

# 食品饮料

证券研究报告

2025年02月07日

## 餐供助力行业降本增效，未来发展前景值得期待

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张潇倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524060003  
zhangxiaojian@tfzq.com

李本媛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524040004  
libenyuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《食品饮料-行业研究周报:食品饮料周报:关注白酒旺季中档价位表现,看好低估值修复机会》 2025-01-19
- 《食品饮料-行业研究周报:食品饮料周报:软饮短期表现居前,关注旺季白酒动销&发货》 2025-01-13
- 《食品饮料-行业研究周报:食品饮料周报:茅台24年顺利收官,重视微信小店概念催化》 2025-01-05

### 餐饮供应链

餐饮供应链,是一个将食品从生产者、供应商转移到最终消费者的系统。据窄门餐眼数据显示,2023年我国餐饮供应链市场规模为2.39亿元,预计到2026年达到3.1亿元,3年CAGR为9.06%。

我国餐饮供应链迎来新发展机遇,其中以下五点助力速冻/预制菜行业蓬勃发展:

1) **餐饮端降本增效需求:** 房租以及人力成本的不断提升,催生了餐饮端降本提效的需求。根据中国餐饮业协会2023年调研结果显示,所调研的企业均表示成本压力仍然存在,各项经营成本仍保持正增长。

2) **餐饮连锁化+团餐发展规模日益增大:** 餐饮品牌连锁化步伐加快,品牌规模化程度日益提升。预制菜/速冻的存在满足餐饮连锁“高性价比/保持口味稳定&供应链稳定/食品安全”等需求,其市场规模有望不断提升。

3) **外卖行业对时效性需求提高:** 外卖成为餐饮市场重要的增长引擎。预制菜/速冻的存在满足外卖市场“时效性/口味稳定/食品安全”等需求。

4) **消费者习惯变化:** 每周购买预制菜品2-3次及以上的消费者占比高达44.4%,每周购买一次预制菜的消费者也占到了23.7%。这一趋势显示,预制菜市场正在逐步崛起,并且有着一定的发展潜力。

5) **冷链物流技术提升:** 中国的冷链物流市场规模持续扩大,根据中物联冷链委和艾媒数据显示,2023年中国冷链物流市场规模达7231亿元,2025年将达到8686亿元。

### 懒人人群数量增长,速冻食品消费群体的都进一步增加

中国速冻食品市场规模持续扩大,2023年已达1835.4亿元,预计2025年将达2130.9亿元。其中,速冻小吃市场保持增长态势,2023年规模达到235.1亿元,预计2025年有望突破300亿元。随着消费者对方便、快捷、健康食品需求的增加,以及冷链物流的进一步发展,速冻小吃市场前景广阔。同时,中国懒人人群数量已超过8亿人,进一步扩大了速冻食品的消费群体,行业发展潜力较大。

**投资建议:** 餐饮行业正位于阶段性低点,而餐饮供应链能够为餐饮企业有效地降低成本,为下游提供安全且有保障的产品,同时随着冷链运输发展日益成熟,有望利好速冻行业,未来发展前景值得期待。

**重点推荐:** 以大B端优势拓展小B端市场,推动营收增长,助力稳定发展的【干味央厨】;顺应渠道趋势,强化大B布局,凭产品和产业链优势提升市占率,有望迎戴维斯双击的【安井食品】;通过产品创新与渠道拓展实现收入增长,成本优化与规模效应释放利润潜力,并受益于餐饮行业复苏的β加成的【立高食品】

**风险提示:** 原材料价格波动、下游复苏不及预期、行业竞争激烈、食品安全风险。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
001215.SZ	干味央厨	28.20	买入	1.35	1.71	2.11	2.55	20.89	16.49	13.36	11.06
603345.SH	安井食品	74.56	买入	5.04	5.85	6.57	7.31	14.79	12.75	11.35	10.20
300973.SZ	立高食品	38.60	买入	0.43	1.60	1.91	2.38	89.77	24.13	20.21	16.22

资料来源: wind, 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

## 内容目录

<b>1. 餐饮供应链全景解析</b>	<b>5</b>
1.1. 餐饮供应链打通全产业链，中游食材加工盈利最稳定	5
1.2. 多元驱动下有望迎来发展新机遇	6
1.2.1. “懒人经济”兴起，市场潜力待进一步释放	6
1.2.2. 行业位于阶段性低点，未来可期	10
<b>2. 速冻行业快速增长，市场格局逐渐成熟</b>	<b>10</b>
2.1. 速冻行业发展历程	10
2.2. 市场规模不断扩大，行业发展空间广阔	11
2.2.1. 懒宅人群数量增长，速冻食品消费群体的都进一步增加	11
2.2.2. 行业整体集中度高，头部企业利用规模效应巩固地位	11
2.2.3. 速冻食品有望因其特殊优势保持高渗透状态	12
2.3. 行业头部公司情况	12
2.3.1. 速冻食品标杆案例	13
2.4. 速冻行业整体发展趋势向好，未来可期	14
<b>3. 子行业各规模稳定增长，盈利水平稳步提高</b>	<b>15</b>
3.1. 速冻米面：B端应用场景广泛，成为规模进一步扩大重要引擎	15
3.1.1. 行业处于成熟阶段，市场集中度高	15
3.1.2. 速冻米面制品发展方向	16
3.2. 烘焙市场规模逐步扩大，冷冻烘焙发展前景良好	17
3.2.1. 烘焙食品行业消费需求旺盛，市场有望进一步扩容	17
3.2.2. 冷冻烘焙市场：B、C端双轮驱动，催生出冷冻烘焙的“加速度”	18
3.3. 速冻火锅料：火锅赛道稳步增长，速冻火锅料集中度提升空间大	20
3.3.1. 速冻火锅料搭乘火锅发展红利，需求同步增加	20
3.3.2. B、C端呈并行发展趋势，锁鲜装产品市场份额将持续扩大	21
3.4. 预制菜：有望发展成下一个万亿级市场	22
3.4.1. 行业处于快速增长期，众多竞争者使格局呈现高度分散化特点	22
<b>4. 公司推荐</b>	<b>23</b>
4.1. 千味央厨：小B端有望助力公司重回增长稳定曲线	23
4.2. 安井：小B端占比偏高有望率先复苏获益	24
4.3. 立高：饼店复苏弹性大，随着公司产能利用提升，净利有望持续恢复	26
<b>5. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：2019-2026 年中国餐饮供应链市场规模预测及 yoy（右轴，%）	5
图 2：餐饮供应链行业产业链图	5
图 3：中国速冻食品产业链图谱	6
图 4：2023 年餐饮业成本构成	7
图 5：2018-2024 年 9 月全国餐饮连锁化率	7

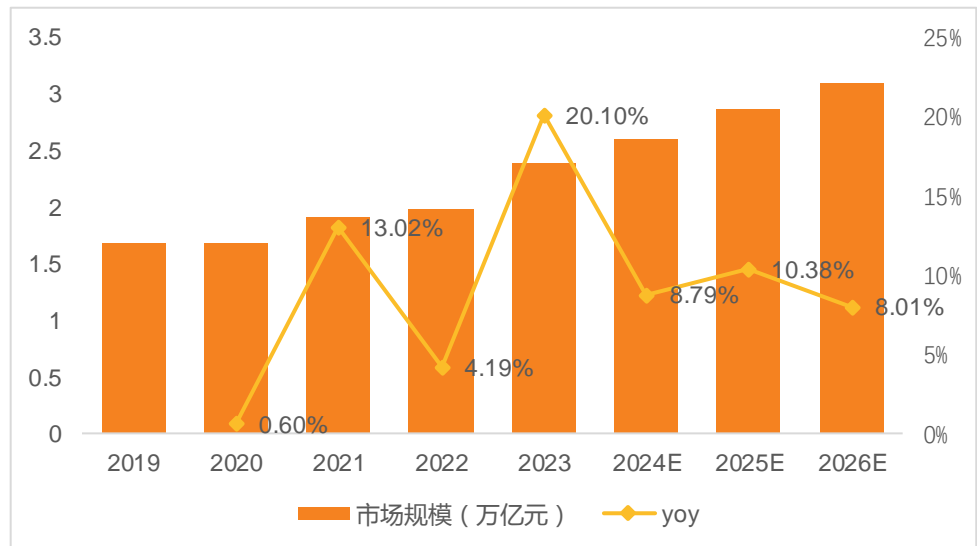
图 6: 截至 2024 年 9 月全国餐饮品牌门店数区间分布	7
图 7: 2017-2023 年团餐市场规模及 yoy	8
图 8: 需求和价格	8
图 9: 2024 年全国部分消费者的外卖消费频率	9
图 10: 2018-2023 年全国餐饮外卖市场规模及外卖用户规模情况	9
图 11: 2022 年中国连锁餐饮门店分布情况	9
图 12: 2023 年中国消费者购买预制菜产品频率	9
图 13: 2014-2025 年中国冷链物流市场规模及预测	10
图 14: 2016-2023 年中国冷库总容量和冷藏车保有量	10
图 15: 2018-2024 年 8 月全国社会消费品零售总额及 yoy	10
图 16: 2019-2024 年 8 月全国餐饮收入及同比变化情况	10
图 17: 2013-2025 年中国速冻食品市场规模及预测	11
图 18: 2014-2025 年中国速冻小吃市场规模及预测	11
图 19: 速冻食品赛道主要参与者 (部分)	11
图 20: 截至 2024 年 2 月 29 日速冻米面制品销售额占比	12
图 21: 截至 2024 年 2 月 29 日速冻火锅料销售额占比	12
图 22: 2023 年中国速冻食品上市公司 (部分) 营收及归母净利润表现	13
图 23: 安井食品销售渠道结构	13
图 24: 2023 年三全食品各业务营收占比	13
图 25: 2019-2023 年三全食品营业收入及 yoy	13
图 26: 2023 年海欣食品不同销售模式营收占比	14
图 27: 中国消费者速冻食品购买品类	14
图 28: 中国消费者购买速冻食品的主要渠道	14
图 29: 中国传统冷冻速食企业经销模式对比	15
图 30: 2017-2025 年中国速冻米面市场规模预测及 yoy	16
图 31: 行业头部企业速冻面产品 (部分) 展示	16
图 32: 2021-2029 年中国烘焙食品零售市场规模及 yoy	17
图 33: 截至 2024 年 7 月中国烘焙行业现存企业数量前十省份	17
图 34: 中国烘焙食品产业链情况	18
图 35: 中国烘焙食品行业销售渠道示意图	18
图 36: 冷冻烘焙行业头部企业产品 (部分) 展示	19
图 37: 茶饮/咖啡连锁品牌线上外卖销售烘焙产品	19
图 38: 2019-2028 年火锅市场规模及预测	20
图 39: 2019-2024.10 全国火锅相关企业注册量与存量情况	20
图 40: 2012-2023 速冻火锅料供需情况	21
图 41: 速冻火锅料种类	21
图 42: 2019-2028 年中国预制菜行业规模	22
图 43: 2019-2024Q1-Q3 千味央厨营收、归母净利润及 yoy	23
图 44: 2019-2024Q1-Q3 千味央厨毛利率与归母净利率	23
图 45: 千味央厨产品矩阵	23
图 46: 千味央厨大 B 客户群体	24

图 47: 截至 2023 年千味央厨主要销售模式业务占比.....	24
图 48: 2019-2024Q1-Q3 安井食品营收、归母净利润及 yoy.....	25
图 49: 2019-2024Q1-Q3 安井食品毛利率与归母净利率 .....	25
图 50: 安井食品主要产品矩阵.....	25
图 51: 安井食品主要子品牌 .....	26
图 52: 安井食品销售渠道结构.....	26
图 53: 2019-2024Q1-Q3 立高食品营收、归母净利润及 yoy.....	26
图 54: 2019-2024Q1-Q3 立高食品毛利率与归母净利率 .....	26
图 55: 立高食品旗下品牌及产品矩阵 .....	27

## 1. 餐饮供应链全景解析

餐饮供应链，是一个将食品从生产者、供应商转移到最终消费者的系统。据窄门餐眼数据显示，2023 年我国餐饮供应链市场规模为 2.39 亿元，预计到 2026 年达到 3.1 亿元，3 年 CAGR 为 9.06%。在餐饮产业变革、餐饮工业化趋势的背景下：①餐饮企业降本增效的需求；②餐饮连锁化率的提高；③外卖和团餐等新业态的快速增长；④冷链物流体系的完善均为餐饮供应链发展提供重要支撑。

图 1：2019-2026 年中国餐饮供应链市场规模预测及 yoy（右轴，%）



资料来源：窄门餐眼公众号，天风证券研究所

### 1.1. 餐饮供应链打通全产业链，中游食材加工盈利最稳定

餐饮供应链打通餐饮全产业链，连接上游原料和下游餐饮企业，**中游食材加工盈利最稳定**，具体来说：

- ① **上游**：主要包括农、林、牧、渔企业，这些企业是餐饮供应链的基础，如双汇发展、龙大美食、圣农发展等，为整个产业链提供优质的食材原料。
- ② **中游**：中游环节主要由食材加工企业构成，汇聚了众多参与者，包括调味品制造商、速冻食品企业以及预制菜供应商等企业。这些企业通过对上游原材料的采购、加工和配送，形成了较为成熟的供应链体系。如安井食品、立高食品、干味央厨、宝立食品等。
- ③ **下游**：分为 B 端和 C 端两大渠道。B 端主要包括餐饮门店、酒店等，是餐饮供应链的主要销售渠道；C 端则直接面向终端消费者，包括各类零售渠道。

图 2：餐饮供应链行业产业链图



资料来源：智研瞻公众号，智研产业研究院公众号，天风证券研究所

在整个餐饮供应链中，中游的食材加工企业往往获益最为稳定。这些企业凭借对上游原材料的统一采购、自身加工工艺以及渠道建设的成熟经验，建立了规模化的生产能力，从而形成了“性价比”优势。因此，对于新进入市场的下游企业或者试图向上游食材加工业延伸的下游餐饮企业来说，很难打破中游企业的既有优势。

图 3：中国速冻食品产业链图谱



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

## 1.2. 多元驱动下有望迎来发展新机遇

### 1.2.1. “懒人经济”兴起，市场潜力待进一步释放

近年来随着我国经济不断发展和居民收入水平的提高，居民的饮食消费结构升级，社会生活形态出现变化，我国餐饮供应链迎来新发展机遇，其中以下五点助力速冻/预制菜行业蓬勃发展：1) 餐饮端降本增效需求；2) 餐饮连锁化+团餐发展规模日益增大；3) 外卖行业对时效性需求提高；4) 消费者习惯变化；5) 冷链物流技术提升，具体来看：

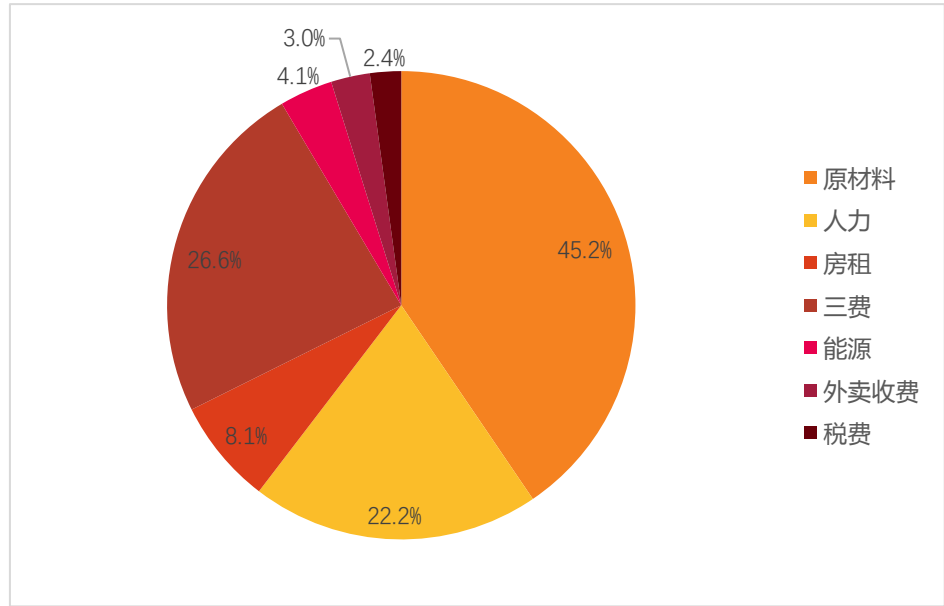
#### 1) 速冻行业帮助减少餐饮企业的成本：

房租以及人力成本的不断提升，催生了餐饮端降本提效的需求。根据中国餐饮业协会 2023 年调研结果显示，所调研的企业均表示成本压力仍然存在，各项经营成本仍保持正增长。其中，原料进货成本仍然突出占比 45.2%；房租物业成本占比 8.1%；企业人力成本仍处于上涨阶段，但增速放缓，增长率为 0.5%，人力成本占比 22.2%。

根据中国饭店业协会数据，使用半成品菜的餐厅相比传统餐厅，在原材料上投入占比高

5pct，但是人力成本以及能源成本得到有效下降，净利率可高出近 7pct。我们认为，随着门店租金和人力成本持续提升，使用速冻类制品能够有效降低后厨面积、减少后厨员工，从而降低成本，未来 B 端餐饮对速冻行业制品需求也会预计进一步增加。除此之外，一些小 B 端餐饮没有足够能力自建中央厨房，也会有较大的外购半成品需求。

图 4：2023 年餐饮业成本构成



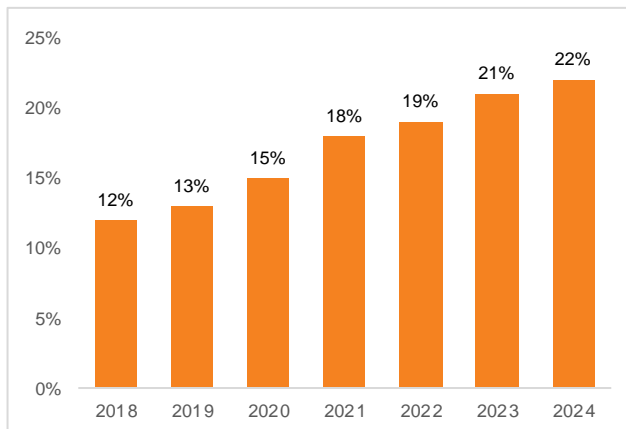
资料来源：2024 中国餐饮业年度报告，天风证券研究所

## 2) 餐饮品牌连锁规模化日益提升，团餐规模逐渐增大，对标准化食材需求随之增长

餐饮品牌连锁化步伐加快，品牌规模化程度日益提升。预制菜/速冻的存在满足餐饮连锁“高性价比/保持口味稳定&供应链稳定/食品安全”等需求，其市场规模有望不断提升，源于：

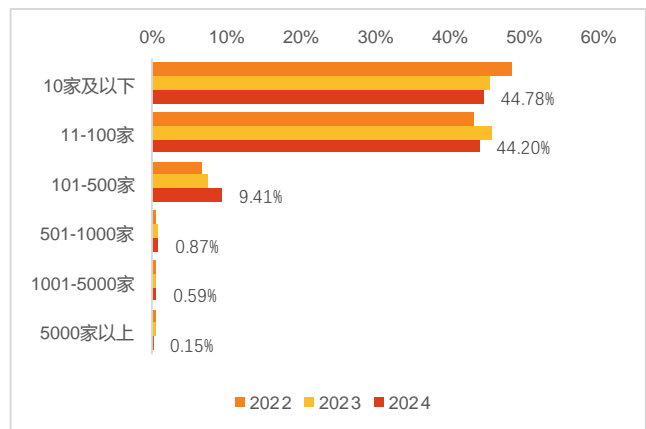
- ① **餐饮连锁化率提升**：美团数据显示，我国餐饮连锁化率从 2018 年的 12% 升至 2023 年的 21%，预计 2024 年将达 22%；
- ② **餐饮连锁门店规模**：门店数在 100~500 家的品牌数占比 2024 年 9 月较 2023 年提升 1.97 pct，500 家以上的品牌提升 0.38 个百分点；
- ③ **使用预制菜比例的餐饮门店不断抬升**：超 74% 的连锁餐饮企业自建中央厨房，头部品牌如真功夫、吉野家、西贝等半成品菜使用占比达 80% 以上；
- ④ **团餐规模提升**：团餐业态快速发展，高采购量、高实效性驱动预制半成品渗透率提升。2023 年我国团餐供应链规模达 10025 亿元，团餐因对成本和食品质量安全的更高要求，对半成品菜需求度更高。

图 5：2018-2024 年 9 月全国餐饮连锁化率



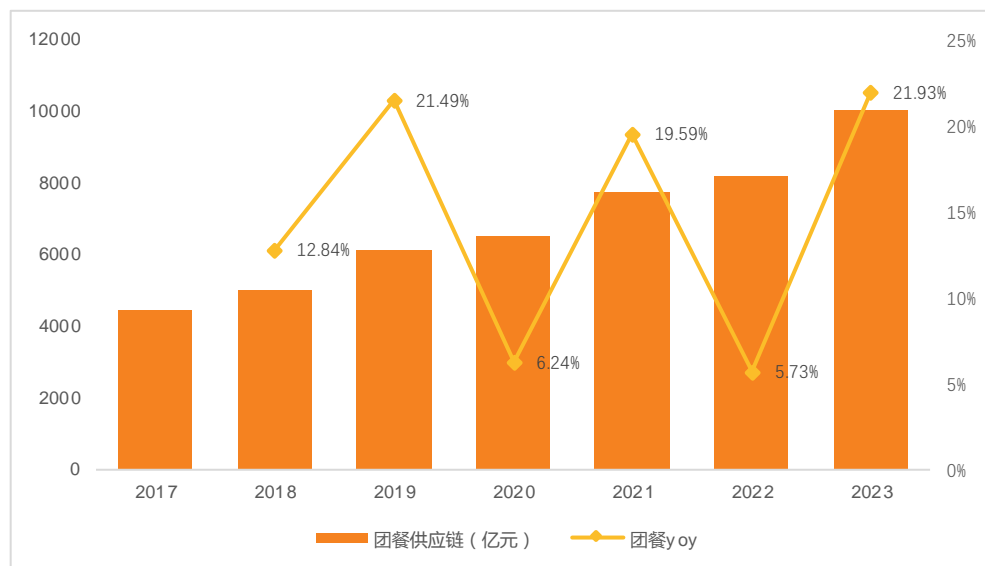
资料来源：红餐网公众号，天风证券研究所

图 6：截至 2024 年 9 月全国餐饮品牌门店数区间分布



资料来源：红餐网公众号，天风证券研究所

图 7：2017-2023 年团餐市场规模及 yoy



资料来源：智研产业研究院公众号，天风证券研究所

餐饮消费复苏迹象较为明显，宴席需求会最先恢复。根据餐饮消费需求复苏时钟理论，除快餐等不受疫情影响的场景之外，婚宴、商务宴请等刚性需求会最先恢复。之后则是需求弹性且价格不敏感的场景。最后是价格敏感同时非必须（弹性）的场景。

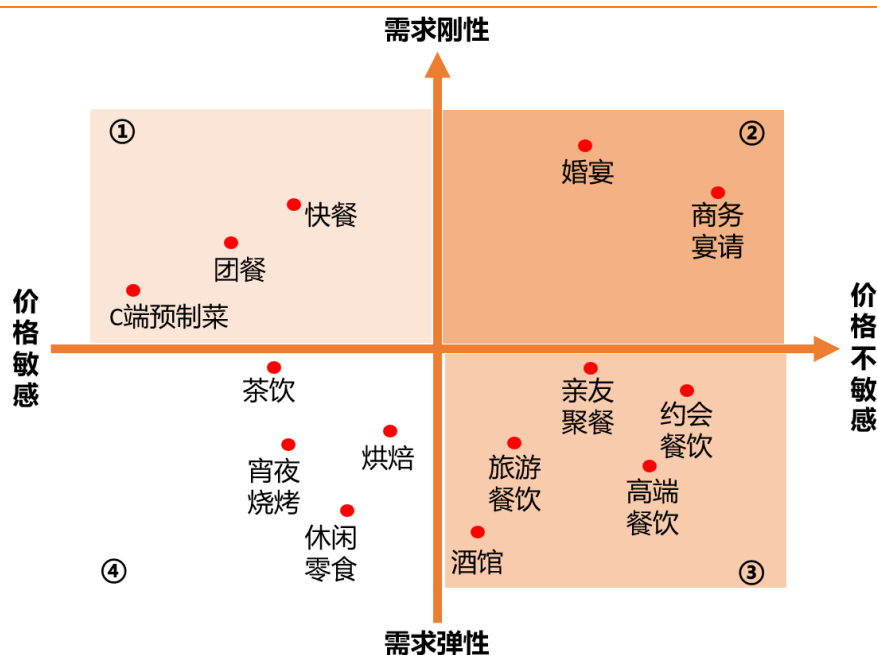
区域①：价格敏感，需求刚性。这个区域主要是日常餐饮市场，需求受到影响小。

区域②：价格不敏感，需求刚性。这个区域包括婚宴、商务宴请等，在 2022 年之后，这类场景最先复苏。

区域③：价格不敏感，需求弹性。这里包括日常亲友聚餐、约会餐饮，以及非刚需的高端餐饮。这类场景在生活正常化之后会逐步复苏。

区域④：价格敏感，需求弹性。这里主要覆盖了各类日常享受型或休闲型餐饮。受到影响的普通消费者在工作稳定之后，会消费更多的这类餐饮场景。

图 8：需求和价格



资料来源：红餐智库公众号，天风证券研究所

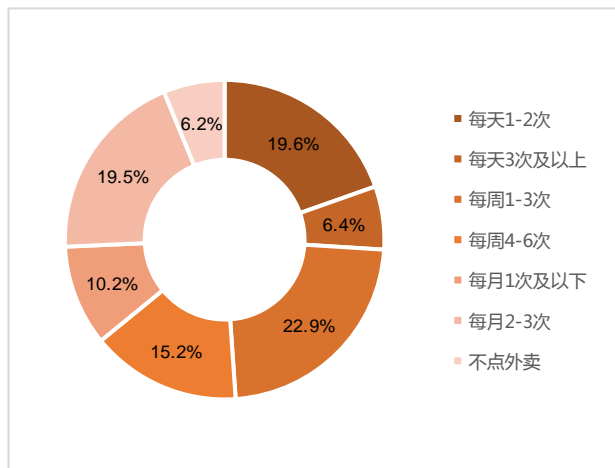


### 3) 外卖市场规模增大对时效性要求高, 推动对速冻制品需求增长

外卖成为餐饮市场重要的增长引擎。预制菜/速冻的存在满足外卖市场“时效性/口味稳定/食品安全”等需求, 其市场规模有望不断提升, 源于:

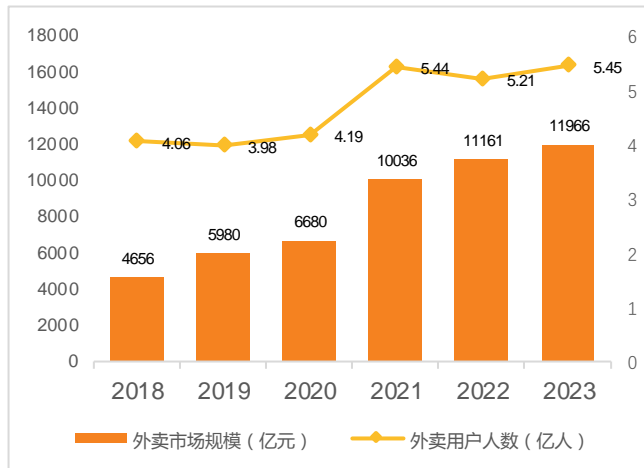
- ① 外卖市场规模不断增长: 2023 年中国餐饮外卖市场规模约 1.2 万亿元, 占全国餐饮收入的 22.6%, 2018—2023 年年复合增长率超 20%, 成为餐饮市场增长引擎;
- ② 外卖市场对时效性的需求: 外卖注重 30 分钟-1 小时内送达, 推动标准化预制半成品食材需求提升, 以满足高时效性与一致性要求。

图 9: 2024 年全国部分消费者的外卖消费频率



资料来源: 红餐网公众号, 天风证券研究所

图 10: 2018-2023 年全国餐饮外卖市场规模及外卖用户规模情况



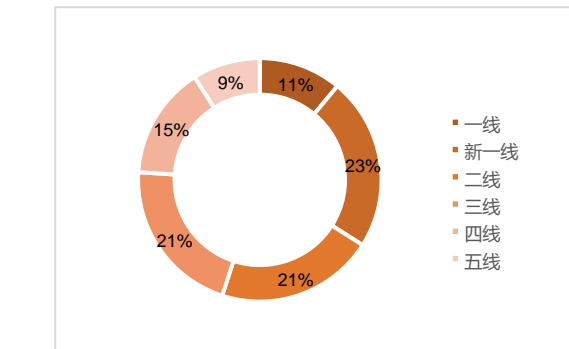
资料来源: 红餐网公众号, 天风证券研究所

### 4) 消费者习惯变化:

商启产业研究院数据显示, 新一线城市中连锁餐饮企业的门店分布得最多, 占比达到 23%; 其次一线城市也相对较多, 占比达 11%。总体而言, 二线及以上等级的城市累计达到 55% 的比重。它们的经济实力、居民消费能力远远强于其他城市, 餐饮连锁企业纷纷在该地布局。

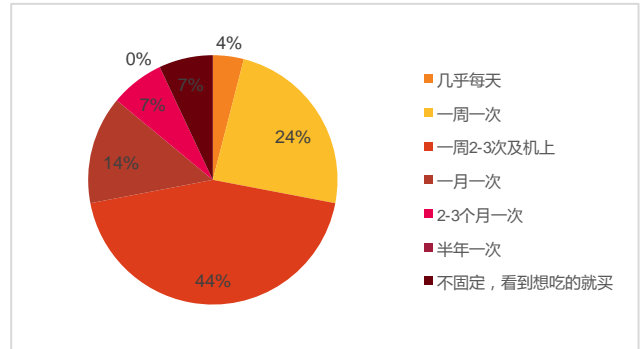
每周购买预制菜品 2-3 次及以上的消费者占比高达 44.4%, 每周购买一次预制菜的消费者也占到了 23.7%。这一趋势显示, 预制菜市场正在逐步崛起, 并且有着较大的发展潜力。

图 11: 2022 年中国连锁餐饮门店分布情况



资料来源: 商启产业研究院, 天风证券研究所

图 12: 2023 年中国消费者购买预制菜产品频率

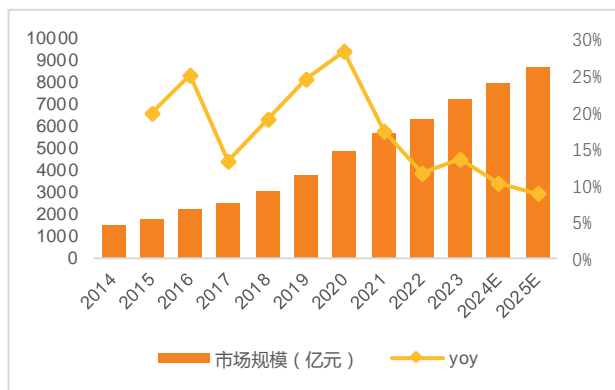


资料来源: 商启产业研究院, 天风证券研究所

### 5) 冷链物流技术发展日益成熟, 助力餐饮供应链发展

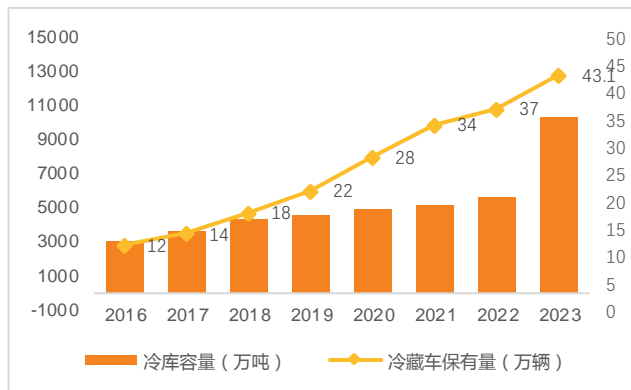
近年来, 随着人们生活水平的提高以及进口冷链产品、生鲜电商、社区团购、直播电商、预制菜等新业态的快速发展, 中国的冷链物流市场规模持续扩大。根据中物联冷链委和艾媒数据显示, 2023 年中国冷链物流市场规模达 7231 亿元, 2025 年将达到 8686 亿元。我们认为, 冷链物流的日益成熟, 有望利好速冻食品的发展。

图 13：2014-2025 年中国冷链物流市场规模及预测



资料来源：中物联冷链委，艾媒咨询，天风证券研究所

图 14：2016-2023 年中国冷库总容量和冷藏车保有量



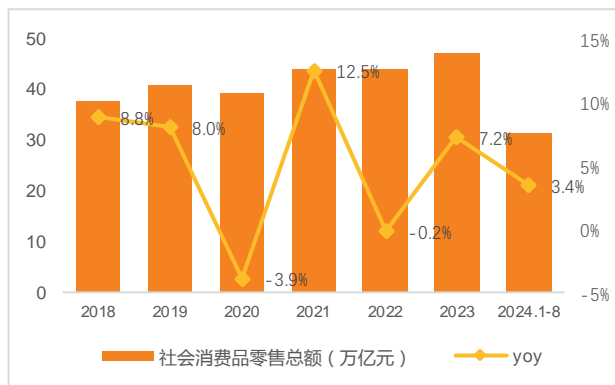
资料来源：中物联冷链委，艾媒咨询，天风证券研究所

### 1.2.2. 行业位于阶段性低点，未来可期

复盘 2024 年，餐饮供应链是食饮板块中的受损赛道之一，戴维斯双杀。从以下两点可以看出目前我国餐饮行业表现较弱：

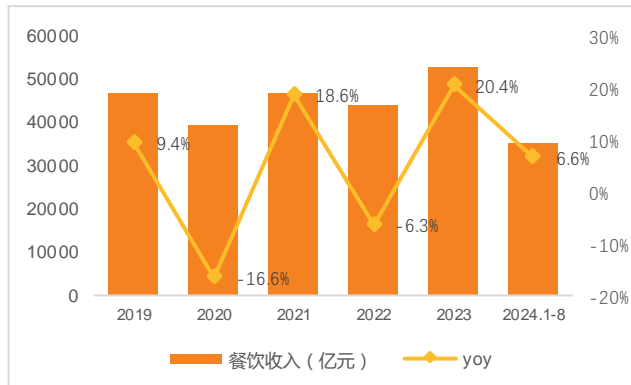
- ① 消费市场增长略显乏力，餐饮收入增速降至“十年最低”。国家统计局数据显示，2024 年 1—8 月的全国社会消费品零售为 31.2 万亿元，增速回落。与此同时，餐饮收入的增速也放缓明显，2024 年 1—8 月的全国餐饮收入为 3.5 万亿元，同比增长 6.6%，为近十年的最低增速（2020 年、2022 年除外）。
- ② 餐饮创业回归理性，24 年前 8 月餐饮相关企业吊注销量超 2023 年全年的九成。在经历过 2023 年的餐饮创业高潮之后，2024 年餐饮创业者逐渐回归理性。企查查数据显示，2024 年 1—8 月全国餐饮相关企业注册量较 2023 年同期减少 44.4 万家。

图 15：2018-2024 年 8 月全国社会消费品零售总额及 yoy



资料来源：国家统计局，红餐产业研究院，红餐网公众号，天风证券研究所

图 16：2019-2024 年 8 月全国餐饮收入及同比变化情况



资料来源：国家统计局，红餐产业研究院，天风证券研究所

中国烹饪协会指出，餐饮行业出现了收入增长利润却不增长的现象。据其分析，价格战、同质化竞争和成本压力的不断加剧是造成目前餐饮行业“增收不增利”现象的几大因素。停止价格战转向良性竞争，发展“数字+餐饮”提升价值创造力，增强人才培养力度提升餐饮业整体水平，加大政策支持激发餐饮消费潜能是破除“增收不增利”的关键要素。

我们认为，餐饮行业正位于阶段性低点，而餐饮供应链能够为餐饮企业有效地降低成本，为下游提供安全且有保障的产品，同时随着冷链运输发展日益成熟，有望利好速冻行业，未来发展前景值得期待。

## 2. 速冻行业快速增长，市场格局逐渐成熟

### 2.1. 速冻行业发展历程

**1980s~1990s 萌芽期：**中国速冻食品刚刚起步，此时主要以无加工或者简单加工的冷冻肉制品为主。

**1990s~2004s 形成期：**速冻食品种类逐渐丰富，行业逐步成型。1990年，三全公司创始人陈泽民做出了中国第一颗速冻汤圆；随后中国逐渐出现除肉类之外的蔬果、水产、调理类速冻产品。

**2005~2017 发展期：**随着中国经济的快速发展，消费者对速冻食品的需求和要求也逐步提高。速冻和视频市场开始激烈竞争，行业龙头开始出现。

**2018~至今 成熟期：**速冻食品行业规模快速增长，市场格局逐渐成熟。传统品牌开始扩张线上渠道，新品牌急速抢占细分市场。

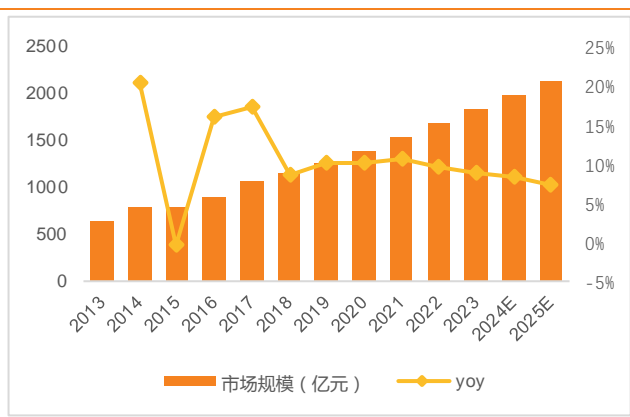
## 2.2. 市场规模不断扩大，行业发展空间广阔

### 2.2.1. 懒宅人群数量增长，速冻食品消费群体的都进一步增加

随着现代生活节奏加快，人们对方便、快捷食品的需求不断提升；同时，餐饮端对半成品食材的需求日益增强，半成品食材的兴起为速冻食品市场注入了新的活力。

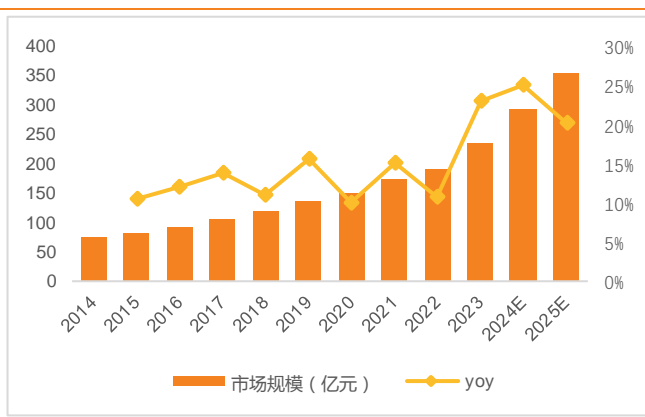
据艾媒咨询数据显示，中国速冻食品市场规模持续扩大，2023年已达1835.4亿元，预计2025年将达到2130.9亿元。其中，速冻小吃市场保持增长态势，2023年规模达到235.1亿元，预计2025年有望突破300亿元。随着消费者对方便、快捷、健康食品需求的增加，以及冷链物流的进一步发展，速冻小吃市场前景广阔。同时，中国懒宅人群数量已超过8亿人，进一步扩大了速冻食品的消费群体，行业具有较大发展潜力。

图 17：2013-2025 年中国速冻食品市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 18：2014-2025 年中国速冻小吃市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

### 2.2.2. 行业整体集中度高，头部企业利用规模效应巩固地位

速冻食品行业目前行业集中度高，头部企业收益率较为可观，头部品牌效应明显。当前速冻食品市场的竞争参与者除了安井、正大食品这一类传统的冷冻食品企业外，还包括如皇家小虎等专注于速冻小吃等大单品的企业，这类企业通常专注于特定类型的速冻食品，如烤肠、鸡肉卷、手抓饼等，对市场有更精准的定位，可快速响应市场变化和消费者需求，及时调整产品策略，以满足特定消费群体的偏好。

图 19：速冻食品赛道主要参与者（部分）

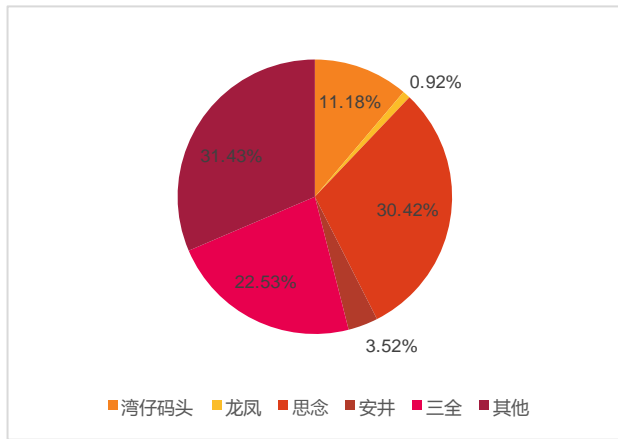
	传统冷冻速食企业			新兴冷冻速食企业		
品牌	安井食品	思念食品	正大食品	皇家小虎	锋味派	东方甄选
成立/推出时间	2001年	1997年	1921年	2020年	2021年	2021年
企业定位	速冻食品研发、生产和销售	速冻面点类食品的研发、生产与销售	食品加工的一体化经营	大众速冻小吃品牌	预制或加工猪肉	农产品电商带货平台
速冻食品主要品类	水饺、汤圆、火锅料(丸子)等	水饺、汤圆、馄饨等	水饺、汤圆等	烤肠、蛋挞、鸡排、手抓饼、披萨等	烤肠	烤肠、手抓饼

资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

分子行业来看，我国速冻米面制品行业集中度高，速冻火锅料行业集中度低：

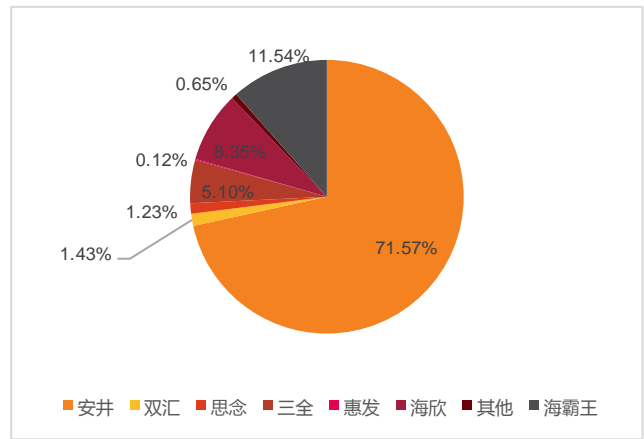
- ① 目前我国速米面食品行业集中度较高，消费者对龙头企业的认知程度较高，C端行业壁垒高，小企业难以进入。截至2024年2月29日，我国线下超市中速冻米面食品各品牌的销售额占比中，湾仔码头、思念、三全、安井的占比分别是11.18%、30.42%、22.53%、3.52%，其中湾仔码头、思念、三全形成了三足鼎立之势。
- ② 目前我国速冻火锅料行业集中度较低，企业竞争激烈，目前市场上的企业主要以安井、海霸王、海欣、三全、双汇等为主。截至2024年2月29日，我国线下超市中速冻火锅料各品牌的销售额占比中，安井占比是71.57%，海霸王占比是11.54%，海欣占比是8.35%，三全占比5.10%。其中安井的销售额遥遥领先，龙头地位显著，主要得益于“锁鲜装”、“丸之尊”等中高端产品持续放量，以及“三箭齐发”，多品牌运作的策略；而海欣、惠发体量相对较小。速冻火锅料行业进入壁垒较低，速冻火锅料品牌众多，未来行业集中度有待进一步提高。

图 20：截至 2024 年 2 月 29 日速冻米面制品销售额占比



资料来源：Gangtise 投研公众号，天风证券研究所

图 21：截至 2024 年 2 月 29 日速冻火锅料销售额占比



资料来源：Gangtise 投研公众号，天风证券研究所

### 2.2.3. 速冻食品有望因其特殊优势保持高渗透状态

速冻食品在中国的渗透率较高。2023 年国内速冻食品行业 CR4 为 19.2%，市场集中度相对较低，其中安井食品市场份额相对较高，达到 10.88%。艾媒咨询数据显示，有 94.0% 的受访者购买过速冻食品，速冻食品在中国的渗透率较高。速冻食品因其特殊的优势未来仍将保持高渗透状态，提高消费者对速冻食品的复购率是速冻食品行业发展的关键。

### 2.3. 行业头部公司情况

2023 年安井食品、干味央厨营业收入均保持稳健增长，安井食品、干味央厨在夯实单品布局的同时，延续大客户开发，布局定制化/团餐等餐饮渠道，随着产能转型/建设推进，看好后续增长势能延续。归母净利润方面，安井食品、干味央厨均有增长。

图 22：2023 年中国速冻食品上市公司（部分）营收及归母净利润表现

公司	营业总收入（亿元）	同比增长（%）	归母净利润（亿元）	同比增长（%）
安井食品	140.45	15.29%	14.78	34.24%
龙大美食	133.18	-17.36%	-15.38	-2140.92%
三全食品	70.56	-5.09%	7.49	-6.44%
国联水产	49.09	-4.02%	-5.32	/
广州酒家	49.01	19.17%	5.50	5.78%
千味央厨	19.01	27.69%	1.34	31.76%
巴比食品	16.30	6.89%	2.14	-3.86%
味知香	7.99	0.10%	1.35	-5.42%

资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

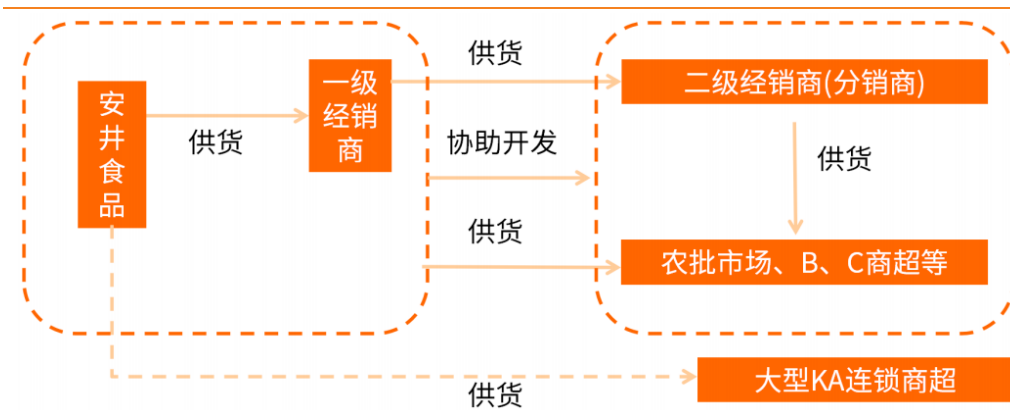
### 2.3.1. 速冻食品标杆案例

#### 案例一：安井食品

**营收长期高增长，盈利能力不断提升。**安井食品主要从事速冻火锅料制品、速冻米面制品、速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售。2023 年营收及归母净利润分别为 140.45 亿元（同比+15.29%）和 14.78 亿元（同比+34.24%）。2019-2023 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 27.79%和 41.09%，维持较高增速，主要得益于公司渠道不断完善，对产业链把控优势等因素。

公司销售渠道覆盖 B 端和 C 端，利用原有速冻产品经销商推广其预制菜大单品。2021 年安井食品开始“快手菜”系类，采用专柜导入模式，与经销商一起设置快手菜专柜，帮助二级经销商拓展市场，与门店模式相比，该模式的前期投入更低，放量速度更快。

图 23：安井食品销售渠道结构



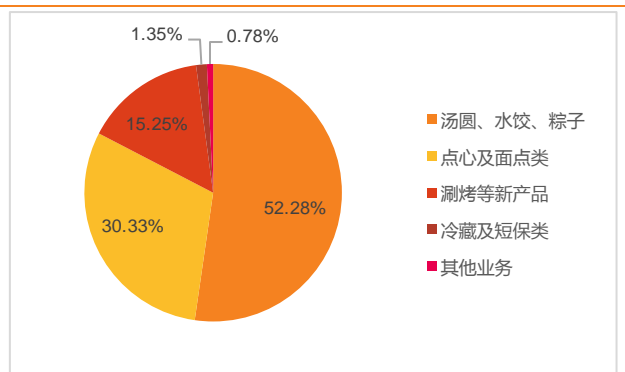
资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

#### 案例二：三全食品

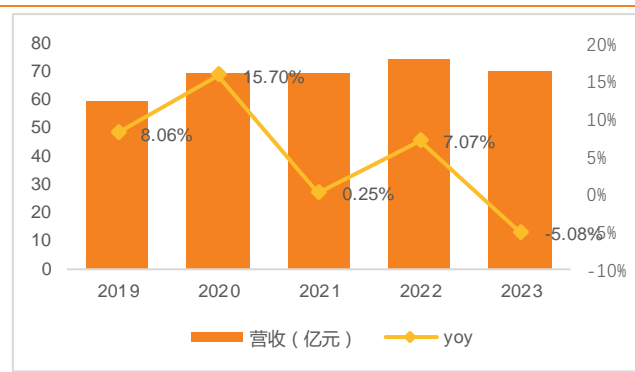
**三全食品的营业收入主要来自速冻米面制品。**2023 年公司营业收入为 70.56 亿元，归母净利润为 7.49 亿元，速冻米面制品在主营业务收入中占比将近九成，达 82.61%。2019-2023 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 4.20%和 35.84%。因为消费者消费习惯改变，喜欢购买方便快手的食品，而速冻食品制作简单、易保存，适应了人们的宅家需求。三全作为老牌速冻食品生产企业，更容易受到消费者的青睐。

图 24：2023 年三全食品各业务营收占比

图 25：2019-2023 年三全食品营业收入及 yoy



资料来源: wind, 天风证券研究所

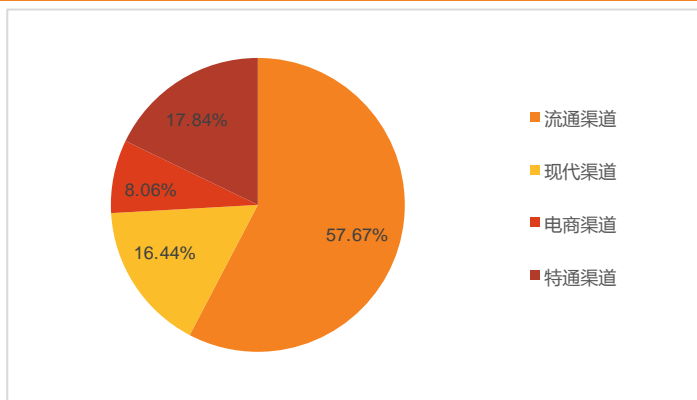


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 案例三：海欣食品

2023 年公司营业收入为 17.16 亿元，归母净利润为 0.02 亿元。2019-2023 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 5.50%和 -26.89%。海欣公司销售模式以流通渠道为主，现代渠道、特通渠道和电商渠道为辅。公司与沃尔玛、永辉、大润发、家乐福、华润万家、麦德龙等著名连锁超市，社区便利店以及张亮、海底捞、杨国福等连锁客户均有合作。

图 26：2023 年海欣食品不同销售模式营收占比



资料来源: 公司年报, wind, 天风证券研究所

## 2.4. 速冻行业整体发展趋势向好，未来可期

**消费需求不断增长，中国速冻食品潜力大：**随着人均收入增加和饮食习惯变化，消费者对方便快捷饮食的需求提升。中国懒宅人群超过 8 亿人，进一步扩大了速冻食品的消费群体，行业有一定发展潜力。

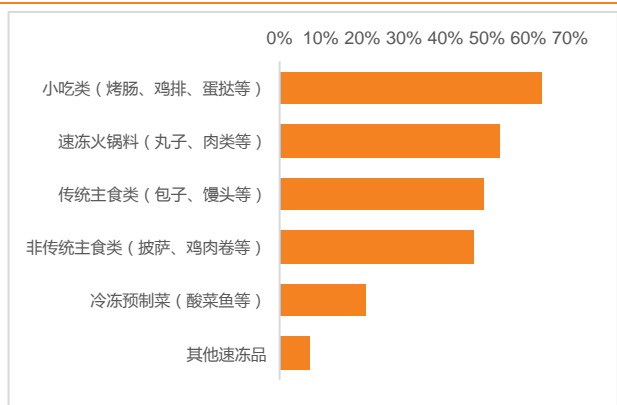
**行业竞争加速，企业迎合消费者品类愈加丰富：**速冻食品行业竞争加剧，企业需通过新品开发和品类细分满足多样化需求。例如，创新速冻饺子馅料或速冻汤调味，根据特定消费群体打造定制产品，不断提升竞争力。

**行业集中度高，新兴企业凭借大单品抢占市场：**速冻食品行业集中度较高，龙头企业如千味央厨、安井、三全凭借规模效应和研发能力扩大市场份额。同时，一些新兴企业凭大单品优势也在市场中占据一席之地。

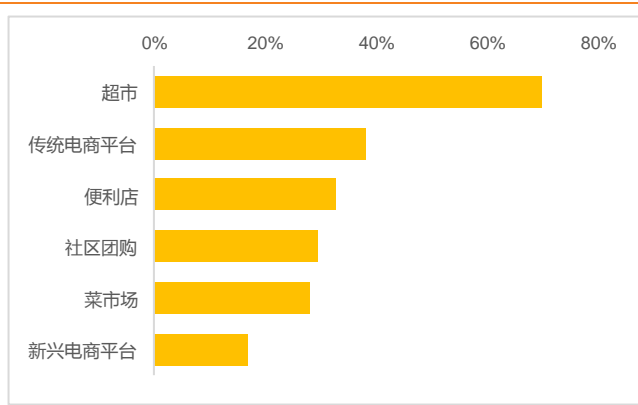
**速冻食品市场呈现出渠道分化和碎片化趋势。**2023 年，传统商超渠道营收下降，而餐饮市场、团餐、乡厨、宴席等新型业态及线上电商渠道快速增长。各企业积极调整策略，加大对团餐、预制菜品及电商平台的投入，通过特色产品和定制化服务优化渠道结构。2023 年，三全食品“餐饮市场”营收增长 17.93%，而安井食品电商渠道大增 145.92%。惠发食品经销商模式、终端直销模式等均实现双位数增长，五芳斋连锁门店与电商渠道分别增长 26.68%和 8.13%。

图 27：中国消费者速冻食品购买品类

图 28：中国消费者购买速冻食品的主要渠道



资料来源: 艾媒咨询, 天风证券研究所



资料来源: 艾媒咨询, 天风证券研究所

图 29: 中国传统冷冻速食企业经销模式对比

公司	安井	海欣	惠发	三全
渠道结构				
渠道网络	已形成了以华东地区为中心并辐射全国的营销网络	以福州为中心, 逐步在北京、上海、广州、武汉、南京、沈阳、成都设立七大营销大区	以山东为中心, 全国14个营销大区具体实施营销工作	公司下属的分、子公司及经销商共同组成遍布全国各省、市、县的销售渠道和网络
经销模式	销售人员“贴身支持”经销商	“掌控终端、合作共赢”联合分销模式	“微终端”渠道下沉策略	精细化、扁平化; 经销商减量提质
销售支持	实施经销商选择、经销商管理、经销商支持、经销商反馈, 帮助经销商开拓C端超市、菜场等终端, 协助经销商开设线上直播间等新兴营销模式	引进外部优秀营销团队, 全国各主要销售大区设立销售子公司, 销售团队紧抓一级经销商, 协助开发下游客户并交由经销商管理、开展推广活动, 进行提升培训, 和给予业绩提成(返利)等方式开发、发展经销商	公司积极协助经销商客户拓展销售市场, 维护和升级经销商渠道产品, 为经销商提供业务开发、市场开拓、人员培训等方面的支持	在全国各地设置分公司或子公司, 拓展下沉市场; 同时派遣销售专员与经销商合作, 以利润为核心的考核方向, 实行“3+1”的考核机制

资料来源: 公司公告, 公司官网, 艾媒咨询, 天风证券研究所

2025 年速冻行业在 B 端的发展有几个增量方向: ①**品类扩充**, 从基础速冻产品向更多预制菜肴看齐; ②**餐饮行业的快速增长推动速冻市场的增长**; ③**随着餐饮市场的发展, B 端的渗透率提升**。

### 3. 子行业各规模稳定增长, 盈利水平稳步提高

综合国家宏观产业政策及宏观发展大环境, 我们预判冷冻冷藏食品工业发展趋势向好, 市场规模进一步扩大, 产品结构升级, 种类更加丰富, 盈利水平将稳步提高。我们认为, **按子行业成长性来看, 预制菜肴制品 (市场空间大) > 速冻火锅料 (集中度低) > 传统速冻米面食品 (成熟+集中度高)**。

#### 3.1. 速冻米面: B 端应用场景广泛, 成为规模进一步扩大重要引擎

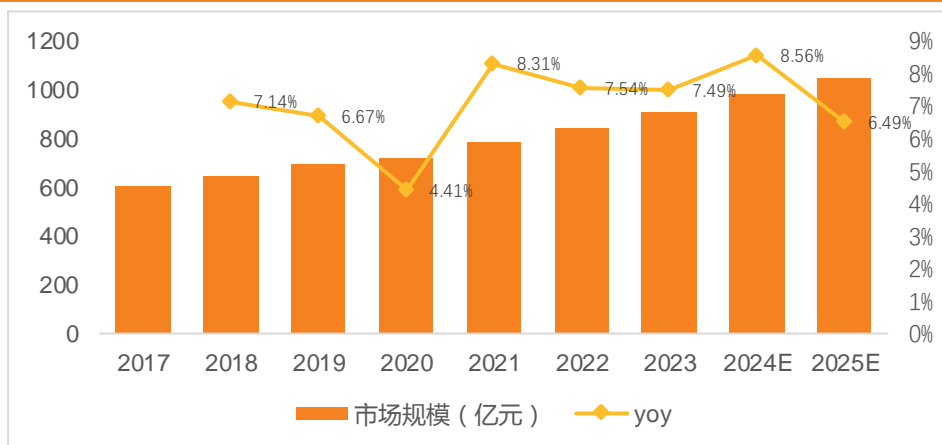
连锁餐饮业的迅速崛起、快节奏的都市生活使得 Z 世代消费群体在饮食上越来越追求效率, 对速冻食品的依赖程度不断加深。投融资研究院认为, 这种趋势反映了现代消费者对于便捷、高效生活方式的需求变化, 也为速冻面点行业带来了一定的市场机遇。

##### 3.1.1. 行业处于成熟阶段, 市场集中度高

**速冻米面制品行业发展成熟**。速冻米面市场在中国发展时间较长, 当前已处于行业成熟阶段。2021 年我国速冻米面制品行业市场规模增长至 782 亿元, 2022 年约为 841 亿元, 2023

年约为 904 亿元，而到了 2025 年，这一数字将攀升至 1045 亿元。速冻面米制品市场主要代表企业有三全、思念、干味央厨、安井、白象、科迪等。速冻面米制品包含传统主食类和非传统主食类，中国消费者速冻食品购买品类中，传统主食类占比为 49.3%，主要包含包子、馒头等；非传统主食类占比为 46.7%，包含披萨、鸡肉卷等。

图 30：2017-2025 年中国速冻米面市场规模预测及 yoy



资料来源：共研网，天风证券研究所

从竞争格局角度看，速冻米面市场集中度较高。CR3（安井食品、三全食品、思念食品）市场份额已经超过 80%。我们认为，由于 C 端市场壁垒偏高，龙头企业已然在消费者心中树立起认知，同时商超渠道的进入门槛也颇高，这使得小企业很难切入该市场。而在 B 端，企业则需凭借渠道来拓展市场，并依靠产品的差异化去发掘新的增长契机。

从渠道端来看，商超渠道作为冻品行业的元老级“得力干将”，曾一手托起了一批速冻米面头部企业。目前我国速冻米面制品的绝对销量，仍在商超等 C 端——C 端渠道销售额占比 84%，以汤圆、水饺为主，消费者画像集中于居家百姓，是以商超、便利店为核心的销售渠道。

### 3.1.2. 速冻米面制品发展方向

速冻米面具有产品标准化、生产工业化和品质稳定性等特征，越来越多的餐饮企业选择通过统一采购半成品，以实现管控质量、提高出餐效率、降低成本等目的，因此餐饮 B 端市场成为驱动速冻米面制品市场规模进一步扩大的重要引擎。

图 31：行业头部企业速冻面产品（部分）展示



资料来源：三全食品官网，安井美食馆公众号，干味央厨小程序，天风证券研究所



我们认为，速冻米面品类在 B 端渗透率处于较低水平，竞争格局相对分散，而随着下游餐饮行业对降本增效的需求扩大，速冻米面品类在 B 端，特别是小 B 端市场有望迎来高速增长。

### 3.2. 烘焙市场规模逐步扩大，冷冻烘焙发展前景良好

女性为烘焙食品消费主力，消费者购买习惯已形成。女性为烘焙食品购买主力，占比为 56.9%。按收入来看，中高收入群体占比较多，月收入为 5001-15000 元的消费者占比达 55.8%。有 90.6% 的消费者每周至少会购买一次烘焙食品。消费者已经形成了烘焙食品购买习惯。

#### 3.2.1. 烘焙食品行业消费需求旺盛，市场有望进一步扩容

根据艾媒咨询数据显示，2023 年中国烘焙食品零售市场规模达 5614.2 亿元，同比增长 9.2%。艾媒咨询分析师认为，随着人均消费水平的增长及餐饮消费结构调整，中国烘焙食品行业消费需求旺盛，上下游产业快速发展，市场将进一步扩容，预计 2029 年市场规模将达 8595.6 亿元。

图 32：2021-2029 年中国烘焙食品零售市场规模及 yoy



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

2023 年中国烘焙食品行业市场占有率 TOP5 的企业是达利园、桃李面包、盼盼、奥利奥和徐福记。CR3 和 CR5 分别为 9.2% 和 11.2%。我们认为，中国烘焙食品行业 CR3 和 CR5 数值较低，低集中度通常意味着高度竞争的市场环境，烘焙食品企业应努力提高自身产品创新力和品牌建设力以获得消费者的喜爱。

截至 2024 年 7 月，中国烘焙食品行业现存企业数量前三的省份企业数量均破万家，分别为广东省、山东省、江苏省，各有 28234、20113、13390 家烘焙食品企业。从区域分布来看，华南、华东地区的烘焙食品企业较多，华北、西南、西北等地区烘焙食品市场还有较大的开发空间。

图 33：截至 2024 年 7 月中国烘焙行业现存企业数量前十省份



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

中国烘焙食品行业产业链完善，处于链条上的主体互相交换需求与反馈，完成价值循环。面粉、油脂、奶油和酱料等原材料厂商处于烘焙食品行业链的上游，它们的质量与成本会直接影响到中下游企业的成品质量与定价。中游主要是烘焙坊及中央工厂，它们向下游的销售端输送烘焙半成品或成品。而处于下游的销售端直接面向顾客，它们将直接产生需求反馈到中上游。

图 34：中国烘焙食品产业链情况



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

图 35：中国烘焙食品行业销售渠道示意图



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

### 3.2.2. 冷冻烘焙市场：B、C 端双轮驱动，催生冷冻烘焙的“加速度”

**冷冻烘焙食品将迎来更多发展机遇。**根据头豹研究院的数据，中国冷冻烘焙 2013 年的市场规模仅有 20 亿元，2021 年增长至 111 亿元，年复合增长率达到了 23.86%，到 2032 年有望达到 900 亿元，12 年间的复合年均增长率（CAGR）为 21%。火热的趋势在销售平台也得到了印证，天猫近三年（21-23 年）的销售数据显示，预制烘焙经历了较大的增长，其中预制烘焙增速是烘焙原材料的 3.6 倍、是成品烘焙的 6.8 倍。而相比于冷冻烘焙渗透率有 30% 的日本，50% 的美国，当下中国的 5%-10% 显然意味着较大的发展潜力以及空间。

**从市场格局上看，国内冷冻烘焙市场多年来都较为稳定。**头豹研究院报告显示，从收入维度上看，中国冷冻烘焙行业集中度较高，CR5 约占 39%，排行前三的企业分别为立高食品、恩喜村、鑫万来食品。其中，立高食品以 15.5% 的市场份额拔得头筹。此外，除去立高食品外，该行业的上市公司还包括南侨食品、干味央厨、元祖股份等。它们的客户，涵盖会员制商超、连锁零售、烘焙店、新茶饮、酒店、连锁餐厅等。

图 36：冷冻烘焙行业头部企业产品（部分）展示

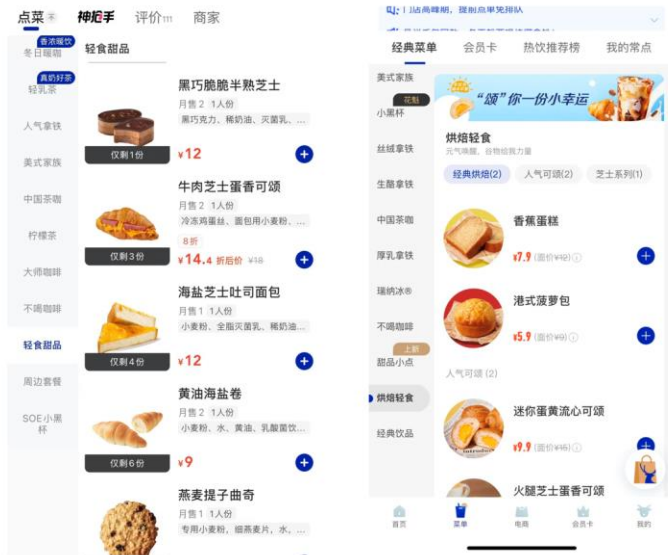


资料来源：立高官网，恩喜村官网，鑫万来官网，天风证券研究所

**冷冻烘焙厂商的新渠道仍在强势增长，其中最引人注目的来自餐饮与茶饮。**2024 上半年，立高食品的客户中，餐饮、茶饮、新零售等渠道为其销售贡献最大增速，达 25%。南侨食品也曾在 23 年业绩交流会上表示，2023 年公司预制烘焙客户占比最高的是商超渠道，但餐饮、茶饮、咖啡及烘焙连锁渠道有较大成长空间。这意味着有越来越多在门店售卖烘焙的餐厅与茶饮店，正成为这一市场的未来巨量潜在空间。

据《中国冰淇淋》了解，瑞幸、奈雪的茶、星巴克等均有销售烘焙产品，还会将饮品与烘焙产品进行套餐组合进行售卖，而这些烘焙产品中也不乏冷冻烘焙的“身影”。

图 37：茶饮/咖啡连锁品牌线上外卖销售烘焙产品



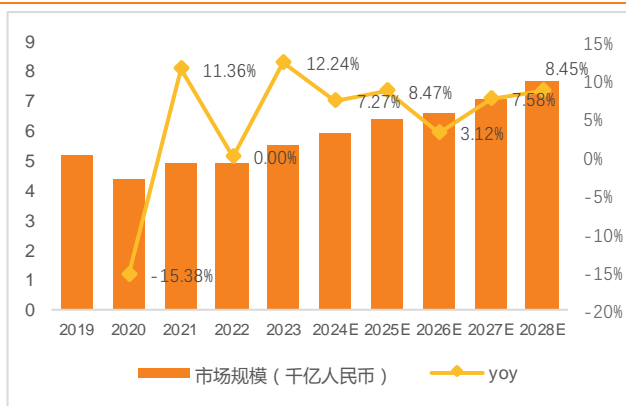
资料来源：每日食品官网，美团 APP，天风证券研究所

我们认为，从未来渠道发展趋势来看，尽管冷冻烘焙在餐饮渠道起步较晚，目前仍处于起步阶段、渠道渗透率低，但未来随着我国烘焙消费场景愈发多元（由原来主要在烘焙门店消费，转向烘焙店、商超、餐饮等多场景消费），以及餐饮行业连锁化与规模化的进程加速，餐饮渠道未来或将释放一定的增长潜力，冷冻烘焙行业的销售渠道将有望实现多元化发展。

### 3.3. 速冻火锅料：火锅赛道稳步增长，速冻火锅料集中度提升空间大

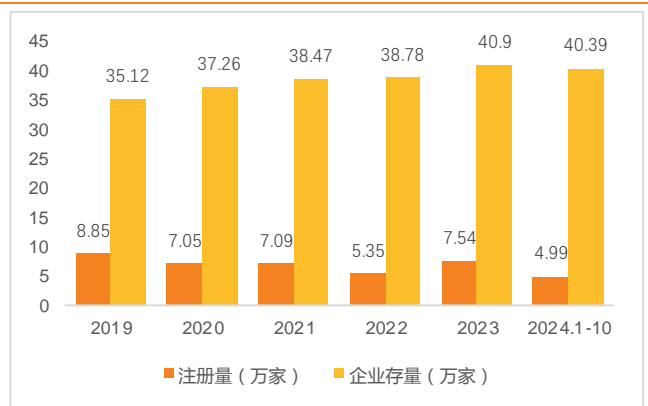
我国火锅市场稳步增长，2024 年规模有望突破 6,000 亿元。2023 年行业收入达 5,000 亿元，门店数同比增长 13.6%，展现强劲动力。全国火锅相关企业约 40 万家，但 2024 年存量略有下降，竞争加剧，同质化问题加大品牌压力。随着消费者对“鲜”和健康的需求提升，冷链物流等供应链能力成为关键。沙利文预计，火锅市场规模 2028 年将突破 7,500 亿元。

图 38：2019-2028 年火锅市场规模及预测



资料来源：数局公众号，天风证券研究所

图 39：2019-2024.10 全国火锅相关企业注册量与存量情况



资料来源：红餐大数据，企查查，天风证券研究所

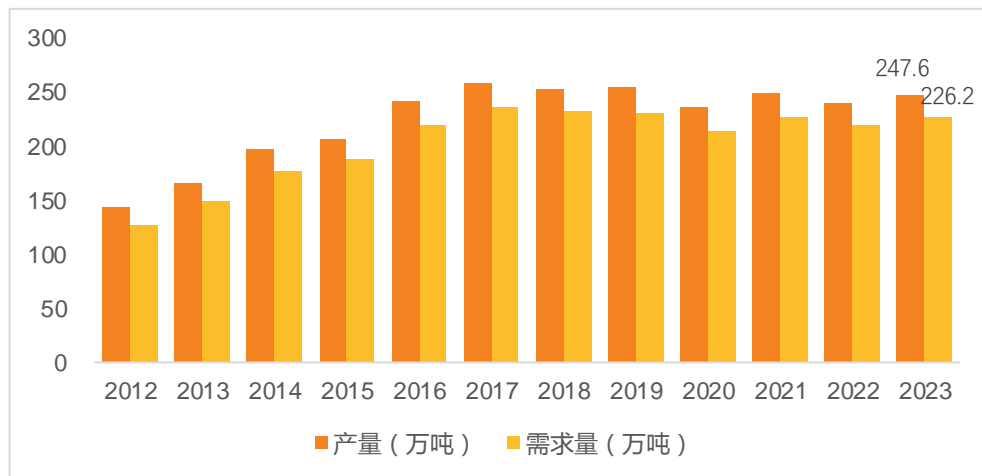
#### 3.3.1. 速冻火锅料搭乘火锅发展红利，需求同步增加

搭乘火锅行业快速发展红利，速冻火锅料的市场需求也有所增加。中国消费者速冻食品购买品类中，速冻火锅料占比为 53.3%，代表产品有丸子、肉类等。据新食材公众号数据显示，预计到 2025 年，速冻火锅料市场规模将突破 833 亿元大关，为相关企业提供了前所未有的发展机遇。此背景下，我国布局速冻火锅料的企业众多，如安井食品、海欣食品、惠发食品。

从产需量来看，2021 年我国速冻火锅料产量 251.9 万吨，需求量 230.3 万吨。由于疫情等因素影响，2022 年我国速冻火锅料产量为 243.7 万吨左右，需求量为 222.6 万吨左右，均

有小下降。2023 年随着经济持续复苏，整体供需分别小幅度增长至 247.6 万吨和 226.2 万吨。

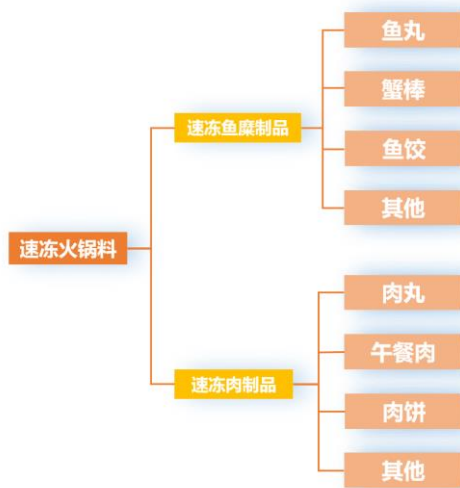
图 40：2012-2023 速冻火锅料供需情况



资料来源：智研产业研究院公众号，天风证券研究所

从速冻火锅料细分产品产量格局来看，近年来我国速冻肉制品行业发展速度较快，产量占比不断提升，2021 年我国速冻肉制品及其他产量为 117 万吨，占比达 46.4%。相应的，我国速冻鱼糜制品产量与占比呈现下降态势，但仍然处于主导地位，2021 年产量为 134.9 万吨，占比 53.6%。2022 年我国速冻肉制品及其他产量占比约为 46.5%，速冻鱼糜制品产量占比约为 53.5%。2023 年我国速冻肉制品占比约 46.7%，速冻鱼糜制品产量占比约 53.3%。

图 41：速冻火锅料种类



资料来源：观研天下公众号，天风证券研究所

### 3.3.2. B、C 端呈并行发展趋势，锁鲜装产品市场份额将持续扩大

速冻火锅料行业销售渠道以小 B 端为主，不同地区的消费者对产品偏好差异较大，因此客群分散、行业集中度低，企业依赖渠道力实现内生循环增长。2022 年后，面对下游消费场景收缩及原材料上涨压力，诸多不规范的小企业因渠道发展受阻、资金周转承压而逐步退出市场，2021-2022 年速冻食品相关企业数量较 2019 年前大幅减少，低价竞争的环境有所改善，行业在激烈的价格竞争及传统经销商模式下马太效应凸显，市场份额不断向龙头企业转移。

速冻火锅料在 2022 年开始呈现出由 B 端通路产品向 B/C 兼顾发展的趋势，产品规格也相应的由大包装、散装售卖为主发展出多规格产品，同时在 C 端消费场景丰富、频次增多和品种多样逐渐成为发展趋势。因此，锁鲜装产品的推出在引领火锅料行业升级换挡，整体

走向 C 端上发挥了重要作用。过去大包装的火锅料主要渠道以“商用渠道”为主，通过经销商的推动，进入餐饮、饭堂、小吃、快餐等渠道。而锁鲜装作为现代科技“锁鲜”包装，以小规格形式进入渠道，真正撬动家庭消费领域。

我们认为，速冻火锅料行业在未来几年有望继续呈现出 B 端与 C 端并行发展的趋势。随着火锅赛道的稳步发展，以及家庭消费的进一步增长，锁鲜装产品的市场份额或将持续扩大。2025 年，速冻火锅料在小 B 端市场或将迎来高速增长。此外，龙头企业在市场中的主导地位有望愈加显著，低价竞争或将进一步减少，价格竞争结构也有望趋于健康。

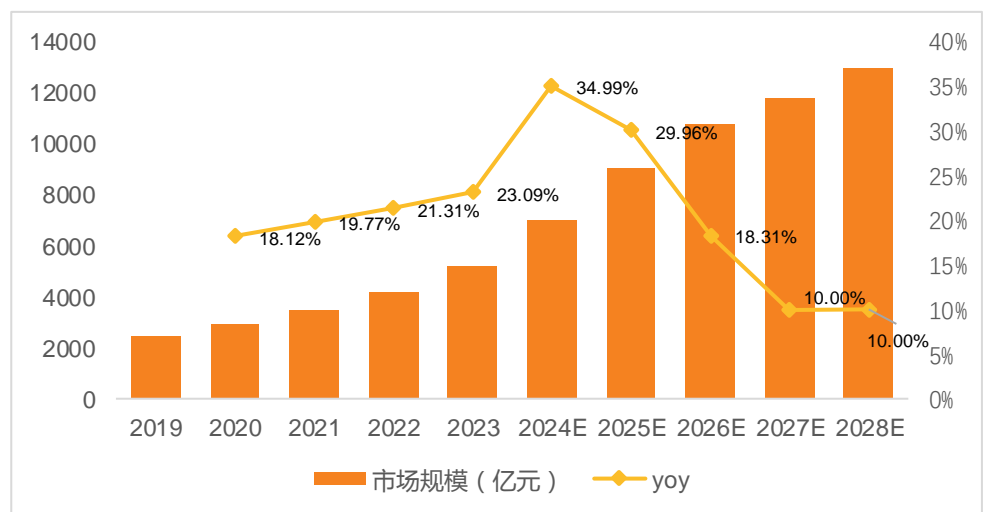
### 3.4. 预制菜：有望发展成下一个万亿级市场

#### 3.4.1. 行业处于快速增长期，众多竞争者使格局呈现高度分散化特点

一般认为，预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料进行预加工或预烹调而成的成品或半成品菜肴产品，包装后在常温、冷藏或冷冻的条件下贮藏、运输和销售，可直接食用或经简单烹饪后，作为日常正餐食用。预制菜种类丰富，按照食品的加工程度及食用的便捷性，可分为**即食食品**（如八宝粥、即食罐头）、**即热食品**（如速冻汤圆、自热火锅）、**即烹食品**（须加热烹饪的半成品菜肴）与**即配食品**（如免洗免切的净菜）。

中国预制菜市场规模稳步增长，商启研究院数据显示，2023 年中国预制菜市场规模达 5165 亿元，同比增长 23.1%。商启产业研究院预计未来 3-5 年，中国预制菜市场规模有望以 20% 左右的高增长率逐年上升，在 2026 年达到 10720 亿元，三年 CAGR 为 27.56%。商启咨询预计，在 2028 年达 12971 亿，我国预制菜产业有望发展成下一个万亿级市场。

图 42：2019-2028 年中国预制菜行业规模



资料来源：商启产业研究院，天风证券研究所

**从行业集中度来看**，中国预制菜行业的竞争格局呈现出高度分散化的特点。据数据显示，截至 2022 年 12 月 29 日，我国现存预制菜相关企业达 7.59 万家，近 10 年来企业注册量整体呈上升趋势。然而，大部分预制菜加工企业仍然处于小、弱、散的状态。2020 年预制菜 CR10 仅为 13.6%，CR5 仅为 9.2%，市占率排名前三的绿进食品、安井食品、味知香分别占比 2.4%、1.9%、1.8%。这一数据表明，尽管市场参与者众多，但没有一家企业能够占据市场的主导地位，行业集中度较低。

**从主要竞争企业来看**，在预制菜头部企业中，主营即烹类预制菜产品的企业最多，占比 44%，代表企业有安井食品、百胜中国等；即配类企业占 25%，代表企业有国联水产、盒马鲜生等；即食类企业占 17%，代表企业有绝味食品、双汇等；即热类企业占 14%，代表企业有海底捞、三全等。这些企业通过不断创新和扩展产品线，增强了自身的市场竞争力。

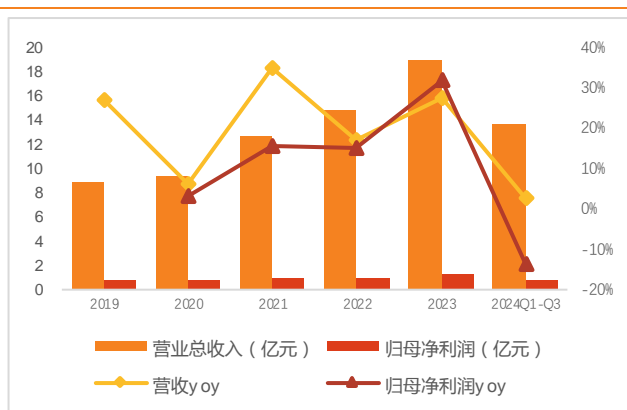
我们认为，中国预制菜市场在未来几年内有望继续保持高速增长，市场规模有望突破万亿大关，成为食品行业中的重要增长点。

## 4. 公司推荐

### 4.1. 干味央厨：小 B 端有望助力公司重回增长稳定曲线

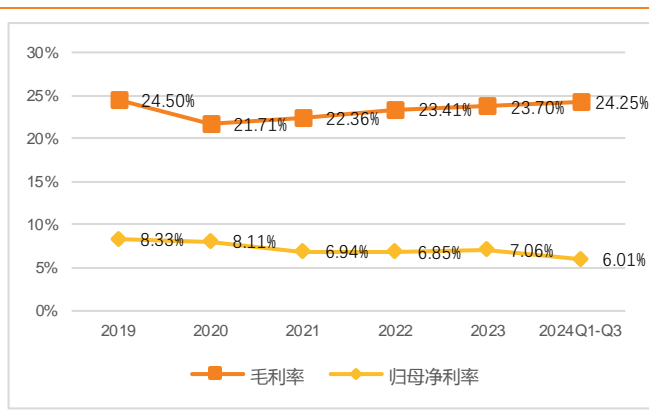
2023 年干味央厨营收及归母净利润分别为 19.0 亿元（同比+27.69%）和 1.34 亿元（同比+31.76%）。2019-2023 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 20.91%和 16.01%，除了得益于餐饮行业高速发展的趋势，同时得益于其主要针对的是餐饮渠道。干味央厨在年报中表示，公司是国内较早定位于餐饮供应链的生产性企业之一，主要为餐饮企业、团餐、酒店、宴席提供定制化和标准化的速冻面米制品，主要产品包括油条、蒸煎饺、蛋挞、米糕、麻球、春卷等。2023 年，干味央厨直营渠道营收 7.75 亿元，同比增长 49.89%，是拉动其业绩增长的重要动力。据年报显示，干味央厨的直营渠道是公司和部分餐饮企业客户直接签约，直接合作的销售模式，比如百胜中国、海底捞、华莱士、真功夫、九毛九等。由此可见，餐饮渠道为干味央厨的业绩贡献了很大一部分增量。

图 43：2019-2024Q1-Q3 干味央厨营收、归母净利润及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：2019-2024Q1-Q3 干味央厨毛利率与归母净利润率



资料来源：wind，天风证券研究所

按产品来看，研发优势构建优质产品力，大单品策略成效显著。分品类看，公司 2023 年油炸类/烘焙类/蒸煮类/菜肴类及其他分别实现营收 8.70/3.55/3.73/2.95 亿元，同比分别为+24.23%/+29.16%/+26.41%/+38.63%。公司持续进行产品结构调整，其中烘焙类产品增速高于整体增速，研发助推产品线逐步丰富。同时，菜肴及其他类产品表现亮眼，主要系蒸煎饺和预制菜快速放量带来积极影响。公司重点围绕“打造核心大单品”开展业务，在保持核心单品优势的基础上，培育打造烧麦、年年有鱼、春卷等潜在大单品，2023 年分别实现+157.95%/+94.12%/+76.26%的高速增长，大单品策略成效显著，有望为公司业绩持续贡献增量。

图 45：干味央厨产品矩阵



资料来源：千味央厨小程序，天风证券研究所

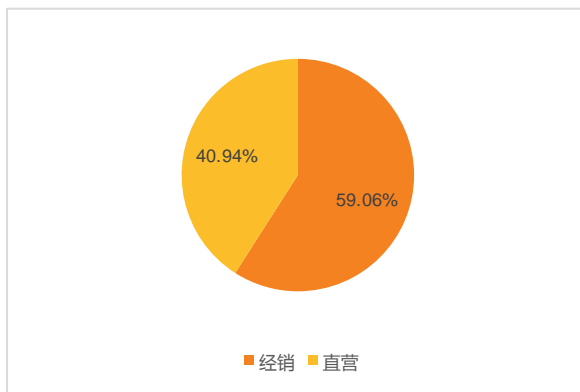
按渠道来看，深耕直营客户定制服务，聚焦扶持核心经销商。分渠道看，公司 2023 年直营/经销渠道分别实现营收 7.75/11.18 亿元，同比分别为+49.89%/+15.73%。渠道增长有所分化，直营渠道方面，增速较高主要因为公司加大对百胜中国、华莱士、海底捞等核心大客户服务力度，2023 年前五大客户实现收入 6.23 亿元，同比+61.79%；同时成立区域连锁餐饮开发团队持续开拓区域连锁餐饮客户，截至 2023 年末公司直营大客户数量为 197 家，同比+27.92%。经销渠道方面，23 年公司加大对核心经销商培育支持，前 20%经销商销售额同比+18.43%；经销商数量增加 389 家至 1541 家。从大 B 端来看，Q3 营收和毛利率同比略有下降；从整个 24 年来看，Q3 环比 Q2 整体有所想好。从小 B 端来看，Q3 营收和毛利率同比略有增长，公司围绕小 B 客户，协助经销商稳固市场原有份额，利用推广新产品拓展新客户。

图 46：千味央厨大 B 客户群体



资料来源：中国企业家杂志公众号，预制菜销售与市场公众号，节点财经公众号，投资有道杂志公众号，天风证券研究所

图 47：截至 2023 年千味央厨主要销售模式业务占比



资料来源：千味央厨年报，天风证券研究所

我们认为，公司利用其在大 B 端市场积累的研发能力和产品创新经验，开发更多符合市场需求的新产品，来加大对小 B 端市场的开发力度。通过拓展小 B 端客户实现营收对应增长，有望助力公司重回稳定增长曲线。

#### 4.2. 安井：小 B 端占比偏高有望率先复苏获益

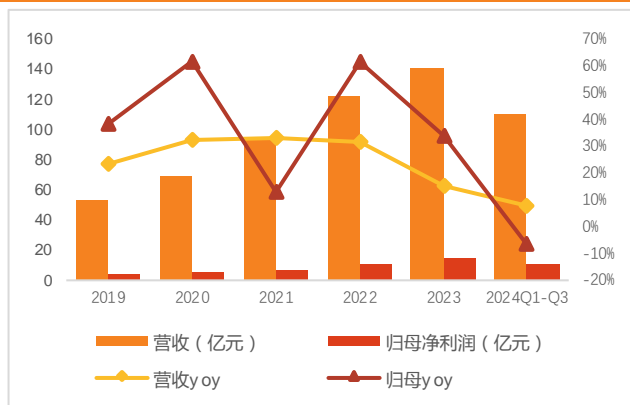
2023 年安井食品营收及归母净利润分别为 140.45 亿元（同比+15.29%）和 14.78 亿元（同比+10.52%）。2019-2023 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 27.79%和 41.09%。近年公司毛利率相对稳定，随着产品结构优化，未来仍有提升空间。2022 年以来，菜肴类业务占比提升，但公司毛利率整体维持稳定，主要系原材料采购成本下降及产品结构优化。



2023 年，公司毛利率为 23.21%；2024H1，公司毛利率为 23.91%。

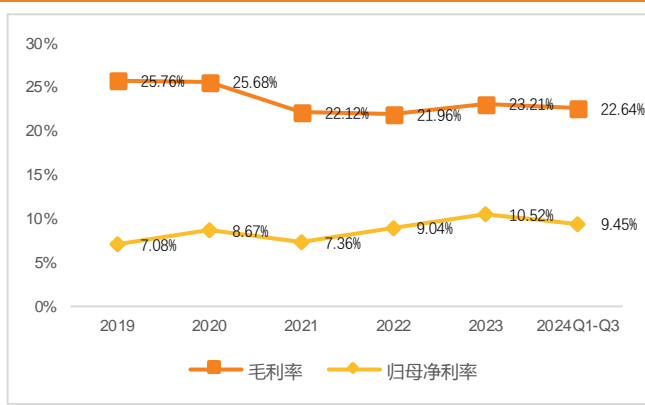
**规模效应逐步凸显，盈利能力稳步提升。**公司净利率从 2017 年的 5.8%提升至 2024H1 的 10.82%，提升幅度明显，主要得益于规模效应凸显，以及内部运营效率的精细化带来的费用率下降。随着公司产品结构优化及规模效应持续放大，盈利能力有望持续改善。

图 48：2019-2024Q1-Q3 安井食品营收、归母净利润及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

图 49：2019-2024Q1-Q3 安井食品毛利率与归母净利润率



资料来源：wind，天风证券研究所

**分产品来看**，公司多年来聚焦“安井”单一品牌，前期深蹲夯实品牌知名度；直到 2018 年在行业地位稳固开始寻找第二成长曲线时才推出其他品牌。2018 年安井开始进军预制菜行业，据新食材，安井首先成立“冻品先生”以 OEM 模式轻资产尝试预制菜，并且入股新宏业推出小龙虾制品，并于 2022 年成立“安井小厨”事业部，加速建设安井预制菜品牌。

图 50：安井食品主要产品矩阵



资料来源：安井食品公司公告，天风证券研究所

**安井已经构建了丰富的品牌矩阵，聚焦细分大类。**除了主要“安井”牌速冻火锅料及速冻面食产品，还有“安井小厨”主营糯米鸡和小酥肉，“冻品先生”式经营酸菜鱼等预制菜产品。“洪湖诱惑”及“柳伍”主营小龙虾尾及调味小龙虾等水产预制菜。2023 年安井推出“锁鲜装 4.0+ 虾滑系列”的超级大爆品和“1：1：1：1”（即火山石烤肠、蒸煎饺、小酥肉、烤鱼）的年度爆品集群，以“安井”品牌配合新成立预制菜品牌提高新品上市速度，不断提高新产品销售占比。

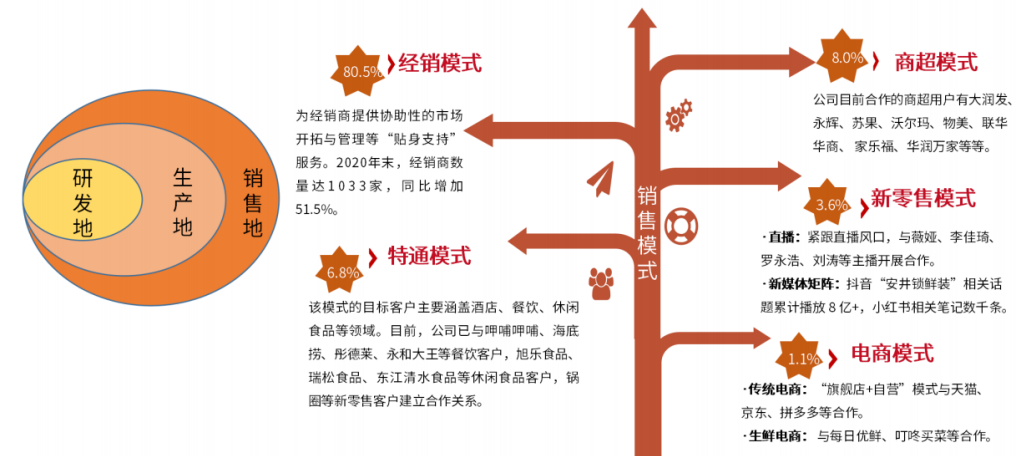
图 51：安井食品主要子品牌



资料来源：安井食品官网，天风证券研究所

分渠道来看，安井食品重视销售网络的布局与打造，目前已经构建了经销、商超、特通、电商与新零售相结合的销售模式，并提出围绕销售地建立配套的生产与研发设施，为达到一定规模的销售辖区建立“销地产”的工厂基地建设模式以及“销地研”的销售研发策略。其中，经销模式仍然是最主要的销售模式，电商模式营收占比最小。

图 52：安井食品销售渠道结构



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

公司核心竞争优势突出，产业链把控能力强，成本优势明显；产品端坚持大单品战略，爆款开发能力强；渠道端经销网络成熟，新兴渠道持续发力。目前公司在速冻火锅料领域已占据龙头地位，预制菜有望复制速冻火锅料的成功经验，打造第二成长曲线。

公司紧跟渠道发展趋势，主动积极地向大B渠道靠拢。我们认为，公司有望凭借产品、渠道及产业链把控优势实现市占率稳步提升。我们预计，随着公司第二成长曲线发力，及餐饮行业估值修复，有望迎来戴维斯双击！

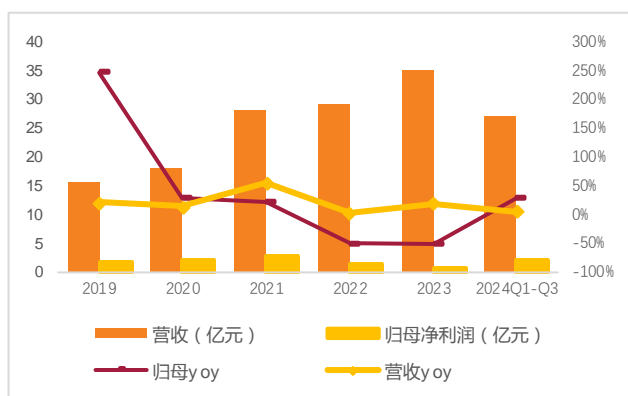
#### 4.3. 立高：饼店复苏弹性大，随着公司产能利用提升，净利有望持续恢复

2023年立高食品营收及归母净利润分别为34.99亿元（同比+20.22%）和0.73亿元（同比-49.21%）。2019-2023年公司营收、归母净利润CAGR分别为21.91%和-20.31%。其中，冷冻烘焙业务是第一大收入来源，2023年实现营收约22.1亿元，同比增长24%，占立高食品总营收的63%。

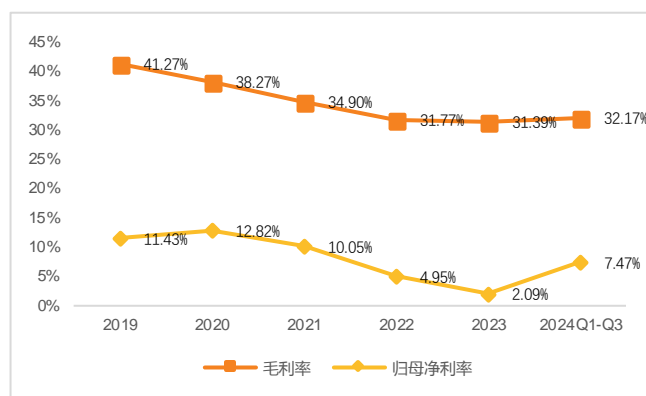
立高食品是我国冷冻烘焙食品龙头，业务主要涉及冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售。公司旗下拥有“立高”、“奥昆”、“美煌”、“大佬强”、“小休一下”、“新仙尼”等注册商标。

图 53：2019-2024Q1-Q3 立高食品营收、归母净利润及 yoy

图 54：2019-2024Q1-Q3 立高食品毛利率与归母净利润率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 55: 立高食品旗下品牌及产品矩阵



资料来源: 立高食品官网, 天风证券研究所

销售渠道方面，立高食品的渠道模式采取经销和直销相结合的销售模式，并补充少量线上电商。由于立高食品的终端客户具有分布分散、单次采购量小、配送时效性要求高的特点，公司销售模式目前主要以经销模式为主（2023 年营收占比约 56%），旨在凭借经销商已有的销售网络，提高销售效率，但随着餐饮食品行业连锁化进程不断加速、以及大型商超的快速发展，立高食品的直销模式营收增长更快，销售占比不断呈上升趋势，2023 年直销营收占比约 43%（vs 2022 年直销占比 34%，直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户）。

我们认为，从  $\alpha$  角度看，25 年立高或通过传统商超调改红利释放、新渠道开拓实现加速发展，再加上稀奶油等强潜力单品继续打开流通渠道空间等方式实现收入端稳定增长，同时通过主动成本控制和产能爬坡规模效应显现实现利润端潜力表现。从  $\beta$  角度看，由于立高属于餐饮赛道，因此餐饮向上或带来  $\beta$  加成。

## 5. 风险提示

- 1) 原材料价格波动:** 生产所需主要原材料价格波动直接影响盈利。可能无法通过调整价格来传导原料价格上涨带来的成本，对经营利润带来压力。
- 2) 下游复苏不及预期:** 餐饮业仍然处于复苏阶段，虽然整体市场规模不断增长，但结构变化的方向仍然具有强烈的不确定性。
- 3) 行业竞争激烈:** 餐饮供应链产业不断成熟，行业规模不断扩大。随着大型速冻企业的加入，未来 B 端市场竞争可能更为激烈，为发展带来了挑战。

- 4) **食品安全风险：**食品安全问题发生时，出现媒体关注或消费者向公司追溯赔偿或监管部门对公司进行处罚等状况， 从而对品牌形象以及相关产品的销售造成不良影响。

## 分析师声明

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

## 一般声明

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

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

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

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

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com