

2024年02月29日

超配**证券分析师**

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

陈宜权

chenyq@longone.com.cn

**相关研究**

- 白酒春节动销回暖，市场情绪修复——食品饮料行业周报（2024/2/19-2024/2/25）
- 春节动销加速，关注旺季需求表现——食品饮料行业周报（2024/2/19-2024/2/25）
- 严冬将过，卤制品公司拓店进行时——大众品系列研究（一）

预制菜风起云涌，全景梳理探发展

——大众品系列研究（二）

投资要点：

➤ **供需两侧发力，释放预制菜消费新潜力。**预制菜是指经过预先处理的半成品或者成品菜，本质为速冻“食材+复合调味料”。预制菜行业景气度高，且未来中长期趋势向好，根据艾媒咨询数据，2022年预制菜市场规模达4196亿元，增速为21.31%，预计2022-2025年复合增速达29.25%。**从需求侧来看，1) B端：**预制菜有效降低B端餐饮业运营成本，根据《2022年中国连锁餐饮行业报告》数据，引入预制菜的餐厅成本可以节约达8个点。在餐饮连锁化率提升、团餐行业增长与外卖发展共同推动下，预制菜持续发展。**2) C端：**我国家庭人数呈现不断下降的趋势，2010-2020年我国户均人数从3.10人下降至2.62人。同时，因生活压力持续提升，人均每周工作时长不断增加，2022年较2018年大约上升2.5个小时至48.55小时，对烹饪时间在5-10分钟内，且比外卖的料理包（低端预制菜）更健康的预制菜需要较大。**从供给侧来看，**冷链物流逐步完善，扩大预制菜销售半径。2017-2022年，食品冷链物流市场规模、冷藏车保有量、冷库容量CAGR分别达14.03%、22.10%、15.41%，结合《“十四五”冷链物流发展规划的通知》，预制菜的销售半径将进一步扩大。随着消费者对口味、品质及便捷的预制菜产品需求的不断提升，企业端围绕消费者需求推出一系列促进预制菜消费体验的举措，从供需两侧齐发力提振预制菜消费，为预制菜行业奠定了高质量发展的基础。

➤ **行业规模效应逐步显现，未来集中度提升空间较大。**当前行业竞争特点为集中度低，参与玩家规模较小且呈现地域性，根据智研咨询数据，2020年CR10为14.23%，我们认为随着市场转换为正面竞争，市场需求将逐步导向具备规模效应（成本优势、物流优势等）的企业，将持续压缩小规模企业的生存空间，行业集中度将有望不断提升。**1) B端竞争：短期看起量，中期比布局，长期拼成本。**预制菜当前产品特征表现为有品类，无品牌，无法形成客户粘性，因此预制菜企业当前定价能力较弱。预制菜企业利润的提升在于成本控制，主要分为生产制造、运输、原材料，具体发展策略为，①产品起量，通过提升产能利用率实现规模效应；②全国布局产能，降低物流成本；③优化原材料采购。**2) C端竞争：产品口味和性价比提升为加速渗透的前提。**当前C端预制菜仍处于早期，逐步向好吃又不贵（如降低物流成本等）转型发展，未来C端预制菜性价比的提升，将有望加速C端的渗透。

投资建议：

1) 安井食品受益于在冻品行业的较早布局，先发优势较强，成本优势显著，有望成为预制菜行业的先行军，在国内预制菜市场的存量及增量中优先受益。①**短期竞争力强**，具有产品持续推新能力及渠道建设较为完善，具有先发优势。②**中期竞争无虞**，安井食品全国基地布局基本完成。③**长期来看竞争壁垒高**，安井食品具有鱼糜原料成本优势。

2) 千味央厨凭借在百胜体系的高资质，持续扩充产品，未来有望通过小B驱动公司加速成长。**大B端优势明显。**公司在百胜体系为策略供应商，能够保证当前主要份额及无限制的新品提案，利于公司挖掘新品向小B端快速导入。此外，公司对核心经销商支持力度增加，前20名经销商销售额为2.6亿（+26.59%），头部经销商数量有望进一步提升。②**研发优势明显，产品品类持续丰富**，目前已打造出油条、蒸煎饺两个大单品，且持续扩展核心大单品，如春卷（团餐、宴席）、米糕（宴席为主）、大包子（早餐）、烧麦（早餐），其中春卷已起量，预计2023年1-9月份春卷销售额突破5000万。

➤ **风险提示：新品推广不及预期，渠道开拓不及预期，食品安全风险，原材料价格波动风险。**

正文目录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 1. 餐饮工业化趋势下，预制菜行业成长加速 | 5 |
| 1.1. 中国预制菜发展趋势明确，市场发展潜力巨大 | 5 |
| 1.1.1. 冷链产业链逐年完善，扩大预制菜销售半径 | 7 |
| 1.1.2. B 端餐饮降本增效需求旺盛，确保预制菜行业持续发展 | 8 |
| 1.1.3. C 端认可度逐年提升，性价比助力打通 C 端蓝海市场 | 10 |
| 1.1.4. 国标即将出台，助力预制菜行业规范化发展 | 10 |
| 2. 行业竞争：短期差异化竞争，长期龙头优势凸显 | 12 |
| 2.1. 中游生产企业充分受益，未来集中度提升空间较大 | 12 |
| 2.2. B 端竞争要素：短期看起量，中期比布局，长期拼成本 | 14 |
| 2.3. 渠道对比：中小 B 为高景气成长赛道，优先关注领先玩家 | 15 |
| 3. 投资建议 | 17 |
| 3.1. 安井食品：速冻食品龙头，预制菜的先行者 | 17 |
| 3.2. 千味央厨：产品渠道齐发力，抢占餐饮工业化蓝海 | 21 |
| 4. 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1 中国预制菜发展历史..... | 6 |
| 图 2 预计 2022-2025 年预制菜市场规模 CAGR 29.25% | 6 |
| 图 3 预制菜市场以即烹、即热为主 (2021 年) | 6 |
| 图 4 2017-2022 年食品冷链市场规模 CAGR 为 14.03% | 7 |
| 图 5 2017-2022 年我国冷藏车保有量 CAGR 为 22.10% | 7 |
| 图 6 2017-2022 年我国冷库容量 CAGR 为 15.41% | 7 |
| 图 7 2022 年餐饮成本占营收比例 | 8 |
| 图 8 餐饮行业使用预制菜后人力、租金成本共降低 8pct | 8 |
| 图 9 2018-2022 年中国餐饮连锁化率逐步提升 | 8 |
| 图 10 2022 年中国餐饮连锁化率仍远低于美国 | 8 |
| 图 11 2017-2022 年团餐行业规模 CAGR 为 10.72% | 9 |
| 图 12 团餐占餐饮业比重不断提升 | 9 |
| 图 13 中国外卖市场和渗透率走势 | 9 |
| 图 14 使用预制菜显著提升外卖出餐效率 | 9 |
| 图 15 我国家庭户均人数不断下降 | 10 |
| 图 16 我国就业人员每周平均工作时间不断增加 | 10 |
| 图 17 传统做菜与预制菜制作步骤区别 | 10 |
| 图 18 预制菜政策时间段 | 11 |
| 图 19 预制菜相比速冻食品, 加工复杂度更高, 标准化较低 | 12 |
| 图 20 中游预制菜生产企业在产业链中充分受益 | 13 |
| 图 21 短期竞争突围之道在产品打造与渠道建设 | 14 |
| 图 22 安井鱼糜采购单价对比中国鱼糜批发价 (万元/吨) | 15 |
| 图 23 大 B 渠道特点及进入难度 | 15 |
| 图 24 中国非连锁品牌占全国餐饮总品牌数 9 成以上 | 16 |
| 图 25 2022 年中小连锁餐饮增长快速 | 16 |
| 图 26 预制菜企业切入团餐赛道的两种路径 | 16 |
| 图 27 2020 年中国百强团餐企业规模占比 | 16 |
| 图 28 安井食品产品矩阵 | 17 |
| 图 29 火锅料占比最高, 其次为菜肴制品 | 18 |
| 图 30 2018-2022 年经销收入占比均超 8 成 | 18 |
| 图 31 安井食品具备持续推新和打造大单品能力 | 18 |
| 图 32 安井食品产品迭代能力强 | 19 |
| 图 33 2022 年安井销售人员数量领先同业 | 19 |
| 图 34 安井销售人员/经销商数量对比同行 (2022 年) | 19 |
| 图 35 安井食品单经销商销售额对比同行 (2022 年) | 20 |
| 图 36 2018-2022 年安井经销商数量快速增加 | 20 |
| 图 37 安井食品工厂布局及产量情况 | 20 |
| 图 38 安井食品销地产模式有效降低物流运输费用 | 21 |
| 图 39 安井食品运输费率低于竞争对手 | 21 |
| 图 40 四大品类矩阵图 | 21 |

| | |
|--|----|
| 图 41 四大品类规模及同比增速 | 22 |
| 图 42 干味央厨直销、经销收入占比 | 22 |
| 图 43 干味央厨核心客户矩阵图 | 22 |
| 图 44 经销收入、单经销商提货额、经销商数量增速对比..... | 23 |
| 图 45 单经销商提货额及增速 | 23 |
| 图 46 核心大单品 | 23 |
| 表 1 预制菜产品分类及特点 | 5 |
| 表 2 各省、市政府推动预制菜相关政策 | 11 |
| 表 3 预制菜玩家类型特点梳理 | 13 |
| 表 4 预制菜估值比较表（截至 2024 年 2 月 28 日） | 24 |

1. 餐饮工业化趋势下，预制菜行业成长加速

1.1. 中国预制菜发展趋势明确，市场发展潜力巨大

预制菜是指经过预先处理的半成品或者成品菜，按食用方式划可广义分为即食（八宝粥、即食罐头）、即热（速冻汤圆、自热火锅）、即烹（需加热的半成品菜肴）、即配（免洗免切的净菜）四大类。本报告聚焦狭义预制菜（不包含即食）。

预制菜自 2010 年起快速发展。预制菜由净菜发展而来，最早起源于美国，20 世纪 60 年代起预制菜实现商业化。我国预制菜发展经历三个时期，①**萌芽期（1987-2009 年）**，20 世纪 90 年代后期，随着麦当劳、肯德基等快餐店的进入，国内开始出现净菜配送工厂。2000 年前后，我国出现预制菜生产企业，对肉禽和水产等原材料进行深加工，逐渐丰富预制菜产品种类。②**B 端成长期（2010-2019 年）**，在人力成本上升背景下，餐饮连锁化率加快与外卖平台成立，B 端预制菜开始加速发展。③**C 端加速发展期（2020-至今）**，疫情催化以及随着生活节奏加快，消费者健康意识提升，叮咚买菜等互联网巨头切入 C 端预制菜赛道，助推 C 端预制菜快速发展。

表1 预制菜产品分类及特点

| | 即食类 | 即热类 | 即烹类 | 即配类 |
|------|---|---|---|---|
| 代表产品 |  |  |  |  |
| 加工程度 | 深加工 | 较深加工 | 半成品加工 | 初步加工 |
| 保质期 | 6-24 个月 | 6-12 月 | 冷藏预制菜：6-8 天 冷冻预制菜：10-18 月 | 1-7 天 |
| 配送难度 | ★ | ★★ | ★★★ | ★★★★ |
| 冷运要求 | 均应采用冷藏车配送，从左至右，冷链要求依次提高 | | | |
| 客户群体 | C 端为主 | C 端为主 (料理包 B 端为主) | B 端为主 | B 端为主 |

资料来源：CCFA，《2022 中国预制菜行业蓝皮书》，东海证券研究所

图1 中国预制菜发展历史



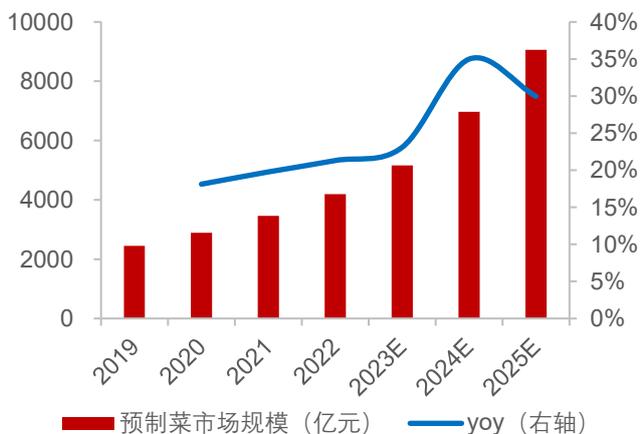
资料来源：味知香招股说明书，艾媒咨询，公开资料整理，东海证券研究所

预制菜行业正处于快速发展阶段，B端为主要市场，发展趋势或为先B后C。

①**规模**：根据艾媒咨询数据，2022年预制菜市场规模达4196亿元，同比增长21.31%，预计2022-2025年复合增速达29.25%，整体保持快速增长。

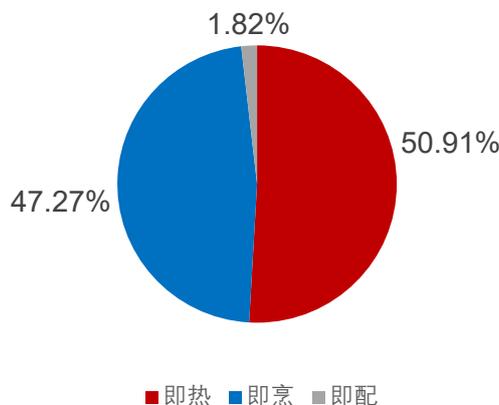
②**市场情况**：餐饮为预制菜最主要的应用场景，B端与C端市场规模比例为8:2。当前市场以即烹、即热为主，根据德勤数据，2021年，即烹、即热占狭义预制菜比重为47%和51%。由于我国饮食习惯与日本接近，且B端（连锁化率提升；高租金下，餐饮降本增效需求旺盛）与C端（老龄化加剧、单身率提升）驱动因素相似，日本预制菜先B端后C端的发展趋势或对我国具有借鉴意义。

图2 预计2022-2025年预制菜市场规模 CAGR 29.25%



资料来源：《2022年中国连锁餐饮行业报告》，东海证券研究所

图3 预制菜市场以即烹、即热为主 (2021年)

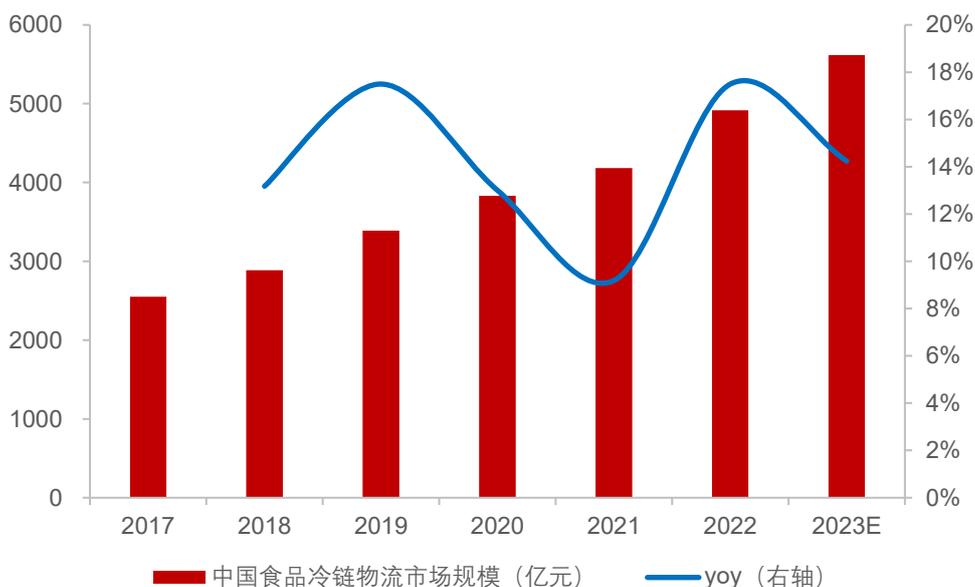


资料来源：德勤，东海证券研究所

1.1.1. 冷链产业链逐年完善，扩大预制菜销售半径

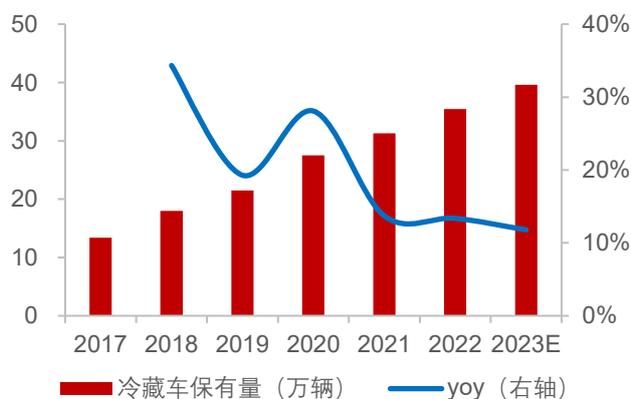
预制菜主要依赖低温保持新鲜度，早期受限于冷冻技术及冷链运输的高成本，因此销售半径较小。随着速冻技术的发展，预制菜储存时间大幅延长以及冷链物流维持较快发展，大幅降低了企业物流配送成本，预制菜的辐射范围有所扩大，2017-2022年，食品冷链物流市场规模、冷藏车保有量、冷库容量 CAGR 分别达 14.03%、22.10%、15.41%。2021年12月，国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划的通知》，提出2025年初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村及联通国内国际的冷链物流网络，将进一步扩大预制菜的销售半径，加速产品在新市场下沉渗透，助力预制菜行业快速增长。

图4 2017-2022年食品冷链市场规模 CAGR 为 14.03%



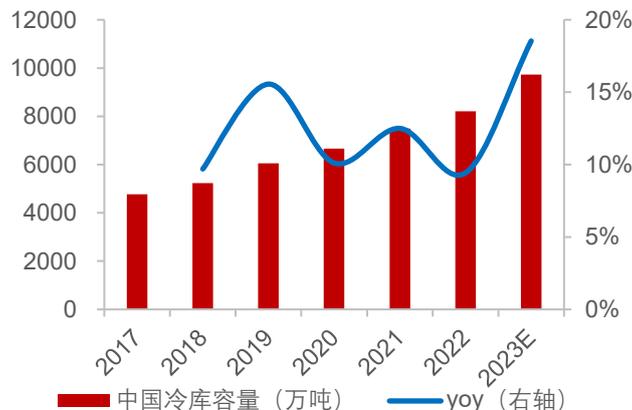
资料来源：中商情报网，东海证券研究所

图5 2017-2022年我国冷藏车保有量 CAGR 为 22.10%



资料来源：中商情报网，东海证券研究所

图6 2017-2022年我国冷库容量 CAGR 为 15.41%



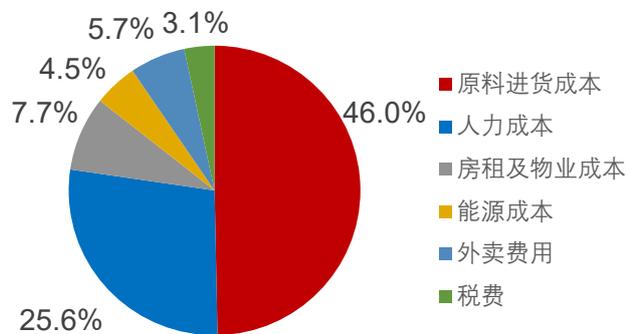
资料来源：中商情报网，东海证券研究所

1.1.2.B 端餐饮降本增效需求旺盛，确保预制菜行业持续发展

受益于预制菜口味标准化，制作简易，能够有效解决餐饮业的人力成本高企、出餐速度较慢的痛点，在餐饮连锁化率提升、团餐行业增长与外卖发展共同推动下，促进预制菜行业新发展。

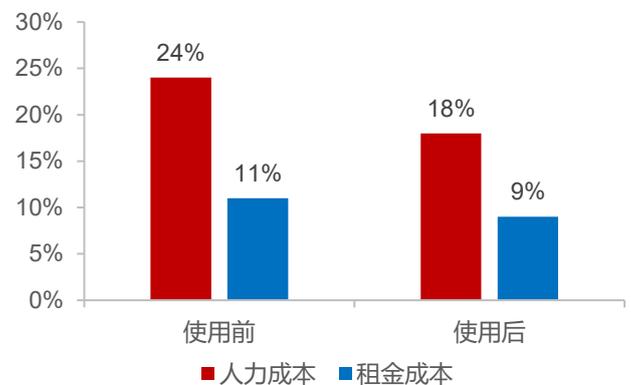
预制菜有效降低餐饮业运营成本，与连锁餐饮业协同发展。当前人力和房租成本占比较高且增长幅度大，随着经济发展及通货膨胀，未来房租和人工成本或将持续增加，倒逼餐饮企业优化餐饮供应链。根据《2023 中国餐饮业年度报告》数据，2022 年餐饮人力和房租成本共占营收的 33.3%，人力和房租成本分别同比增长 4.8%和 3.6%。餐饮企业通过使用预制菜能减少对于大厨的依赖和缩减后厨面积，达到降本增效的目的。根据《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，引入预制菜的餐厅成本可以节约达 8 个点，其中人力成本节约 6pct。

图7 2022 年餐饮成本占营收比例



资料来源：《2023 中国餐饮业年度报告》，东海证券研究所

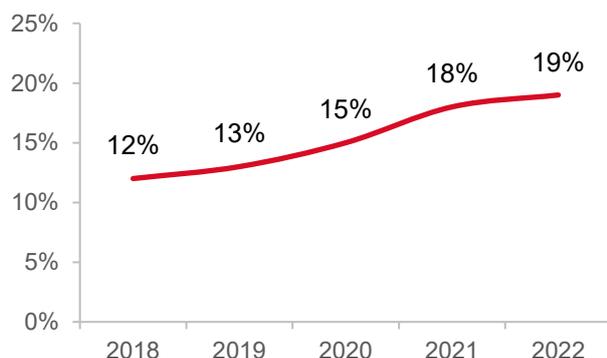
图8 餐饮行业使用预制菜后人力、租金成本共降低 8pct



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

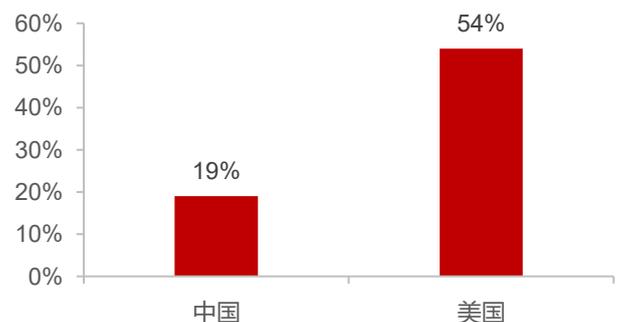
餐饮连锁化率持续提升，预制菜应用发展前景可观。连锁餐饮企业在快速拓店的过程中，要保证餐品品质一致以及注重出餐速度，预制菜的特征能够完美适配。基于各连锁餐饮企业具有差异化的需求，预计方便厨师二次处理的即烹和减免预加工时间净菜发展较好。连锁化经营是餐饮品牌发展的必经之路，根据美团数据，2022 年我国餐饮市场连锁化率相比 2018 年提升 7pct 至 19%，当前中国餐饮连锁化率仍远低于美国餐饮连锁化率的 54%，随着餐饮连锁化率不断提升，将助推即烹和即配发展，预制菜未来发展空间巨大。

图9 2018-2022 年中国餐饮连锁化率逐步提升



资料来源：美团，东海证券研究所

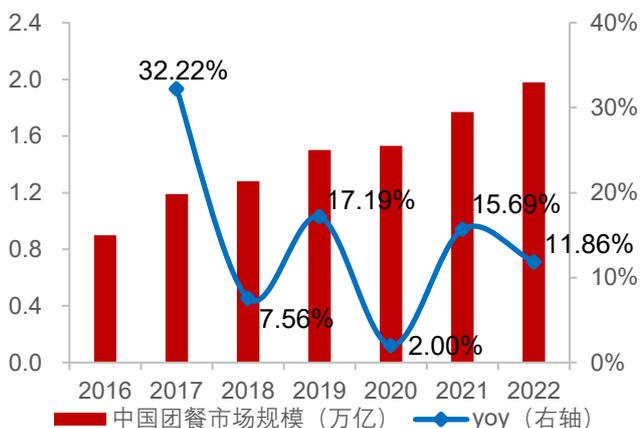
图10 2022 年中国餐饮连锁化率仍远低于美国



资料来源：《2023 中国餐饮加盟行业白皮书》，东海证券研究所

团餐快速渗透，助力预制菜行业规模稳健增长。团餐主要服务于校园、机关、企事业单位等大型团体，具有采购计划性强，采购量大，供餐时段集中的特点，因此对预制菜中的即烹食品需求较大。近些年团餐市场稳步增长，在餐饮业中占比不断提升，助推预制菜行业发展，2017-2022年团餐行业规模 CAGR 为 10.72%，2022 年团餐占餐饮业比例较 2017 年提升 15.05pct 至 45.10%，同步带动预制菜的消费量增加。

图11 2017-2022 年团餐行业规模 CAGR 为 10.72%



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

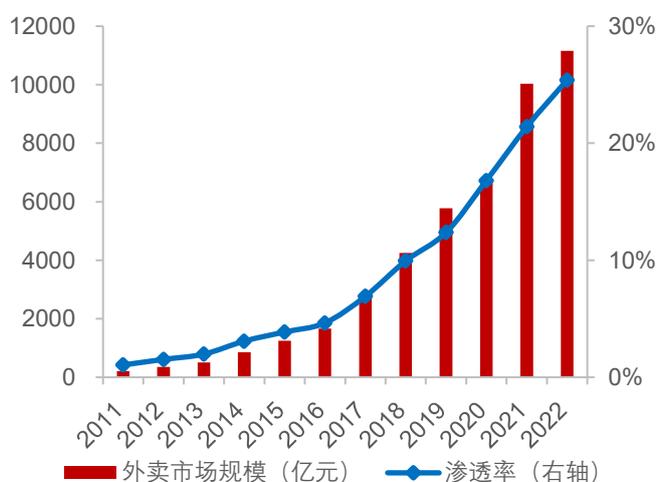
图12 团餐占餐饮业比重不断提升



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

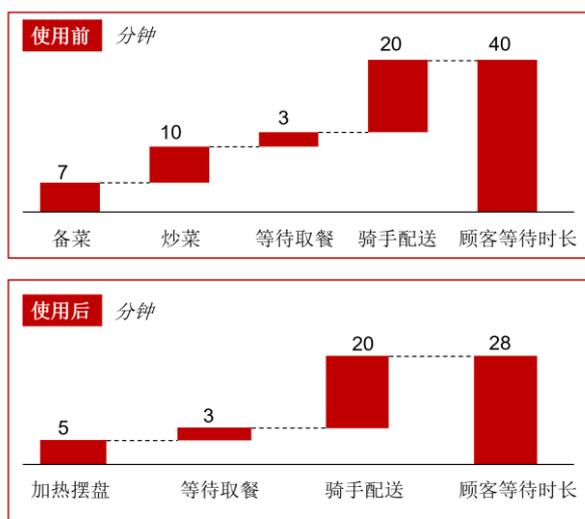
外卖渗透率持续上升，促进预制菜（即热类）新发展。外卖场景侧重于出餐速度和操作简便度两方面，因此催生即热食品的料理包。使用料理包后，餐品制作时长可缩短 12 分钟，顾客等待时长减少至 28 分钟。根据艾媒咨询的数据，2022 年在线餐饮外卖市场规模达 1.1 万亿，渗透率达 25.4%。随着外卖渗透率持续提速及外卖企业新增注册量增加，预制菜的降本增效的作用和其不可替代性更加明显，促进预制菜行业的良性发展，为预制菜行业的增长奠定基础。

图13 中国外卖市场和渗透率走势



资料来源：中国饭店协会，艾媒咨询，东海证券研究所
注：渗透率为外卖市场规模/餐饮市场规模

图14 使用预制菜显著提升外卖出餐效率

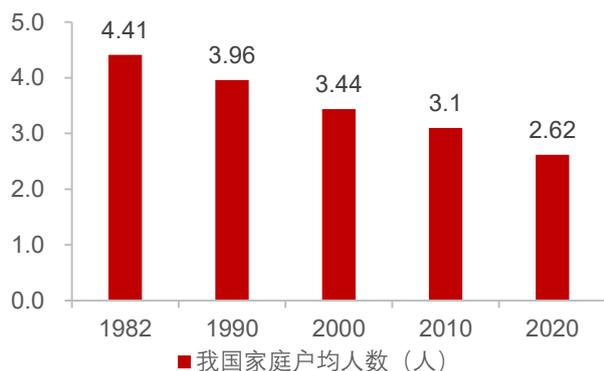


资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

1.1.3.C 端认可度逐年提升，性价比助力打通 C 端蓝海市场

家庭结构及生活节奏改变增加对于预制菜的需求，性价比提升助力打开 C 端市场。近些年，我国家庭人数呈现不断下降的趋势，2010-2020 年我国户均人数从 3.10 人下降至 2.62 人。同时，因生活压力持续提升，人均每周工作时长不断增加，2022 年较 2018 年大约上升 2.5 个小时至 48.55 小时，对烹饪时间在 5-10 分钟内，且比外卖的料理包（低端预制菜）更健康的预制菜需要较大。**当前 C 端预制菜仍处于早期，逐步向好吃又不贵（如降低物流成本等）转型发展，未来 C 端预制菜性价比的提升，将有望加速 C 端的渗透。**

图15 我国家庭户均人数不断下降



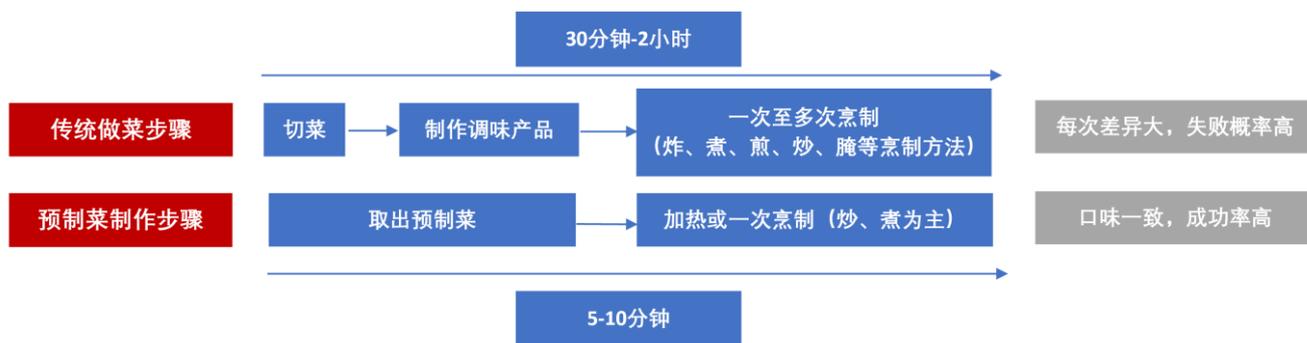
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图16 我国就业人员每周平均工作时间不断增加



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图17 传统做菜与预制菜制作步骤区别

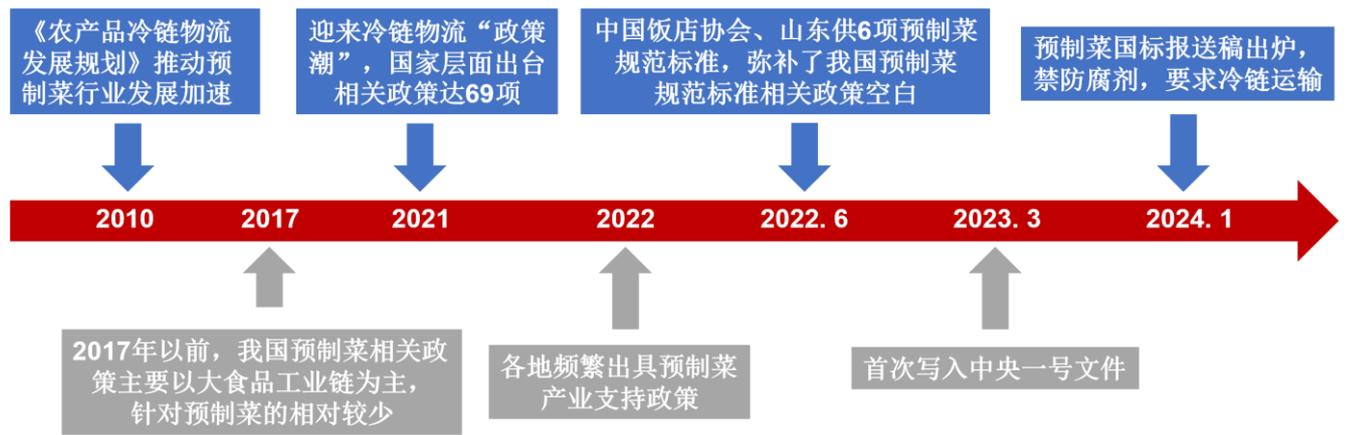


资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

1.1.4. 国标即将出台，助力预制菜行业规范化发展

2017 年以前，预制菜相关政策主要以大食品工业链为主，针对预制菜的相对较少。直到 2022 年 3 月，首个省级预制菜产业政策出台，《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》，随后各地政府紧跟出台预制菜支持政策；2022 年 6 月，中国烹饪协会发布《预制菜团体标准》，明确预制菜定义；2023 年 2 月，预制菜首次写入中央一号文件，是产业走向更加规范化、标准化健康发展的重要信号。**2024 年 1 月 22 日，国标报送稿出炉，预计最快半年内有结果，规定禁止添加防腐剂，并要求产品必须冷链运输，将大幅提高行业准入门槛，优先实现产业链一体化发展的企业将充分受益。**

图18 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 各省、市政府推动预制菜相关政策

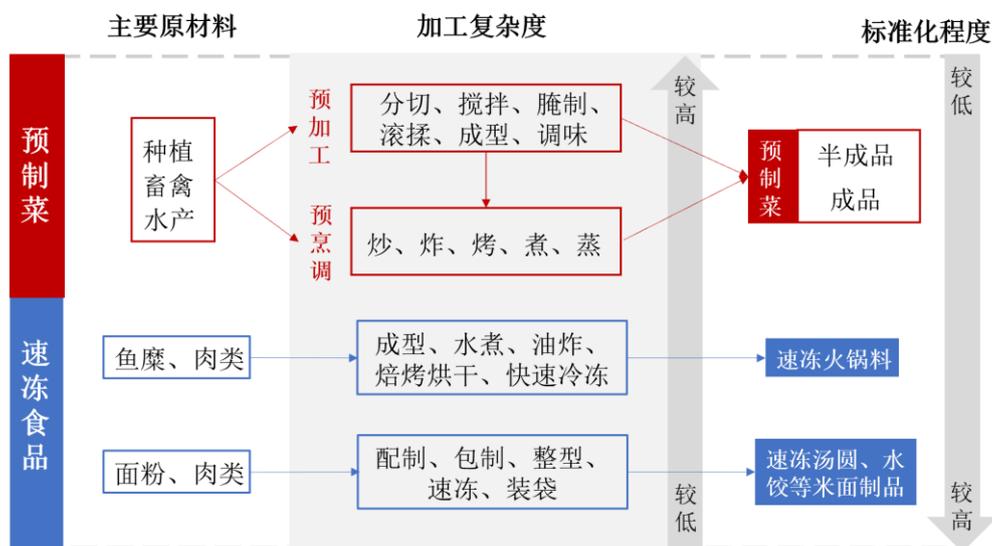
| 省份 | 时间 | 机构 | 政策 | 摘要 |
|----|----------|-----|----------------------------|---|
| 广东 | 2022年3月 | 省政府 | 加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施 | 从“建设预制菜联合研发平台”等10个方面对推进预制菜产业高质量发展制定了相关措施。 |
| 福建 | 2022年4月 | 省政府 | 关于印发福建省促进商务领域消费提质扩容若干措施的通知 | 未来开展预制菜产业供需对接会、专业展会等活动，促进预制菜产业发展 |
| 山东 | 2022年5月 | 省政府 | 2022年“稳中求进”高质量发展政策清单（第三批） | 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、优先保障重大项目建设等 |
| 山东 | 2022年11月 | 省政府 | 关于推进全省预制菜产业高质量发展的意见 | 提出抢占预制菜产业发展制高点，打造一批产业高地和产业集群。到2025年，全省预制菜加工能力进一步提升、核心竞争力显著增强，预制菜市场主体数量突破1万家、全产业链产值超过1万亿元。 |
| 上海 | 2022年12月 | 上海市 | 《上海市预制菜生产许可审查方案》 | 规范上海市预制菜生产许可审查工作 |

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

预制菜工业化趋势明显，头部企业优先获益。一方面，预制菜本质为速冻“食材+复合调味料”，行业前期进入门槛较低，竞争格局相对分散，供给端不具备定价能力，企业利润主要以成本控制为主。另一方面，相较于传统速冻食品，预制菜受制于加工复杂度更高、标准化较低等缺点，对口味复原、保鲜度、冷链存储及运输要求较高，全国化制造壁垒较高、

沉没成本较大，“小”“微”企业难以长期立足；因此，具备资源、成本及客户优势头部企业有望在存量及增量的市场中优先受益。

图19 预制菜相比速冻食品，加工复杂度更高，标准化较低



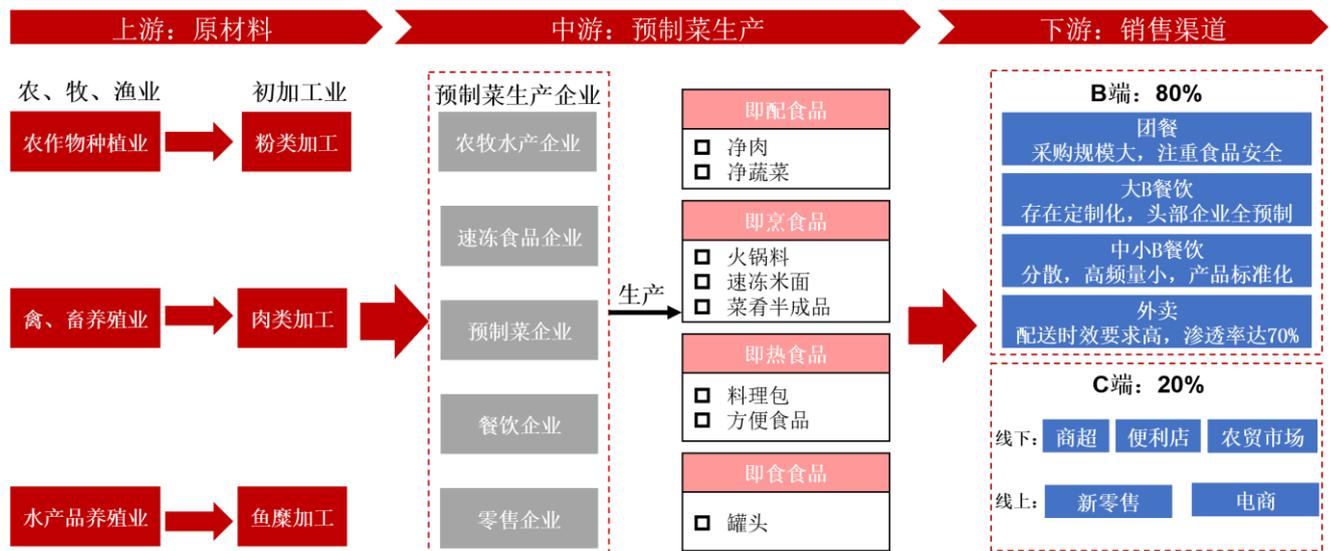
资料来源：东海证券研究所

2.行业竞争：短期差异化竞争，长期龙头优势凸显

2.1.中游生产企业充分受益，未来集中度提升空间较大

中游预制菜生产企业充分受益行业成长。预制菜产业链上游为农、牧、渔业，提供原材料及进行初级加工；中游为预制菜生产企业，对上游原材料进行深加工；下游渠道分为BC两端，B端分为团餐、大B餐饮、中小B餐饮和外卖，C端包括线下（商超、便利店、农贸市场）、线上（新零售与电商）。受益于预制菜下游需求旺盛，但销售渠道极度分散，对供应链的要求较高，小规模企业短期内难以快速响应下游的实时及庞大的需求，因此，已搭建好高效供应链体系的中游预制菜企业将优先受益行业成长。

图20 中游预制菜生产企业在产业链中充分受益



资料来源：统计局，艾媒咨询，中国饭店协会，中国产业信息网，《2022年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

注：大B定义为连锁门店在101家及以上的，中小B定义为连锁门店在100家及以下

规模效应逐步显现，未来集中度提升空间较大。由于我国各地区居民的饮食习惯、口味不同，及考虑到预制菜新鲜度要求和物流成本，预制菜企业的配送半径有限，预制菜玩家呈现区域化分布，竞争格局高度分散。根据华经产业研究院数据，2020年CR10为13.6%，对比日本预制菜企业市占率，我国预制菜企业发展潜力较大，根据中物联食材供应链分会数据，日本预制菜行业CR5达64.04%。目前行业仍处于错位竞争阶段，玩家类型较多，主流玩家分为上游原料企业、速冻食品企业、专业预制菜企业、餐饮企业、平台型企业五大类。我们认为，随着市场转换为正面竞争，市场需求将逐步导向具备规模效应（成本优势、物流优势等）的企业，将持续压缩小规模企业的生存空间，行业集中度将有望不断提升。

表3 预制菜玩家类型特点梳理

| | 上游原料企业 | 速冻食品企业 | 专业预制菜企业 | 餐饮企业 | 平台型企业 |
|------|--------------------|----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| 产品模式 | 原有产品深加工 | 从速冻产品拓展至新品类 | 产品SKU丰富 打造爆款产品 | 还原门店菜招牌菜 | 销售自有品牌及其他企业品牌产品 |
| 相对优势 | 原材料优势、 多地工厂布局 | 大单品打造、 产品组合管理、 全国化的渠道建设及管理 | 菜品研发、 爆品打造 | 菜品研发、 线下门店网络、 掌握消费者口味偏好 | 前置仓、配送系统、 消费习惯洞察、 消费者画像重合度 |
| 相对劣势 | 产品组织管理、 渠道建设及管理 | 定制化能力偏弱、 与原有渠道重合度不高 | 缺少资源禀赋， 辐射区域有限、 品牌知名度不高 | 渠道运营 | 品牌难管控 |

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

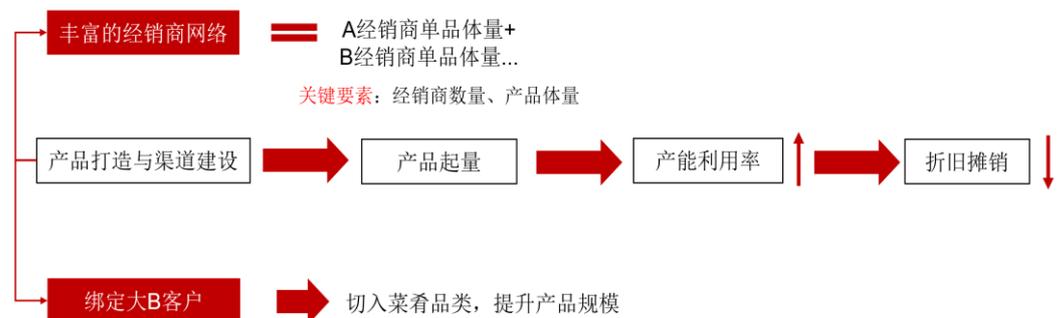
2.2.B 端竞争要素：短期看起量，中期比布局，长期拼成本

B 端客户在采购预制菜的过程中，主要看重产品品质与成本，在当前预制菜尚未形成知名品牌的背景下，客户议价能力更强。因此，预制菜生产企业的竞争与利润的提升主要表现为规模效应。具体路径为 1) 产品起量，通过提升产能利用率实现规模效应；2) 全国布局产能，降低物流成本；3) 优化原材料采购。

1) 短期看起量，产品打造为前提，渠道建设为关键。当前预制菜行业以中小规模企业为主，平均规模为 1500 万左右，主要龙头规模在 10-20 亿元。产品未起量时，前期沉没成本较高，当前大部分预制菜企业的利润无法支撑产能建设。以洪湖安井预制菜肴生产项目为例，总投资 10.35 亿元，其中固定资产 5.67 亿元，假设工厂、固定资产折旧年限为 20 年和 10 年，净残值为 0，每年折旧摊销 8000 万元。而产品打造为起量的前提，渠道建设为关键。安井食品菜肴产品储备丰富的情况下，安井小厨成立的第一年依托原有经销商的渠道实现快速起量，快速完成从 0-1 阶段，营收突破 2 亿元。

2) 中期比产能布局，具有先发优势的企业竞争力强。为确保预制菜的新鲜度与品质，在生产加工、储存、运输、销售中都要求在低温环境中完成。冷链运费的计价因素包括距离、重量与车型；当前冷链运输的实惠半径为 500-600 公里，超过该范围后，需要更换大车运输且运费显著提升。因此，随着预制菜生产企业的发展，需逐步在全国重要的销售区域就地设厂，扩大销售半径。而凭借资源禀赋优先完成全国生产基地布局的企业，竞争优势明显，当前的销售半径较区域玩家更大，物流成本更低，并且对目标市场的反应速度更快。

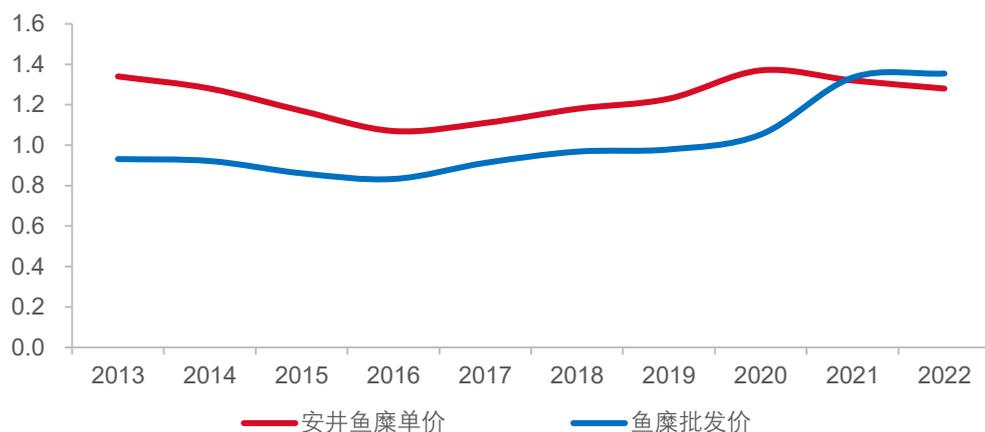
图21 短期竞争突围之道在产品打造与渠道建设



资料来源：东海证券研究所

3) 长期比成本优势。根据味知香数据，原材料占预制菜总成本的 9 成，因此上游原材料供应量的波动会明显影响预制菜的产能和价格。2021 年，安井食品收购新宏业和新柳伍之后，安井食品对鱼糜供应的掌控力进一步加强，控制了全国 2/3 的淡水鱼糜，成本优势明显，在近两年中国鱼糜批发价持续上行的背景下，安井食品鱼糜采购成本逐年下降。随着行业竞争愈发激烈，后期规模化生产及新产品市场拓展将以比拼成本为主，产能规模效应与供应链协同的战略铸造头部企业在预制菜领域的核心竞争优势。

图22 安井鱼糜采购单价对比中国鱼糜批发价（万元/吨）

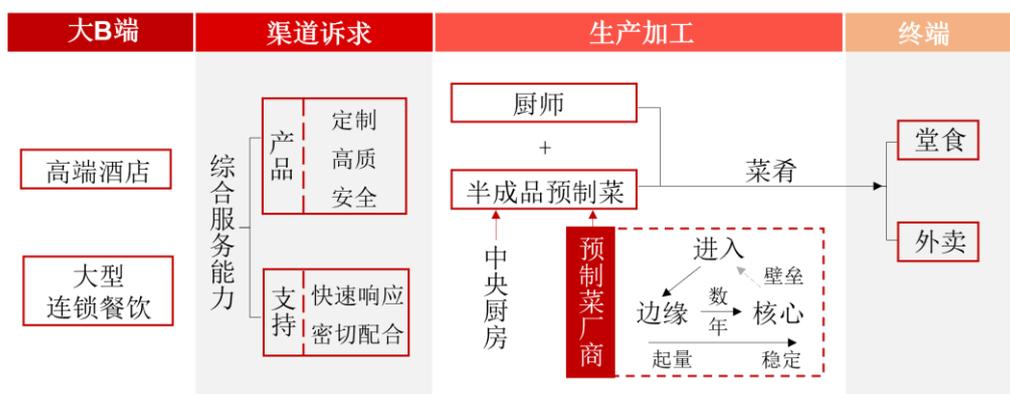


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.3.渠道对比：中小 B 为高景气成长赛道，优先关注领先玩家

大 B 端进入壁垒高，打入供应链后构筑较深的护城河。大 B 端包括高端酒店和大型连锁餐饮，对预制菜的需求量较大，主要看重供应商综合服务能力，即产品关注定制、高质、安全，并且合作中，要求快速响应、密切配合。基于大 B 定制生产谨慎、签约流程较长，合作壁垒高，前期从边缘品类做起到成为核心供应商通常需要数年，护城河较深，因此供应商常年稳定，新入局者较难打破现有格局。预制菜厂商进入大 B 端供应链后，合作后通常能够快速起量，主要是依托单个大 B 客户起量后，由此佐证厂商的产品力及供应能力，并以此为背书，以点到面切入其他客户，横向铺量，实现稳定增长。以三全切入百胜供应链为例，公司产品体量由 2022 年的 2-3 千万，提升至 2023 年近 4 千万的规模体量，供应量接近翻一番。

图23 大 B 渠道特点及进入难度

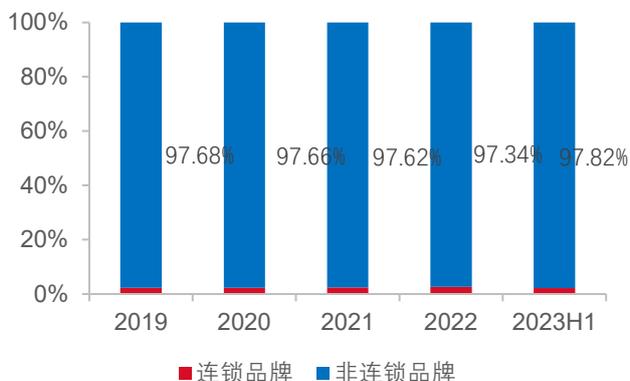


资料来源：东海证券研究所

中小 B 端增速快，市场空间广阔，主流玩家必争之地。中小 B 为连锁门店在 100 家及以下的企业，包括分散的中小餐饮企业、地方区域性连锁餐饮以及乡厨宴席，2023H1 中国餐饮非连锁品牌数比重为 97.82%，中小 B 占据绝对主导。根据 2023 年中国餐饮供应链白

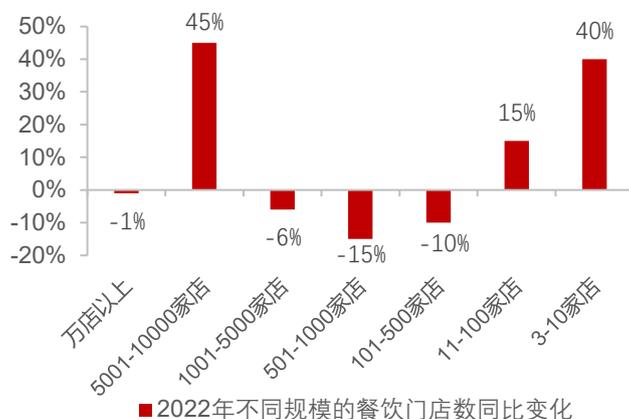
皮书数据，2022 年门店数为 11-100 家和 3-10 家的餐饮店分别同比增长 15%和 40%，而其他规模餐饮门店多数呈现出收缩趋势。该渠道的订单特点为小批量、多批次，采购较灵活，主要为标准化产品，注重产品性价比，因此渠道粘性较一般。但同时，更易于预制菜企业切入和起量，开拓的关键在于经销商拓展、维护客户以及在当地形成良好口碑。

图24 中国非连锁品牌占全国餐饮总品牌数 9 成以上



资料来源：《2023 年中国餐饮供应链白皮书》，东海证券研究所

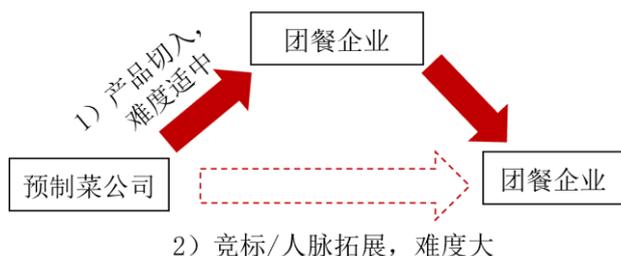
图25 2022 年中小连锁餐饮增长快速



资料来源：《2023 年中国餐饮供应链白皮书》，东海证券研究所

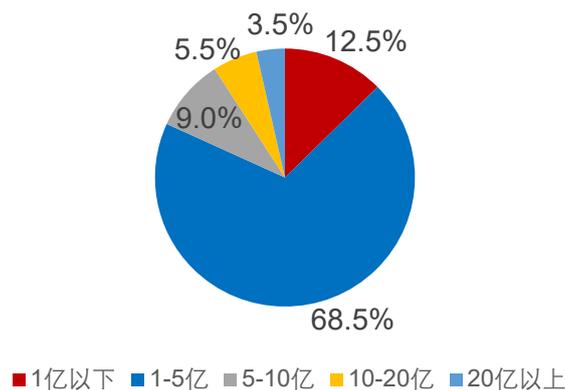
团餐切入门槛高，以产品拓团餐公司数量为发展路径。团餐渠道较为封闭，进入门槛较高，切入途径有两种：1) 为团餐公司提供具有竞争优势的适配产品（质价比高/解决现有产品痛点）；2) 直接供应给企事业单位，但需要通过竞标或者依靠人脉获得专营权，其中团餐公司采购路径更优。团餐渠道切入成功后产品需求稳定性较强，但受限于团餐企业规模普遍不大（81%为 5 亿以下），以及采购品类分散，单个团餐公司采购规模不大，横向开拓团餐公司数量为提升规模主要路径，而具备规模效益的预制菜企业具备天然的供应优势。

图26 预制菜企业切入团餐赛道的两种路径



资料来源：东海证券研究所

图27 2020 年中国百强团餐企业规模占比



资料来源：中国饭店协会，东海证券研究所

整体来看，当前 B 端需求体量较大和稳定性较强，重点关注。一方面，预制菜充分满足大 B 和团餐需求，其中大 B 替换核心供应商成本大，若形成稳定合作，护城河较深；团餐供餐时段集中，对于预制菜需求稳定。另一方面，中小 B 餐饮开店率与闭店率均较高，根据

2023 年中国餐饮供应链白皮书数据，2022 年餐饮开店率、闭店率分别为 28.2%和 32.2%，预制菜有效降低餐饮成本，提高餐饮门店存续周期。

3.投资建议

3.1.安井食品：速冻食品龙头，预制菜的先行者

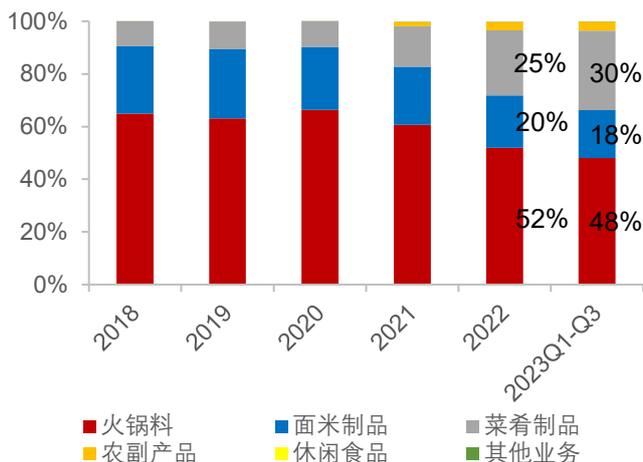
安井食品为速冻食品龙头，基本盘是火锅料和面米制品，第二增长曲线是预制菜，2018-2022 年营收和归母净利润 CAGR 分别为 30.05%和 42.10%。2022 年总营收 121.83 亿元，其中火锅料占 52%，面米制品占 20%，菜肴制品占比 25%。从销售模式来看，经销商为公司最主要的销售模式，2018-2022 年经销收入占比均超 8 成，收入 CAGR 为 28.08%。

图28 安井食品产品矩阵



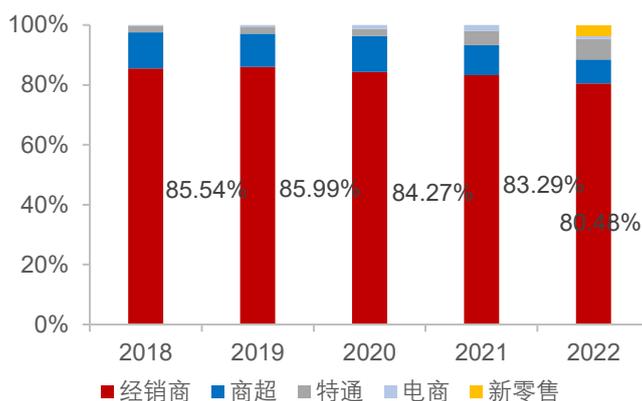
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图29 火锅料占比最高，其次为菜肴制品



资料来源：iFinD，东海证券研究所

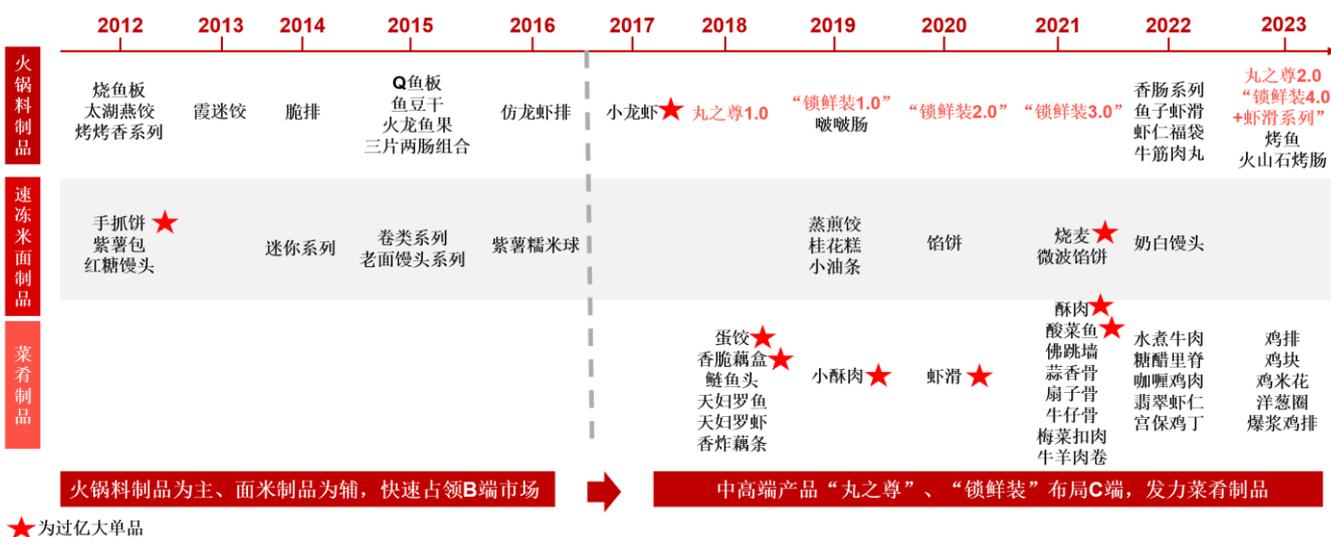
图30 2018-2022 年经销收入占比均超 8 成



资料来源：iFinD，东海证券研究所

产品持续推新能力强，更新迭代快。①**产品推广**：2012 年至今，公司每年推出一系列新产品，并紧随公司战略发展与市场变化有所侧重，过程中培育出多个销售额过亿大单品(手抓饼、烧卖、香脆藕盒)。②**更新迭代**：产品种类持续丰富的同时，公司不断升级迭代爆品，进一步打开市场，“锁鲜装”系列已推至 4.0 版本，2022 年收入超 11 亿元，2023 年 Q1-Q3 维持 30%左右的增速；“丸之尊”已升级至 2.0 版本，2023 年 Q3 销售额近 1.7 亿元。

图31 安井食品具备持续推新和打造大单品能力



资料来源：公司公告，东海证券研究所

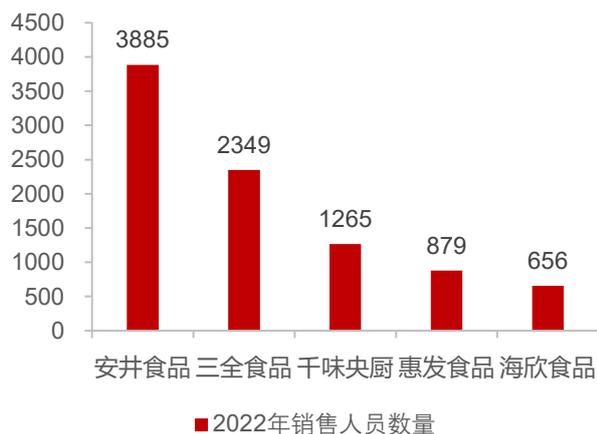
图32 安井食品产品迭代能力强



资料来源：安井食品公众号，东海证券研究所

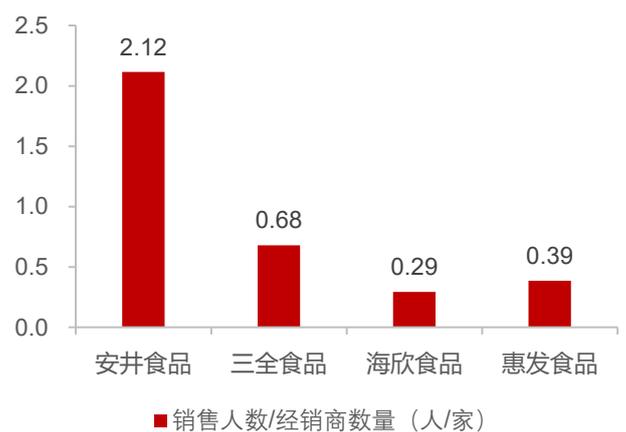
经销商数量与贴身服务体系支撑渠道建设。安井食品以中小B起家，销售人员数量领先同业，以“贴身支持”（多个销售人员服务1个经销商，为经销商打通销售渠道，增加渠道粘度，丰富营销活动）赋能经销商，单经销商规模领先同业。2022年安井食品单经销商销售额534万元（为同行4倍以上），并且与经销商形成深度绑定，主要经销商合作年限在4年以上。另外，公司持续扩大经销商数量，2022年经销商数量为1836家，较2018年提升1218家。2022年安井小厨成立第一年依托原经销商实现快速起量，完成从0-1阶段，营收突破2亿元。

图33 2022年安井销售人员数量领先同业



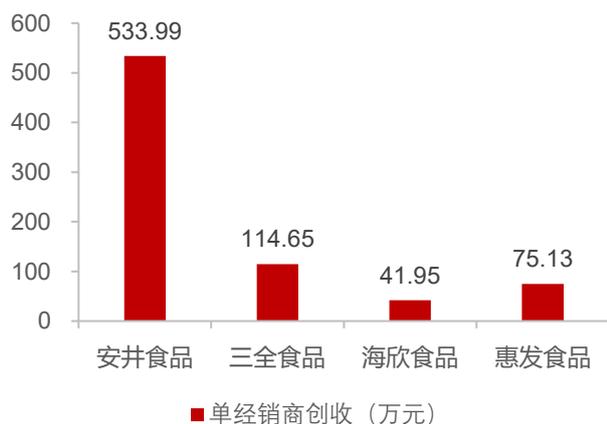
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图34 安井销售人员/经销商数量对比同行（2022年）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图35 安井食品单经销商销售额对比同行 (2022年)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

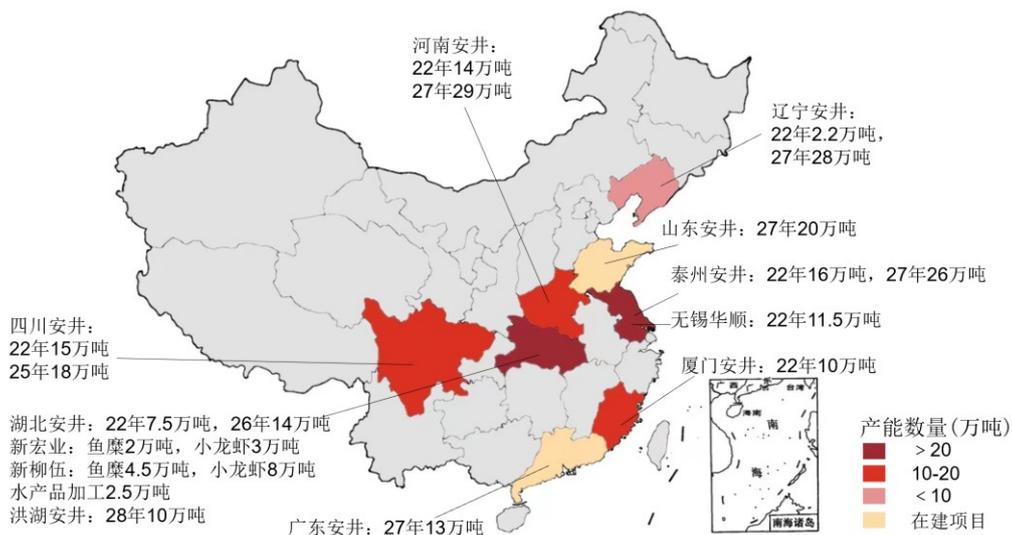
图36 2018-2022年安井经销商数量快速增加



资料来源：公司公告，东海证券研究所

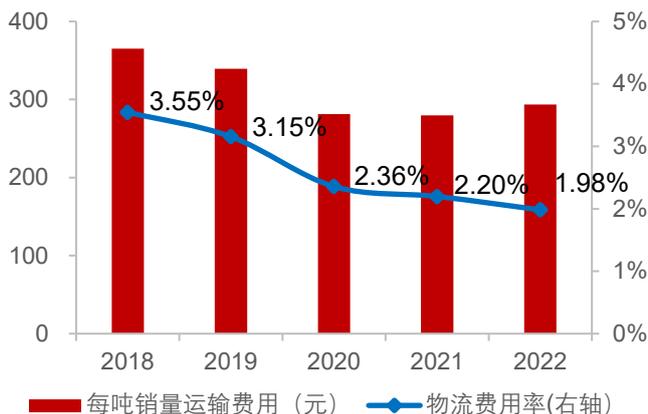
安井食品全国基地布局基本完成，销地产模式降低物流成本。安井食品在全国 8 个省份已布局 12 个生产基地，公司“销地产”模式，即在产品重要消费地建设新的生产基地，可有效降低冷链运输成本。1) **从绝对值来看**，2022 年公司运输费用为 293.59 元/吨，每吨运输费用较 2018 年下降 19.62%。2) **从费率来看**，2022 年，公司物流费率为 1.98%，呈现持续下降态势且显著低于行业内竞争对手，行业平均运输费用率在 5% 以上。

图37 安井食品工厂布局及产量情况



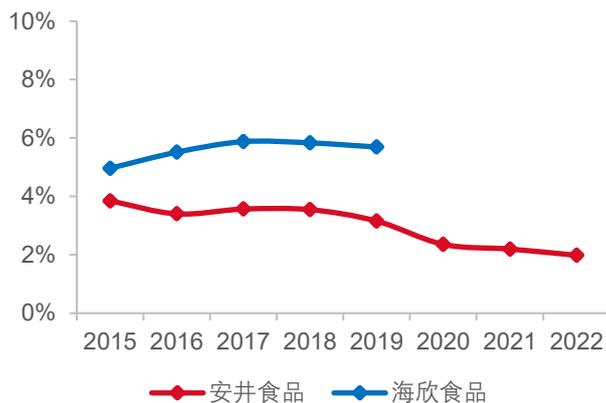
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图38 安井食品销地产模式有效降低物流运输费用



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图39 安井食品运输费率低于竞争对手



资料来源：公司公告，东海证券研究所 注意：海欣自2020年起收入准则变化，不再单独披露运费

3.2.干味央厨：产品渠道齐发力，抢占餐饮工业化蓝海

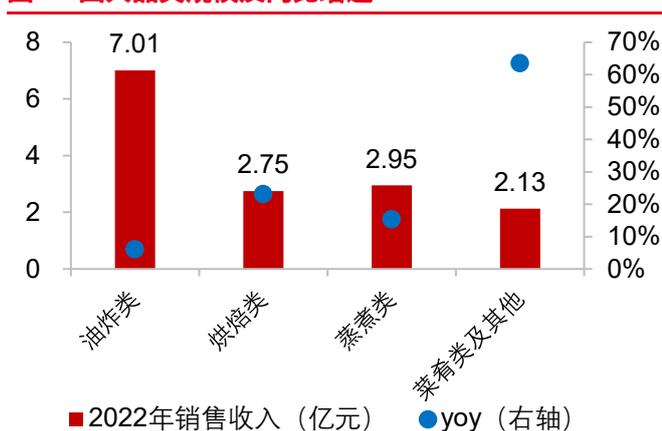
干味央厨为B端速冻米面龙头，脱胎于思念食品餐饮业务部门。2017-2022年营收、归母净利润复合增速分别达20.20%、16.76%，2022年营收达14.89亿元，其中油炸类占47.08%，烘焙类占18.47%，蒸煮类占19.81%，菜肴及其他占14.30%。从渠道收入来看，直营和经销较为均衡，2023Q1年公司直营、经销收入占比由2022年末的3:7提升为5:5。

图40 四大品类矩阵图



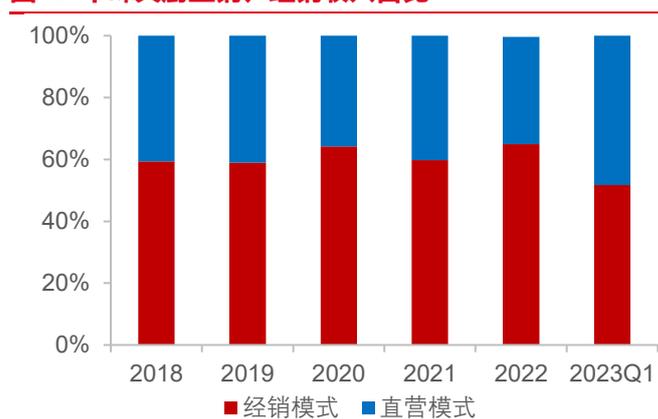
资料来源：公司官网，公开资料整理，东海证券研究所

图41 四大品类规模及同比增速



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图42 干味央厨直销、经销收入占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

直营模式优势强劲，大客户供应链优势持续加强。

①**客户优质，公司供应商资质高：**公司客户包括百胜中国、华莱士、真功夫、九毛九、海底捞等，其中在百胜体系为策略供应商，能够保证当前主要份额及无限制的新品提案，利于公司挖掘新品并逐步向小 B 导入。

②**响应速度快，定制能力强。**公司预制菜业务拥有能够对接大 B 定制需求的能力和资源，2022 年公司预制菜销售额为 2843.46 万元，同比增长 101.23%，主要受益于宴席市场定制化产品增长。

图43 干味央厨核心客户矩阵图



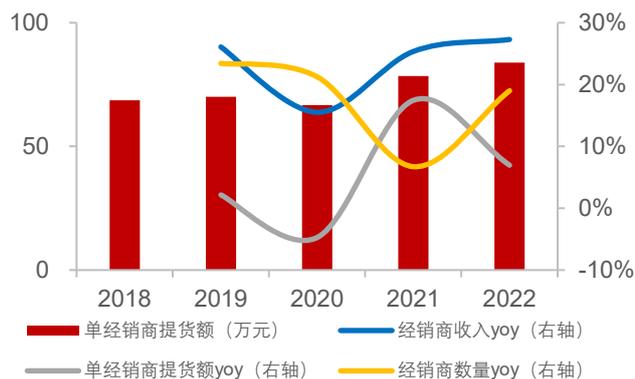
资料来源：公司官网，东海证券研究所

产品、经销商齐发力，打开公司成长空间。

①**经销销量、质齐升，核心经销商支持力度加大。**公司 2022 年经销商数量同比增加 184 家至 1152 家 (+19.01%)，单经销商提货额为 83.86 万元 (+6.96%)。公司对核心经销商支持力度增加，前 20 名经销商销售额为 2.6 亿 (+26.59%)，头部经销商数量有望进一步提升。

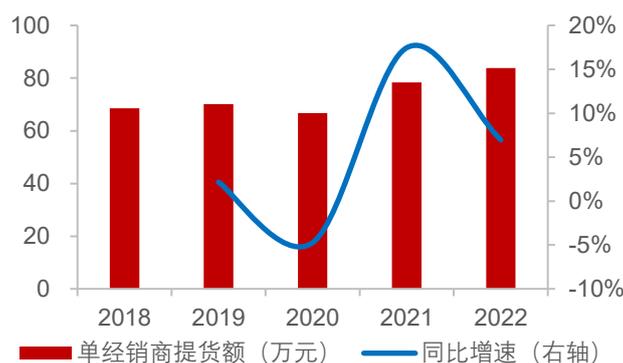
②**研发能力领先，产品适配团餐、乡厨宴席。**基于公司与能接受产品初期溢价高的大 B 客户长期合作，公司打造大产品具有先天优势。目前已打造出油条、蒸煎饺两个大单品，且持续扩展核心大单品，如春卷（团餐、宴席）、米糕（宴席为主）、大包子（早餐）、烧麦（早餐），其中春卷已起量，预计 2023 年 1-9 月份春卷销售额突破 5000 万。

图44 经销收入、单经销商提货额、经销商数量增速对比



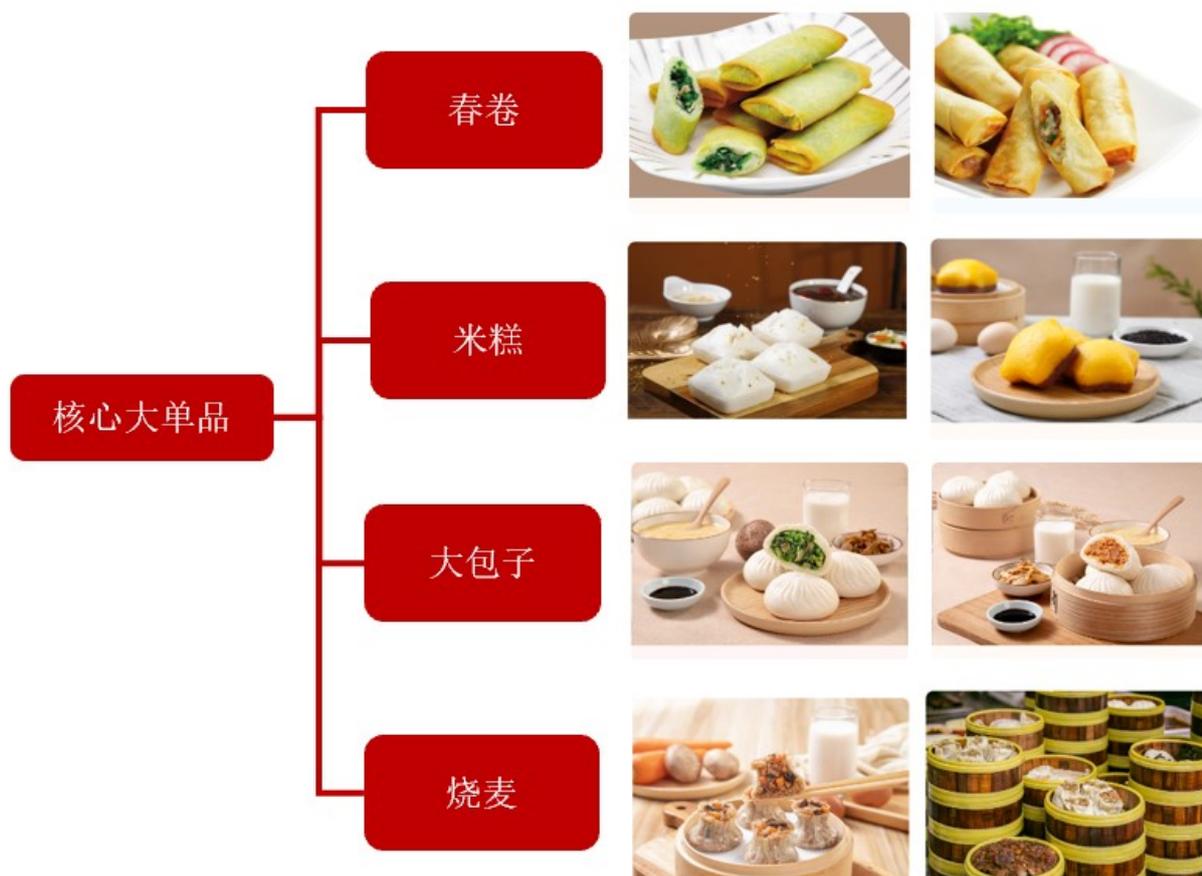
资料来源：公司年报，招股说明书，东海证券研究所

图45 单经销商提货额及增速



资料来源：公司年报，招股说明书，东海证券研究所

图46 核心大单品



资料来源：公司官网，公开资料整理，东海证券研究所

预制菜行业景气度高，供需两侧齐发力，驱动行业保持双位数增长。虽然行业前期进入门槛较低，但供给端不具备定价能力，企业利润主要以成本控制为主，且对口味复原、保鲜度、冷链存储及运输要求较高，全国化制造壁垒较高，“小”“微”企业难以长期立足，未来集中度提升空间较大，当前重点关注产能、渠道优势明显的**安井食品**和产品品类持续丰富的**千味央厨**。

表4 预制菜估值比较表 (截至 2024 年 2 月 28 日)

| 公司名称 | 总市值 (亿元) | 归母净利润增速 | | | P/E | | |
|------|----------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 安井食品 | 251 | 42.10% | 19.34% | 21.64% | 16.03 | 13.43 | 11.04 |
| 千味央厨 | 42 | 44.88% | 32.51% | 27.61% | 28.27 | 21.34 | 16.72 |

资料来源：万得一致预测，东海证券研究所

4.风险提示

- 1) **新品推广不及预期**：预制菜行业正处于产品快速推新阶段，并且新品对公司业绩驱动较强，如果新品接受程度低，市场推广不及预期，将会影响公司销售收入。
- 2) **渠道开拓不及预期**：预制菜新品类发展较快，如果专业预制菜经销商开拓不及预期，可能出现触达不到消费者的风险，将会对公司业绩产生影响。
- 3) **食品安全的风险**：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，容易造成食品安全隐患。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。
- 4) **原材料价格波动的风险**：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。

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数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沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 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沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089