

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

对标巨头，产业规模化待提升

——预制菜行业分析报告

证券研究报告-行业分析报告

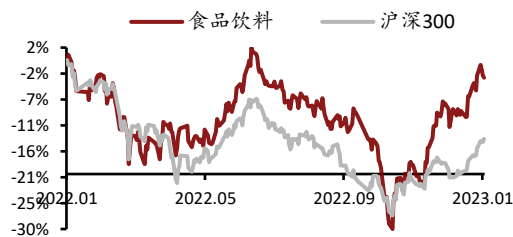
强于大市(维持)

盈利预测和投资评级

发布日期：2023 年 01 月 29 日

公司简称	22EPS	23EPS	23PE	评级
味知香	1.46	1.9	34.21	买入
安井食品	3.57	4.57	35.51	买入
千味央厨	1.28	1.63	43.73	增持

食品饮料相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《食品饮料策略行业季度：政策明朗，消费“上头条”，食饮表现率先》 2023-01-09

《食品饮料行业年度策略：雨雪岂能驱烟火，北风何曾阻清欢》 2022-11-28

《食品饮料行业分析报告：白酒三季度销售延续良好稳增势头》 2022-10-24

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 城市化推进，催生生活方式变迁，显著特征是家庭用餐频次减少，转而针对社会团餐和外卖的需求增加，团餐和外卖是预制菜应用的重要场景。社会成本居高，倒逼餐饮门店引入预制菜以提升运营效率以及降低成本。餐饮连锁化以产品规模化和标准化作为前提，因而也强化了餐饮业对于预制菜加工和配送的普遍依赖程度。
- 根据餐宝典的数据，2021 年中国预制菜市场的规模达到 3000 亿元，预计 2022 年将突破 4000 亿元。参照 2017 至 2021 年期间上市公司销售收入的增长情况，到 2025 年中国预制菜市场的规模预计将达到 6000 至 7000 亿元，未来三年的年均增长在 18%至 20%区间。目前预制菜在餐饮业即 B 端的渗透率仍较低，预制菜在餐饮业的渗透率仍有很大的攀升空间。预制菜在零售市场的发展仍不充分。但是，预制菜对零售市场的渗透逐渐成势：家庭小型化，女性普遍工作，年轻人崇尚“懒宅”等等社会现状，都是预制菜介入个体生活的内驱力。
- 广义上的预制菜包括预制面点、预制（火锅）食材和预制菜肴，相关上市公司包括千味央厨、安井食品、海欣食品、惠发食品和味知香。目前预制菜上市公司虽数量不多，但是在产品和渠道方面却有着显著差异，一定程度上形成了差异化竞争。
- 产业发展有其内在的驱动力。生活节奏、做饭成本、新生代独立和经济发展等社会变迁是驱动产业的原始动力。相比城市化的日本，预制菜在国内 B、C 两端的市场渗透率仍然相当低，市场的边界仍有拓展空间。此外，对标日本巨头，国内几家上市公司的产储规模不是过剩，而是不够充足，目前的能力还不足以整合市场。综上，未来一个阶段，预制菜上市公司有望保持较高的销售增长，并继续保持低毛利、低投入的经营风格。我们给予行业“强于大市”评级，推荐上市公司：味知香（605089）、安井食品（603345）和千味央厨（001215）。

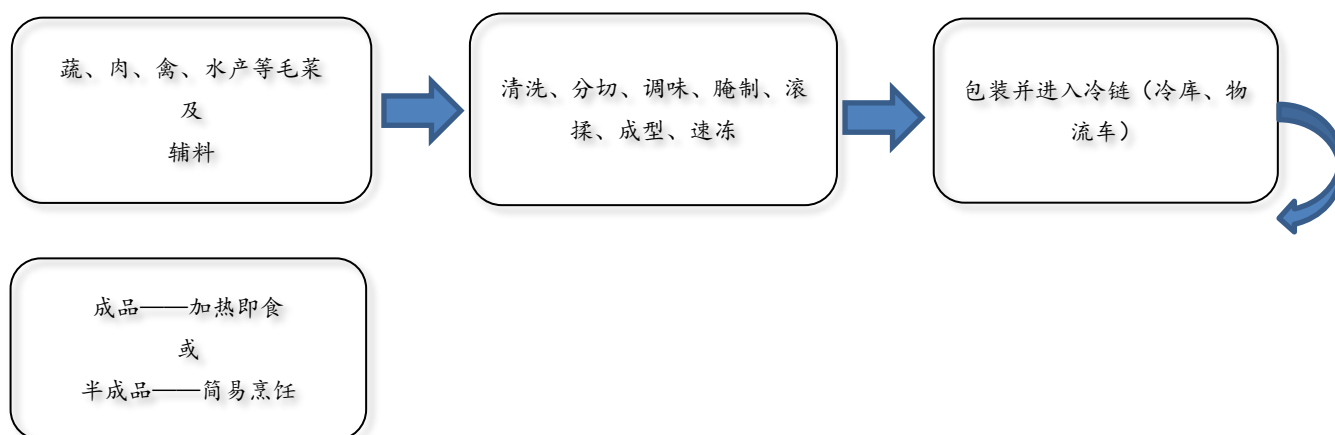
风险提示：市场竞争激烈；行业处于扩产阶段；行业未来有可能会出现产能过剩的情形。上游价格波动大，而产品提价相对困难。

1. 中国预制菜：蓝海市场，黑马赛道

1.1. 预制菜市场的兴起：社会发展的必然产物

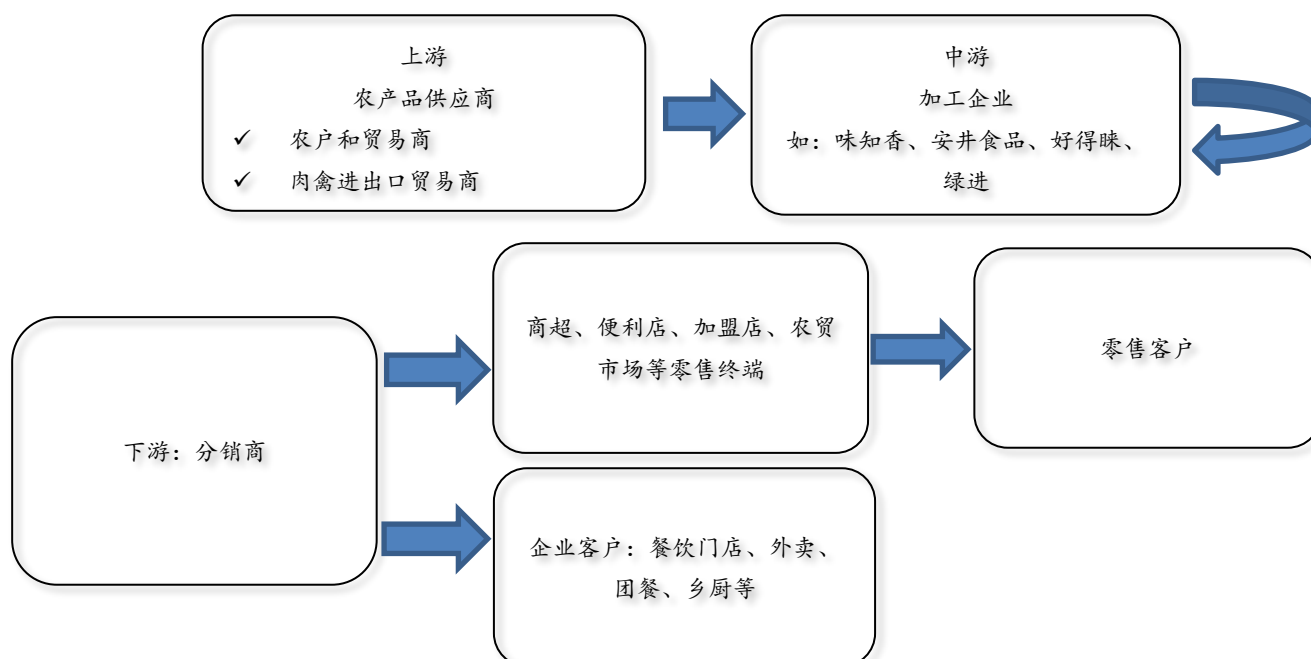
1.1.1. 预制菜的概念

预制菜是以蔬、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，通过清洗、分切、调味、腌制、滚揉、成型等预加工工艺而制成的成品或半成品，具备即食或加热即食的便捷特性。为了便于储存和运输，制成品通常被置于零下 18 度的低温环境并被迅速冷冻，包装后随即进入冷链流程。



资料来源：中原证券《味知香招股说明书》

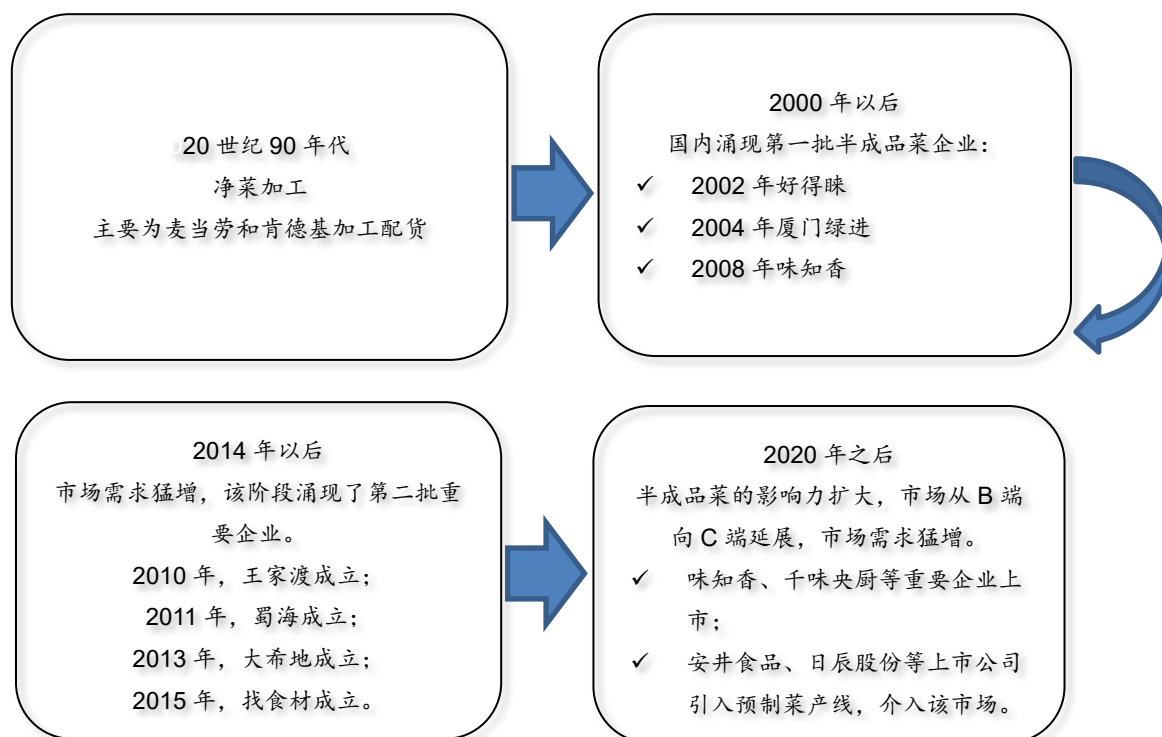
预制菜行业的上游是农产品供应商，包括蔬菜种植、肉禽和水产养殖领域的农户或贸易商，以及肉禽进出口贸易商；下游包括企业客户（所谓 B 端）和零售客户（所谓 C 端），其中企业客户包括餐饮门店、团餐、外卖和乡厨等。



资料来源：中原证券《味知香招股说明书》

1.1.2. 预制菜的演变历程

预制菜源于加工工艺较为简单的“净菜”。净菜指新鲜蔬菜原料经过分级、清洗、去皮、切分、消毒和包装等处理加工，达到直接烹食或生食的卫生要求，净菜最早源于美国，20 世纪 60 年代实现商业化经营。在我国，长期以来，蔬菜以毛菜的形式被贩售；20 世纪 90 年代，麦当劳和肯德基等美式快餐连锁进入中国，催生了中国的净菜加工产业。之后，我国餐饮行业快速发展，连锁化经营逐步扩大，同时涌现团餐、外卖等多元化的市场需求。在需求的倒逼下，2000 年前后，我国陆续出现了半成品菜生产企业，针对下游需求，企业对肉、禽和水产等原料展开进一步加工，丰富了半成品菜的“菜谱”。同一时期，我国的冷链基础设施得以完善，为预制菜行业的成型和发展提供了必要的物质条件。



资料来源：中原证券 《味知香招股说明书》

1.1.3. 社会发展的必然产物

中国预制菜市场真正的发轫在于 2014 年之后外卖平台的蓬勃兴起。由于餐饮门店的外卖订单数量急剧增加，在提升出餐率的压力下，餐饮业对于预制菜品的需求陡增，为上游的预制菜加工市场打开了广阔的空间。除此之外，对于预制菜在中国的兴起，社会发展本身也施加了更深层的推动力。

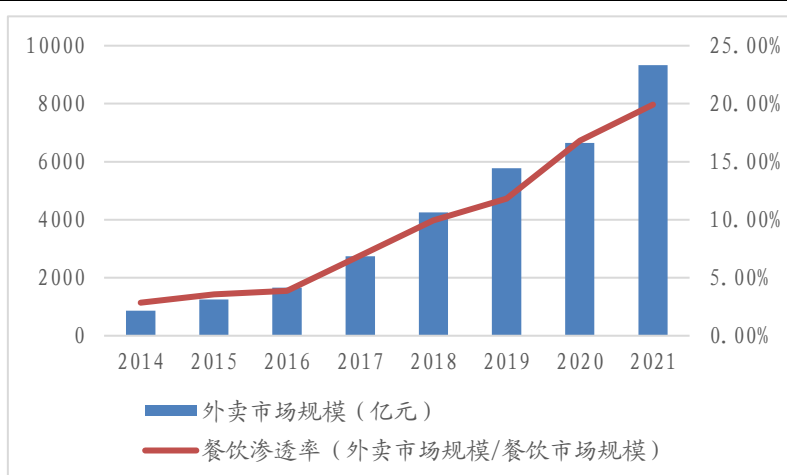
1. 城市化推进，催生生活方式变迁，显著特征是家庭用餐频次减少，转而针对社会团餐和外卖的需求增加。团餐和外卖是预制菜应用的重要场景。

团餐是指企业、学校、机关、医院、军队等部门的食堂用餐，对于食品安全和配餐时效有较高的要求。2015 至 2020 年期间，团餐的市场规模平均每年增长 25.37%，从 2015 年的几千亿销售额增至 2020 年的 1.5 万亿元；2020 至 2022 年，团餐市场继续以每年超过 10% 的

幅度增长，截至 2022 年，我国团餐市场的规模突破 2 万亿。

2014 年前后，美团、饿了么等外卖平台作为“互联网+”的场景应用在中国移植生根。成熟的平台运营，完善的物流体系，以及大量的剩余劳动力，为外卖市场提供了良好的基础设施。2020 年之后，餐饮外卖主体数量巨幅增长：2020 年，企业数量达到 16.34 万家，较 2019 年增长 580%；2021 年，企业数量继续增至 52.18 万家，较 2020 年再增加 219.44%。该阶段，外卖餐品以重口味、多油为特征，较堂食菜品的口感、质感和体验差别较大，质量有亏是市场快速发展时期的伴生现象。截至 2021 年，外卖平台的注册用户达到 4.7 亿人，外卖市场的规模超过 9000 亿元，并将很快突破万亿元关口。同时，外卖销售额在餐饮业中的占比不断攀升，截至 2021 年达到 20%，可见外卖对于餐饮消费的渗透日益扩大。

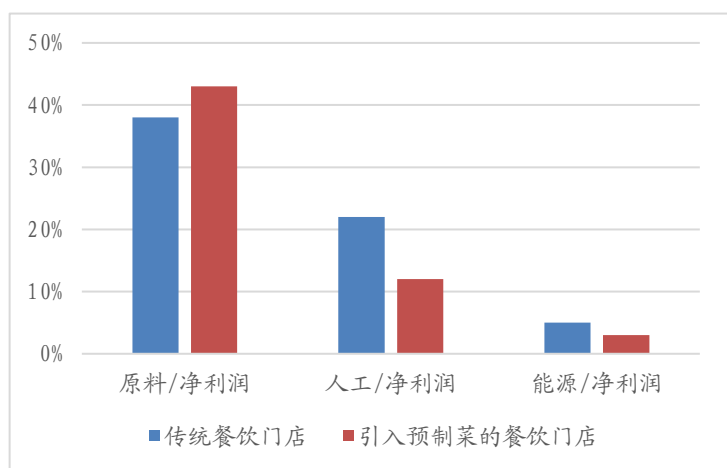
图表 1：外卖市场规模及其渗透率



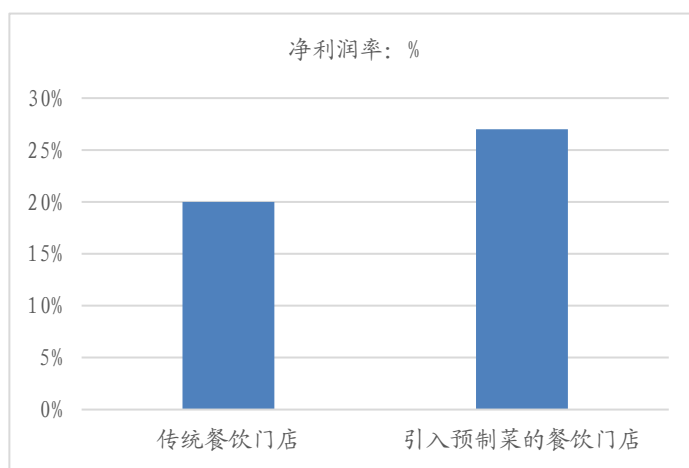
资料来源：中原证券 CNNIC

2. **社会成本居高，倒逼餐饮门店将后台操作部分外包。引入预制菜以提升运营效率以及降低成本，是目前维持门店盈利的必要途径，也是大多数门店都在采用的办法。**经济持续发展将会导致包括人工、地租在内的企业运营成本升高，餐饮门店为维持盈利有必要将后台操作外包，以减少人工、占地和设备能源的投入。通过向上游定制半成品菜或自建中央厨房，可解决成本问题，也是目前很多门店通行的做法。根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》：尽管引入预制菜会导致原材料成本增加 5 个百分点，但是人力和能源成本可分别缩减 45% 和 40%；相比之下，使用预制菜的餐饮门店，其净利率可达到 27%，超出传统门店 7 个百分点。

图表 2: 餐饮业引入预制菜后的成本变化



图表 3: 餐饮业引入预制菜后的盈利变化



资料来源: 中原证券 《2021 年中国连锁餐饮行业报告》

- 在资本的扶植下, 中国的餐饮行业正在加快推进连锁化进程。餐饮连锁化以产品规模化和标准化作为前提, 因而也强化了餐饮业对于预制菜加工和配送的普遍依赖程度。餐饮连锁化要求每个门店的出品符合统一标准, 并且每个单品都具备一定的生产规模, 因而连锁餐饮通常自建中央厨房或与上游的供应商合作, 按照约定的规格和时间将半成品菜配送至每个门店, 如千味央厨的主营业务即为快餐连锁生产和配送定制产品, 并以预制面点为其主打产品。目前, 本土化的快餐连锁如真功夫和吉野家, 其预制菜的使用比例已经达到 100%; 较为复杂的地方菜连锁品牌如西贝和小南国, 其预制菜的使用比例也已经达到了 85%。由此可见, 各种类型、各种口味和各种档次的连锁餐饮均与上游预制菜建立了互利联盟关系, 形成了从预制菜到餐饮的产业集群。

1.2. 行业竞争格局

预制菜市场目前处于起步阶段, 阶段性特征包括行业进入门槛低, 市场经营者众多, 竞争异常激烈, 盈利水平普遍较低, 行业相关的法律法规尚未成熟。未来几年, 预制菜市场将经历从分散到集中, 从无序竞争到规范经营, 从“群雄并起”到形成几家头部企业, 从服务企业客户到纳入零售市场, 达成企业和零售市场的共同繁荣。

当前的预制菜市场高度分散。根据中商情报的数据, 截至 2020 年, 我国的预制菜加工企业仅山东就有 9246 家, 河南、江苏、广东和安徽分别有 6894 家、5863 家、5369 家和 4479 家, 多数企业生产规模小, 生产方式接近手工作坊, 客户数量少且订单的季节波动大, 产品的标准化程度低, 以及运营中的食品安全标准低。

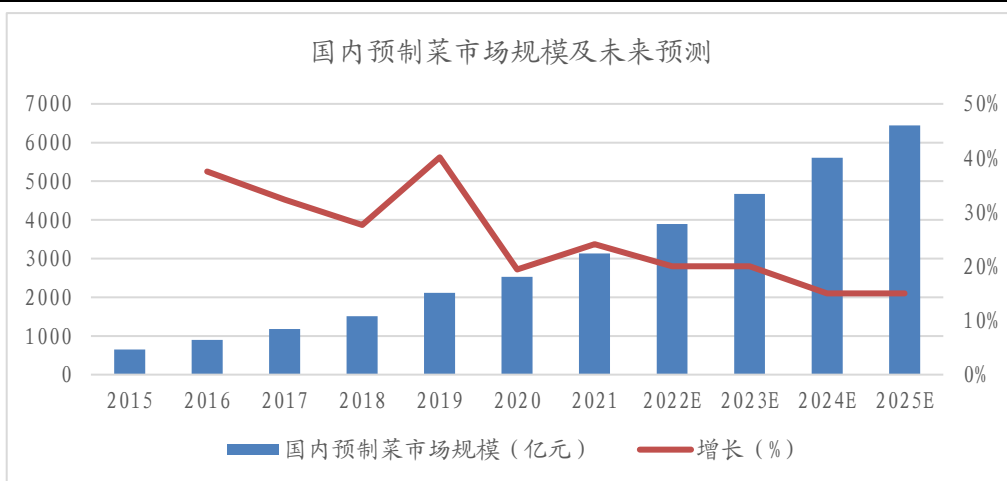
造成市场高度分散的原因一是中华菜肴博大精深、烹制工艺复杂, 并且菜肴的区域特征显著, 在口味方面难以达成共识, 而工业化对品质的损害更是潜在的消费者焦虑。对此, 我们认为现代生活会冲抵传统认知, 享有型和功能型餐饮未来将会分流, 消费焦虑和消费个性很难阻挡功能型市场的形成。二是目前预制菜加工企业的现代化和规模化程度低, 部分上市公司目前也仍仅有单一的生产基地, 而预制菜的配送半径较常温食品更短, 分散的生产基地和仓储节点是企业走向规模化, 从而一统市场的必要物质条件。2020 年以来, 资本加速流入预制菜市场,

企业所获融资增加，在资本助力下行业将会很快地从初级阶段迈进成熟阶段。

1.3. 市场规模推算

根据餐宝典的数据，2021 年中国预制菜市场的规模达到 3000 亿元，预计 2022 年将突破 4000 亿元。参照 2017 至 2021 年期间上市公司销售收入的增长情况，到 2025 年中国预制菜市场的规模预计将达到 6000 至 7000 亿元，未来三年的年均增长在 18%至 20%区间。

图表 4：国内预制菜市场规模估算（亿元）

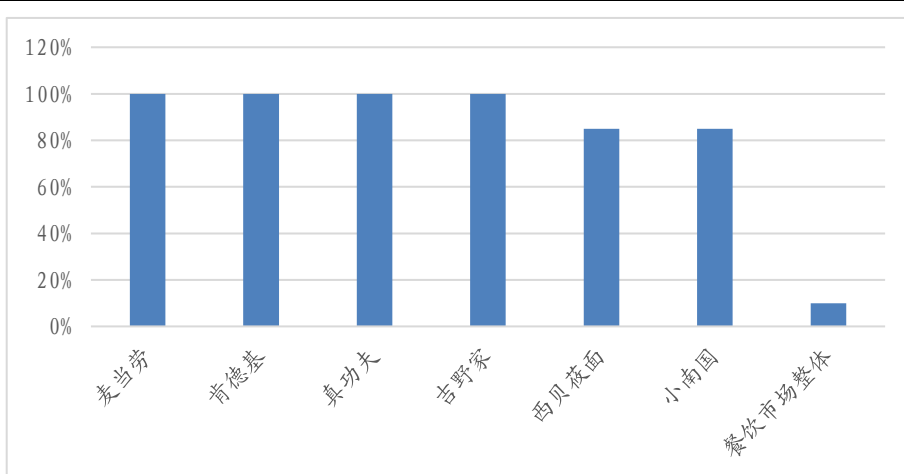


资料来源：餐宝典（NCBD） 中原证券整理

1.3.1. 潜在的市场空间：B 端

目前预制菜在餐饮业即 B 端的渗透率仍较低，随着市场的深入推广，未来引入预制菜的餐饮企业将会增多，预制菜在餐饮业的渗透率仍有很大的攀升空间。按照 4000 亿元市场规模估算，目前预制菜在餐饮 B 端市场的渗透率仅不足 10%。相对中国 4 至 5 万亿的餐饮市场而言，当前预制菜的渗透率过低；相比麦当劳、肯德基、真功夫、必胜客、吉野家、西贝莜面和小南国等餐饮头部企业对预制菜的使用率(85%至 100%)，餐饮市场整体不足 10%的渗透率也过于低，仍有很大的提升空间。

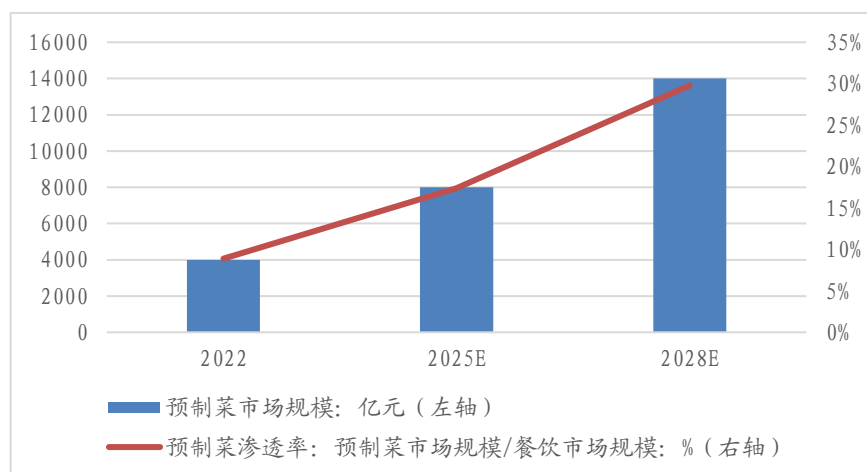
图表 5：预制菜渗透率估算（2022 年）



资料来源：餐宝典（NCBD） 中原证券整理

预制菜在中国餐饮业的渗透率有望达到 30% 左右，对标的市场规模为 14000 亿元，相较于当前仍有可观的上升空间。参照头部企业对预制菜的使用情况，餐饮市场整体的使用率应达其一半之多，即 40% 至 50%。但是，考虑到人员失业、地租减少等潜在后果将会引发产业集群内部的利益博弈，故更保守地看，预制菜在中国餐饮业的渗透率有望达到 30% 左右，对标的市场规模为 14000 亿元，相较于当前仍有可观的上升空间。

图表 6：预制菜在餐饮 B 端的渗透率预测



资料来源：中原证券

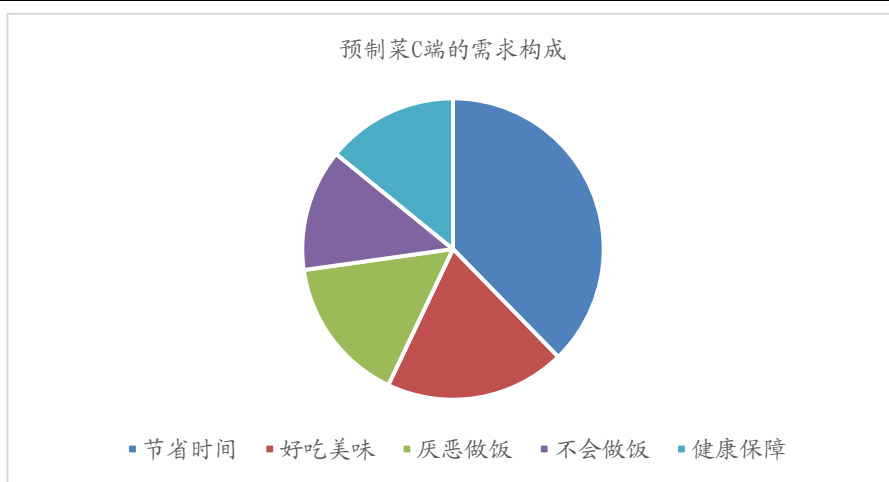
1.3.2. 更广阔的市场：从 B 端向 C 端

截至目前，预制菜在企业客户市场发展得相对充分，但是在零售市场仍有较大欠缺。根据立鼎研究院的数据，2020 年国内预制菜在零售市场的销售额约 450 亿元，占比约 18%；同期，日本的预制菜零售额是 1550 亿元，美国为 3000 亿元，因而中国的预制菜零售额是日本的 29%、美国的 15%。目前，中国的预制菜零售额体量过小，与巨大的消费市场并不匹配。B 端市场易于开发，销售资源投入少，而企业客户的黏性也相当大，因而易于维护；而零售端的情况相反：零售客户口味易变，忠诚度低，经销商网络的建设是大项工程，销售投入巨大，目前预制菜企业没有相应的资本实力。但是零售市场的开发有利于品牌的形成，而品牌力能够增强企业盈利能力，也能够分散单一企业客户的潜在风险。

零售客户的消费仍集中在节假日，对应的消费场景大都是家庭聚餐。因此，预制菜在零售市场的消费频次有待提升，消费场景也需要从节假日向日常延伸。目前，预制菜在零售市场的渗透率相对更低。居家时长目前仍是零售消费的重要变量：比如，在疫情散点发生以及在节假日期间，彼时居家时长和家庭用餐较日常大有增加，期间预制菜的零售额往往会大幅蹿升。根据证券日报的报道，疫情散点复发期间，盒马鲜生在一线城市的销售额较日常增长了 130%；根据商务部的数据，2022 年春节期间，各新零售平台的预制菜销售额较日常增长数倍：叮咚买菜同比增长 400%，淘宝增长 100%，盒马增长 345%。由此可见，零售客户的消费仍集中在节假日，对应的消费场景大都是家庭聚餐，预制菜在零售市场的消费频次有待提升，消费场景也需要从节假日向日常延伸。

但是，长期看预制菜对零售市场的渗透逐渐成势：家庭小型化，女性普遍工作，年轻人崇尚“懒宅”等等社会现状，都是预制菜介入个体生活的内驱力。家庭小型化降低了做饭的必要性，同时抬高了做饭的成本；女性的社会属性增强，年轻人的“懒宅”崇尚，也都使得“做饭”的难度上升。预制菜应运而生，成为“做饭”的替代品。根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，自 2016 年以来，中国的家庭规模不断下降：截至 2019 年，我国一人户家庭占比为 18%，二人户家庭占比为 30%，一至二人户家庭合计占比已经高达 48%，当前的平均家庭规模仅 2.9 人。此外，关于采购预制菜的动机，美团曾在用户中做过市场调查，其中“节省时间”占据第一位，“厌恶或不会做饭”占据第二位，“好吃美味”和“安全保障”也是颇具权重的原因。由此可见，社会发展现状是预制菜介入个体生活的根本动因。

图表 7：预制菜在零售市场的需求构成



资料来源：美团 中原证券整理

目前，生鲜平台和线下商超是预制菜导入零售市场的最重要渠道。生鲜平台具备强大的供应链整合能力，一方面向上游甄选产品，一方面通过平台营销引导市场风向。生鲜平台均设立了独立的预制菜运营平台：每日优鲜的“巨下饭”，叮咚买菜的“朝气鲜食”，盒马鲜生的“盒马工坊”，等等，平台上架的预制菜 SKU 目前已经多达 200 余个。

1.4. 政策扶植和资本参与

我国的预制菜行业起步相对较晚，但是在政策方针的大力支持下，在社会资本的积极参与下，近年来行业获得了长足的发展。自 2017 年以来，针对食品工业国家出台了一系列产业扶持政策，从强调食品安全，到大力推进食品工业现代化，再到绿色食品产业集群的打造，表明了对于预制菜行业快速发展全力支持的态度。

图表 8：预制菜行业相关政策文件内容

时间	相关政策文件	相关表述
2017 年 2 月	《“十三五”国家食品安全规划》	确保生产经营各环节数据信息采集留存真实、可靠、可溯源；食品安全标准与国际接轨，建立最严谨的食品安全标准体系。
2017 年 4 月	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	健全冷链物流标准和服务规范体系，完善冷链基础设施网络，鼓励冷链物流企业经营创新，提升信息化水平。
2017 年 5 月	《“十三五”食品科技创新专项规划》	推进食品产业和科技的融合，增强食品科技创新能力，培育食品领域的新业态和新兴产业。
2019 年 5 月	《关于深化改革食品安全工作的意见》	实行食品生产企业风险分级管理，建立覆盖基地贮藏、物流配送、市场批发、销售终端全链条的冷链配送体系。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	大力发展绿色食品产业，支持重大项目建设，强化绿色食品产业链，形成具有竞争力的产业集群，推动食品制造产业迈向万亿级门槛。
2021 年 11 月	《绿色食品产业“十四五”发展规划纲要》	明确“十四五”期间绿色食品产业发展目标，产业规模稳步扩大，从业企业达到 2.5 万家，产品数量达到 6.5 万个，标准化原料基地达到 800 个；绿色食品产业的产品结构进一步优化，加大畜禽和水产品占比；品牌影响力进一步扩大，品牌知晓率达到 80%。

资料来源：中原证券整理

预制菜市场的扩容趋势引来社会资本和更多企业的参与，资本参与进而推进产业的迅速发展。根据企查查的数据，2011 年预制菜注册企业为 1796 家，2021 年猛增至 5.94 万家，2022 年存续注册企业超过 7 万家。仅 2021 至 2022 两年期间，预制菜企业发起的融资事项数十起，融资金额数百亿元；2021 年，预制菜第一股味知香（605089）登陆 A 股，并将会带动一批优秀的预制菜企业陆续上市；此外，近两年来，也不乏上市公司跨界到预制菜领域、开辟第二主业的事例发生。

2. 对标国际巨头，中国企业拥有巨大空间

日本的预制菜产业起步于 20 世纪 50 年代，发展至今产业已具备领先全球的优势地位，在产业链一体化和产品多元化方面可视为典范和标杆。相比之下，中国的预制菜产业仍面临诸多挑战，特别在产能、储能和产品研发等方面的建设和积累仍不足。以国际巨头为参照，可略知中国预制菜产业的发展前景，也可度量投资周期的上行空间。

日本最大的两家预制菜企业分别为日冷集团和神户物产。

日冷集团成立于 1942 年，集团业务始于冷冻鱼贸易，50 年代开始向下游布局预制菜产业。截至 2021 年，日冷集团的收入和利润分别达到 322 亿元和 18.5 亿元人民币。日冷集团以“明星大单品”塑造自身的核心竞争力，其中最具价值的大单品“炒饭”已经连续 20 年蝉联品类销量冠军，这款单品还原了厨师现场烹饪的味道和口感，代表了较高的技术标准。

神户物产始创于 1985 年，初期以经营连锁零售超市为主业，后向上游的预制菜研发和生产延展，形成产品加工和零售一体化的“闭环”运营方式。截至 2021 年，神户物产在日本拥有 927 家超市门店，在日本境内布局 25 处、海外布局 350 处生产基地，收入和利润规模分别达到 204 亿元和 11 亿元人民币。

日本两大预制菜巨头分别从上游向下游及从下游向上游延展业务，最终都建立了打通全产业链的雄厚的业务壁垒，企业价值存在于产业链的每一个环节。两大巨头最初也仅向企业客户如学校、公司、社团等提供产品和服务；之后随着日本社会结构的变迁，特别是老龄化和家庭小型化的成型，促使集团跨向零售市场，最终找到 B 端和 C 两端市场的平衡点，并获取最大化的市场份额。比如，在日冷集团 2021 年的收入结构中，企业客户和零售客户的销售贡献分别为 55% 和 45%，基本上平分秋色。此外，日本预制菜巨头的产能遍布本土和海外，产能布局分散而充分，满足各市场区域的销售半径要求，并自建的独立的冷链体系。就广度而言，中国的消费市场数倍甚至十几倍于日本，但是中国企业的产能规模普遍较小，仓储布局也不够充分密集。

2.1.1. 上游原料控制

预制菜行业对上游原料的倚重较甚，蔬、肉、禽、水产等农材料在成本结构中的占比高达 90% 以上。此外，上游原料受制于气候、轮作等供应环节的影响，因而价格波动较大，而中游加工价格必须相对稳定。另外，生鲜品的库龄期短，如管理不善将会导致计提发生。因此，对于预制菜加工企业而言，加强上游控制以确保原料获取和价格平稳至关重要。日冷集团虽以预制菜加工为主业，但同时也直接经营上游的海、畜、禽业务，并利用全球采购网络在世界范围以最优惠的价格采购食材，对上游的有力控制使得日冷集团长期获取稳定、低价、优质的原料。

国内的预制菜加工企业与上游普遍建立的是合约关系，有时通过参股增强利益同盟。企业从国内农户组织或农产品贸易商处进行采购，部分商品如牛肉则需要通过进出口贸易商从海外采购。此外，目前仅上规模企业有能力开展批量采购，并建立起供应商名录；而生产规模小、订单季节性强的企业只能采取少量多次的采购方式，而目前小企业占据行业的绝大多数。

2.1.2. 产品矩阵最大化

预制菜的产品矩阵越广，越能够满足多元化的市场需求；而丰富的菜谱须以现代化的采购管理、柔性生产能力和质控能力作为后盾。日冷集团经营的品类多达 2500 个，神户物产多达 5300 个；相比之下，中国较大规模的预制菜企业所经营的品类也仅 300 余种，小型企业仅十数种，仍有很大差距。

“大单品”可起到占据消费者心智，提升品牌响亮度的功用；除了引流的功用，“大单品”的丰厚盈利也能够增强企业的整体效益。日冷集团打磨出三款经久不衰的“大单品”——牛肉饼、炸鸡块以及炒饭；神户物产出品的“德国香肠”和“水羊羹”也是长期“霸榜”的明星单品。中国的预制菜企业在火锅食材和米面领域推出了突出的单品，如牛丸、虾滑、蛋饺、油条等，但仍未在菜肴领域打造出能够达成消费者“共识”的“大单品”。

A 股预制菜第一股“味知香”（605089）的常备菜谱中有 300 余品种，但产品开发以江浙沪口味为主；安井食品遵循大规模生产、大批量定制的商业模式。无论从矩阵规模、单品规模，以及从普适性和个性的兼容来看，中国的预制菜企业较国际巨头仍有差距。

2.1.3. 规模和柔性生产，多节点仓储

预制菜生产须兼备规模化和柔性化两方面的能力：规模化可增厚利润，柔性产线可实现多 SKU 生产。此外不同于常温食品，预制菜的销售半径较短，并受限于冷链设施，因而有必要多地建厂及布局仓储，从而缩短运输半径以覆盖更广大的市场区域。比如，神户物产在本土有 25 处生产基地，在海外有 350 家合作工厂。比如，日冷集团在本土的冷库容量超 150 万吨，在本土布局了 80 个仓储配送中心，在欧亚等 12 个国家布局了 42 个仓储基地。目前，中国的预制菜企业仍受限于产能和储能的不足，除了安井食品外，业内多数企业囿于单一生产基地和单一销售区域，距“销地产”、“产地研”的市场覆盖能力尚有差距。

2.1.4. 销售网络

中国的消费市场既广博辽阔，层级又丰富繁多，形成从一线城市到乡镇市场的纵深差异。鉴于此，国内的预制菜销售主要采用经销商模式，产品由经销商分销至全国的零售终端或企业客户。比如，安井食品主要就依靠经销渠道实现分销，经销商的销售贡献超过 80%。此外，直销的占比也越来越大——为了提供更贴合的服务，厂商针对大型的企业客户往往采用直销模式，如千味央厨组建了由高管亲自带队的小组，直接服务大型餐饮客户。加盟门店是第三种模式，是一种仿效绝味鸭脖和良品铺子的零售模式。比如，味知香招募了千余家加盟商，在加盟门店专营“味知香”品牌的产品，加盟门店的销售占比目前超过 50%。最后，中国消费市场有着得天独厚的新零售渠道资源，预制菜在盒马鲜生、叮咚买菜等生鲜平台的走货量越来越可观。

日本的预制菜巨头神户物产起步于连锁超市的经营，在向上游打通生产环节后，神户物产的产品通过自建终端来销售，其售价低且自建终端使得企业的价格竞争力尤为突出。

无论是向上游或是向下游延展业务，都会导致重资产运营以及资本开支增加，并可能拖累

企业陷于长期的亏损或微利。既有的许多案例都说明了全产业链的运营方式未尝适用于地大物博的中国市场，并且供应链上的最佳组合应企业而异。

3. 预制菜上市公司

广义上的预制菜包括预制面点、预制（火锅）食材和预制菜肴，相关上市公司包括千味央厨、安井食品、海欣食品、惠发食品和味知香。目前预制菜上市公司虽数量不多，但是在产品和渠道方面却有着显著差异，一定程度上形成了差异化竞争。

千味央厨的主营产品是预制面点，品类多达 300 余个，核心单品包括油条、芝麻球、蛋挞皮、地瓜丸和卡通包等。公司的下游客户主要为餐饮、酒店、团餐、宴席等企业客户。公司采取直营和经销两种模式：直营模式主要针对大型连锁餐饮；经销模式下，公司通过经销商向众多中小餐饮企业供应产品。

安井食品是国内最大的预制菜厂商，经营包括肉制品、鱼糜、米面和菜肴在内的全品类预制品。公司发端于零售市场，“安井”品牌在零售市场深入人心；之后公司采取“BC 兼顾，全渠道发力”的渠道策略，以轻资产运作模式整合上游中小食材厂家，使其为新品牌“冻品先生”贴牌生产，专门服务于 B 端市场，目前企业客户的销售贡献达到 5 个百分点。安井食品的预制菜肴销量约有万余吨，与味知香基本相当，但是二者的产品差异较大。

味知香主营预制菜肴，目前有 300 余个 SKU，口味偏重江浙沪地方菜，销售区域也以华东为主。公司旗下有“味知香”和“饕玉”两大品牌：“味知香”系列服务零售市场，面向个体消费者；“饕玉”系列导入企业客户市场，以批发为主。公司独创了加盟门店经营模式，门店被特许专营公司的产品。截至 2021 年，公司拥有加盟门店 1319 家、经销门店 572 家，主要经营“味知香”系列，销售占比 70% 上下；此外，批发商经营“饕玉”系列，将产品销往酒店、餐饮、食堂等企业客户，销售占比约 30%。相比千味央厨和安井食品，味知香在 B、C 两端市场的销售更为均衡。

3.1. 产能、产量和经销商数量

目前，预制菜上市公司的产能利用率多数达到了较高水平。在建产能达产后，预计上市公司的总产能可达到 158.65 万吨。考虑到日冷集团的冷库储能即已达到 150 万吨，而中国的市场规模是日本的数倍甚至十几倍，就此而言，上市公司当前所具备的产能规模远不算“过剩”。

就产能和产量而言，可将上市公司划分为三个梯队：第一梯队安井食品，其年产能目前达到 75.28 万吨；第二梯队包括千味央厨、海欣食品和惠发食品，年产能分别为 13.2、11.32 和 17.05 万吨；第三梯队味知香，年产能 1.5 万吨，募投的 5 万吨产能达产后，年产能达到 6.5 万吨。

目前，预制菜上市公司的产能利用率达到了较高水平：味知香的产能瓶颈最为突出；即使具备相当规模，安井食品的产能仍然接近“打满”状态。预制菜上市公司当前的产能总和为 118.35 万吨，其中安井食品占 63.61%；在建产能 40.3 万吨，达产后上市公司的总产能可达

到 158.65 万吨。考虑到日冷集团的冷库储能即已达到 150 万吨，而中国的市场规模是日本的数倍甚至十几倍，就此而言，上市公司当前所具备的产能规模远不算“过剩”。

上市公司的经销商数量大都超过了 1500 家，经销商仍是厂商最重要的渠道开拓者，下游链接着零售客户和企业客户。由于具备较强的直营能力，故千味央厨的经销商数量相对少一些。

图表 9：预制菜相关上市公司的产能、产销量和经销商数量

	产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	产能利用率 (%)	经销商数量 (个)
味知香	15000	19224	19187.76	128.16%	1891
安井食品	752800	741800	584419.9	98.54%	1652
千味央厨	132000	99469	114632.7	75.36%	968
海欣食品	113204	95946	109917	84.73%	2181
惠发食品	170474	94915	112160.9	55.68%	/

资料来源：上市公司年报，中原证券整理

3.2. 销售和利润规模

2021 年，上述几家的销售规模总计达到 145.12 亿元，较同期日冷集团的 322 亿元、神户物产的 204 亿元仍有差距。此外，上市公司的产出规模差异显著，第一名的销售额是最后一名的 12 倍。

对应产能规模，上市公司的销售规模也分为三个梯队：第一梯队为安井食品，其 2021 年的销售额为 92.72 亿元，较日冷集团和神户物产同期的销售额仍有不小差距；第二梯队为千味央厨、海欣食品和惠发食品，2021 年的销售额分别为 12.74 亿元、15.5 亿元和 16.51 亿元；第三梯队味知香，2021 年的销售额为 7.65 亿元。2021 年，上述几家的销售规模总计达到 145.12 亿元，较同期日冷集团的 322 亿元、神户物产的 204 亿元仍有差距。此外，上市公司的产出规模差异显著，第一名的销售额是最后一名的 12 倍。但是，颇具优势的是，上市公司或在主营产品或在销售渠道彼此有着较大的差异，因而有可能形成一定程度上的错位竞争。

预制菜上市公司的利润规模情况如下：2021 年，安井食品实现净利润 6.82 亿元，千味央厨、味知香的净利润规模分别为 0.88、1.33 亿元。同期，日冷集团、神户物产的利润规模分别为 18.5 亿元和 11 亿元人民币。中日预制菜企业的利润规模存在着差距，主要原因是中国企业的产出规模不具优势。

图表 10：相关上市公司的销售和利润规模

	营业收入 (2021 年报; 亿元)	利润总额 (2021 年报; 亿元)
味知香	7.65	1.33
安井食品	92.72	6.82
千味央厨	12.74	0.88
海欣食品	15.50	-0.34
惠发食品	16.51	-1.38
日冷集团	322	18.5
神户物产	204	11

资料来源：上市公司年报 中原证券整理

3.3. 盈利能力

目前，预制菜上市公司的毛利率普遍在 20%至 25%区间，低于其它多数食品板块；但是板块的净利润率相对较高。

目前的盈利模式可能与上市公司的销售模式有关：企业客户贡献了较大的销售份额，而这部分市场的产品定价低，导致毛利率也较低；但是，企业客户市场的费用投入相对少，因而保障净利润率和股东回报率维持在较高水平。此外，目前预制菜市场的竞争趋于激烈，也会导致毛利率普遍维持在低位。

参照日冷集团和神户物产，二者 2021 年的净利率分别为 5.75%和 5.39%，A 股上市公司的净利率略高于上述企业。中国企业在市场和研发方面的投入较少，是其重要原因。随着市场格局发生变化及后续融资跟进，上市公司未来有必要加大各方面投入时，盈利水平和股东回报可能会向国际水平靠拢。

图表 11：相关上市公司的盈利能力

	销售毛利率 (20223Q; %)	销售净利率 (20223Q; %)	净资产收益率 ROE (2021; %)
味知香	24.20%	18.18%	15.67%
安井食品	21.06%	8.54%	12.78%
千味央厨	22.71%	6.70%	11.14%
海欣食品	21.49%	5.07%	-5.40%
惠发食品	14.22%	-7.14%	-22.52%
日冷集团	/	5.75%*	/
神户物产	/	5.39%*	/

资料来源：上市公司年报 中原证券整理

*: 2021 财年数据

3.4. 研发和销售投入

相比国际企业，中国预制菜企业的研发投入较为欠缺，表现为上市公司的研发费用率普遍偏低。

以 2021 年为例，味知香、安井食品、千味央厨的研发费用率分别为 0.29%、0.95%和 0.71%，均不足一个百分点；而同期，日冷集团的研发费用率高达 7.3%。即使如此，2021 年上市公司对于研发的投入相比 2019、2020 年显著增加，可能与当年预制菜产业受到资本青睐以及市场热度攀升有关。

2019 至 2021 年期间，五家上市公司的研发费用年均仅增长 5.92%，而同期的销售额增长 18.6%，研发费用的增长远不及销售额的增长。日冷集团在 2016 至 2021 年期间的研发费用年均增长 8.5%，即使技术标准已经臻于成熟，国际巨头的研发投入仍然惊人。

相比其它食品板块，预制菜上市公司的销售费用率也普遍较低。但是，随着对零售市场开发的深入，预计上市公司的销售费用率将会上升。

图表 12: 相关上市公司的研发和销售投入情况

	研发费用 / 营业总收入 (2021 年报; %)	研发费用 / 营业总收入 (2022 三季; %)	销售费用 / 营业总收入 (2022 三季; %)
味知香	0.29	0.44	3.66
安井食品	0.95	0.83	7.22
千味央厨	0.71	0.97	3.58
海欣食品	1.13	1.12	9.83
惠发食品	1.24	1.39	8.42

资料来源: 上市公司年报 中原证券整理

此外, 在产品研发领域传统的餐饮巨头是工业企业的强劲对手, 前者在烹饪工艺领域有着深厚的积累, 并且正在试图跨界进入预制菜市场, 包括紫光园、知味观、广州酒家等餐饮老字号, 也包括西贝莜面、小南国等现代连锁餐饮巨头。传统餐饮巨头以自身的中央厨房为核心, 建立统一采购、统一加工、统一配送的预制菜生产加工体系, 规模化和标准化的菜品在服务连锁门店的同时, 也正在通过小程序或生鲜平台引流的方式覆盖零售市场。

4. 投资策略及风险提示

4.1. 投资策略

2017 至 2021 年期间, 预制菜上市公司的销售额年均增长 20%至 25%, 净利润增幅在 20%至 30%区间, 大体上利润增幅略高于收入。作为阶段性因素, 疫情对于产业发展的趋势和进程其实没有太大影响。因为 B 端的繁荣, 不过是从 C 端的分流; B 端萧条, 流量也多数回归了 C 端, 最终都是个体在消费。

产业发展有其内在的驱动力。生活节奏、做饭成本、新生代独立和经济发展等社会变迁是驱动产业的原始动力。相比城市化的日本, 预制菜在国内 B、C 两端的市場渗透率仍然相当低, 市场的边界仍有拓展空间。此外, 对标日本巨头, 国内几家上市公司的产储规模不是过剩, 而是不够充足, 目前的能力还不足以整合市场。综上, 未来一个阶段, 预制菜上市公司有望保持较高的销售增长, 并继续保持低毛利、低投入的经营风格。

图表 13: 预制菜上市公司 2017 至 2021 年期间营收增速 (同比; %)

	2017	2018	2019	2020	2021	AVERAGE
味知香	23.41%	29.87%	16.41%	14.76%	22.84%	21.46%
安井食品	16.27%	22.25%	23.66%	32.25%	33.12%	25.51%
千味央厨	--	18.18%	26.82%	6.20%	34.89%	21.52%
海欣食品	4.69%	18.24%	21.03%	15.92%	-3.45%	11.29%
惠发食品	5.47%	11.00%	16.13%	16.48%	17.15%	13.25%

资料来源: 中原证券 IFIND

图表 14: 预制菜上市公司 2017 至 2021 年期间净利润增速 (归母扣非净利润; 同比; %)

	2017	2018	2019	2020	2021	AVERAGE
味知香	23.24%	46.41%	18.56%	44.34%	-1.36%	26.24%
安井食品	10.70%	35.44%	38.10%	66.10%	0.51%	30.17%
千味央厨	--	27.92%	24.00%	-20.52%	47.14%	19.64%
海欣食品	-504.86%	192.10%	-96.19%	5447.96%	-173.08%	973.19%
惠发食品	32.73%	-24.56%	-89.67%	447.82%	-728.74%	-72.48%

资料来源: 中原证券 IFIND

4.2. 投资评级和投资组合

预制菜板块的静态估值目前在 40 至 60 倍, 以 1.20 日收盘价为准, 味知香、安井食品、千味央厨和海欣食品的静态估值分别为 46.27、54.21、60.82、58.34 倍。我们给予行业“强于大市”评级, 推荐上市公司: 味知香 (605089)、安井食品 (603345) 和千味央厨 (001215)。

图表 15: 预制菜上市公司估值 (2023.1.20 收盘价)

	市销率 (倍)	市盈率 (倍)
味知香	8.11	46.27
安井食品	4.20	54.21
千味央厨	4.36	60.82
海欣食品	1.86	58.34
惠发食品	1.00	-12.90

资料来源: 中原证券 IFIND

图表 16: 投资组合

公司	总股本 (亿元)	流通股本 (亿元)	股价 (元/股)	ROE (2021A)	EPS		PE		投资评级
					2022E	2023E	2022E	2023E	
味知香	1.00	0.27	65.00	10.46	1.46	1.90	44.52	34.21	买入
安井食品	2.93	2.93	162.28	11.03	3.57	4.57	45.46	35.51	买入
千味央厨	0.87	0.45	71.28	8.97	1.28	1.63	55.69	43.73	增持

资料来源: 中原证券 IFIND

4.3. 风险提示

行业进入门槛低, 目前参与者众多, 激烈的市场竞争不利于产品研发和定价。

行业处于扩产阶段, 如果业绩不能同步, 资本开支和折旧摊销将会导致股东回报率下降。

在市场狂飙突进后, 行业未来有可能会产产能过剩的情形。

上游价格波动大, 而产品提价相对困难。商品价格上行周期中, 上市公司的盈利将下降。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。