

食品饮料

证券研究报告/行业深度报告

2024年7月11日

评级: 增持 (维持)

分析师: 晏诗雨

执业证书编号: S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxiw@zts.com.cn

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

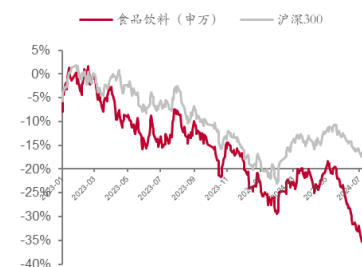
电话: 021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

基本状况

| | |
|------------|--------|
| 上市公司数 | 121 |
| 行业总市值(亿元) | 43,331 |
| 行业流通市值(亿元) | 19,145 |

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

| 简称 | 股价 (元) | EPS | | | | PE | | | | PEG | 评级 |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|----|
| | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | |
| 安井食品 | 71.60 | 5.04 | 5.86 | 7.07 | 8.13 | 14.2 | 12.22 | 10.13 | 8.81 | 0.71 | 买入 |
| 千味央厨 | 27.56 | 1.35 | 1.62 | 2.02 | 2.58 | 20.4 | 17.01 | 13.64 | 10.68 | 0.71 | 买入 |
| 味知香 | 19.37 | 0.98 | 1.05 | 1.19 | 1.28 | 19.7 | 18.45 | 16.28 | 15.13 | 1.98 | 买入 |
| 巴比食品 | 13.68 | 0.85 | 0.99 | 1.17 | 1.35 | 16.0 | 13.82 | 11.69 | 10.13 | 0.83 | 买入 |

备注 股价取自 2024 年 7 月 10 日收盘价

报告摘要

- 核心观点: 比照日本, 向前看 20-30 年, 预制菜或将成为食品成长空间最大的子领域。我们结合对中日宏观环境、龙头公司财务经营指标和发展战略的定性与定量分析, 深入研究餐饮供应链的商业模式与发展规律。从周期视角切入, 回顾历史展望未来, 紧跟原料价格走势与产能投放情况, 看好行业长期投资价值。**
- 一、现状: 中日餐饮供应链周期之辩。**对标日本, 预制菜具备穿越周期的潜力, 向前看 20-30 年, 预制菜或将成为食品成长空间最大的子领域。日本冷冻食品 BC 两头接力增长, 晚于整体经济增速放缓。中国冷冻调理食品行业景气度波动大, 18 年行业迎来机遇期, 20 年景气度短暂达峰, 4Q23 进入“至暗时刻”。
- 二、原因: 中国餐饮供应链周期之思。(1) 需求端:** 餐饮端行业内卷加剧与家庭端渠道碎片化使得餐饮供应链企业赚钱效应和订单需求走弱, 行业呈现一定“顺周期”特征, 但依旧长期存在渗透率提升机会。**(2) 供给端:** 时代红利下超募超投, 同时 23 年初过热的复苏预期加速行业扩容, 高折摊倒逼厂家“以价换量”。**(3) 库存端:** 猪价走势影响经销商收益预期, 往年进入旺季后厂家伴随猪价上涨顺势提价, 渠道压库意愿较强。4Q23 猪价未见明显反弹, 行业价格战激烈, 降价预期下全链路出现层层去库存。
- 三、展望: 中国餐饮供应链周期追踪。需求层面: 紧跟原料价格走势, 紧盯旺季前预收款与合同负债。**一方面, 猪肉等肉类价格侧面反映了终端需求和消费者购买力, 和宏观大周期以及餐饮等消费复苏程度基本同向变化。另一方面, 肉类价格走势影响渠道预期进而作用渠道库存。考虑到 Q4 是冻品的旺季, Q3 末预收款与合同负债对四季度业绩以及下游订单需求有一定的前瞻性指引。从龙头公司的经验看, 原料价格与景气度呈现同向变化的趋势。**供给层面: 追踪产能投放情况, 静待劣质产能出清与行业集中度提升。**经历 3 年红利超募超投, 行业扩产速度预计有所放缓。行业进入“缩量时代”后, 小企业资金压力凸显, 劣质产能有望加速出清。
- 投资建议: 紧跟原料价格走势与产能投放情况, 静待新一轮周期启动。看好行业长期投资价值, 密切追踪新一轮周期启动, 2 个方向值得关注: (1) 已经完成产能和渠道全国化的冻品龙头强者恒强, 推荐安井食品; (2) 具备渠道优势的区域企业推进全国化, 推荐千味央厨, 关注味知香。**
- 风险提示: 宏观经济波动、市场竞争恶化、食品安全问题、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时。**

内容目录

| | |
|-----------------------|--------|
| 一、现状：中日餐饮供应链周期之辩..... | - 4 - |
| 二、原因：中国餐饮供应链周期之思..... | - 6 - |
| 三、展望：中国餐饮供应链周期追踪..... | - 11 - |
| 四、投资建议..... | - 13 - |
| 五、风险提示..... | - 13 - |

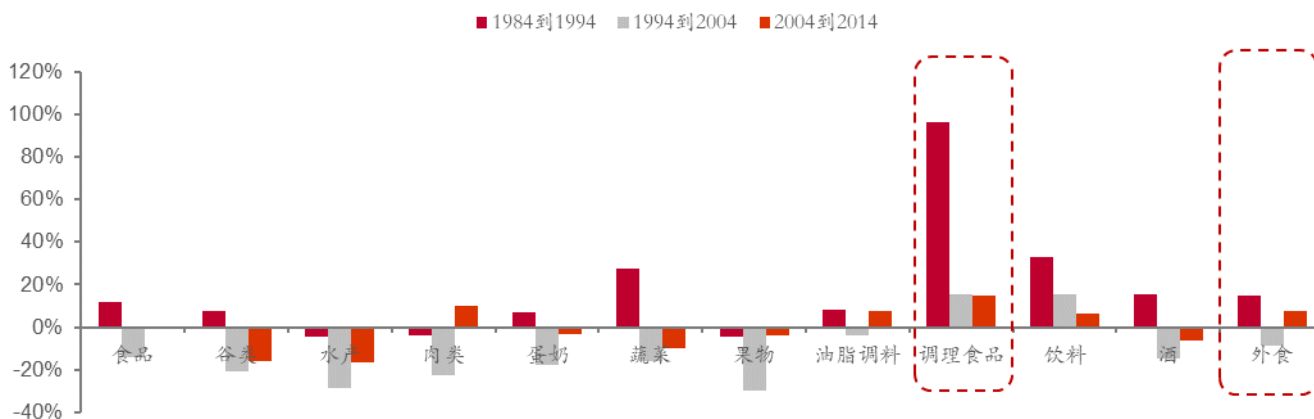
图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1: 日本 30 年人均家庭消费 (食品类) 支出变迁 (一级分类区间增长率) - 4 - | - 4 - |
| 图表 2: 日本冷冻调理食品产量 (万吨) | - 5 - |
| 图表 3: 日本冷冻调理食品按应用划分产量 (万吨) | - 5 - |
| 图表 4: 速冻食品代表企业年度收入增速 (%) | - 5 - |
| 图表 5: 速冻食品代表企业季度收入增速 (%) | - 5 - |
| 图表 6: 按消费类型分零售额同比增速 (%) | - 6 - |
| 图表 7: 24H1 餐饮新增及注销、吊销数据 | - 6 - |
| 图表 8: 1Q24 超市闭店统计 (家) | - 7 - |
| 图表 9: 618 购物节全网销售总额 GMV (亿元) | - 7 - |
| 图表 10: 日本冷冻食品消费量与 GDP 增速 | - 7 - |
| 图表 11: 日本外食与中食消费变化趋势 | - 7 - |
| 图表 12: 大众品募资统计 | - 8 - |
| 图表 13: 大众品产能效率统计 | - 8 - |
| 图表 14: 部分餐饮供应链企业成本拆分 | - 9 - |
| 图表 15: 安井食品原料成本占比 (2015) | - 9 - |
| 图表 16: 中国 22 个省市猪肉平均价 (元/千克) | - 9 - |
| 图表 17: 经销商收入成本拆分 | - 10 - |
| 图表 18: 2021-2022 年冻品代表企业提价梳理 | - 10 - |
| 图表 19: 餐饮供应链代表企业 Q3 末预收款+合同负债同比增速 | - 11 - |
| 图表 20: 主要变量的描述性统计 | - 11 - |
| 图表 21: 主要变量相关系数矩阵 | - 12 - |

一、现状：中日餐饮供应链周期之辩

- “历史不会重演，但总是惊人地相似。”周期几乎无处不在。不同于钢铁、煤炭等强周期属性的行业，消费品行业或因竞争壁垒或因刚需属性被认为具备穿越周期的能力。而餐饮供应链既有工业品属性又有消费品属性，那么餐饮供应链行业存在强周期么？
- 对标日本，调理食品具备穿越周期的潜力。我国当前人均 GDP 大致为日本 1985 年水平。比照日本发展路径，向前看 20-30 年，调理食品或将成为食品成长空间最大的子领域。根据日本统计局数据，在 1984~2014 年的 30 年时间里，调理食品和饮料是人均家庭食品消费中仅有的 2 个未出现下滑的大类，同时调理食品增速较饮料更快。1985 年后，日本步入老龄少子化、工作人口生活压力大、消费观念转变，以解放双手为目的，以调理食品为代表的餐饮创新空间持续打开。

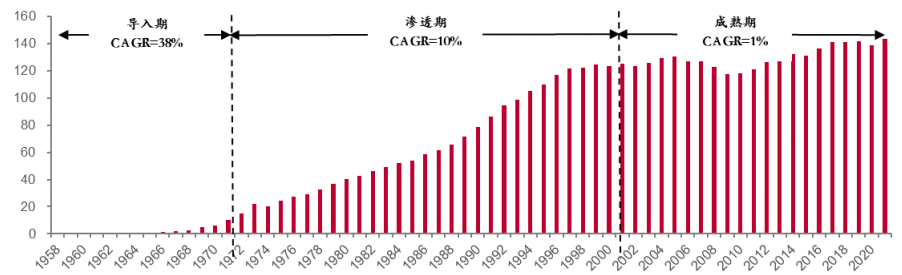
图表 1：日本 30 年人均家庭消费（食品类）支出变迁（一级分类区间增长率）



来源：日本统计局、中泰证券研究所

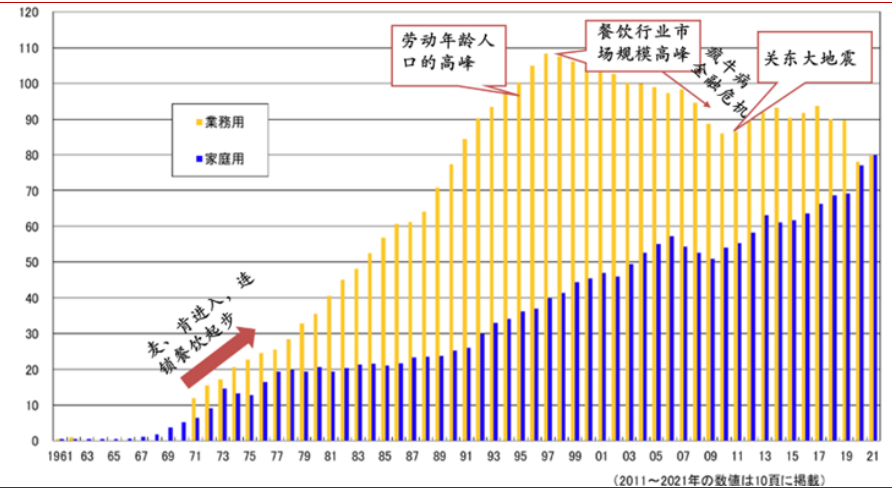
- 日本冷冻食品 BC 两头接力增长，晚于整体经济增速放缓。日本冷冻调理食品行业进入成熟期的时点要晚于日本的整体经济放缓。日本快餐业的发展始于 1970 年代初，大阪国际博览会首次展出新型的开放式餐馆。此后肯德基和麦当劳进入日本，带动了日本连锁快餐业的全面发展。1958-1970 年间，日本冷冻调理食品复合增速达 38%。日本经济的增速从 1990 年代初期出现显著下降，1997 年是日本餐饮行业的巅峰期，此后由于人口红利消失，日本餐饮行业开始下滑，“内食”逐渐替代“外食”，C 端需求快速增长，2000 年后日本速冻食品行业才开始进入成熟阶段。

图表 2: 日本冷冻调理食品产量 (万吨)



来源: 日本冷冻食品协会、中泰证券研究所

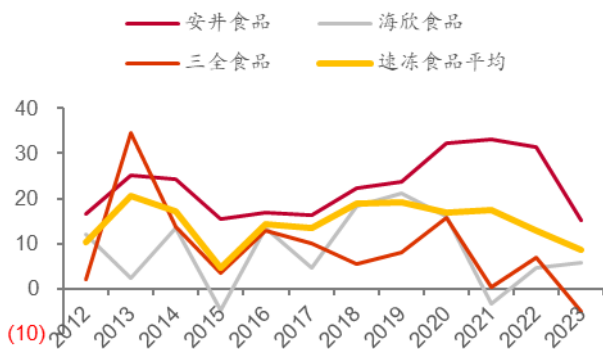
图表 3: 日本冷冻调理食品按应用划分产量 (万吨)



来源: 日本冷冻食品协会、中泰证券研究所

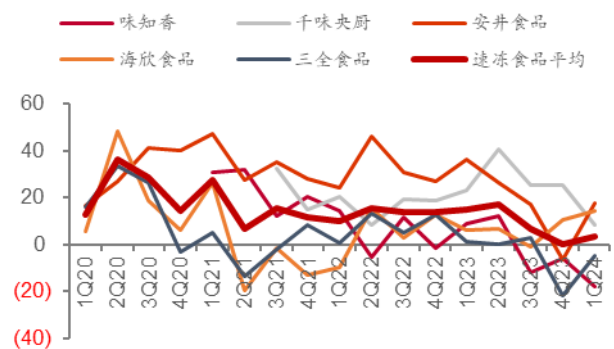
- 反观中国，速冻调理食品行业景气度波动大，20 年景气度短暂达峰，4Q23 进入“至暗时刻”。从行业代表公司的情况看，中国速冻食品行业经历了 2014 和 2015 年的小低潮后，自 2015 年至 2020 年，尤其是 2018 年至 2020 年，进入了景气度向上的历史机遇期，20 年后，受疫情及宏观环境等因素的影响，除龙头安井维持高增外，部分上市公司出现了明显的收入降速，2023 年，龙头安井、三全皆出现了收入逐季降速的情况，甚至在 2023 年第四季度，安井和三全都出现了收入负增长，安井、三全、千味、海欣、味知香 5 家行业代表企业 4Q23 平均收入增速降至 0.35%，行业进入“至暗时刻”。

图表 4: 速冻食品代表企业年度收入增速 (%)



来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所 (注: 速冻食品样本选取安井食品、三全食品、千味央厨、味知香、海欣食品)

图表 5: 速冻食品代表企业季度收入增速 (%)

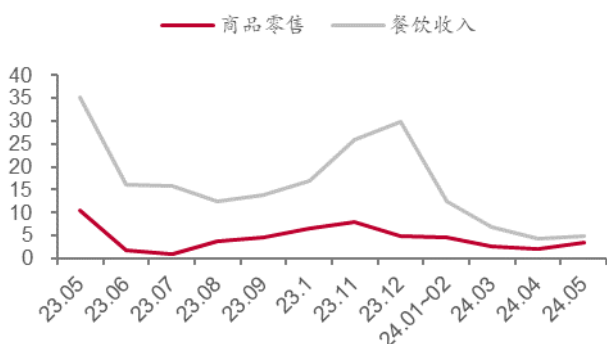


来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所 (注: 速冻食品样本选取安井食品、三全食品、千味央厨、味知香、海欣食品)

二、原因：中国餐饮供应链周期之思

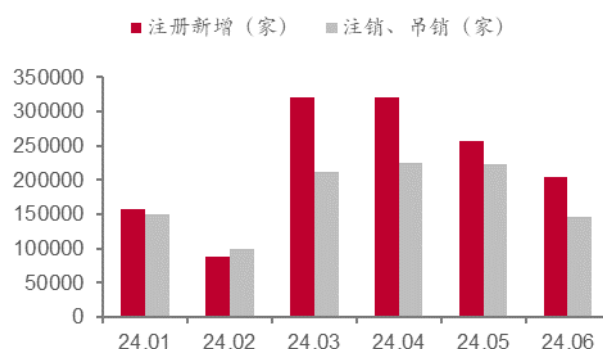
- “横看成岭侧成峰，远近高低各不同。”在日本，冷冻调理食品即便在低欲望的“第四消费时代”仍旧实现了增长。而在中国，看似兼备刚需属性和成长属性的餐饮供应链却在 2023 年“跌落神坛”，似乎也没能跳出周期。那么，这又是什么原因呢？
- 原因 1：需求端，餐饮端行业内卷加剧与家庭端渠道碎片化使得餐饮供应链企业赚钱效应和订单需求走弱。**
- 餐饮端：餐饮终端闭店严重，内卷加剧致使行业增收不增利。一方面，餐饮终端加速出清。**天眼查数据显示，2023 年全年，吊销、注销的餐饮企业数据达 135.9 万家。截至 2024 年 6 月 30 日，国内餐饮相关企业新注册量达到 134.6 万家，而注销、吊销量也达 105.6 万家。**另一方面，餐饮客单价下行，行业“内卷”严重。**根据中国烹饪协会，餐饮行业出现了增收不增利的现象，而价格战、同质化竞争和成本压力的不断加剧是造成这种现象的主要因素。根据餐饮老板内参报道，2024 年，价格战始终在持续，餐饮各个品类的平均价格持续下降。

图表 6：按消费类型分零售额同比增速 (%)



来源：国家统计局、中泰证券研究所

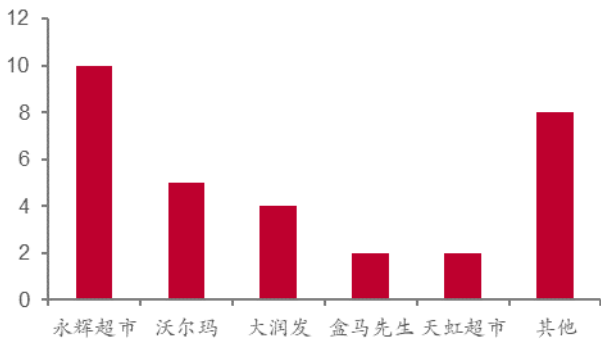
图表 7：24H1 餐饮新增及注销、吊销数据



来源：天眼查、中泰证券研究所

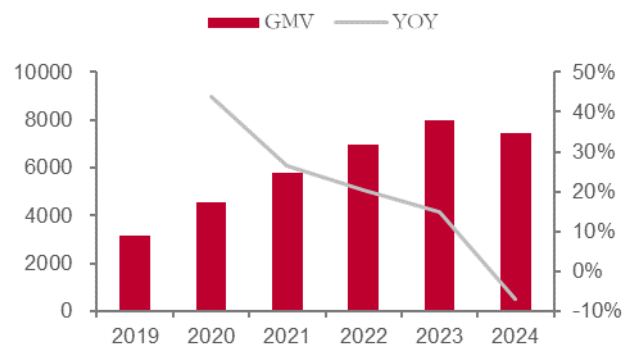
- 家庭端：渠道趋于碎片化，传统渠道被分流，新兴渠道出现降速。**一方面，传统商超流量下滑，面临严峻挑战。据联商网统计显示，2024 年第一季度全国至少有 31 家超市歇业，涉及沃尔玛、大润发、永辉、物美、天虹超市、盒马鲜生、卜蜂莲花等知名品牌。其中，永辉歇业了 10 家门店，沃尔玛 5 家，大润发 4 家，盒马鲜生和天虹超市也各有 2 家。不乏一些城市或区域首店。**另一方面，电商等新兴渠道增速放缓严重。**根据星图公布的数据，2024 年 618 综合电商平台、直播平台累计销售额为 7428 亿元，跟去年同期的 7987 亿元相比下降 7%。这也或许意味着，餐饮供应链运营电商，即便多平台运营，依旧无法阻止生意放缓甚至下滑。

图表 8: 1Q24 超市闭店统计 (家)



来源: 联商网、中泰证券研究所

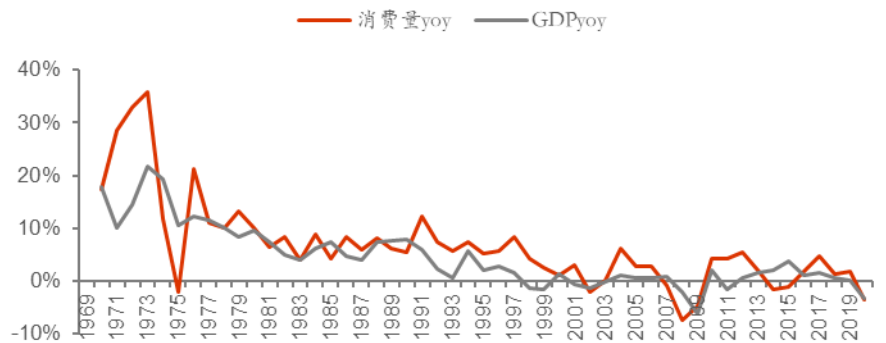
图表 9: 618 购物节全网销售总额 GMV (亿元)



来源: 星图数据、金十数据、中泰证券研究所

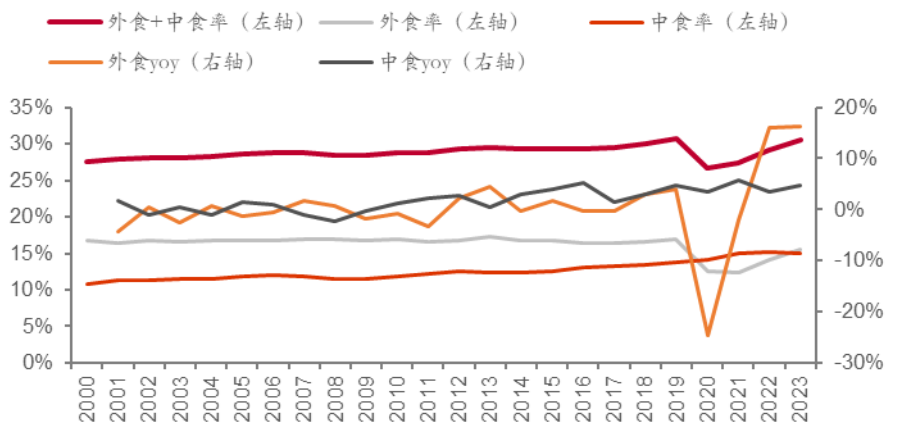
- 从需求层面看，速冻食品行业呈现出一定“顺周期”的特征，但依旧长期存在渗透率提升机会。参照日本的经验，冷冻食品消费与宏观经济正向相关。根据日本统计局与日本冷冻食品协会数据，日本冷冻食品消费量增速与 GDP 增速的趋势基本相一致。但如果着眼于 2000 年后，日本家庭食品消费和餐饮消费整体都趋于稳定的情况下，调理食品消费占食品消费的比重仍体现出提升趋势，长期看调理食品行业增长依旧具备支撑。

图表 10: 日本冷冻食品消费量与 GDP 增速



来源: 日本冷冻食品协会、日本统计局、中泰证券研究所

图表 11: 日本外食与中食消费变化趋势



来源: 日本统计局、中泰证券研究所 (注: 数据采用 2 人以上世代家庭消费支出口径, 整体食品消费口径为食料消费, 中食消费口径为调理食品消费)

- 原因 2: 供给端, 时代红利下超募超投, 同时 23 年初过热的复苏预期加速行业扩容, 高折摊倒逼厂家“以价换量”。**一方面, 三年红利下超募超投, 不排除“以价换量”以在“缩量时代”消化产能。2020 年至 2022 年, 餐饮供应链行业 A+H 股首发+定增募资总额达 23 年底总市值的 13%。2017-2023 年, 餐饮供应链行业上市公司固定资产+在建工程+无形资产 CAGR 达 18%, 固定资产+在建工程+无形资产周转率 CAGR 达-15%, 折旧摊销占归母净利润的比重提升至 33%。另一方面, 大部分餐饮供应链企业对于 2023 年餐饮复苏的预期过热, 22 年底、23 年初行业供给预计扩容更大, 23H2 行业旺季不旺, 小企业预计面临极大的资金压力。

图表 12: 大众品募资统计

| | (IPO+定增)总额 vs23 年市值 | | | | | | | 合计 |
|----------|---------------------|------|------|------|------|------|------|-----|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | |
| 餐饮供应链 | 1% | 0% | 0% | 1% | 5% | 7% | 0% | 14% |
| 连锁服务 | 2% | 0% | 0% | 2% | 0% | 4% | 1% | 10% |
| 调味品 | 0% | 0% | 0% | 1% | 1% | 0% | 0% | 2% |
| 粮油米面 | 0% | 0% | 0% | 8% | 0% | 0% | 0% | 8% |
| 保健品及母婴用品 | 0% | 0% | 9% | 0% | 3% | 1% | 0% | 13% |
| 成长型软饮料 | 0% | 0% | 0% | 1% | 3% | 0% | 0% | 4% |
| 休闲食品 | 2% | 0% | 2% | 1% | 0% | 0% | 0% | 5% |
| 乳制品 | 0% | 0% | 0% | 0% | 6% | 0% | 0% | 6% |
| 成熟型软饮料 | 0% | 0% | 0% | 1% | 0% | 0% | 0% | 2% |
| 啤酒 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 贵州茅台 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |

来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所

图表 13: 大众品产能效率统计

| | 固定资产+无形资产+在建工程 | | | | 固定资产周转率 | | | 折旧摊销/净利润(%) | | |
|----------|----------------|--------|--------|-----------|---------|-----|-----------|-------------|------|------|
| | 19vs17 | 21vs19 | 23vs21 | 17-23CAGR | 17 | 23 | 17-23CAGR | 2021 | 2022 | 2023 |
| 餐饮供应链 | 1.35 | 1.45 | 1.40 | 18% | 6.8 | 2.5 | -15% | 30 | 33 | 33 |
| 连锁服务 | 1.70 | 1.16 | 1.20 | 15% | 3.2 | 1.9 | -8% | 46 | 169 | 114 |
| 调味品 | 1.15 | 1.31 | 1.30 | 12% | 3.0 | 2.3 | -4% | 14 | 18 | 16 |
| 粮油米面 | 1.29 | 1.27 | 1.25 | 13% | 3.3 | 2.5 | -4% | 73 | 108 | 137 |
| 保健品及母婴用品 | 1.33 | 1.52 | 1.12 | 15% | 2.5 | 2.0 | -4% | 13 | 18 | 24 |
| 成长型软饮料 | 1.55 | 1.47 | 1.29 | 20% | 2.3 | 1.9 | -3% | 22 | 27 | 21 |
| 休闲食品 | 1.39 | 1.21 | 1.17 | 12% | 5.0 | 4.8 | -1% | 49 | 60 | 64 |
| 乳制品 | 1.43 | 1.27 | 1.22 | 14% | 2.6 | 2.7 | 0% | 50 | 59 | 62 |
| 成熟型软饮料 | 0.93 | 0.95 | 1.05 | -1% | 3.1 | 3.5 | 2% | 42 | 45 | 39 |
| 啤酒 | 0.97 | 1.00 | 1.36 | 5% | 1.5 | 1.9 | 5% | 43 | 40 | 41 |
| 贵州茅台 | 1.08 | 1.16 | 1.18 | 7% | 2.9 | 4.9 | 9% | 3 | 3 | 2 |

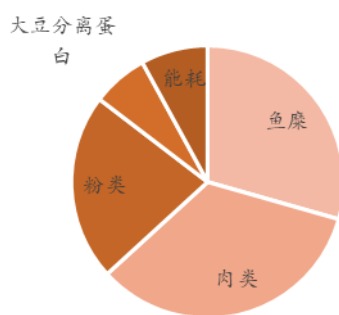
来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所

- **原因 3: 库存端, 原料价格持续走低, 致使从终端至渠道至厂家层层去库存。**
- **餐饮供应链直接材料占比高, 成本波动较大。** 餐饮供应链本质是做食材生意, 根据公司公告, 安井食品、三全食品、千味央厨 2020 年~2023 年直接材料占营收比重均超 50%。而原材料中, 肉类占比较高。根据安井食品招股说明书, 2015 年, 鱼糜、肉类、粉类占其原材料(含能耗)采购金额的比重分别为 29%、34%、22%, 肉类价格对公司成本存在较大影响。由于养殖成本变化和产业周期的存在, 猪肉等肉类产品价格历史上存在较大波动。

图表 14: 部分餐饮供应链企业成本拆分

| | 巴比食品 | | | | 安井食品 | | | | 三全食品 | | | | 千味央厨 | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 单位成本 (元/吨) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 直接材料 | 6,194 | 6,375 | 5,389 | 5,418 | 6,572 | 6,977 | 7,966 | 8,702 | 5,495 | 5,672 | 5,452 | 5,655 | 6,309 | 6,537 | 6,584 | 6,521 |
| 直接人工 | 907 | 1,072 | 1,342 | 1,288 | 603 | 680 | 647 | 784 | 679 | 740 | 639 | 604 | 873 | 839 | 783 | 786 |
| 制造费用 | 1,168 | 1,170 | 1,029 | 1,196 | 1,257 | 1,372 | 1,420 | 1,629 | 654 | 745 | 727 | 758 | 988 | 931 | 957 | 1,037 |
| 物流费用 | 483 | 459 | 450 | 500 | 281 | 280 | 294 | 324 | 497 | 506 | 460 | 481 | 275 | 298 | 302 | 393 |
| 吨价 (元) | 11,78 | 11,87 | 11,46 | 11,41 | 11,93 | 12,73 | 14,80 | 17,06 | 10,49 | 10,55 | 10,15 | 10,14 | 10,78 | 11,11 | 11,22 | 11,39 |
| | 4 | 8 | 8 | 5 | 5 | 3 | 0 | 2 | 0 | 6 | 7 | 2 | 7 | 3 | 0 | 8 |
| 营收占比 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 直接材料 | 52.6% | 53.7% | 47.0% | 47.5% | 55.1% | 54.8% | 53.8% | 58.8% | 52.4% | 53.7% | 53.7% | 55.8% | 58.5% | 58.8% | 58.7% | 57.2% |
| 直接人工 | 7.7% | 9.0% | 11.7% | 11.3% | 5.1% | 5.3% | 4.4% | 5.3% | 6.5% | 7.0% | 6.3% | 6.0% | 8.1% | 7.6% | 7.0% | 6.9% |
| 制造费用 | 9.9% | 9.8% | 9.0% | 10.5% | 10.5% | 10.8% | 9.6% | 11.0% | 6.2% | 7.1% | 7.2% | 7.5% | 9.2% | 8.4% | 8.5% | 9.1% |
| 物流费用 | 4.1% | 3.9% | 3.9% | 4.4% | 2.4% | 2.2% | 2.0% | 2.2% | 4.7% | 4.8% | 4.5% | 4.7% | 2.5% | 2.7% | 2.7% | 3.4% |

来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所

图表 15: 安井食品原料成本占比 (2015)


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 16: 中国 22 个省市猪肉平均价 (元/千克)


来源: Wind、中泰证券研究所

- **23 年下半年猪价一路走低, 倒逼终端到渠道层层去库存。**
- **猪价走势影响经销商收益预期, 往年进入旺季后厂家伴随猪价上涨顺势提价, 渠道压库意愿较强。** 经销商核心资源是冷库, 核心诉求是盈利, 原料价格上涨会刺激经销商形成预制菜产品提价预期, 进而预期单件收益的提升以及促销费用的下降, 提高经销商下单囤货意愿。通常冻品旺季销售遵循一定的节奏: Q4 是传统冻品消费的旺季, 旺季来临前厂家

通常会加大政策力度鼓励经销商集中备货以抢占经销商的现金和冷库资源。往年进入 Q4，节日与南方腌腊需求通常拉动猪肉形成阶段性涨价，冻品企业通常在 11、12 月的成本上行阶段顺势直接或间接（收政策）提价。在这种情形下，经销商易形成产品涨价预期，打款压库意愿较强。**4Q23 猪价未见明显反弹，餐饮供应链行业价格战激烈，降价预期下渠道压库意愿低，全链路出现层层去库存。**

图表 17：经销商收入成本拆分


来源：中泰证券研究所

图表 18：2021-2022 年冻品代表企业提价梳理

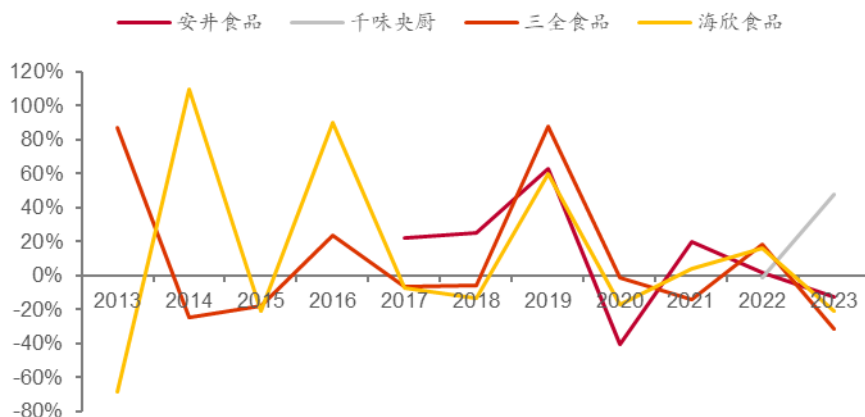
| 企业 | 调价时间 | 调价幅度 |
|--------|------------|----------|
| 2021 年 | | |
| 安井食品 | 2021/11/1 | 3%~10% |
| 海欣食品 | 2021/11/3 | 3%~10% |
| 惠发食品 | 2021/11/15 | 3%~10% |
| 三全食品 | 2021/12/1 | 3%~10% |
| 2022 年 | | |
| 安井食品 | 2022/12/1 | 3~10 元/件 |
| 海欣食品 | 2022/12/20 | 3~15 元/件 |
| 思念食品 | 2022/12/21 | 2~8 元/件 |

来源：公司公告、冻品头条、新食材、中泰证券研究所

三、展望：中国餐饮供应链周期追踪

- “早则资舟，水则资车，物之理也。”我们之所以深入研究周期，目的是养成一种对周期的敏感，也就是“位置感”。只有明白自己所处的位置，我们才能知道什么时候应该警惕周期，积极防守；什么时候应该逆势出击，大胆行动；什么时候应该顺应周期，趁势进攻。
- 需求层面：紧跟原料价格走势，紧盯旺季前预收款与合同负债。一方面，猪肉等肉类价格侧面反映了终端需求和消费者购买力，和宏观大周期以及餐饮等消费复苏程度基本同向变化。另一方面，肉类价格走势同样影响渠道预期，进而作用渠道库存。预收款和合同负债是常规的先行指标，对于冻品而言，Q3末马上进入旺季，因此Q3末预收款与合同负债对四季度业绩以及下游订单需求有一定的前瞻性指引。

图表 19：餐饮供应链代表企业 Q3 末预收款+合同负债同比增速



来源：公司公告、wind、中泰证券研究所

- 从龙头公司的经验看，原料价格与景气度呈现同向变化的趋势。参考餐饮供应链龙头安井食品 1Q17~3Q23 的情况进行定量分析，景气度以营收增速、预收款+合同负债增速、毛销差测度，其中营收增速 (RevYoy)、预收款+合同负债增速 (ConYoy) 主要反映下游订单需求 (OrdYoy)，毛销差 (gpm) 主要反映赚钱效应。原料价格 (MP) 选取代表肉类原材料猪肉 (Pork)、鸡肉 (Chicken)、鱼肉 (Fish) 的平均批发价的季度均值测度。计算各变量的 Pearson 相关系数，gpm 和 Pork 之间的相关系数为 0.4139，RevYoy 和 Fish 之间的相关系数为 0.5076，ConYoy 和 Chicken 之间的相关系数为 0.3949，这些相关系数都通过了 5%水平的统计检验。

图表 20：主要变量的描述性统计

| | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|--------|---------|---------|----------|----------|
| gpm | 13.2363 | 2.2132 | 8.625 | 18.3781 |
| RevYoy | 26.4699 | 9.7749 | 11.2323 | 47.348 |
| ConYoy | 25.938 | 72.1523 | -78.4108 | 211.4384 |
| Pork | 27.9289 | 12.7542 | 16.3753 | 72.1663 |

| | | | | |
|----------------|---------|--------|--------|---------|
| <i>Chicken</i> | 15.7855 | 3.0077 | 8.2035 | 19.9976 |
| <i>Fish</i> | 8.4549 | 1.5111 | 6.6872 | 12.0482 |

来源：中泰证券研究所

图表 21：主要变量相关系数矩阵

| | <i>RevYoy</i> | <i>ConYoy</i> | <i>Pork</i> | <i>Chicken</i> | <i>Fish</i> |
|----------------|---------------|---------------|-------------|----------------|-------------|
| <i>gpm</i> | 0.3261 | -0.2872 | 0.4139* | -0.0719 | 0.1159 |
| <i>RevYoy</i> | | 0.1019 | 0.2497 | 0.3642 | 0.5076* |
| <i>ConYoy</i> | | | -0.2019 | 0.3949* | 0.0811 |
| <i>Pork</i> | | | | -0.3347 | 0.0494 |
| <i>Chicken</i> | | | | | 0.3016 |

来源：中泰证券研究所（注：*表示在 5% 的水平上统计显著）

- 供给层面：追踪产能投放情况，静待劣质产能出清与行业集中度提升。**

经历 3 年红利超募超投，行业扩产速度预计有所放缓。行业进入“缩量时代”后，小企业资金压力凸显，劣质产能有望加速出清。从行业龙头安井食品的情况看，根据中泰食品饮料团队 2023 年 9 月发布的《两个维度看安井食品》深度报告测算，公司 2023 年以后产能释放速率将有望趋缓。与此同时，安井已在国内布局厦门安井、无锡安井、泰州安井、辽宁安井、四川安井、湖北安井、河南安井、广东安井、山东安井、洪湖安井、新宏业及新柳伍，共计 12 大生产基地，且考虑到洪湖安井和山东安井预计于 2024 年投产，公司产能的全国化布局在 2024 年将基本完成，“销地产”模式初步在全国形成合围之势。伴随行业龙头产能布局初步完成与行业资本开支趋于谨慎，行业集中度有望加速提升。

四、投资建议

- **餐饮供应链且具备穿越周期的潜力，而 23 年底行业进入至暗时刻。**比照日本发展路径，向前看 20-30 年，预制菜或将成为食品成长空间最大的子领域。中国速冻调理食品行业景气度波动大，20 年景气度短暂达峰，4Q23 进入“至暗时刻”。
- **需求层面紧跟原料价格走势，供给层面追踪产能投放情况。**从需求层面看，原料价格走势既侧面反映了终端需求和消费者购买力，又通过影响渠道预期作用渠道库存。从供给层面看，经历 3 年红利超募超投，行业扩产速度预计有所放缓，静待劣质产能出清与行业集中度提升。
- **看好行业长期投资价值，静待新一轮周期启动，2 个方向值得关注：（1）已经完成产能和渠道全国化的冻品龙头强者恒强，推荐安井食品；（2）具备渠道优势的区域企业推进全国化，推荐千味央厨，关注味知香。**

五、风险提示

- **宏观经济波动：**行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响。
- **市场竞争恶化：**行业新进入者不断对现有企业形成威胁，若行业发起价格战可能导致参与者盈利能力受损或市场份额下滑。
- **食品安全问题：**食品安全是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**本文使用的公开资料均基于历史数据，可能存在一定的滞后或更新不及时。

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。