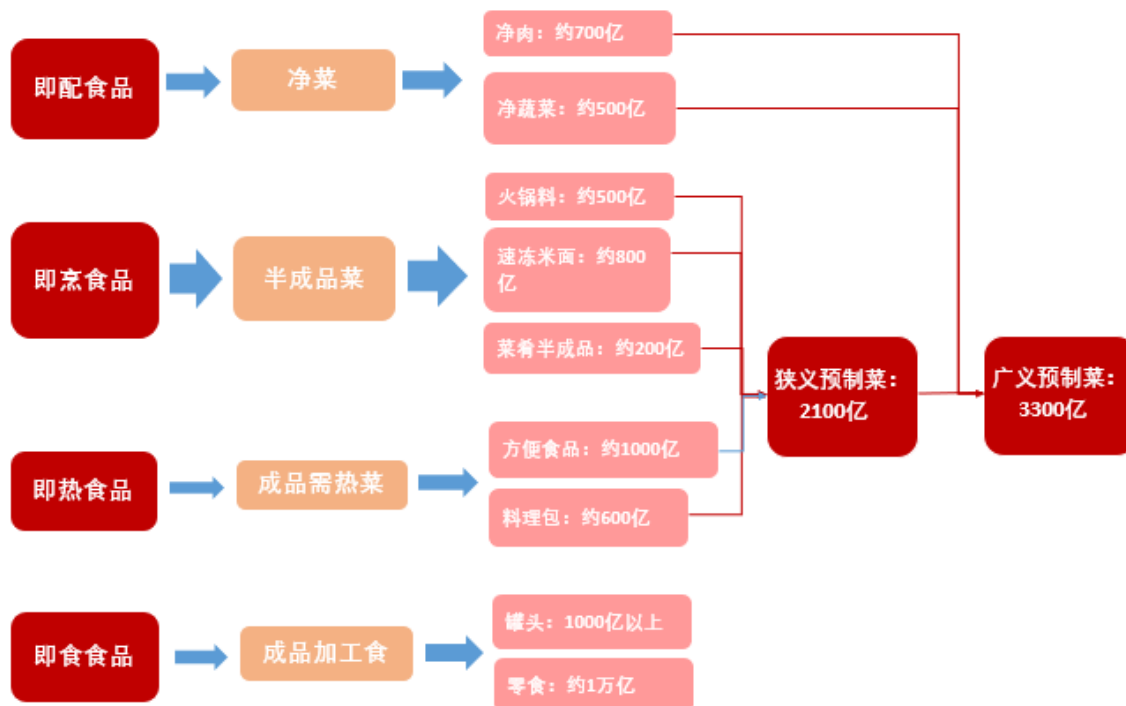
资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图2 预制菜企业注册数量（家）



资料来源：国家市场监督管理总局，东海证券研究所

图3 四大类预制菜产品分类



资料来源：统计局，艾媒咨询，中国饭店协会，中国产业信息网，东海证券研究所

图4 四大类预制菜品



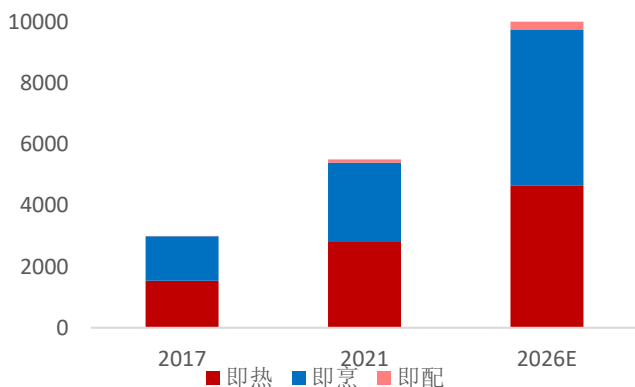
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图5 不同级别净菜分类



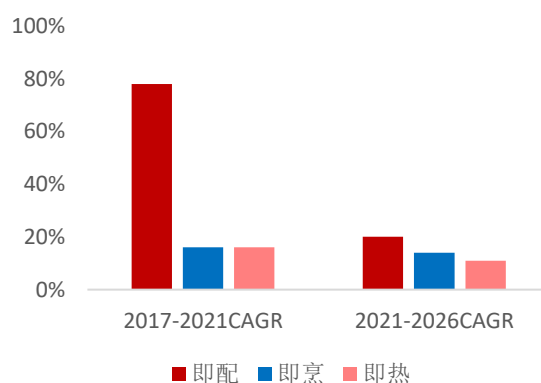
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图6 中国预制菜细分赛道规模占比（亿元）



资料来源：欧瑞咨询，东海证券研究所

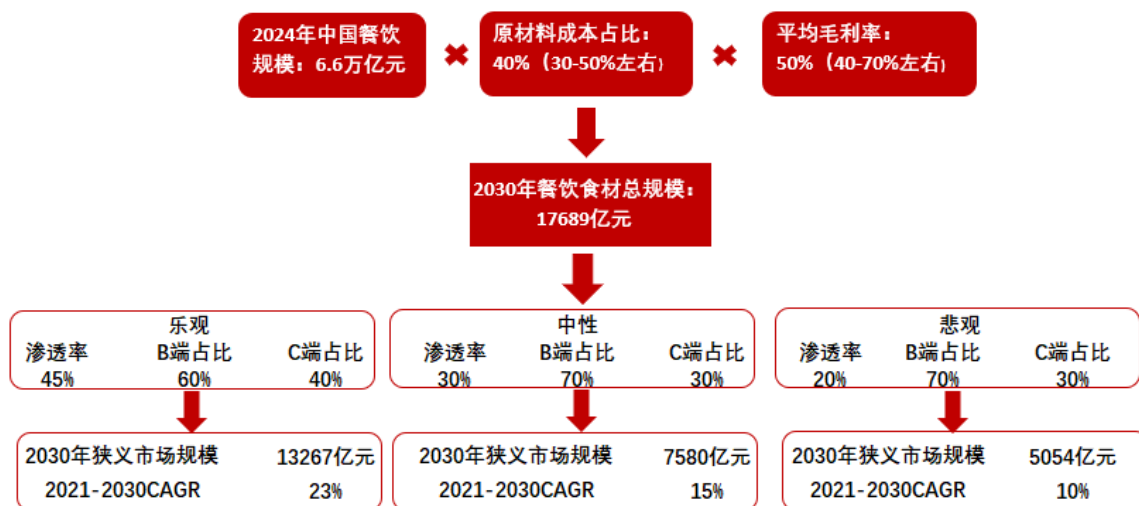
图7 预制菜细分赛道 2017-2021、2021-2026CAGR



资料来源：欧瑞咨询，东海证券研究所

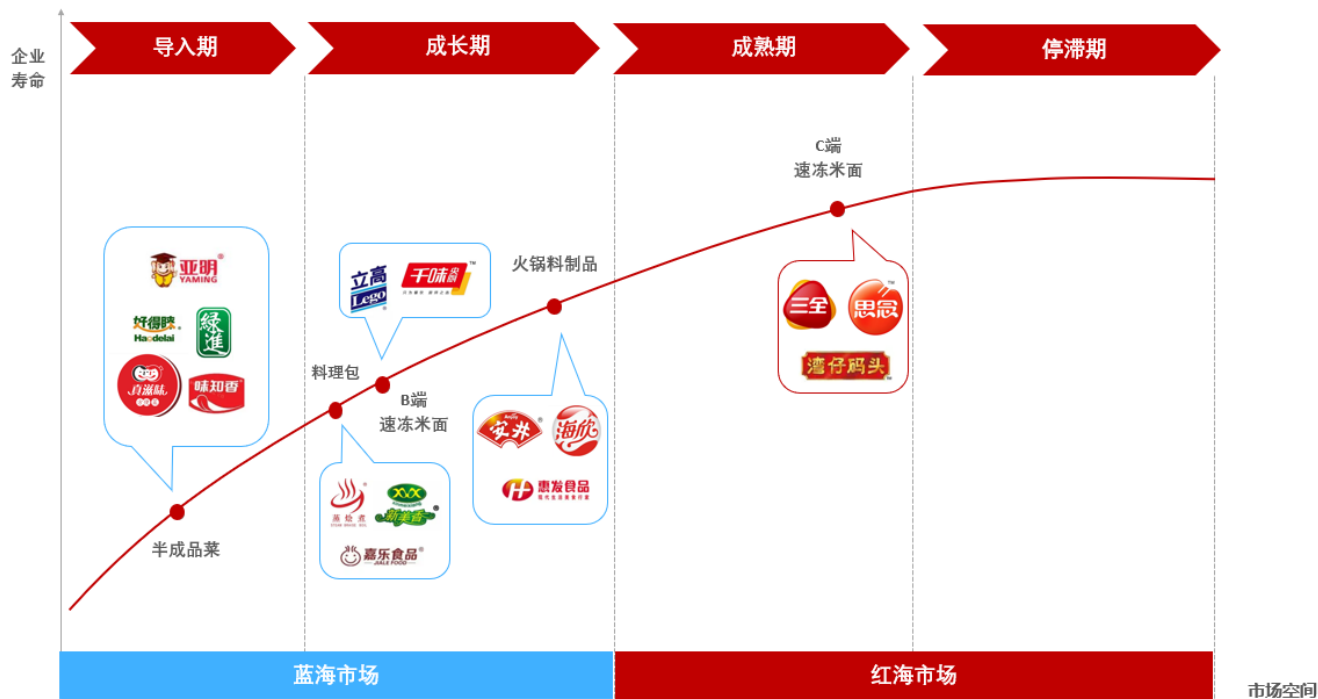
空间测算，狭义预制菜肴 2030 年望达 7580 亿，期间复合增速望达 15%：①规模：2021 年我国餐饮行业营收达 4.7 万亿元左右，因连锁化率提升带动餐饮长期维持超过社零的增长速度，短期受到疫情增速放缓。假设按照中国连锁经营协会数据，2024E 餐饮市场规模达 6.6 万亿，保守假设 2030 年前餐饮复合增速达 5%。同时根据中国饭店协会数据，餐饮门店毛利率约 40%-70%之间，假设平均毛利率在 50%左右，原材料成本约占总成本 4 成；假设 2030 年我国预制菜在餐饮端的渗透率仅达当前美日超过 60%的渗透率的一半 30%，且 C 端占比超过 3 成，2030 年中国狭义预制菜规模（料理包+预制菜肴）规模达 7580 亿，在相对保守的预期下，至 2030 复合增速预计达 15%。悲观、乐观预期下，2030 年前狭义行业增速望分别达到 10%、23%。②受益行业：从生命周期的角度，因速冻米面、火锅料制品行业相对成熟，预计未来增长最快的预制菜行业主要为料理包及预制菜肴。从终端顾客接受度的角度，其中预制菜肴因属于半成品预制菜，有加工体验感以及更好的烹饪口感，C 端需求高于 B 端，预计是最为受益的细分行业。味知香就属于预制菜肴类。

图8 中国预制菜行业规模及增速测算



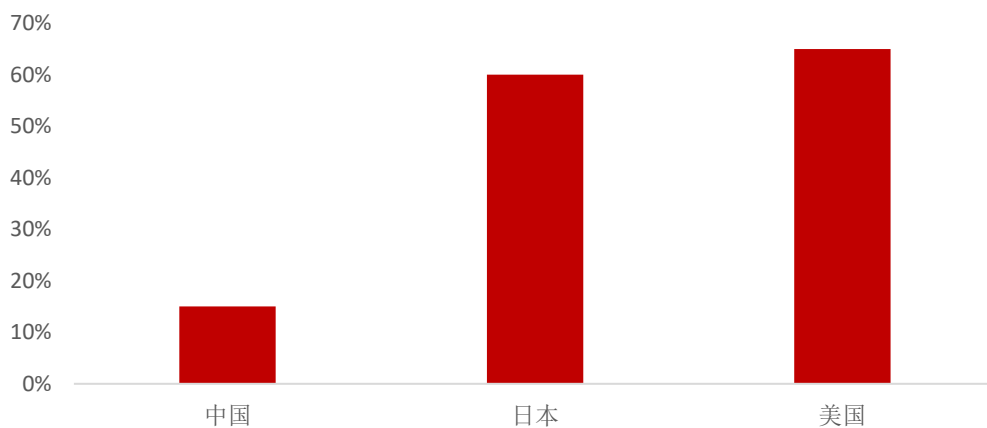
资料来源：中国连锁经营协会，东海证券研究所

图9 预制菜生命周期



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图10 中、日、美预制菜渗透率



资料来源：《中国烹饪协会计划（五年规划）》，东海证券研究所

2.历史：海外逐步成熟，先 B 后 C，国内正处高速

(1) 海外：日本预制菜发展更具借鉴意义

①美国：初期快，后期慢。

1)初期爆发式发展：预制菜最早起源于美国，40年代处于萌芽期，随后在快餐店发展、冷链物流设施发展的双向刺激下，带来了60年代以来的预制菜商业化，以及超过30年的

快速发展。其中 1940 开始的第一个十年预制菜销量 CAGR 达 35%，随后 20 年 CAGR 达 10%，均超过同期 GDP 增速。

2) 后期发展缓慢：因饮食习惯不同、因制作工序简单，需求有限，美国预制菜发展初期发展快，且以净菜加工为主，后期发展缓慢，1970 年以来十年 CAGR 持续低于 GDP 增速，参与者主要为雀巢等综合食品公司。

②日本：因饮食习惯接近，烹饪难度高于西方，日本预制菜发展过程更具备借鉴意义。

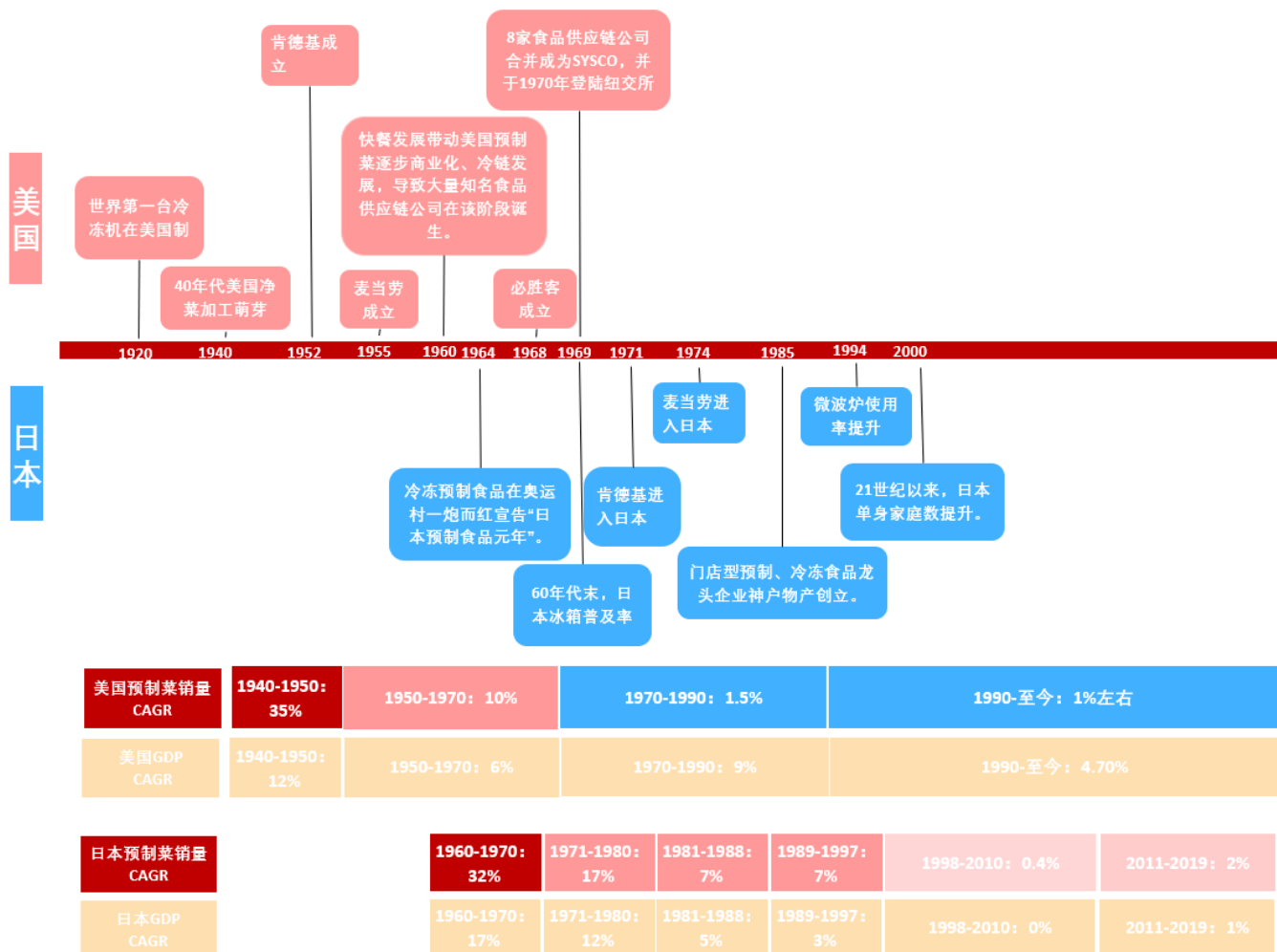
1) 初期奥运会及冷链促进初期 B 端火爆：随着冷冻基数发展，1964 年东京奥运为奥运村选手准备冷冻预制食品使该年基本上成为日本普遍意义上预制菜元年，随后 1965 年日本冰箱普及率达 50%，进一步推动日本预制菜发展。预制菜销量自 1965-1970CAGR 达 32%。该阶段预制食品占冷冻食品比例，从 30%左右提升到不到 60%。

2) 持续成长的超长成长周期：1971、1974 年麦当劳、肯德基分别进入日本，带动预制食品 B 端快速发展，1980 年后的日本经济破灭并未明显影响预制菜高速增长的趋势，1990 年后，微波炉逐步普遍进一步延长了预制食品趋势，1965-1997 年，日本预制食品实现了 32 年的快速发展，该阶段预制食品销量 CAGR 达 14%。预制食品在冷冻食品渗透率从不到 30%，提升至 80%左右。人均预制食品的消耗量从 1970 年的 0.6 克提升到 2000 年的 9.73 克，提升超过 15 倍。

3) 2000 以来的 BC 切换，带来持续稳健。2000 年前后日本预制菜 B 端消费量开始下滑，尤其是 1997-2009 年年均下滑 1.7%，该阶段 C 端维持约 2%的增长，近十年两者共同创造了 2%左右的复合增速，实现了稳健成长。

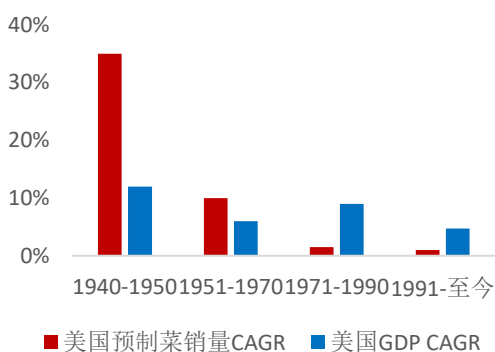
整体看，日本预制菜发展爆发力高于美国、持续高成长时间强于美国，核心原因在于一方面，菜肴烹饪较为复杂，标准化及便利性需求高于美国；另一方面，不同于美国的是，1990 年前的房地产泡沫化及泡沫破裂直接带来居民生活压力增大，在这个基础上，单身率提升带动出生率下降，同时造成了老龄化加剧和家庭小型化两个核心结果。而这两个核心结果都使“精简便利型”饮食趋势需求进一步提升，预制菜 C 端发展长期维持稳健成长。

图11 海外预制菜发展史



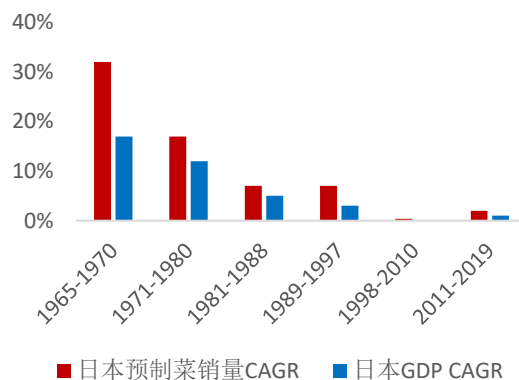
资料来源：公开资料整理、东海证券研究所

图12 美国预制菜 CAGR 及 GDP CAGR 对比



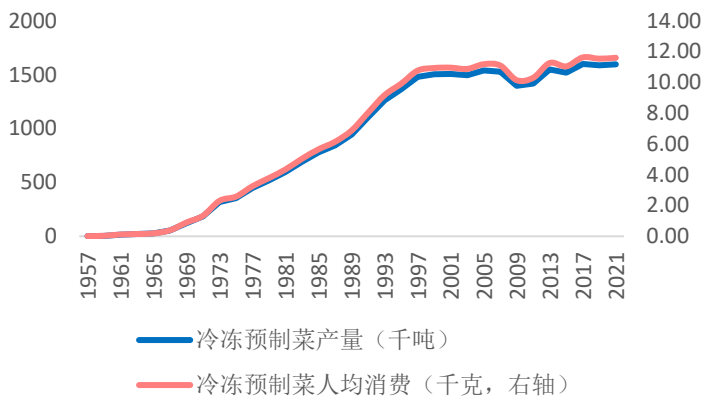
资料来源：前瞻经济学人，国际速冻调理制品杂志，Food Market，欧睿，东海证券研究所

图13 日本预制菜 CAGR 及 GDP CAGR 对比



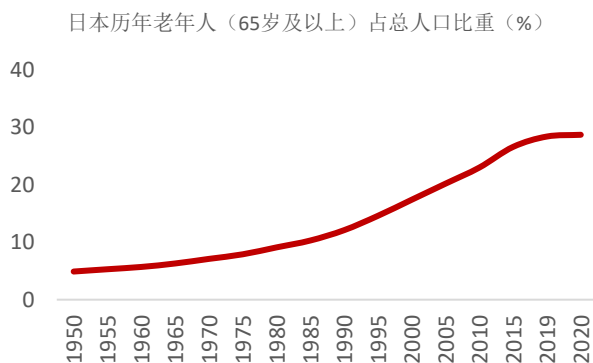
资料来源：wind，欧睿，东海证券研究所

图14 日本冷冻预制菜产量及人均消费量



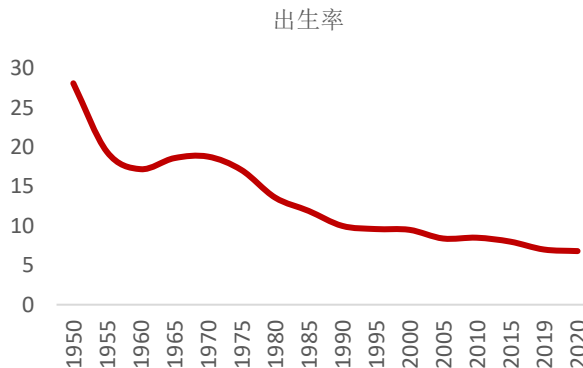
资料来源：日本冷冻食品协会，东海证券研究所

图15 日本老龄化呈上升趋势



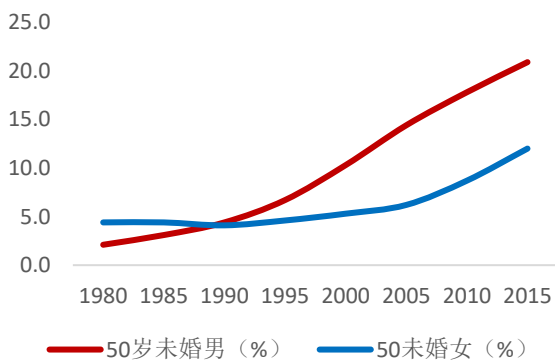
资料来源：wind，东海证券研究所

图16 日本出生率呈下降趋势 (%)



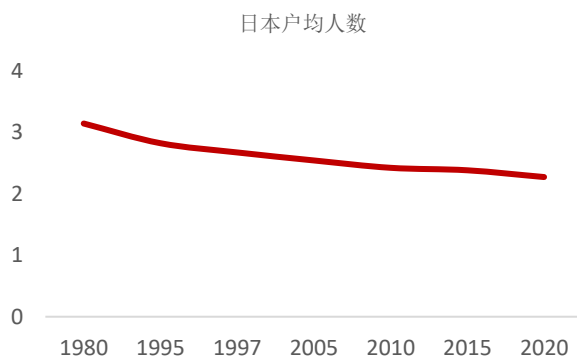
资料来源：wind，东海证券研究所

图17 日本老龄化呈上升趋势



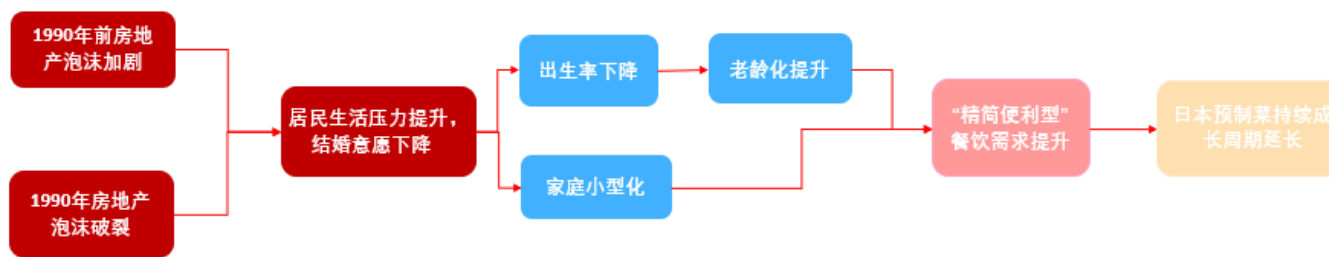
资料来源：wind，东海证券研究所

图18 日本出生率呈下降趋势 (人)



资料来源：wind，东海证券研究所

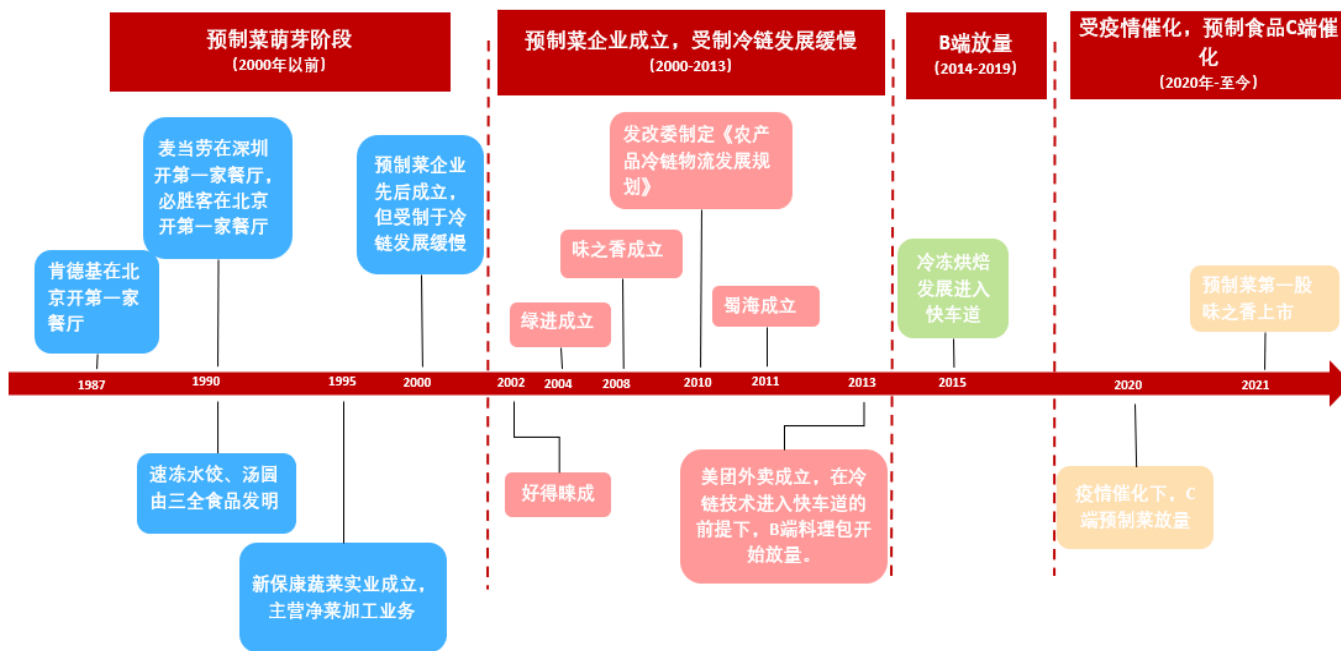
图19 日本预制菜持续成长周期延长



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

(2) 国内：前期受制于冷链，近期冷链驱动下爆发。①2000年前后，我国陆续出现了预制菜企业。但受制于早期冷冻技术及冷链运输的高成本，行业在过去的很长一段时间里处于缓慢发展的状态。②2014年前后，外卖平台快速发展料理包市场，行业在B端步入放量期。③2020年开始，消费升级叠加疫情催化，预制菜进入C端用户视野，并在C端迎来消费加速期。

图20 国内预制菜发展阶段



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

(3) 行业发展特征：主食优先，先B后C

①主食优先。主食是各国需求最为统一、个性化需求有限、能够实现规模效应的产品，在此基础上，成本及营销的规模效应能够更早形成壁垒，能够更早、更快的做大细分行业和龙头企业。从日本看，2020年产量、产值前6的预制菜品种中，饺子、乌冬面主食超过4

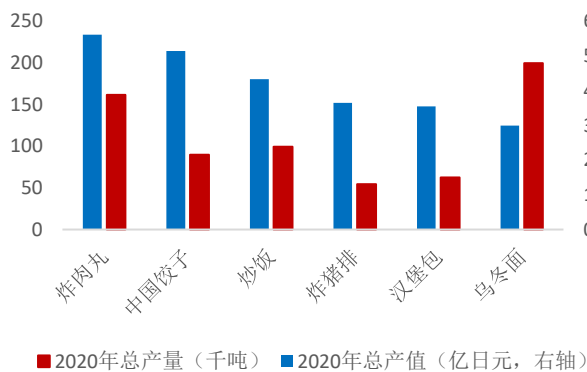
个。从美国看，在美国预制食品开始稳定期的 1992 年，主菜、披萨，分别占预制食品总量 26%、9%，明显领先于其他品类。

②地域属性。一方面，各地因不同饮食习惯需求的预制产品往往存在差异；另一方面，因预制食品毛利往往 20-40%，而冷链物流费用相对较贵，占比较高，跨省运输成本较高，往往造成以区域为主的发展现象。

③B 端集中度提升幅度有限，C 端分散化趋势明显。第一，我们发现，从日本的预制企业来看，2005 年龙头集中度并未出现进一步提升。核心原因主要在于供应链的规模效应可以提升企业规模带来部分行业的集中度，但产品差异带来的分层竞争导致龙头之间竞争有限，进一步集中困难。第二，我们发现 C 端预制企业集中度相比 B 端更低，且持续保持分散状态。从欧睿的 C 端的预制菜市占率来看，日本、美国龙头企业的集中度明显更低。核心原因还是消费的个性化差异较大，口味繁多，单一产品往往难以做大，这导致拥有渠道资源、供应链资源的综合性企业容易占尽先机，比如雀巢、日冷。

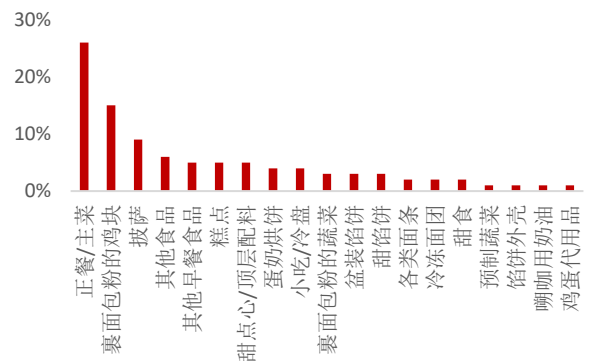
④先 B 后 C：C 端预制需求主要在于便利性，B 端驱动主要在于成本、标准化以及便利性，B 端需求更为刚性，导致 B 端往往先发展起来。日本 97 前以来核心驱动均在 B 端，行业降速后，C 端需求带动行业成长期延长。

图21 日本排名前 6 冷冻预制菜产量及产值



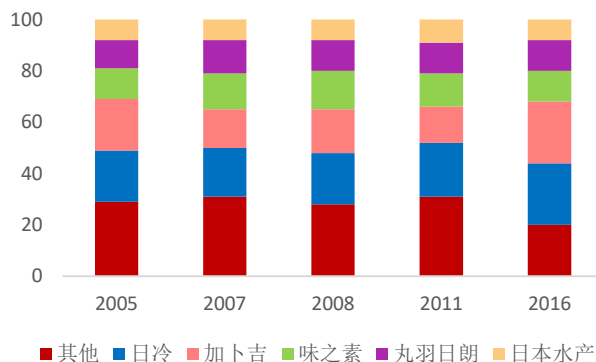
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图22 美国 1992 年预制食品品类占比



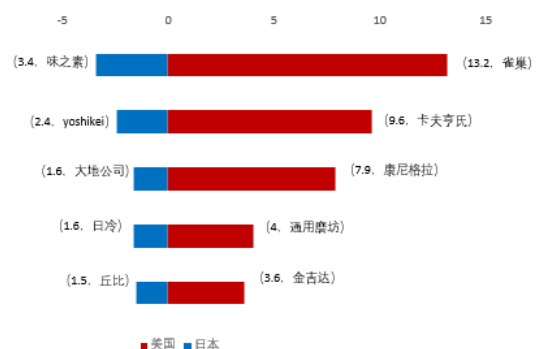
资料来源：《食品与机械》1995 年第 3 期，东海证券研究所

图23 日本 B 端预制菜市占率 (%)



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图24 2020 年美、日 C 端预制菜 CR5 (%)



资料来源：欧睿，东海证券研究所

3.驱动拆解：需求痛点刚性，冷链发展为核心动力

(1) 底部驱动：冷链发展。

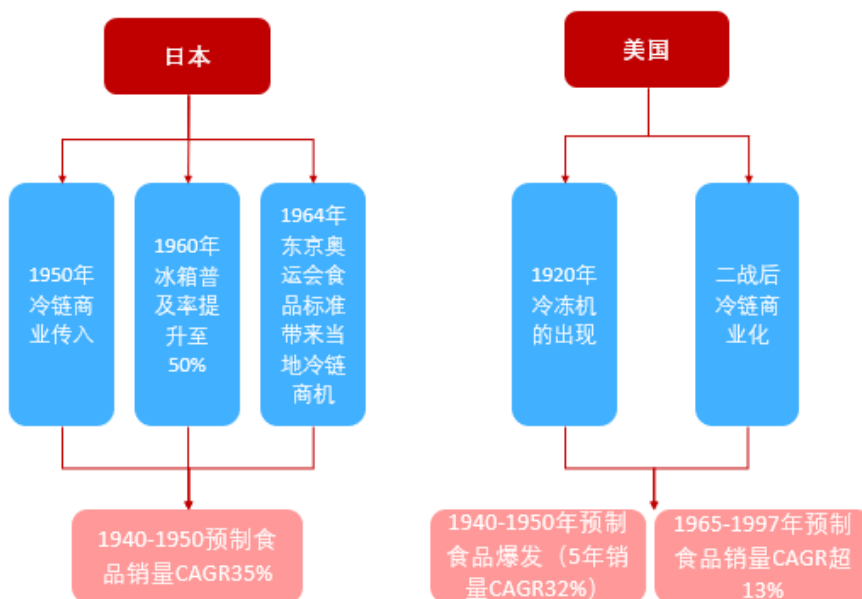
①美国冷链带来预制食品先机：冷冻机于 1920 年发明，待二战后实现逐步实现商业化，带动了 1940 年以来美国预制菜头十年超过 35% 预制食品复合增速的发展先机。

②日本冷链发展带来预制食品黄金三十年：冷链物流传入日本可追溯至二战后 1950 年附近，1960 年随着冰箱普及率超过 50%，冷链物流商业化加速，带动了 1965-1970 预制食品销量 5 年 32% CAGR 的高速增长。

③我国自 2010 年政策驱动，带来生鲜供应链高速发展：1) 2010 发改委政策推动我国冷链物流进入新阶段。2008 年以前冷链稀缺，北京奥运会供应标准促进短期北京冷链物流发展，并通过自贸区试点引入美冷、太古等外资冷链公司入局，2010 年国家发改委制定《农产品冷链物流发展规划》，随后在有关省份持续政策驱动的背景下，带动冷链快速发展，2010 相当于真正意义上我国冷链物流发展元年。连续十年冷链高速发展。直接促进了从 2010 开始的生鲜、预制菜等行业的发展。其中生鲜电商交易规模 2014-2021 CAGR 达 48.7%。2) 当今冷链物流维持高速发展。2014-2020 年，食品冷链物流市场规模、冷库车保有量、冷库容量 CAGR 分别达 16.9%、12.3%、23.9%，维持较快增速。3) 冷链物流需求仍缺，较发达国家差距仍大，未来的发展仍直接制约预制菜、冷冻食品行业发展。从行业数据来看，我国生鲜产品流通率、损耗率短期较海外发达国家仍有差距，发展仍有较大空间。

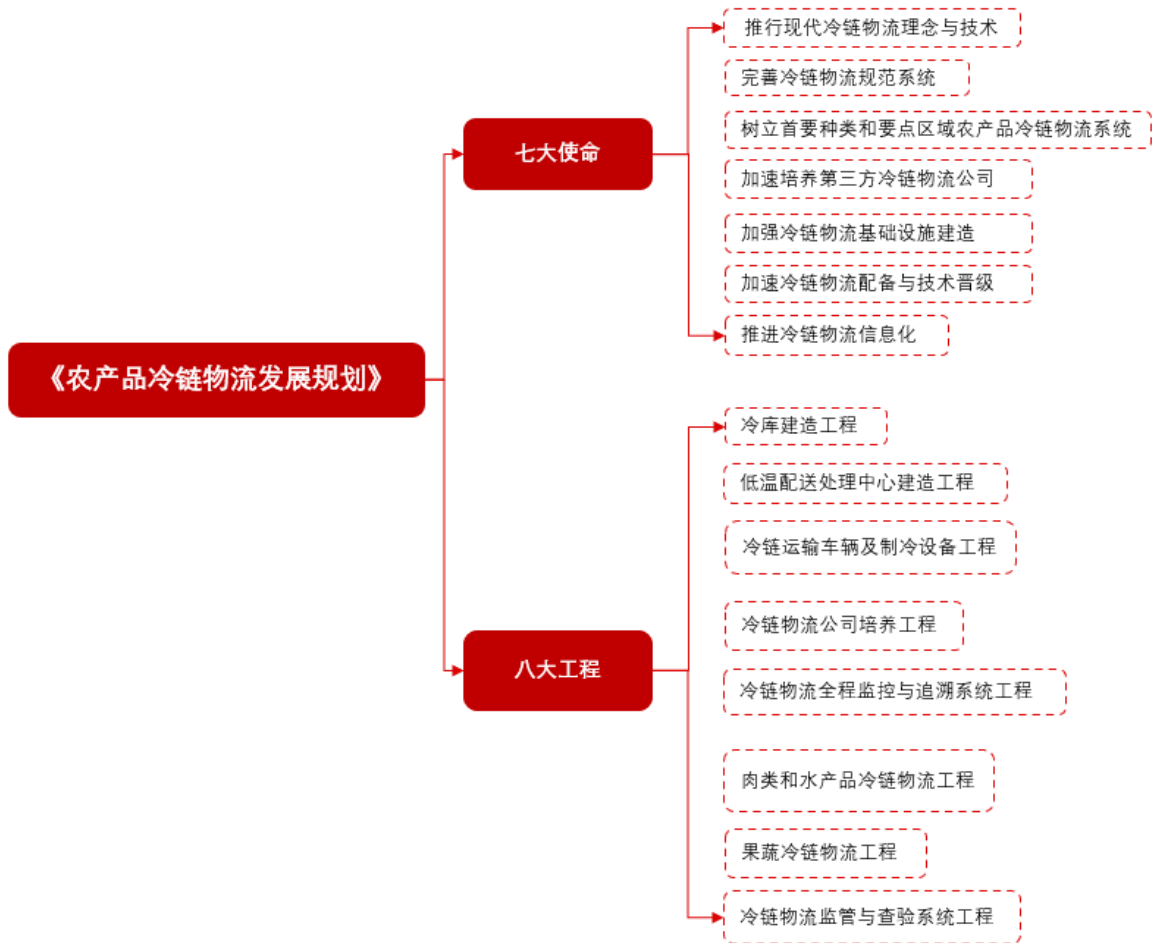
从公司数据来看，目前预制菜行业仍处行业初期，得冷链者得天下，味知香、立高食品，包括非上市的聪厨均有自己的冷链物流体系，实现了明显的运费节约（2020 年味知香第三方物流一吨运费是自建物流运费的 2.2 倍）。从该观点看，强供应链企业在未来同样具备较强预制食品，包括龙大美食、盒马等，海外龙头雀巢、日冷、Sysco 本身具备行业领先的供应链体系。

图25 冷链发展成为核心驱动因素



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

图26 农产品冷链物流发展规划



资料来源：《农产品冷链物流发展规划》，东海证券研究所

图27 我国食品冷链市场规模稳步增长



图28 我国冷库容量及增速

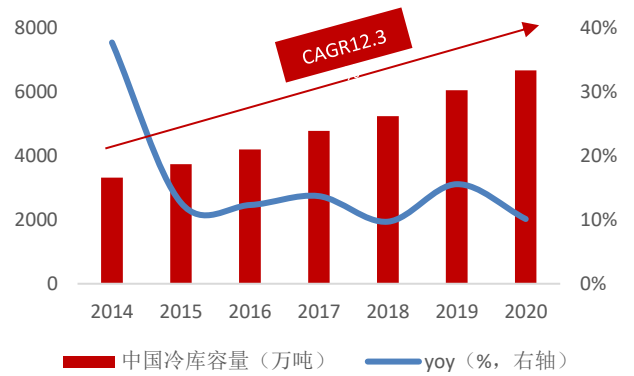
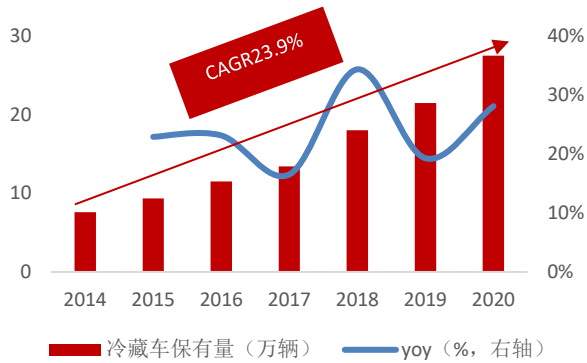
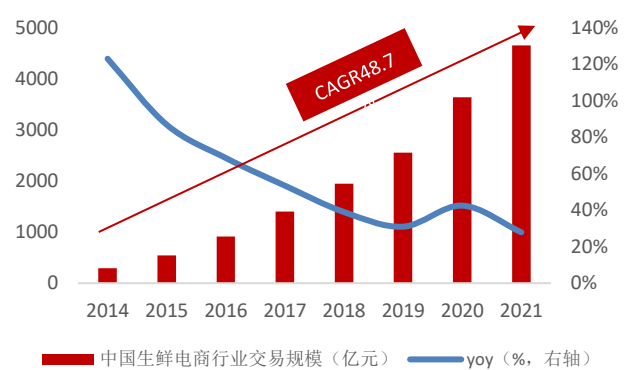


图29 我国冷藏车保有量及增速



资料来源：中物联冷链委，东海证券研究所

图30 我国生鲜电商行业交易规模及增速



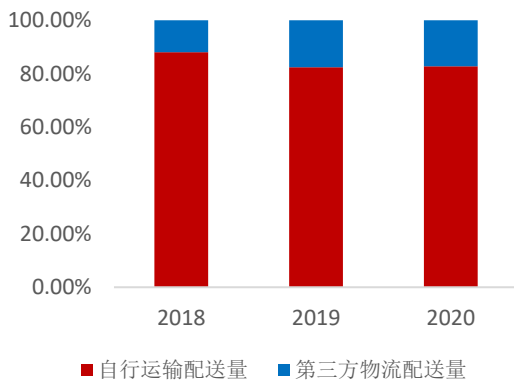
资料来源：中物联冷链委，东海证券研究所

表1 味知香、立高食品、聪厨冷链物流情况

公司冷链物流情况	
味知香	2020年公司拥有26辆冷链物流车，83%物流为自建物流，对部分外省客户主要用第三方物流
立高食品	截止2020年6月底，公司共拥有30台运输车辆，使用的第三方冷链外仓34处，位于全国18个省、自治区和直辖市，广东省内主要为自建物流配送，省外与第三方物流合作
聪厨	B端使用自建物流，重点城市均有覆盖，C端与第三方物流合作

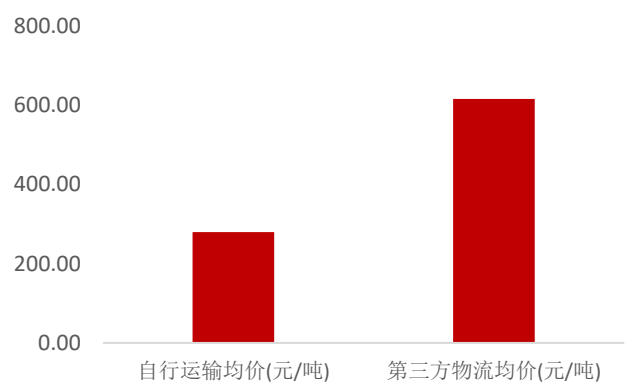
资料来源：公司公告，公开资料整理，东海证券研究所

图31 味知香自行运输配送量及第三方物流配送量占比



资料来源：味知香招股说明书，东海证券研究所

图32 味知香2020年自行运输及第三方物流单吨费用



资料来源：味知香招股说明书，东海证券研究所

(2) B端需求：①**成本节约。**根据2021年中国连锁餐饮行业报告，引入预制菜的餐厅成本可以节约达7个点，人力成本节约最为明显，是B端需求的最核心驱动。

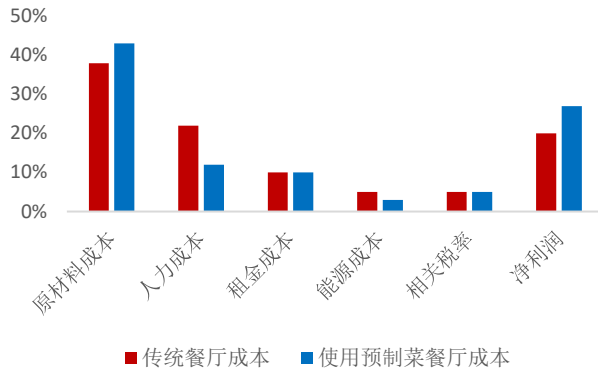
②**标准化 VS 中餐烹饪难度。**在本身烹饪难度大于海外餐饮的情况下，标准化刚性需求进一步推动预制菜发展。

③**外卖发展。**2013年以来，外卖市场发展进一步推动产品预制化，其中催生出“即热”型的“料理包”市场，目前约600亿规模左右。成为B端预制菜中目前相对规模最大的品类。

④**团餐发展。**近年来团餐市场高速发展，2016-2019年行业规模CAGR达19%。

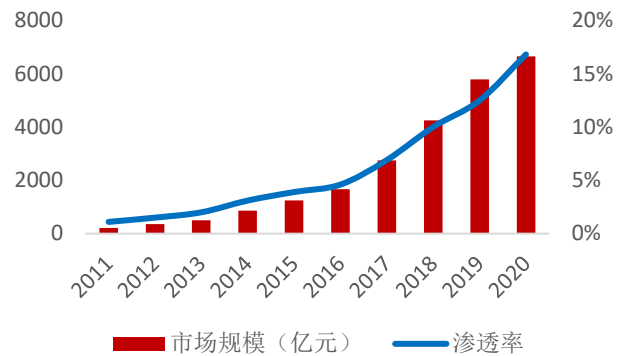
⑤**餐饮连锁化率提升**。大型连锁餐厅是 B 端预制餐企业最重要的客户，我国目前连锁化率相比海外发达国家仍低。

图33 中国传统餐厅与引入预制菜的餐厅的成本结构



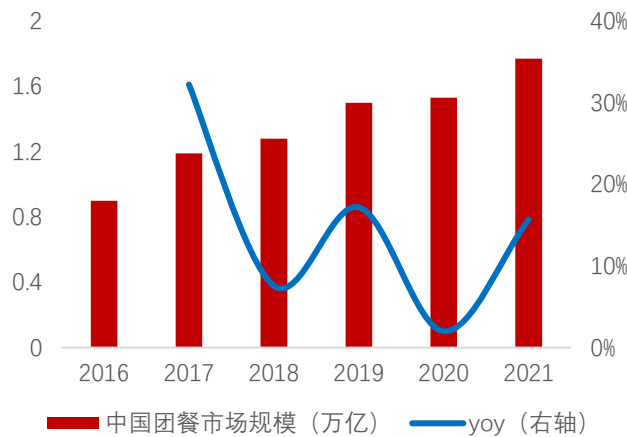
资料来源：《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，东海证券研究所

图34 中国外卖市场和渗透率走势



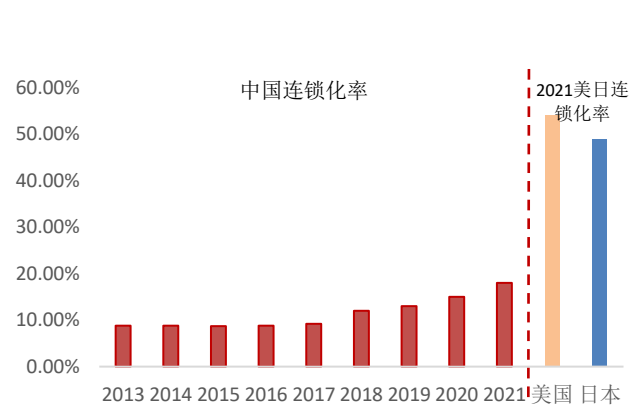
资料来源：中国饭店协会，东海证券研究所

图35 中国团餐市场规模



资料来源：中国饭店协会，东海证券研究所

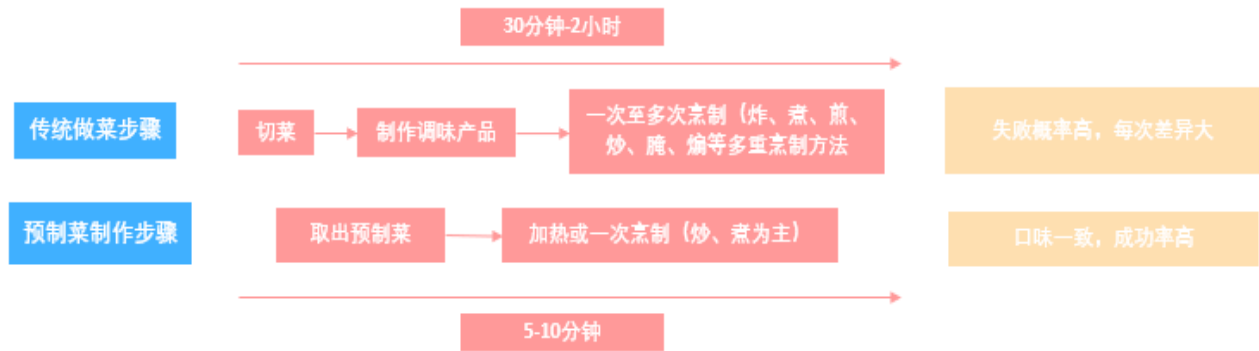
图36 中国外卖市场和渗透率走势



资料来源：中国饭店协会，东海证券研究所

(3) C 端需求：
 ①**家庭小型化**：在人口出生率下降、一二线城市生活压力提升的背景下，我国同样出现类似日本 1980 年后的家庭小型化趋势。2010-2020 年我国户均人数从 3.10 人下降至 2.62 人，与 1980-1995 年相比日本当期户均 3.14 人下降至 2.82 人较为相似。预计该趋势仍将持续，并继续推动 c 端预制菜的发展。
 ②**便利（时间节省及）**：自行做菜一道菜往往耗时 30 分钟至 2 小时不等，经过多种烹制方法，菜口味及成功率取决于厨艺；而用预制菜往往口味统一，烹饪简便，一般 5-10 分钟以内。

图37 传统做菜与预制菜制作步骤区别



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

（4）政策驱动：我国预制菜自2010年因冷链物流政策推动以来，发展加速。但相关政策主要针对整个食品工业链，针对预制菜细分行业具体政策较少。疫情后因C端预制菜爆发，叠加在供应稀缺的环境下迎来冷链物流“政策潮”，2021年各地同样迎来地域性的预制菜“政策潮”，即便如此，针对预制菜的行业规范及标准仍处于相对空白，中国饭店协会、部分省市出具了部分标准，暂时弥补了部分行业规范空白，但整体行业政策环境搭建仍需时日。

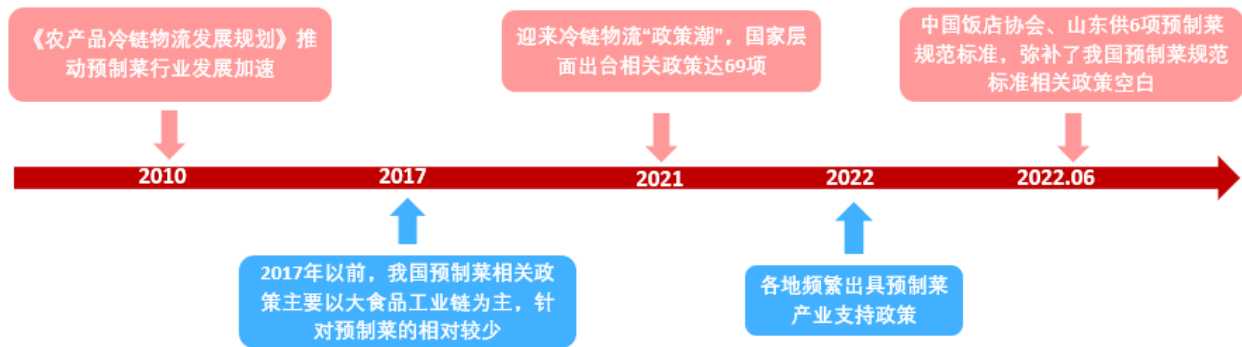
①近年相关政策仍以大食品工业链为主：2017年《关于促进食品工业健康发展的指导意见》《“十三五”国家食品安全规划》《国民营养计划（2017-2030）》，2019年《关于深化改革加强食品安全工作的意见》2021年《绿色食品产业“十四五”发展规划纲要》《反食品浪费工作方案》等均从食品行业的角度对科技、融资支持、食品安全提供政策指导，而针对预制菜细分行业政策意见较少。

②冷链物流2021“政策潮”：据中物联冷链委不完全统计，2021年国家层面出台冷链物流相关政策69项，其中由国务院出台超过9项，同时更是在2021年底，正式出台了《“十四五”冷链物流发展规划》等行业专项文件。

③疫情以来地方频繁出具支持预制菜相关政策：广东省，2022年3月25日发布《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》；山东省，2022年4月7日，潍坊市政府办公室印发《潍坊市预制菜产业高质量发展三年行动计划（2022-2024）》。此外其他省市，同样出具多维度政策支持预制菜发展。

④中国饭店协会、山东相关政策：首次填补预制菜行业规范空白。2022年5月31日，南宁市出具《预制菜术语》《预制菜分类》《预制菜冷链配送操作规范》。随后，6月28日，中国饭店协会发布了《预制菜产品分类及评价》《预制菜质量管理规范》两项团体标准，第二天，山东继续发布四项标准《预制菜（畜禽类）中式菜肴》《预制菜（畜禽类）炭烤肉》《预制菜（水产类）烤鱼》《预制菜（水产类）油炸带鱼》。以上9项标准发布后，对预制菜品质、分类、评价、包装等细节标准做出规范，填补了部分我国预制菜市场空白。也将对未来预制菜产业链更为细节、权威的安全、质量等标准产生一定指引

图38 预制菜政策时间段



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表2 2017年以来大食品工业链政策

时间	文件名称	发布部门	摘要
2017	关于促进食品工业健康发展的指导意见	国家发展改革委、工业和信息化部	进一步健全标准体系，推动食品添加剂等标准与国际标准接轨，引导企业建立食品安全可追溯制度，严格落实国家“去产能”有关政策，依法加快淘汰污染严重、能耗水耗超标的落后产能，提高冷链物流效率和水平。
2017	“十三五”国家食品安全规划	国务院	明确了我国“十三五”时期食品安全工作的指导思想、基本原则、发展目标和主要任务，部署保障人民群众饮食安全。
2017	国民营养计划（2017-2030）	国务院	从我国国情出发，立足我国人群营养健康现状和需求，明确了今后一段时期内国民营养工作的指导思想、基本原则、实施策略和重大行动。
2019	关于深化改革加强食品安全工作的意见	中共中央、国务院	意见指出，要坚持安全第一，坚持问题导向，坚持预防为主，坚持依法监管，坚持改革创新，坚持共治共享。
2021	绿色食品产业“十四五”发展规划纲要	中国绿色食品发展中心	明确发展目标：产业规模稳步扩大；产品质量稳定可靠；产业结构不断优化；标准化生产能力明显提升；品牌影响力进一步扩大；产业效益显著提升。
2021	反食品浪费工作方案	发改委、商务部、市场监管总局、粮食和储备局	《意见》从粮食全产业链、消费链乃至舆论环境各环节推出的一系列操作性强、约束性高的精细化举措，是为实现反食品浪费这一总目标的新探索与再发力。

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表3 疫情以来各省市推动预制菜相关政策

省份	时间	区域	政策	摘要
广东	2022年3月	省政府	加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施	从“建设预制菜联合研发平台”等10个方面对推进预制菜产业高质量发展制定了相关措施。
	2022年3月	江门	江门预制菜十二条政策措施	重点围绕平台建设、技术研发、人才培养、产业联盟、质量标准、金融服务等十二个方面，全面加速农产品预制化、食品化进程

	2022 年 5 月	佛山	加快推进顺德区预制菜产业高质量发展“六个一”工程实施方案	提出一系列措施推进预制菜全产业链和全价值链建设，建立全国性的中央厨房预制菜产业示范区，为顺德区大力推进乡村振兴战略提供有力支撑
	2022 年 5 月	肇庆	启动建设粤港澳大湾区（肇庆高要）预制菜产业园	计划打造为大湾区预制菜产业园“第一园”，产业园规划面积 7000 亩
	2022 年 6 月	汕头	汕头市加快推进潮汕菜预制菜产业发展工作措施	提出 21 项措施促进汕头预制菜产业发展，推动汕头预制菜产业高质量发展走在全省前列。
山东	2022 年 5 月	省政府	2022 年“稳中求进”高质量发展政策清单（第三批）	涉及多项支持预制菜发展政策措施，包括支持技术改造、线上推广、举办预制菜美食专享周优惠活动、优先保障重大项目建设等
	2022 年 2 月	潍坊	在诸城成立山东预制菜产业联盟	全国首个省级预制菜产业组织，并对预制菜产业园、标准化种植基地、市场开拓等方面提供支持。
	2022 年 4 月	潍坊	潍坊市预制菜产业高质量发展三年行动计划（2022-2024 年）	明确了打造“中华预制菜产业第一城”的目标，力争到 2024 年，质量效益好、规模总量大、产品结构优、符合消费升级趋势的预制菜产业体系初步建立
	2022 年 4 月	潍坊	潍坊市支持预制菜产业高质量发展九条政策措施	通过一系列财政奖励政策，加快推进预制菜产业高质量发展，不断壮大潍坊预制菜产业集群规模。
	2022 年 5 月	青岛	关于印发青岛市激发市场活力稳定经济增长若干政策措施的通知	支持预制菜企业在电商平台新设网上店铺。参加全省预制菜美食专享周活动，争取省财政专项资金补助。支持新上预制菜项目，争取纳入省市重点项目，强化土地等要素资源保障。
福建	2022 年 4 月	省政府	福建省外贸外资（稳价保供）协调机制办公室关于印发福建省促进商务领域消费提质扩容若干措施的通知	未来要支持开展预制菜产业供需对接会、专业展会等活动，促进预制菜产业发展
河北	2022 年 5 月	保定	阜平县支持预制菜产业高质量发展 10 条措施	在“十四五”末力争形成以预制菜为主要方向的 100 亿产业集群。目前，央厨阜平、央厨佳德等 6 家预制菜企业先后落地。

重庆	2022年6月	梁平	梁平区支持预制菜产业高质量发展激励措施	打造中国（西部）预制菜之都。出台支持预制菜产业高质量发展“10条激励措施”、设立总规模10亿元的预制菜产业发展引导资金，推动预制菜产业高质量发展。
河南	2022年6月	新乡	制定预制菜产业发展金九条	集中力量在要素保障、资金奖励、融资上市、技术创新、人才引进等方面支持预制菜企业发展，力争今年营业收入突破100亿元，“十四五”末达到200亿元。

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表4 近期中国饭店协会及地方政策填补我国预制菜行业标准空白

发布单位	时间	标准名称	摘要
南宁	5月	《预制菜术语》	对预制菜全产业链涉及的一般术语、原辅料术语、工艺术语、烹调方法术语给出了明确的定义，
		《预制菜分类》	对预制菜按照不同预制菜主料、加工方式、贮存方式、食用方式进行统一分类
		《预制菜冷链配送操作规范》	对预制菜验收、冷链储存、冷链配送前产品处理、订单处理、拣货、装载、运输、卸货、退货、物料回收等冷链配送作业流程及其操作要求做了明确的规范
中国饭店协会	6月	《预制菜产品分类及评价》	对预制菜的定义、分类、基本要求、分级评价、管理要求、标识管理等进行分级和标准制定
		《预制菜质量管理规范》	适用于直接从事预制菜生产的企业，同时对预制菜生产企业的产品追溯与召回进行了规定
山东预制菜产业联盟	6月	《预制菜（畜禽类）中式菜肴》	对畜禽类中式菜肴的原材料、加工方式贮存方式、使用方式制定统一的团体标准
		《预制菜（畜禽类）炭烤肉》	对畜禽类炭烤肉的原材料、加工方式贮存方式、使用方式制定统一的团体标准
		《预制菜（水产类）烤鱼》	对烤鱼的原材料、加工方式贮存方式、使用方式制定统一的团体标准
		《预制菜（水产类）油炸带鱼》	对油炸待遇的原材料、加工方式贮存方式、使用方式制定统一的团体标准

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

4. 主流玩家：B端旺盛，C端初期，龙头未显现

主流玩家：从目前已知企业来看，我们把主流玩家分为5类，纯预制菜企业中B端主要服务餐饮客户，C端以门店型为主，非纯预制菜企业中，主要分为上游资源型、下游资源型、餐饮品牌资源型三类。整体特征为：

①**B端发展相对较快：**已经出现蒸烩煮这里接近20亿规模的企业、干味央厨在以油条为主的米面类预制菜产品中龙头优势显现。

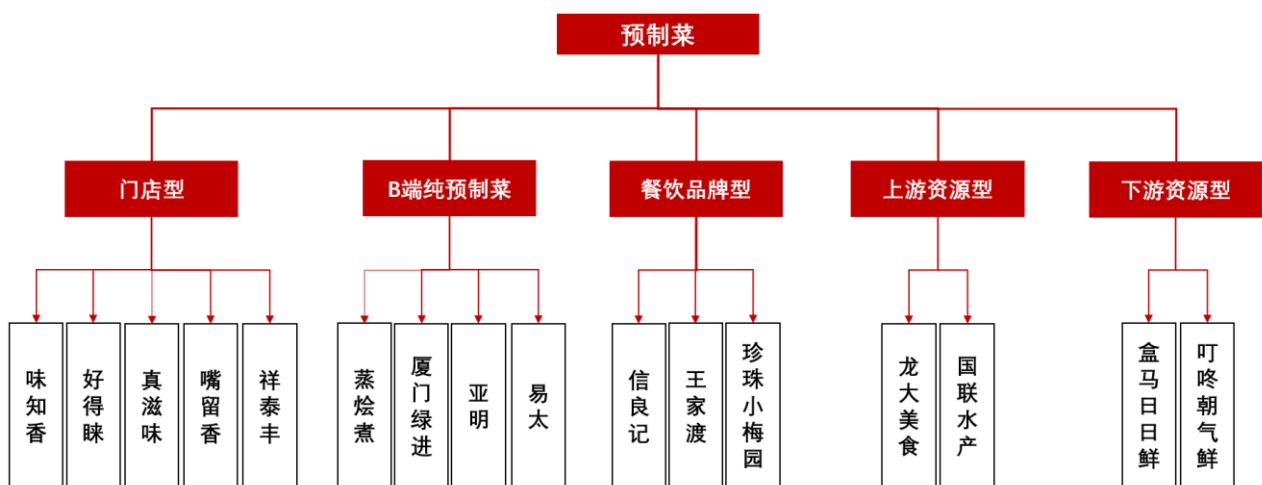
②**C端分散但供不应求**：C端目前相对成熟且起量的商业模式主要为门店型，包括已上市的味知香，以及未上市的好得睐、真滋味，主要以华东区域为主，疫情进一步加剧了供给缺口。

③**上游资源型**：国联水产、龙大美食均为上游资源型，从国际预制菜发展过程中看，上游供应链优势往往能催生行业巨头。

④**下游资源型**：主要为零售平台类企业，包括盒马门店中的日日鲜，也同样包括叮咚买菜、美团等，在当下C端发展过程中可能成为其他C端品牌的最有力竞争者。

⑤**餐饮品牌资源型**：新辣道企业信良记，眉州东坡旗下王家渡，均为此类企业，借助C端品牌效应，能够在高端市场站稳脚跟。

图39 预制菜主流玩家分类



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表5 预制菜主流玩家情况

类型	公司名称	经营规模 (2021)	业务范围
门店型	味知香	7.6 亿元	主营肉禽类、水产类、其他类三大产品品类 200 余种半成品的开发、生产、销售，公司拥有味知香和饕玉两大品牌，主要产品有牛仔骨，宫保鸡丁、水晶虾仁、铁板鱿鱼等众多经典半成品菜。
	好得睐	3-4 亿元	现开发有水产类、牛肉类、猪肉类、家禽类、煲汤类、火锅类六大系列百余种产品。销售网络覆盖长三角地区 20 多个城市，1000+加盟门店。
	真滋味	2-3 亿元	主要有鱼香肉丝、清炒河虾仁、蚝油牛柳、潮州肉饼、牛肉丸、包心贡丸、香菇贡丸等上百种方便菜。线下开有百余家加盟店，进驻 15 个省，覆盖超过 50 个城市。
	咀留香	1 亿元	专业从事传统方便快捷菜肴研发、生产，目前已发展 100 余家加盟店。产品分六大类：牛肉类、猪肉类、家禽类、水产品类、火锅料类、其他类。
	祥泰丰	1.5 亿元	公司专业生产方便美味的速冻菜肴产品，主营速冻方便菜肴系列产品牛排、牛柳、烤翅、鸡排、虾仁、糖醋排骨等
B 端纯预制菜型	蒸烩煮	4 亿元	专注生产中西餐速食料理包、冷冻调理包、预制菜、半成品菜、宴席菜、团餐等。现有 1600 多款产品持续研发，全国超 5000 个服务网点。

	厦门绿进	8-9 亿元	旗下有“绿进”、“松板”、“绿烹”等多个子品牌的速冻肉制品、菜肴制品（生）制品、鱼糜制品等 60 余款产品
	亚明	6 亿元	专业从事“中式酒店菜肴标准化”研发、生产、销售为一体的企业。主营红烧狮子头、牛仔骨、羊小排、手撕牛排、黄金七虾堡、海鲍鱼、羊肚。
	易太	4-5 亿元	以猪肉、牛肉、羊肉、鸭肉、鸡肉、海鲜等为主材，集研发、生产、销售为一体的现代化速冻食品企业。
餐饮品牌型	信良记	1.1 亿元	专注做中餐标准化爆品。主营冷冻小龙虾、巴沙鱼、鱼头、蜗牛等其他冷冻水产品。公司在全国范围内有超 150 家门店。
	王家渡	3-4 亿元	眉州东坡集团旗下子公司。核心产品是高品质低温中式肉制品“低温午餐肉肠”、“低温川味香肠”，以及高品质川味复合调味料和预制菜肴等。现全球一百多家门店
	珍味小梅园	2 亿元	共研发了 50 多款预制菜品，在售的有近 30 个。产品包括水晶荷叶鸡、酸菜鱼、黑椒牛柳、宫保鸡丁、老上海葱油饼等。目前在上海整合了 100 多家门店，在低线城市，主要通过社区团购模式经营
上游资源型	龙大美食	12 亿元	以预制菜为核心的食品主体，以屠宰和养殖为两翼支撑的发展战略。业务瞄准预制菜市场，提供预制食材、预制半成品和预制成品三大品类产品。
	国联水产	8 亿元	以对虾、小龙虾、鱼类为主，以“小霸龙”品牌构建了完善的预制菜产品体系，涵盖快煮、裹粉、米面、调理、火锅、小龙虾、风味鱼等系列。
下游资源型	盒马日日鲜	--	在盒马的概念设定中是“只售一日”，采用小份包装。包含的品类也从早期的蔬菜肉类扩充到乳制品、烘焙、海鲜、水产等所有品类的商品。
	叮咚朝气鲜	--	叮咚买菜于 2022 年 3 月份推出的预制菜独立品牌，主要布局经销、代理、终端大客户等 B 端渠道，目标是把预制菜领域打深打透。

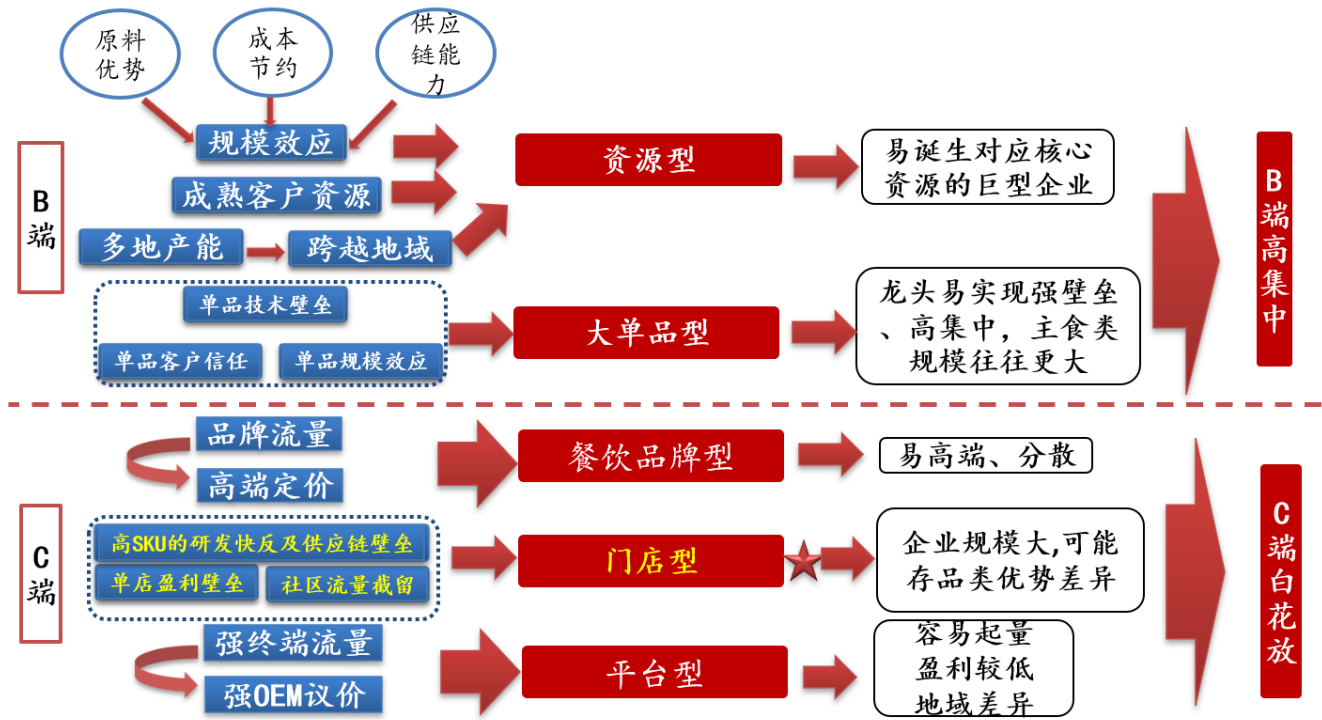
资料来源：公司官网，公开资料整理，东海证券研究所

5.未来格局推演：B 端高集中，C 端百花放

未来格局推演：(1) B 端高集中，大单品型、上游资源型望占尽先机。第一，米面为主的大单品型企业在所在领域，从产品技术、再到客户服务，形成的壁垒较难打破，行业集中度有望实现突破。第二，在产品壁垒不强，供应链成本、周转能力相对重要的背景下，上游资源型企业往往能够占据先机，日美主要企业均为具备较强上游资源的综合型企业。①**上游资源型企业往往有较低的成本**：原材料成本、加工成本、物流成本往往在规模效应下较低，能够在大众品、料理包等市场拥有稳定的利润。②**上游资源型企业本身拥有客户资源**：往往具备餐饮、食品加工企业大客户资源以及部分经销商资源，能够快速开展业务。比如猪肉屠宰龙头龙大美食已与逾 1000 家客户建立合作，包括百胜系统、麦当劳系统、荷美尔(中国)、上海梅林、海底捞、通用磨坊、康师傅等，同时现有经销商中 25%-30%可以承接预制菜业务。③**上游资源型企业往往具备新预制菜企业不具备的多地生产能力**：因物流成本等问题，目前纯预制菜企业往往均为本地发展的地域性企业，比如味知香、好得睐、真滋味；而龙大美食已经形成 15.5 万吨/年食品加工产能，其中预制菜占比 77%，实现东北、华东、华北、西南、华中等全覆盖。(2) **C 端百花放，下游平台型逐步占据大众主流品种，餐饮品牌型望逐步成为高端核心玩家但相对分散，门店型参与者有望诞生大型企业。**C 端在产品力往往不具备壁垒的前提下，流量资源成为核心优势，在产品本身存在口味化的背景下，两头趋势明显。在商超及线上渠道方面，一方面，盒马等平台型企业依据流量优势，利用 OEM，能够快速扩张，逐步控制大众品预制食品的“量”；而另一方面，餐饮品牌因自带品牌流量，产品往往高度还原自身品牌口味，有望实现高端市场的占领，但基于口味化、地域化因素，可能存在同海外一样的分散化趋势。在其他渠道方面，门店型预制菜企业，第一，因更接近社区，实现了便利化流量“截留”；第二，在高壁垒的专卖店模式中，盈利的单店模型对其他新竞争者形成难以突破的壁垒；第三，在高 SKU 的背景下，根据地域、天气、时间逐步变

化的菜品 SKU，形成新的研发“快反”壁垒，其他企业难以突破。参考海外发展情况，借鉴门店型巨头神户物产的发展轨迹，门店型龙头同样有望诞生大型企业。

图40 预制菜未来格局推演



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

6. 上市公司对比：安井规模领先，味知香盈利较强

规模和业务：业务差异较大，规模安井领先。因预制食品行业仍处初期，同商业模式的上市公司数量较少，已上市的预制食品相关业务差异较大。其中安井食品主要以速冻火锅料为主，已逐步开始进入预制菜业务，干味央厨主要以 B 端以油条为主的米面制品为主。目前仅安井在速冻火锅料市场已存在较为明显的规模优势。其余当下规模均较小。

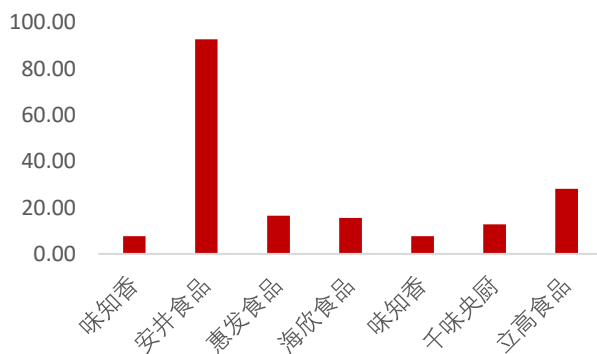
表6 预制菜上市公司对比

公司名称	2021 营收 (亿元)	2021 净利润 (亿元)	核心业务	预制菜业务
味知香	7.65	1.33	专业从事预制菜的研发、生产和销售，是行业领先预制菜生产企业之一。	已建立“味知香”和“饕玉”两大品牌为核心的产品体系，分别针对 C 端和 B 端客户，满足差异化需求。
安井食品	92.72	6.87	主要从事速冻火锅料制品和速冻面食制品、速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售。	推出水煮牛肉、糖醋里脊、咖喱鸡肉、翡翠虾仁、宫保鸡丁等新品，抢占预制菜肴赛道。

惠发食品	16.51	-1.4	主要从事速冻类预制菜的丸类制品、肠类制品、油炸类制品、串类制品、菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售。	加大了预制菜其他品类如冷鲜菜类、常温休食类、健康餐类等菜肴制品的研发、销售。
海欣食品	15.5	-0.37	主要从事速冻鱼肉制品与速冻肉制品、速冻面点制品和常温休闲鱼肉制品和常温休闲肉制品的生产和销售。	在 C 端推出了主要生产火锅预制半成品的“海欣捞道”品牌；B 端则在 2020 年上市腾新鲜冻系列的调理类肉制品。
千味央厨	12.74	0.87	主要为餐饮企业提供定制化、标准化的预制半成品。包括油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类。	预制菜主要围绕 B 端客户的需求做定制化和个性化开发，成立专业的预制菜公司，专门开展相关业务
立高食品	26.17	2.83	从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售。产品主要包括冷冻烘焙半成品及成品，以及烘焙用原料。	渠道涵盖烘焙门店、饮品店、餐饮、商超和便利店，以 B 端业务为主。消费场景向中式快餐连锁和夜市经济糕点拓展。

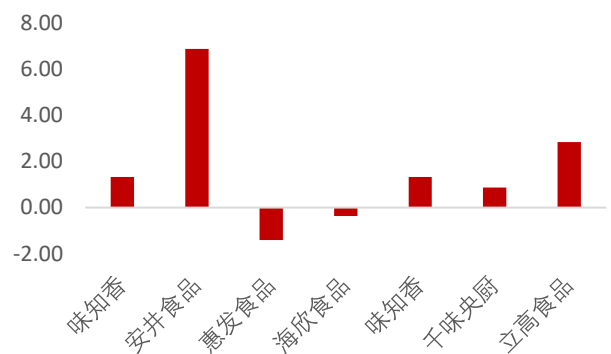
资料来源：各公司公告、东海证券研究所

图41 2021年预制菜上市公司营收对比（亿元）



资料来源：wind，东海证券研究所

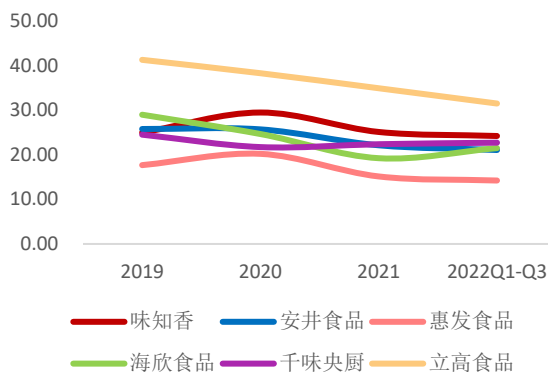
图42 2021年预制菜上市公司净利润对比（亿元）



资料来源：wind，东海证券研究所

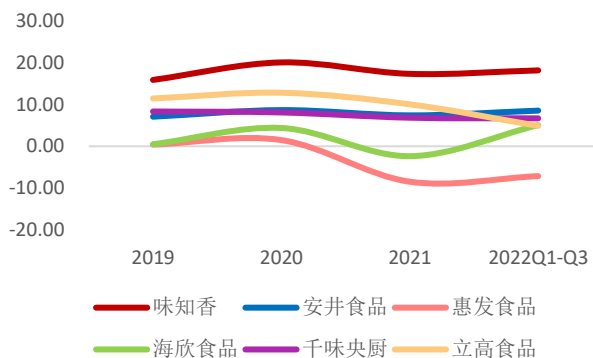
盈利情况：味知香净利率一枝独秀，立高食品毛利率领先。①毛利率立高食品最高，味知香领先。一方面由于公司产品主要销售为 C 端，主要用海外知名供应商的高质量牛肉等产品，产品吨价较高，2021 年产品吨价达 3.99 万元每吨，明显高于其他几家产品，导致毛利率相对较高；另一方面由于行业主要参与者公司 2021 受到行业涨价影响，除了千味央厨因米面制品锁价未出现影响毛利外，主要参与者毛利率均出现 3-5 个百分点不同程度的下降，味知香在毛利率下降后仍处领先地位。②味知香费率优势明显。味知香虽然主要面对 C 端，渠道主要为经销店及加盟店，非商超等渠道，对门店控制力较强，销售费率较低；此外因存在大量存款，财务往往表现为收入，财务费率低于其他企业；管理费用方面，因公司员工数量明显较少，薪资较少，仓储因以销定产库存较少，仓储费用低，办公场地折旧较少，导致管理费率较低。③味知香净利率一枝独秀：因公司毛利率领先，教育成本、公司费用明显较低，费率具有明显优势，导致公司拥有明显领先的净利率。

图43 预制菜上市公司毛利率对比 (%)



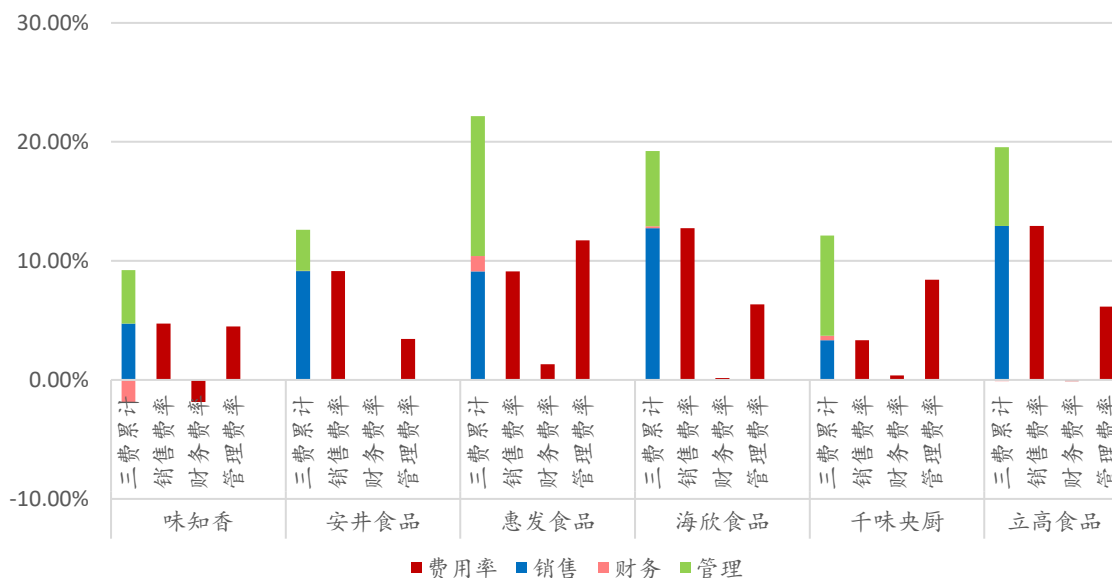
资料来源: wind, 东海证券研究所

图44 预制菜上市公司净利率对比 (%)



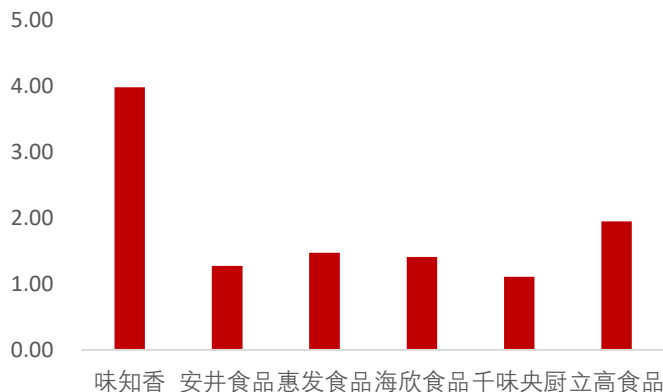
资料来源: wind, 东海证券研究所

图45 2021年预制菜上市公司三费情况



资料来源: wind, 东海证券研究所

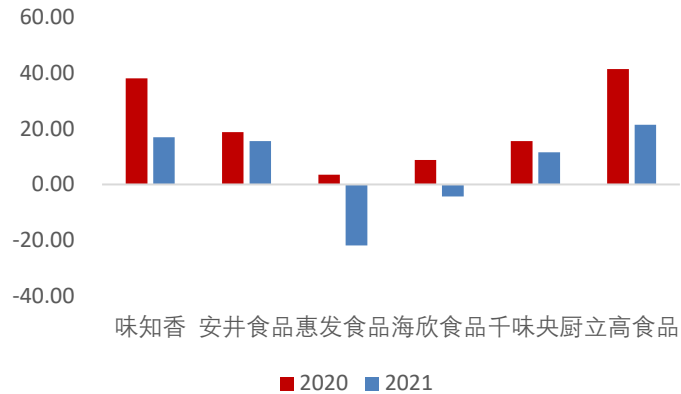
图46 2021年预制菜上市公司吨价情况 (万元/吨)



资料来源: wind, 东海证券研究所

ROE：立高食品具备明显优势，味知香次之。 ROE 立高食品优势明显，味知香第二，2021 和立高食品差距拉大，核心原因为味知香上市融资后现金资产大幅提升，导致总资产周转率明显下降，待现金资产使用后资产效率提升后，ROE 预计仍有恢复空间。

图47 预制菜上市公司 ROE 情况



资料来源：wind，东海证券研究所

表7 味知香和竞品公司 ROE 拆分

公司	年份	ROE (%)	净利率 (%)	总资产周转率 (次)	权益乘数
味知香	2020	38.03	20.09	2.09	1.14
	2021	16.98	17.35	1.70	1.09
安井食品	2020	18.79	8.67	1.03	2.07
	2021	15.58	7.41	1.09	1.93
惠发食品	2020	3.51	1.49	1.02	1.89
	2021	-21.87	-8.48	1.07	2.09
海欣食品	2020	8.75	4.39	1.18	1.52
	2021	-4.26	-2.36	1.26	1.61
千味央厨	2020	15.5	8.11	1.22	2.07
	2021	11.52	6.85	1.05	1.64
立高食品	2020	41.35	12.83	2.24	1.69
	2021	21.47	10.05	2.04	1.49

资料来源：wind，东海证券研究所

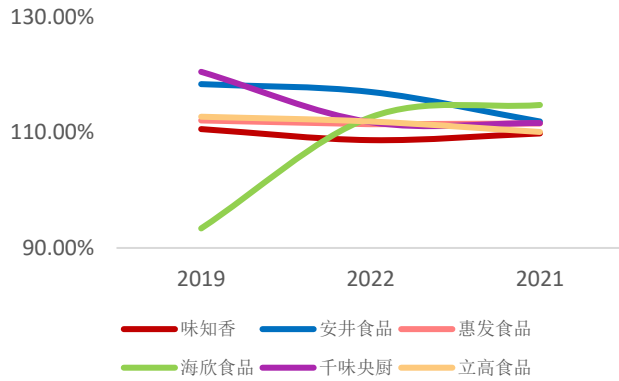
现金流：行业整体稳健。

① **销售收现/营收整体较强，经营现金流净额/营业利润海欣食品优势明显：**因快速成长期，主要企业现金流增长较快，部分企业预付制或者账期不高，带动销售收现/营收均超过100%，差异较小。经营现金流净额/营业利润海欣食品优势明显，味知香位置领先。

② **味知香因 C 端占比高具备明显账期优势，周转优势强：**应收账款方面，因味知香一般使用款到发货的结算方式，同时对部分客户给予 50 万内信用额度，不超过 45 天的账期，应收账款具有明显优势。**存货方面，**因为商品以销定产，一般当天可完成生产，产成品

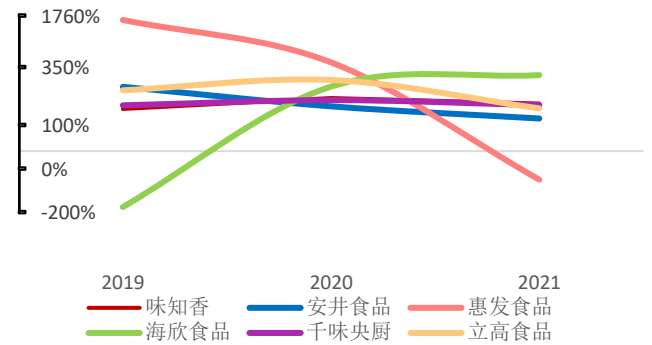
存货较少，配送周期一般在一天以内，而且其他企业往往因火锅等制品秋冬备货加大，故公司存货周转天数具有明显优势。**应付账款方面**，同时因公司原材料供应商主要选取海外知名供应商，账期较少，应付账款账期较短。整体看味知香营业周期较短，账期较短，周转相对较快。

图48 预制菜上市公司销售收现/营收



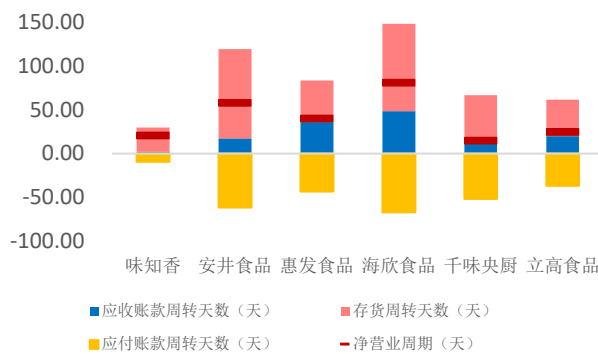
资料来源: wind, 东海证券研究所

图49 预制菜上市公司经营现金流净额/营业利润



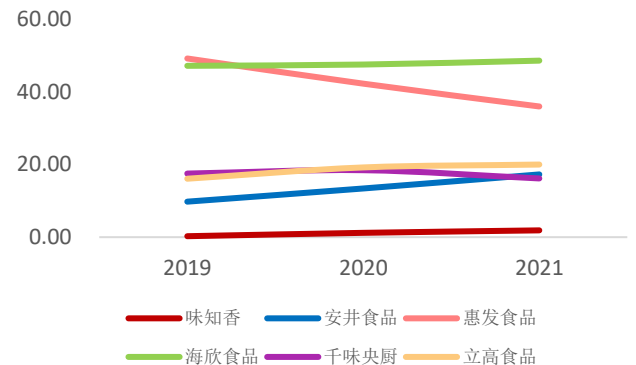
资料来源: wind, 东海证券研究所

图50 2021年预制菜上市公司周转情况对比



资料来源: wind, 东海证券研究所

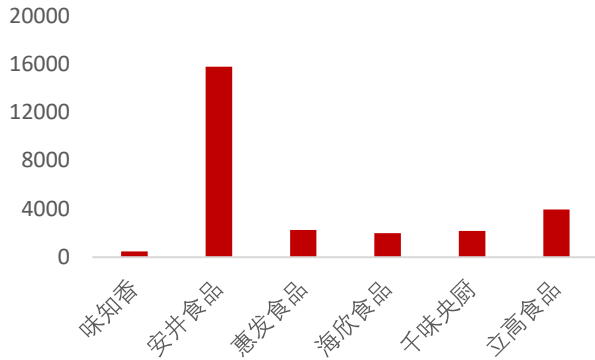
图51 预制菜上市公司应收账款周转天数对比



资料来源: wind, 东海证券研究所

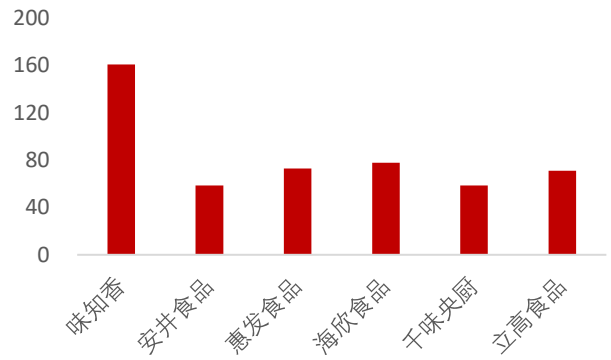
安井因规模较高员工数量领先，味知香员工数较少，人均创收相对较高。商超、经销往往需要销售人员较多，相比 B 端经销较多的公司而言，味知香经销商数量有限、C 端仍以加盟为主，人员相对有限，导致薪资占比较低，人均创收具有一定优势。

图52 预制菜上市公司 2021 年员工数量 (人)



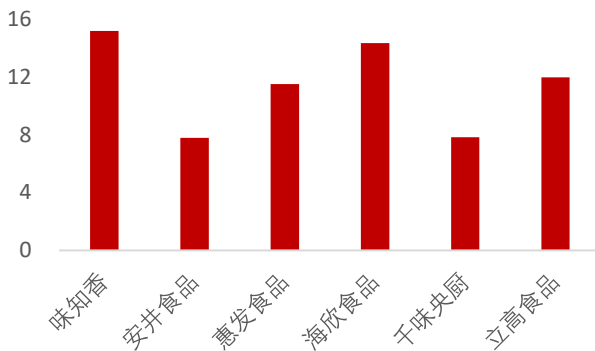
资料来源: wind, 东海证券研究所

图53 预制菜上市公司 2021 年员工人均创收 (万元)



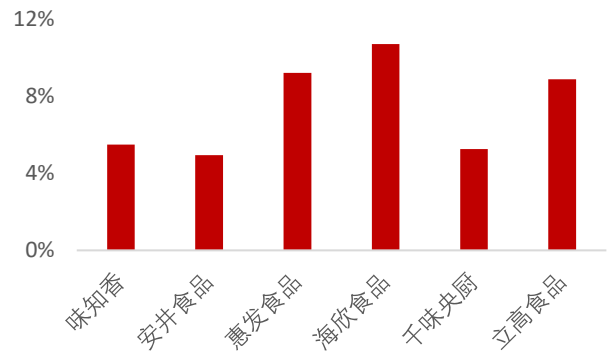
资料来源: wind, 东海证券研究所

图54 预制菜上市公司 2021 年人均薪酬 (万元)



资料来源: wind, 东海证券研究所

图55 预制菜上市公司 2021 年薪资占营收比例



资料来源: wind, 东海证券研究所

7. 投资建议

预制菜仍处于初期,需求刚性叠加疫情期间进一步催化。B 端餐饮需求动能足,伴随外卖、团餐发展及连锁化率提升已进入发展快车道; C 端品类碎片化背景下龙头规模有限、鱼龙混杂,但往往费用低、盈利强,小而美的企业较多,短期发展瓶颈主要在供给侧(产能、自动化、标准化、冷链),“百花放”判断下仍存较多机遇。持续关注味知香、干味央厨、安井食品、立高食品等。

表8 预制菜估值比较表

	总市值 (亿元)	净利润增速			P/E		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
干味央厨	50	15.51%	15.21%	31.90%	54	47	36
立高食品	143	21.98%	-21.90%	56.07%	37	60	38
安井食品	453	13.00%	49.95%	28.91%	47	41	32
味知香	54	14.07%	29.18%	22.96%	32	25	20

资料来源: 万得一致预测, 东海证券研究所

8. 风险提示

1、食品安全风险：我国预制菜行业标准不健全，食品安全仍存隐患。预制菜从原材料采购到加工再到销售的跨度较长，涉及菜品加工、冷链保鲜等多个环节，容易造成食品安全问题。食品安全问题不仅会影响公司业绩，更会对企业品牌形象造成重大影响。

2、原材料价格波动风险：公司主要农副产品原材料价格存在一定的波动性，且供应商主要为国际一流供应商，议价能力较强，如果公司不能有效控制采购价格或向下游传导，将会对公司的盈利能力产生一定影响。

3、疫情影响的风险：一方面，新冠疫情可能影响公司销售，尤其是 B 端销售，另一方面，疫情也对公司的正常生产产生影响，这可能对公司业绩产生相关影响。

4、产能投产进度的影响：短期内公司产能严重不足，2021 年产能利用率达 128%，如果募投项目产能投产进度出现影响的话，可能影响 2021 或 2022 公司收入。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089