

食品饮料行业：以日鉴中，把握速冻行业新周期下投资机遇

2026年3月10日

看好/维持

食品饮料

行业报告

在 2020 年以后，我国速冻行业市场竞争格局呈现比较明显的行业洗牌，行业市场消费环境、渠道布局、供应链发展都发生了很大的变化，我们认为在 2020 年以来的这轮周期中，速冻行业逐渐见底，并有望伴随经济的复苏开启新一轮周期。

如何去把握新一轮周期的变化趋势，如何去前瞻性的布局新的赛道，我们希望通过对本日本速冻行业发展的梳理，总结出日本速冻行业在人口结构和经济变化过程中的发展路径，并对中国速冻行业未来发展趋势有所借鉴和启示。

我们研究了日本速冻食品行业自 1950 年代以来的发展历程、渠道变迁、竞争格局及消费特征，其核心特征在于：日本冷链基础设施先行是冷冻食品发展的基础，渠道从 B 端向 C 端发展过渡，产品从初级农产品向高附加值调理食品的升级，以及行业对社会结构变化的快速响应。从市场竞争来看，日本速冻市场集中度竞争格局的变化与整体产量（行业成熟度）变化一致。

对标日本经验，中国冷冻食品行业正处于从快速扩张期向结构优化期迈进的关键节点。我们预测，中国冷冻食品行业将呈现以下趋势：B 端预制菜渗透率将持续提升，成为行业增长的核心驱动力；C 端市场将加速向高品质、健康、便捷的调理食品升级，以满足新一代消费群体的需求；行业集中度将进一步提高，龙头企业将通过规模化、品牌化和全产业链布局巩固优势；冷链物流将加速向三四线城市及县域下沉，释放广阔的市场潜力。

投资策略：面对国内速冻行业新一轮周期，我们认为能够拥有“B 端供应链能力”以及“C 端产品创新能力”的综合实力的企业能够拥有更强的竞争力，同时关注下沉市场有冷链或者渠道的龙头企业，有望在新一轮周期中拥有更多市场。我们看好速冻行业龙头企业安井食品在 B 端和 C 端的渠道能力和产品创新能力，以及对供应链的整体把控能力，有望在新一轮周期中保持龙头的地位。

风险提示：中国经济发展整体不及预期，行业需求复苏不及预期，企业管理不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	24A	25E	26E	24A	25E	26E		
安井食品	5.08	4.29	4.79	18.07	21.39	19.18	2.03	强烈推荐
三全食品	0.62	0.62	0.66	19.87	19.84	18.69	2.45	未评级
千味央厨	0.87	0.81	0.97	44.60	47.96	39.88	1.98	推荐
巴比食品	1.12	1.18	1.34	23.94	22.79	19.99	2.81	推荐
海欣食品	-0.07	-0.01	0.04	-91.47	-611.0	152.75	3.31	未评级

资料来源：同花顺、公司财报、东兴证券研究所

注：未评级企业盈利预测来自同花顺一致预期

未来 3-6 个月行业大事：

无

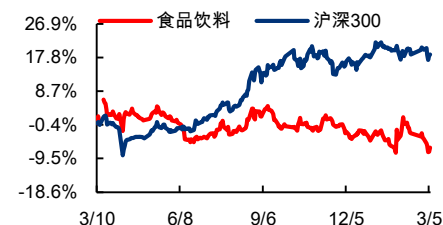
行业基本资料

占比%

股票家数	126	2.8%
行业市值(亿元)	43098.41	3.55%
流通市值(亿元)	41596.68	4.11%
行业平均市盈率	20.69	/

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

1. 我们的观点

在 2020 年以后，我国速冻行业市场竞争格局呈现比较明显的行业洗牌，行业市场消费环境、渠道布局、供应链发展都发生了很大的变化，我们认为在 2020 年以来的这轮周期中，速冻行业逐渐见底，并有望伴随经济的复苏开启新一轮周期。

如何去把握新一轮周期的变化趋势，如何去前瞻性的布局新的赛道，我们希望通过对本国速冻行业的发展的梳理，总结出日本速冻行业在人口结构和经济变化过程中的发展路径，并对中国速冻行业未来发展趋势有所借鉴和启示。

我们研究了日本速冻食品行业自 1950 年代以来的发展历程、渠道变迁、竞争格局及消费特征，其核心特征在于：日本冷链基础设施先行是冷冻食品发展的基础，渠道从 B 端向 C 端发展过渡，产品从初级农水产品向高附加值调理食品的升级，以及行业对社会结构变化的快速响应。从市场竞争来看，日本速冻市场集中度竞争格局的变化与整体产量（行业成熟度）变化一致。

对标日本经验，中国冷冻食品行业正处于从快速扩张期向结构优化期迈进的关键节点。我们预测，中国冷冻食品行业将呈现以下趋势：B 端预制菜渗透率将持续提升，成为行业增长的核心驱动力；C 端市场将加速向高品质、健康、便捷的调理食品升级，以满足新一代消费群体的需求；行业集中度将进一步提高，龙头企业将通过规模化、品牌化和全产业链布局巩固优势；冷链物流将加速向三四线城市及县域下沉，释放广阔的市场潜力。

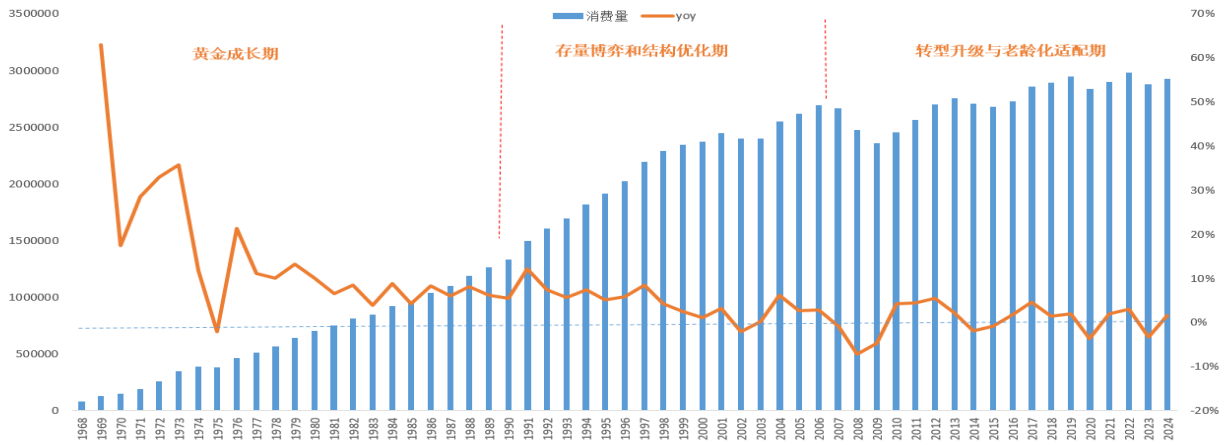
面对国内速冻行业新一轮周期，我们认为能够拥有“B 端供应链能力”以及“C 端产品创新能力”的综合实力的企业能够拥有更强的竞争力，同时关注下沉市场有冷链或者渠道的龙头企业，有望在新一轮周期中拥有更多市场。

2. 日本冷冻食品行业发展历程与特征

2.1 日本冷冻行业发展

日本速冻行业又被称为冷冻行业，其发展史本质上是一部日本社会经济变迁史。从 1920 年北海道森町建立第一座冷冻工厂算起，日本冷冻食品产业已经走过了整整一个多世纪。我们根据消费量增速和消费结构的变化，将日本冷冻食品发展分为五个阶段。

图1：日本冷冻行业消费量和增速（吨）



资料来源：日本冷冻食品行业协会，东兴证券研究所

1. 萌芽与初创期 (1920 - 1945)：从“鱼的冷冻”开始

1920年，被誉为“日本冷冻食品之父”的葛原伊平从美国引进先进冷冻设备，在北海道创办了葛原商会，并建立了日本第一座真正意义上的冷冻工厂，这被广泛视为日本冷冻食品产业的开端。最初的冷冻食品仅用于保存水产品，以解决渔获季节性过剩和地域性短缺的矛盾。当时冷冻技术的主要作用是“保鲜”而非“加工”，冷冻鱼肉是绝对的主角。

2. 战后重建与给食期 (1945 - 1960)：制度化推行推动行业发展

二战后的日本百废待兴，国内食品极度匮乏，在日本政府主导下，1940年代末开始实施学校午餐(给食)制度，为学生提供营养餐。冷冻食品(特别是冷冻鱼、肉)在学校供餐中获得推广，因为其易于批量保存和运输，能够缓解新鲜食材不足的问题。

这一时期政府对食品工业的重建给予了高度关注。1950年代，日本农业与贸易部门出台了一系列扶持冷藏冷冻设施建设的政策，鼓励企业投资冷库和制冷设备。同时，行业组织逐步成形。1955年前后，日本冷冻食品协议会成立(后发展为日本冷冻食品协会)，行业有了官方统计和标准推动力。通过政府+协会双轮驱动，冷冻食品在战后重建时期实现了从军用转向民用的重要转折。家庭消费虽未大规模普及，但公共部门和B端机构的需求为产业复苏奠定了基础。

3. 黄金成长期 (1960 - 1990)：冷链大爆发带来行业崛起

1964年东京奥运会和1970年大阪世博会直接催生了日本冷链物流和冷冻食品产能的大爆发，政府和企业加码投入冷库、冷藏车等基础设施建设。1960年代末大型超市业态在日本兴起，商超冷柜成为标配，使冷冻食品的家庭购买变得便利。1970年代餐饮连锁化率快速攀升阶段，B端冷冻食品市场规模便迅速扩张。在消费端，居民收入提高带来生活方式改变，双职工家庭和都市人群增加，对方便快捷食品的需求上升，家庭用冷冻食品也开始起步。

1960 - 1990 年的日本冷冻食品产业实现了跨越式发展：产量从几十万吨跃升至 1988 年的约 100 万吨，年均增速高达两位数，标志着行业成熟化的开始。到 1980 年，全国冷冻食品产量已达 56 万吨，其中相当部分为面向家庭的调理食品，可以说，这一时期冷冻食品完成了从 B 端为主向 B、C 两端齐头并进的转变。

4. 存量博弈与结构优化期 (1990 - 2010)：泡沫破裂后的产品结构升级

1990 年代初日本经济泡沫破裂，居民消费进入低欲望模式，冷冻食品行业也随之步入低速增长和存量竞争阶段。冷冻食品行业展现出较强的韧性，能够在景气循环中“错峰”增长：经济上行期主要由 B 端需求驱动，经济低迷期则凭借 C 端需求弥补。

日本泡沫破灭带来的就业不稳定和晚婚少子化，使单身经济兴起，单人家庭数量激增。与之相适应，冷冻食品厂家开始调整产品和包装，以服务小家庭和一人食市场。1990 年代后预制食品和外出就餐支出占比上升，日本居民对方便食品的关注度显著提升。因此，即便宏观经济低迷，家庭端冷冻食品消费依然稳步增长，部分抵消了 B 端餐饮需求的放缓。

这一阶段行业进入成熟期的调整阶段，特征是总量增速放慢、结构调整加快：低附加值的品类（如简单冷冻蔬菜、水产原料）增幅有限甚至萎缩，而调理冷食等高附加值品类占比提升，产品结构升级明显。

5. 转型升级与老龄化适配期 (2010 - 至今)：进入后成熟期

进入 2010 年代后，日本冷冻食品行业迎来了新一轮升级换代，冷冻行业进入后成熟期。一方面，随着国民生活水平进一步提高，消费者对冷冻食品的要求已不再仅仅是方便廉价，而是追求品质化和健康化。

许多厂家投入研发高端冷冻食品，如采用急速冷冻技术保留食材风味和营养的高级料理包、使用有机食材和减盐配方的健康冷冻餐等。这一时期，日本市场上出现了一批价格较高但品质媲美现做的冷冻菜肴，受到中产阶层和注重健康群体的欢迎。冷冻食品开始走出“廉价替代品”的刻板形象，成为品质生活的一部分。老年群体的饮食需求催生了 Care Food（介护食品）这一新兴细分市场。

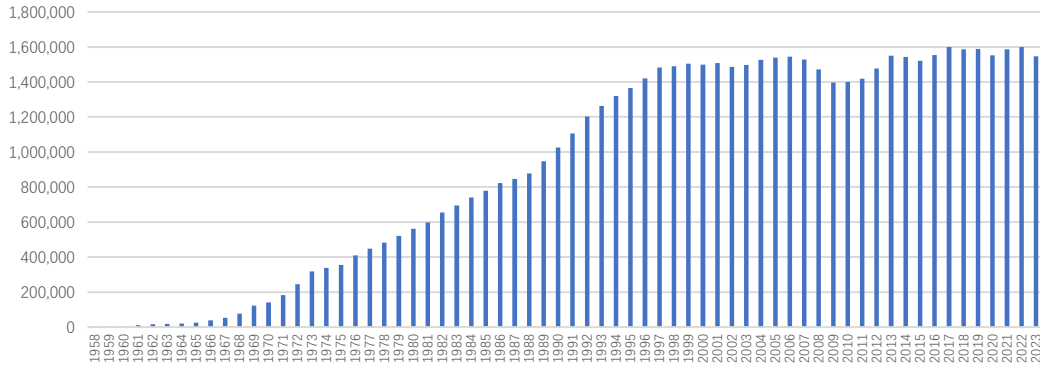
2.2 日本冷冻行业发展特征

梳理日本冷冻行业发展的历史，我们发现日本冷冻行业发展有这样几个趋势和特征，1、冷冻食品的消费量与人口变化趋势一致，与经济增长同步。2、日本冷冻食品人均消费量在行业发展中不断提升。3、伴随着消费量的增加，日本冷冻食品产品结构升级持续，产品从初级农水产品向高附加值调理食品的升级，附加值推升价格不断上行。4、与国内不同，日本对速冻食品的进口依存度一直持续提升，特别是基础产品的供给外移到国外。5、日本速冻行业从 B 端起步并不断向 C 端转移，经济下行期 C 端的增量对行业形成有效补充。

• 冷冻食品消费量与人口变化趋势长期一致，与经济增长变化同步

冷冻食品日本国内产量从 1950 年代不足千吨起步，迅速攀升至 1970 年的 14.13 万吨，此后保持高速增长，在 1981 年产量接近 60 万吨，1990 年产量突破百万吨。进入 90 年代后，产量增速开始放缓，仍保持快速增长的势头，到 2000 年前后年产量约 150 万吨。2000 年后至今，日本冷冻食品产量总体稳定，虽然在 2010 年前后出现产量波动，但是行业整体进入稳定期。

图2：日本冷冻食品生产量（吨）

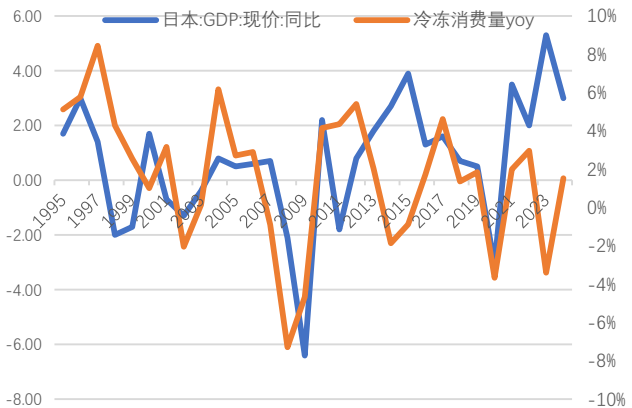
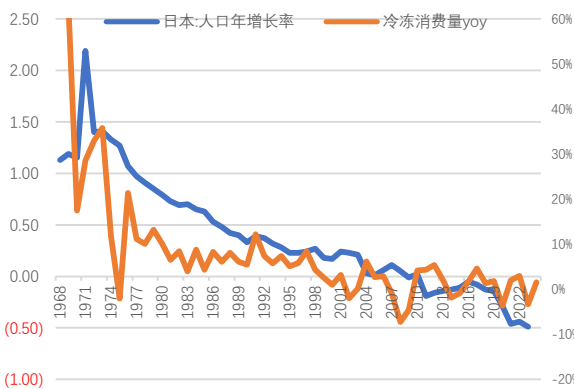


资料来源：日本冷冻食品行业协会，东兴证券研究所

日本速冻食品行业产能扩张的背后，是需求同步的增长。从趋势上来看，日本冷冻食品消费量受宏观经济波动影响，长期与日本人口增长趋势同步，短期波动与经济增长变化基本同步。

图3：日本人口增长率（%）与冷冻消费量同比（右轴）

图4：日本 GDP 增长（%）与冷冻食品消费量同比（右轴）



资料来源：同花顺，日本冷冻协会，东兴证券研究所

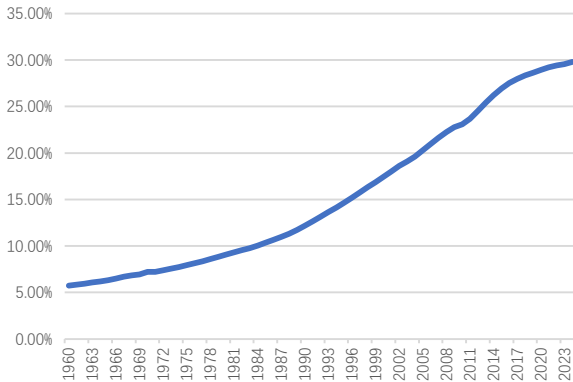
资料来源：同花顺，日本冷冻行业协会，东兴证券研究所

从人口结构上来看，日本近年来老龄化比例在提升，单身人口比重在提升，同时也带来了冷冻食品消费趋势的变化。根据日本总务省 2023 年的统计数据显示，截至 2022 年 10 月 1 日，不计在日本居住的外国人，日本人口总数为 1.22031 亿，15 岁以上人口以婚姻状况进行划分，未婚、离婚以及丧偶的单身人口总数达到约 4930 万，单身人数占比达到 40.39%。

人口结构变化推动了冷冻食品在家庭中的推广。一是小包装需求增加，冷冻食品企业将传统家庭装改为 200-300g 小包装，满足单身者单次用餐需求。二是烹饪简化，微波炉即热型产品占比提升。三是低盐、高蛋白产品增加，针对老年人群，企业推出低钠冷冻菜肴。四是少子高龄化也影响消费偏好：儿童数量减少使冷冻食品企业减少针对儿童的卡通造型产品投入，相反，老年友好型产品增多，如软质冷冻食品、少盐配方菜

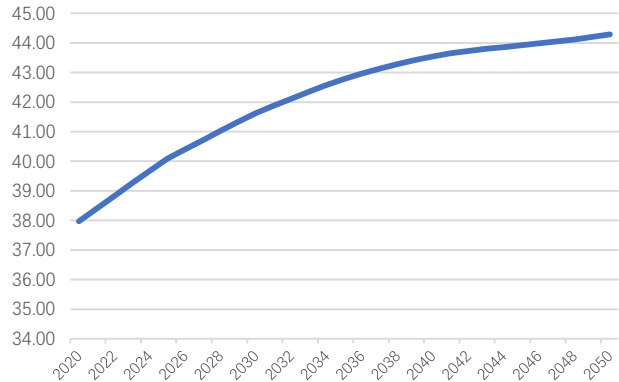
肴等。2021年日本介护食品市场规模达546亿日元，其中冷冻形态占比提升至18%。（矢野经济研究所《介护食品市场分析》）

图5：日本65岁人口占比（%）



资料来源：世界银行，同花顺，东兴证券研究所

图6：日本单身家庭占比及预测（%）

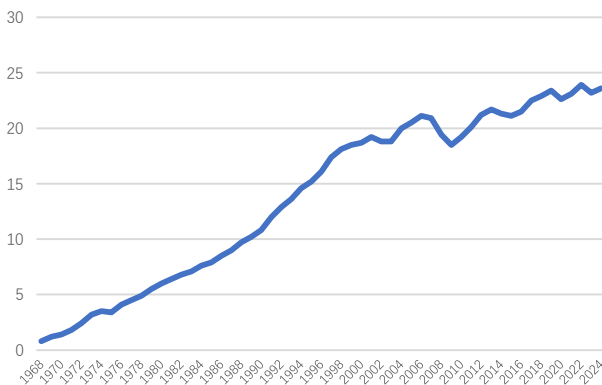


资料来源：日本国立社会保障与人口研究所，同花顺，东兴证券研究所

• 人均消费稳步提升

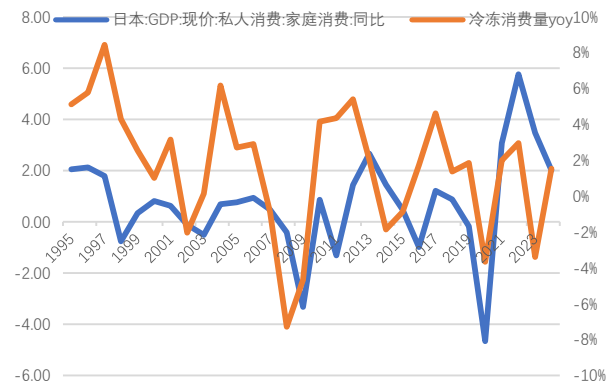
日本速冻食品人均消费量在历史上随着社会经济发展稳步提高，1960年代末日本人均年消费量仅约1-2公斤，1980年代增至约10公斤，2000年前后达到20公斤左右，之后增长趋缓。截至2024年，日本人均每年消费冷冻食品约23.6公斤，相当于日本居民平均每月要吃近2公斤速冻食品。而比较同一时期日本人均冷冻食品消费量与人均牛肉、鸡肉消费量的变化，可以看出冷冻食品的人均消费在近年来已超过主要肉类消费水平，成为居民饮食中举足轻重的组成部分。

图7：日本人均速冻食品消费量（KG）



资料来源：日本冷冻协会，东兴证券研究所

图8：日本家庭消费同比（%）与冷冻食品消费量同比（右轴）



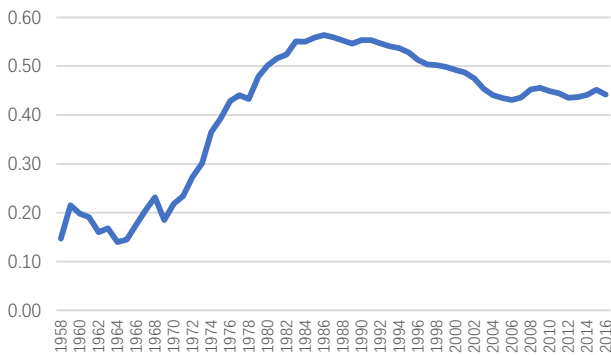
资料来源：同花顺，日本冷冻协会，东兴证券研究所

• 冷冻食品附加值推升价格不断上行

在消费数量趋稳的同时，日本冷冻食品的单位价格不断上涨，反映出产品结构的升级和附加值的提高在推动冷冻食品价格上行。我们用日本冷冻协会的冷冻食品销售收入除以冷冻食品产量计算吨价，发现从1960年代以后，日本冷冻食品吨单价快速增长，到80年代中旬后达到订单，后价格逐渐回落，我们判断这一变化背后主要是80年代日本产能快速扩张后竞争的结果，特别是90年代后，日本进入通缩时期，对价格整体有一定的压制。

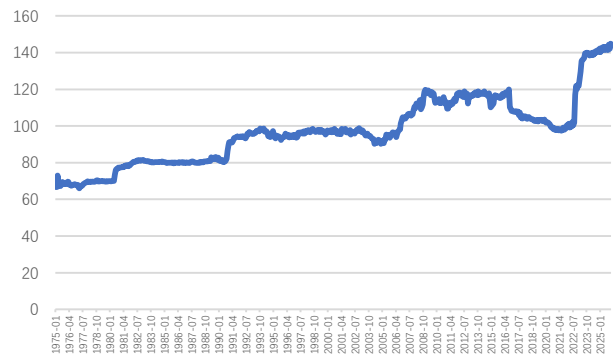
日本冷冻食品的消费升级一直持续，日本消费者最初接触的冷冻食品多为水产加工品（如鱼片、虾）和简单油炸制品。到70-80年代，主食类冷冻食品快速崛起，例如冷冻面条、米饭制品等。80年代后出现了一批经典长销的家庭冷冻菜肴。进入21世纪，消费追求更高品质和新奇口味，高端化、异国风味的冷冻食品开始流行，比如米饭类推出了地域风味的冷冻炒面、知名中餐厨师监制的炒饭；甜点类推出冷冻蛋糕、可颂面包生坯等。

图9：日本冷冻食品吨价格（百万日元）



资料来源：日本冷冻食品行业协会，东兴证券研究所

图10：日本 CPI 冷冻油炸丸子价格指数

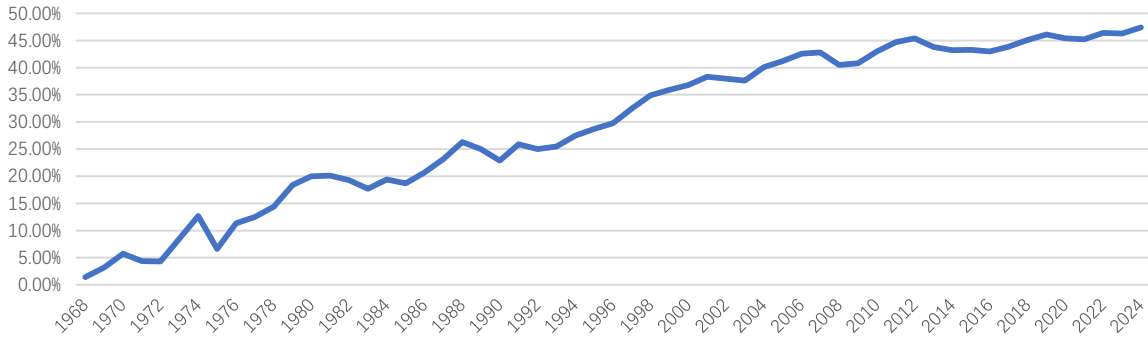


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

• 日本进口依存度提升下的基础供给外移

日本冷冻食品原料及产品的进口依存度长期提高，行业供给日益全球化。目前日本冷冻食品约一半消费量依赖进口供给，2024年进口占总消费量比重已接近47%，较早期不足10%的水平有大幅提升。进口的冷冻食品以蔬菜和部分调理食品为主，一些预制菜肴的原料也大量从海外采购。

图11：日本冷冻食品消费量中进口占比（单位：%）



资料来源：日本冷冻协会，东兴证券研究所

• 经济下行期，C端形成有效补充

日本速冻食品行业的发展经历了一个清晰的由B端（餐饮端）驱动转向C端（家庭端）驱动的过程。早期日本冷冻食品几乎全部用于出口和B端（餐饮、团餐），1960年代末家庭冰箱开始普及前，家庭消费冷冻食品微乎其微。然而进入70年代后，随着家庭厨房冷冻储存和加热条件改善，家庭用冷冻食品逐步兴起。据日本冷冻食品协会数据统计，家庭用占比从1970年代的不到40%提升至2020年代的50%。在2020年疫情特殊背景下，C端占比一度与B端持平，各约50%。

家庭渗透率方面，日本几乎所有家庭都已接受冷冻食品。调查显示购买过冷冻食品的家庭比例高达98%，接近完全普及。消费者观念上，日本公众普遍认同速冻食品的便利和品质，储存和食用速冻产品成为一种生活习惯。据日本一家生活综合研究所的调查报告显示，2020年，日本“经常使用熟食的人为32.4%”，超过了“喜欢做饭的人（32.0%）”。

正是由于C端消费的不断上升，使得日本速冻行业形成了经济上行期，B端需求拉动行业增长；经济放缓期，C端则发挥补位作用，支撑市场韧性的特点。我们认为在90年代日本经济增速放缓后，冷冻食品的消费量和生产量仍保持稳定的体量，与C端的补充有较大的关系。

图12：日本冷冻食品工业用途和家庭用途消费量（吨）

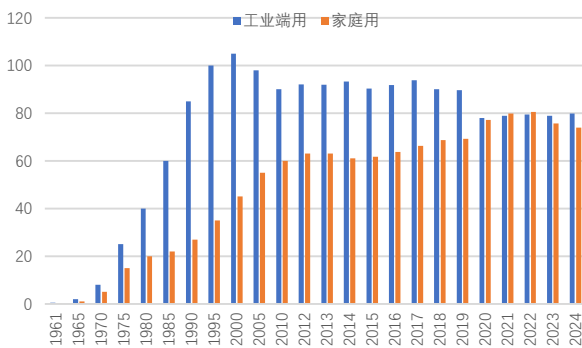
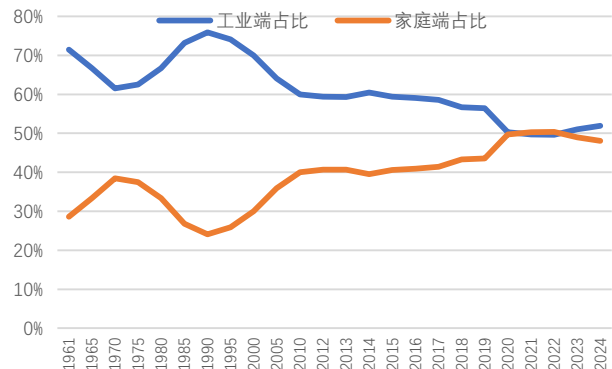


图13：日本冷冻食品工业用途和家庭用途消费量占比



资料来源：日本速冻食品行业协会，东兴证券研究所

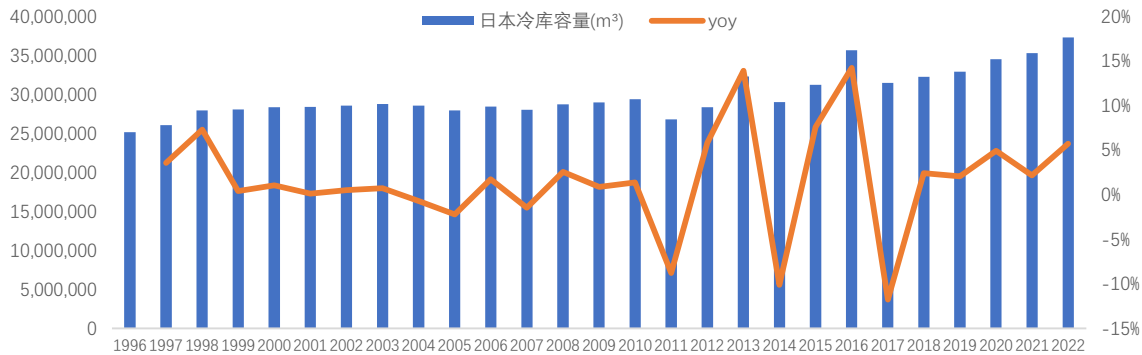
资料来源：日本速冻食品行业协会，东兴证券研究所

• **冷链基础设施建设先行**

完善的终端冷冻陈列设备是冷冻食品销量提升的必要条件。1964年，日本政府出台了《冷链倡议》，开始着手建立冷链体系，促使日本进入低温物流时代。70年代，日本冷链进入快速发展期。1970-1980年，日本平均每年增长冷库容量41万吨，年增长率7%，到1980年达到了754万吨。从2000年至今，日本冷链物流处于高质量发展阶段，根据日本国土交通省数据，到2022年日本冷库总容积达到3730.2万立方米，较2020年增长了31.45%。

为了在零售终端顺利销售冷冻食品，日本企业在渠道硬件方面也下了很大功夫。从1960年代开始，冷冻食品厂商就积极与零售商合作铺设冷冻陈列柜。到1970年代，大型超市基本都设有独立的冷冻区。便利店在80年代扩张时，也统一配备了小型冷柜，以存放冷冻食品和冰品。

图14：日本冷库容量（立方米）



资料来源：日本国土交通省，东兴证券研究所

2.3 日本冷冻行业竞争格局变化

日本冷冻食品行业的市场竞争格局与国内有很大的差异，日本冷冻食品行业在发展初期头部几大厂商的市场占有率就达到较高的状态。随后龙头公司通过兼并收购以及行业优胜劣汰退出机制，逐步吞并或替代了效率低、规模小的竞争者，市场集中度进一步提升。市场竞争格局的变化与整体产量（行业成熟度）变化一致。

1、市场集中度不断提升

日本冷冻市场从发展初期就形成较高的集中度，在1969年行业CR4（前四大厂商）合计份额已在50%左右，随后随着产能的不断扩张市场规模也逐渐扩大，市场也从快速发展期进入到存量博弈的阶段，日本冷冻行业在这个过程市场集中度快速提升，至1996年CR5约为79%，龙头阵营逐渐成型。目前五巨头主导下，日

本市场几乎被瓜分殆尽，呈高度寡头垄断。到 2023 年前五巨头的排名发生很大的变化，但是前五企业的市场占有率仍然保持在接近 80%。

图15：1970 年 CR4 的市场份额

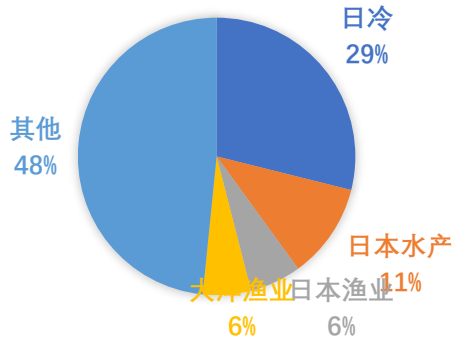
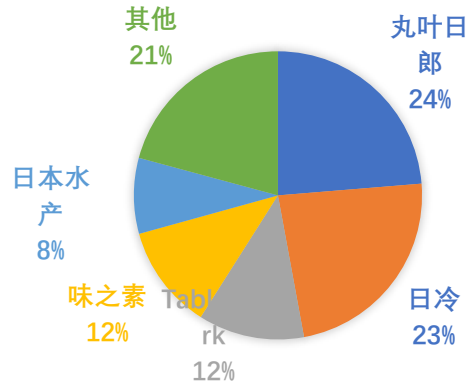


图16：1997 年 CR5 的市场份额

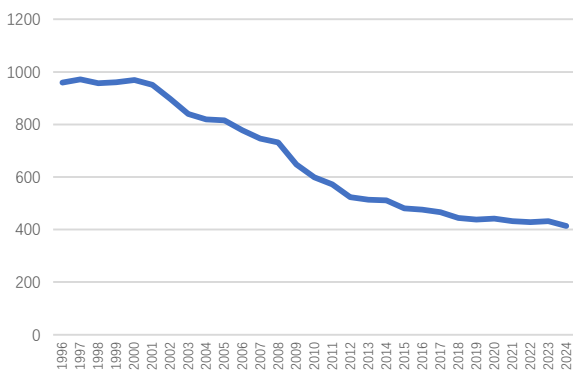


资料来源：《冷冻冷链形成时期的商业模式》新田隆司-京都产大研究库，东兴资料来源：《JT Annual Report 2017》日本烟草公司 2017 年年报，东兴证券研究所

日本冷冻食品产业集中度提高的另一个表现，是生产工厂数量的大幅下降。1996-2024 年的统计显示，日本全国冷冻食品工厂数从 959 家降至 413 家，但是同期行业总产量基本保持高位稳定，没有因工厂减少而下滑。这意味着产能向更大型、高效率的主体集中，龙头企业通过扩张实现了规模效应，单厂产量和产值大幅提高。从图 17 的趋势上来看，工厂数量减少，但是单厂产能的扩张这一趋势仍在延续。

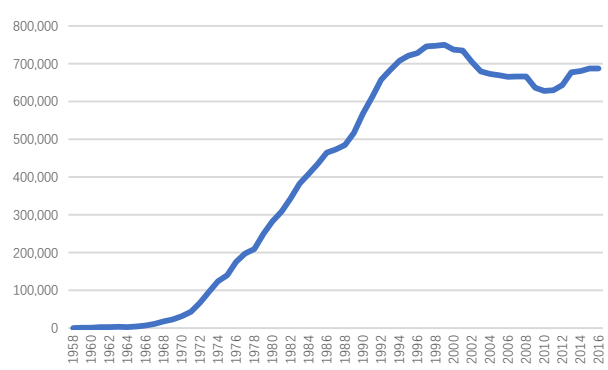
同时，大企业纷纷纵向延伸产业链，通过参股上游原料基地、自建下游冷链物流体系等手段，构建从原料采购到生产、仓储配送直至终端渠道的全链条布局。日本冷冻食品行业在成熟期通过“横向整合（并购集中）+ 纵向延伸（产业链一体化）”双管齐下，建立了高效稳健的产业体系。

图17：日本工厂数量（单位：个）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图18：日本速冻行业生产额（百万日元）



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

2、多层叠加的市场竞争格局

当前日本冷冻行业的市场竞争结构是“头部寡头（综合）+ 品类专家 + 长尾/区域厂商 + 进口/贸易供给 + 渠道 PB”的多层叠加。以日水（Nissui）、日冷（Nichirei）、味之素（Ajinomoto）、玛鲁哈日鲁（Maruha Nichiro）为代表的综合巨头，不仅在整体营收上位居前列，更凭借强大的研发、资本和渠道能力，引领市场方向。一批“品类专家”企业通过在特定品类上做到极致，建立起难以动摇的竞争优势，而日本各地存在大量中小型食品制造商，它们构成了市场的“长尾”部分。

图19：日本冷冻企业的分类

类型	典型代表	企业渊源 / 发展路径	核心竞争力	主要优势品类	产业链位置与控制力
综合型头部 (全国性, 全品类覆盖)	Nichirei、 Ajinomoto Frozen Foods、Maruha Nichiro、Nissui、 TableMark	<ul style="list-style-type: none"> 水产公司转型： Nissui、Maruha Nichiro 综合食品集团延伸： Ajinomoto 冷链物流起家： Nichirei 	全国品牌认知 + 全品类布局 + 深度渠道渗透 + 强研发体系	海产调理、冷冻主食、便当配菜、米饭类、面类等	高度纵向整合： <ul style="list-style-type: none"> 上游控制渔场/海外种植基地 中游自有加工厂 下游布局冷链物流与批发网络形成“原料—加工—配送”闭环
品类专家型 (细分冠军)	TableMark（冷冻麵）、部分专业米饭/甜点厂商	多为专业冷冻食品企业或单品类深耕公司	单一品类技术壁垒 + 高复购率 + 局部定价权	冷冻乌冬/拉面、米饭、冷冻甜点、蔬菜等	聚焦单一赛道：上游多依赖进口原料或 OEM，中游强调工艺与配方，下游在细分货架占据核心陈列
渠道型 / 零售 PB (自有品牌)	AEON Topvalu 等	大型零售集团主导，由终端反向整合供应链	渠道议价权 + 低价策略 + SKU 快速复制	大包装主食、基础调理食品	掌控下游终端入口：通过 OEM 工厂生产，弱化品牌溢价，形成“价格锚”
贸易 / 进口 / OEM 体系 (含海外基地)	食品商社、海外生产基地体系（如 Ajinomoto 北美工厂）	食品贸易公司 + 海外生产网络	国际供应链 + 成本优势 + 品类补充能力	冷冻蔬菜、部分调理品、水产制品	处于上游与中游交界：控制海外原料与代工产能，2022 年日本冷冻食品消费量约 46% 依赖进口，主要来自中国与东南亚

资料来源：日本冷冻协会，东兴证券研究所

与行业生产量增长同步，进入 2000 年之后，随着日本冷冻食品生产量进入平稳阶段，日本冷冻食品行业进入成熟稳定期，市场竞争格局也趋于稳定，2023 年日本 CR5 达到 79.13%，与 1997 年的市场集中度接近。

其中日本水产公司是日本历史最悠久、规模最大的综合性水产品企业之一，也是全球冷冻食品行业的领军者，2023 年日本水产冷冻食品相关业务收入达到 3,820 亿日元，位居行业第一。排名第二的日冷公司（Nichirei）作为行业先驱，依托自建的强大冷链物流网络，实现了 B 端（便利店/餐饮）与 C 端市场的均衡领跑，是全产业链整合的高手。味之素（Ajinomoto）是 C 端销售绝对霸主，凭借“饺子”等超级大单品和卓越的调味技术，牢牢占据 C 端家庭市场第一的宝座，是品牌化运营的典范。

图20：日本冷冻食品行业企业市场占有率（2024年）

排名	企业名	销售额（亿日元）	市场占有率	业务类型
1	日本水产	3,820	25.47%	冷冻食品相关业务最大
2	日冷	2,756	18.37%	冷冻食品、加工食品
3	味之素	2,672	17.81%	冷冻食品等
4	日本烟草产业	1,555	10.37%	冷冻食品部门收入
5	玛鲁哈日鲁	1,066	7.11%	冷冻食品、水产加工

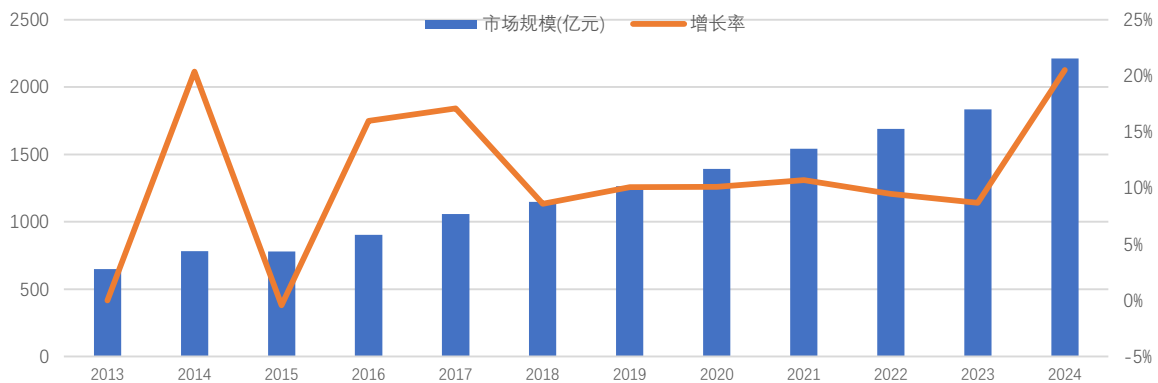
资料来源：日本行业趋势搜索网站，东兴证券研究所

3. 对中国速冻食品行业发展启示

3.1 中国速冻食品现状

中国冷冻食品行业起步较晚，大致在改革开放后的1980年代才开始出现现代意义的速冻食品。当时由于家用冰箱开始进入城市家庭，企业仿照国外开发出速冻水饺、汤圆等方便食品。1990年代，思念、三全等民营企业成立，标志着中国速冻食品产业的草创期。进入2000年代，伴随冷链物流改善和城市超市兴起，速冻食品品类不断丰富，市场规模迅速扩大。目前中国速冻食品行业处于高速成长期，年均增速保持两位数。在品类上，传统米面食品（如饺子、汤圆、粽子）占据主要份额约50%；新兴品类如速冻火锅料（鱼丸、撒尿牛丸等）增长迅猛；预制菜肴类（半成品菜）近年异军突起，成为行业关注焦点。

图21：中国速冻食品行业市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

对比日本速冻行业的发展，中国速冻行业发展有相同的情况也有不同，我们看到中国速冻行业发展也同样受到人口结构变化和经济周期的影响，在消费升级的过程中冷冻食品也在不断进行着产品的更迭，市场集中度在行业快速发展期经历快速集中的过程。

但是同时也能看到与日本速冻行业发展很大的不同，中国速冻行业发展是从 C 端向 B 端的发展过程，受制于地理、口味等因素，中国速冻行业市场竞争格局更加分散，且消费习惯更为复杂，整体市场的需求更为碎片化。

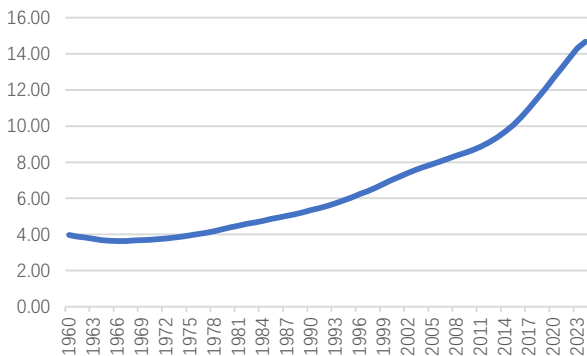
1、人口结构与消费行为变化

人口结构变化对速冻食品行业产生深远影响。我国目前人口结构也面临着老龄化进程加快，独身人群增加的趋势。截至 2025 年，中国家庭规模持续缩小，单人户家庭占比已达 28%，预计 2030 年将达 30%。这一趋势与日本市场高度相似。

人口结构的变化以及懒人经济的催生，带来了国内速冻食品消费的变化，小包装需求激增。2024 年的消费数据显示，独自吃饭时选择速冻食品的消费者占比达到 50.2%，在各类方便食品中位居前列。此外，场景化需求也更为分化，针对“主食省钱”场景的高性价比大包装速冻食品、针对“早餐多样”场景的即热即食小包装速冻食品需求旺盛。

此外，在老龄化过程中，健康化需求凸显。根据《艾媒咨询 2025 年中国速冻食品行业市场消费行为洞察报告》，健康类速冻食品消费占比从 35% 飙升至 48%，13 个百分点的跃升只用了短短一年。

图22：中国老龄化率（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图23：速冻健康类食品消费占比

产品类型	2024 年消费占比	2025 年消费占比	同比变化
健康类（低脂/有机/低糖）	35%	48%	13%
传统高油高盐类	45%	32%	-13%
其他类型	20%	20%	0%

资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

2、行业竞争格局分散，集中度在快速提升

与日本速冻行业相比，日本速冻行业起步期龙头企业的集中优势就比较明显，而中国速冻食品行业的集中度低，竞争格局分散，经过发展后虽然市场集中度有所提升，但是仍处于分散的状态，大量区域性企业各据一方，南北口味差异也使本地品牌各有市场。截至 2025 年，行业 CR5 市场占有率约 15%，远低于日本 CR5 市场占有率，头部企业与中小企业竞争格局呈现“金字塔”结构。从细分赛道来看，企业深耕细分赛道，形成“品类冠军”格局，各品类龙头合力构成行业整体的多强格局。

图24：中国速冻食品企业市场占有率

企业	2024 速冻相关收入 (亿元)	市占率 (%)	主要产品类型	覆盖区域/渠道
安井食品	151.26	7.38%	速冻调制(丸滑/火锅料)、速冻菜肴、速冻面米	全国；B端(餐饮/团餐)+C端(商超/电商/经销)
三全食品	66.32	3.34%	速冻面米(饺子/汤圆/包点)+餐饮定制产品	全国；商超/电商/经销+餐饮客户
思念食品	70	3.52%	速冻面米为主	全国零售渠道为主
湾仔码头	60	3.02%	高端水饺为主	全国商超/电商
惠发食品	19.25	0.96%	速冻调理/火锅料等	以B端/渠道为主
千味央厨	18.68	0.94%	油炸/烘焙/蒸煮/菜肴类预制半成品(餐饮端为主)	全国餐饮供应链(大B+小B)
海欣食品	17.06	0.86%	鱼糜/肉制品、速冻米面、速冻菜肴	以流通/现代渠道为主，兼特通/电商

资料来源：日本冷冻协会，东兴证券研究所

与日本速冻行业不同，中国速冻行业长期难以高度集中，这种分散格局带来行业整体竞争力不强、资源分散的问题，核心原因通常来自四个结构性差异：

➤ 渠道结构更碎片化，且“多层级经销”占比更高

中国流通渠道呈现出明显的“同心圆”式扩散结构，除商超和电商外，庞大的批发市场、社区团购、生鲜电商、夫妻老婆店以及差异化的餐饮后厨构成复杂的销售网络。这种高度分散且层级众多的经销体系，赋予了地方品牌极大的生存空间——它们往往能依托区域性的经销商网络，实现低成本、高效率的深度分销。相比之下，日本市场以高度标准化的便利店和商超为绝对主导，这种集约化的零售终端天然要求供应商具备强大的全国性配送能力和SKU管理能力，从而加速了资源向头部企业聚拢。

➤ 地域口味差异更强，地方单品生命力更长。

中国地域辽阔，饮食文化呈现“百城百味”的显著特征。从北方面食到南方点心，从川渝的麻辣到广式的清淡，地方菜系和早餐文化的差异直接导致了速冻产品的非标准化。这使得“地方单品”拥有极强的生命力，区域性厂商凭借对本地口味的精准把控牢牢占据市场份额。而在日本，家庭冷冻食品的消费场景和品类相对固定，国民口味经过长期演化趋于一致，这种消费趋同性为全国性爆品的诞生提供了土壤，使得头部企业能够通过少数大单品迅速收割市场份额。

➤ 供给侧进入门槛更低，且产能扩张阶段更长

过去十余年是中国速冻行业的高速扩张期，特别是随着餐饮供应链的变革，预制菜、团餐等半成品需求井喷。由于早期的技术门槛和资本门槛相对较低，大量中小资本涌入，在行业增量阶段形成了“百花齐放”的竞争格局。增量市场给了中小企业试错和生存的机会，延缓了行业出清的节奏。反观日本，市场早已进入存量博弈阶段，叠加严格的食品安全标准和成熟的冷链技术壁垒，新进入者难以撼动现有格局，行业自然向寡头收敛。

➤ 日本有更成熟的冷链与标准化零售体系推动规模化与品牌集中

中国冷链物流虽发展迅速，但在跨区域调拨的标准化程度、最后一公里覆盖深度上仍存在区域断层。而日本依托协会的长期数据指导与行业规范，建立了从生产到消费端的全链路标准化体系。零售终端对商品品质、配送频次和包装一致性的严苛要求，反向推动了生产端的规模化与自动化。这种成熟的产业基建不仅降低了头部企业的运营成本，也提高了中小企业的生存门槛，从而加速了市场集中度的提升。

3、中国速冻行业 B 端和 C 端的相互渗透

从发展路径来看，中日两国速冻食品行业呈现出截然不同的演进轨迹。日本经历了由 B 端（餐饮端）驱动转向 C 端（家庭端）主导的清晰周期，而中国则走出了一条“先 C 端起家，后 B 端爆发，终至双轮驱动”的独特道路。

中国速冻行业的起点直接扎根于家庭餐桌，以三全、思念、龙凤、湾仔码头为代表的传统品牌，依托速冻水饺、汤圆等大单品，通过商超渠道迅速完成全国化布局，开启了“渠道为王”的黄金时代；彼时，速冻食品在 B 端的应用仅局限于少量团餐和快餐场景，部分连锁餐饮虽尝试自建中央厨房，但规模有限，远未形成产业气候。

2010 年后，伴随人工与租金成本持续攀升，餐饮企业降本增效的需求日益迫切，大量使用速冻预制菜替代后厨人工、压缩厨房面积成为必然选择。与此同时，外卖平台爆发式增长对出餐效率提出更高要求，速冻半成品凭借标准化、便捷化的优势，成为餐饮商家的最优解，推动 B 端市场迎来真正意义上的爆发。

这一轮 B 端崛起深刻改变了中国速冻食品的市场结构：据相关调研显示，2020 年中国速冻食品 B、C 端占比约为 43%:57%，而到了 2024-2025 年，这一比例已呈现相对均衡的分布格局。不少传统偏 C 端的速冻企业开始设立餐饮事业部、开发针对餐饮客户的大包装及定制化产品线；头部企业如安井、三全更是双管齐下，“B/C 兼顾”成为核心竞争战略；而千味央厨等原本聚焦 B 端的公司则顺势扩张，进一步巩固了其作为餐饮供应链龙头的地位。

4、产品结构的多样化不足

目前中国速冻食品仍以传统方便菜肴和主食为主，产品创新和多样性不足。这种困境在终端市场同样表现得清晰可见。比如米面食品的产品同质化问题已经变得十分严重，在芝麻汤圆、猪肉水饺等主流品类上，不同品牌在包装设计、产品配方以及核心卖点的宣传上都呈现出高度的相似性，缺乏显著的差异化竞争优势。

对于速冻食品，消费者熟悉的主要是饺子、包子、汤圆、丸子、方便面点等，真正意义上的复合菜肴类速冻食品渗透率还很低。许多家庭将速冻食品仅视为应急或辅餐手段，日常正餐中占比有限。而对标日本，目前中国速冻产品在品类丰富度、口味地域化、健康营养等方面都有提升空间。

图25：2020年日本冷冻行业协会统计的生活类

25年马上赢统计速冻食品热卖榜



順位	2020年	品目	生産数量 (トン)
1	1	うどん	196,219
2	2	コロッケ	163,243
3	3	炒飯	100,667
4	4	ギョウザ	98,512
5	7	ハンバーグ	64,927
6	5	ラーメン類	62,708
7	6	パスタ	62,446
8	8	カツ	60,214
9	10	ピラフ類	50,955
10	9	たこ焼・お好み焼	49,512

资料来源：日本速冻协会，东兴证券研究所



新品热卖	全国	业态-全部业态 类目-速冻食品	统计时段: 2025年12月
安井全家福火锅丸子400g 6971738659393			售价中位数(元): 12.0
思念爆心噉噉百搭水晶小汤圆240g 6921665749476			售价中位数(元): 9.9
双汇经典脆皮烤肠黑胡椒味500g 6902890285656			售价中位数(元): 12.9
三全一整颗草莓汤圆200g 6908791204031			售价中位数(元): 12.8
双汇经典脆皮烤肠原味500g 6902890285618			售价中位数(元): 12.9

资料来源：马上赢，东兴证券研究所

3.2 中国未来发展趋势

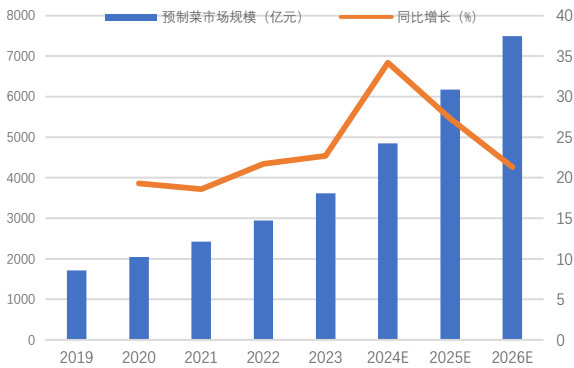
通过对日本冷冻食品行业发展历程的深入剖析，以及对中日速冻行业的特征比较，我们认为中国冷冻食品行业正处于一个关键的结构性爆发前夜，其特征与日本在 1980 年代高速成长期有高度相似性，但同时又具备中国特色。在行业快速的发展过程中，我们认为市场的集中度会进一步提升，会出现多品类的行业龙头，以及在细分品类的行业龙头。

在趋势上，中国速冻食品行业还有较大的发展空间，特别是随着物流和冷链的下沉，县域及以下的市场有较大的发展空间。从细分市场上来看，B 端相关产品正在起步期，是未来速冻行业发展的增量市场，未来同时拥有 B 端和 C 端能力的企业有望获得更多的市场占有率。

趋势一：市场发展空间巨大

在消费升级与供给端优化的双重驱动下，中国速冻食品市场正步入高速扩容期。一方面是品类的扩容，国内速冻食品已经从传统的“米面制品”扩展到了“预制菜”、“火锅食材”、“冷冻烘焙”等多个领域，这些新兴领域正在快速增长并成为速冻行业的增长点。另一方面，从速冻食品人均消费看，目前中国人均年消费量约 10 公斤，仅相当于日本 1990 年代水平。与其他发达国家相比，中国人均消费量也呈现较低的水平，这意味着人均消费量未来有 2-3 倍的增长空间。庞大的人口基数叠加入均提升，将带来消费总量的倍增式爆发，为行业提供巨大的发展机遇。

图27：中国预制菜市场规模（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图28：主要国家速冻食品人均消费量（KG）

人均消费量	日本	美国	欧洲	中国
2011年	20.1	49.7	40	无数据
2024年	23.6	70	50	10

资料来源：webull 等，东兴证券研究所

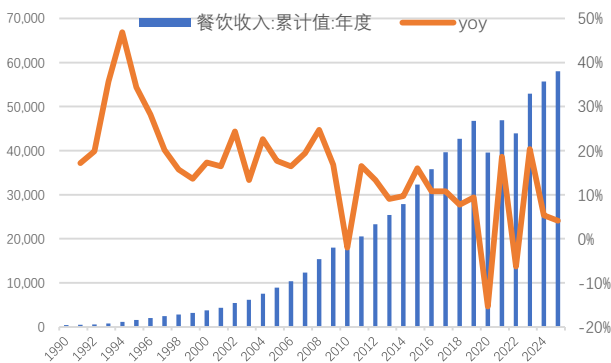
趋势二：B 端预制菜渗透率持续提升，成为核心增长引擎

参考日本经验并结合中国饮食特色，预期未来速冻食品品类结构中，预制菜的占比会显著提升，同时米面主食类产品占比将下降，相应的西式点心、烘焙甜品类可能成为新亮点。

首先，调理菜肴类（即预制菜）将成为增长最快的板块，占比显著上升。在 B 端，餐饮连锁化率持续提升，餐饮企业出于降本增效考虑，将更多采用中央厨房+预制菜供应模式，这将大幅推高 B 端速冻食品采购额。目前很多中小餐馆、团餐机构还未充分利用速冻预制品，未来渗透空间巨大。

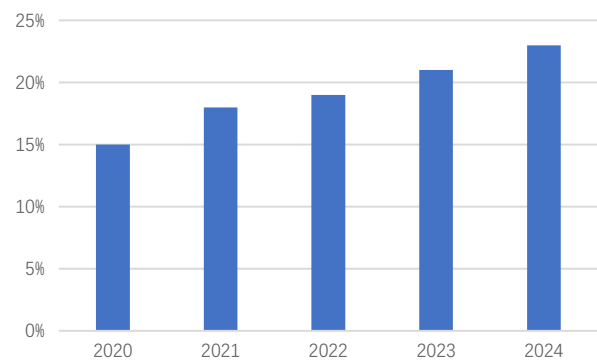
根据《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，2024 年中国餐饮市场规模突破 5.5 万亿元，连锁化率持续提升，从 2021 年的 19% 进一步提升至 23%。随着连锁化率提升，转化为标准化采购的量就是巨大的，预制菜的标准化特点对这一需求有很大的匹配。根据《中国烹饪协会五年(2021-2025)工作规划》显示，国内预制菜市场渗透率已达 10% 至 15%，预计 2030 年将增至 15% 至 20%，市场规模可达 1.2 万亿元。

图29：中国餐饮市场规模（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

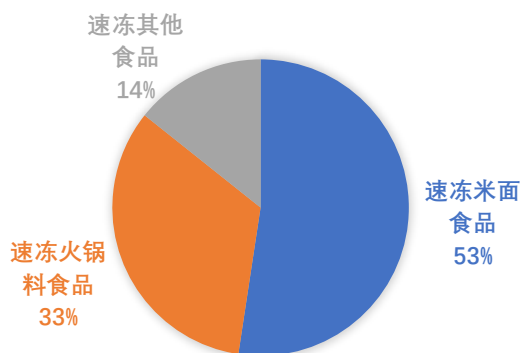
图30：中国餐饮连锁化率（%）



资料来源：中国连锁经营协会，东兴证券研究所

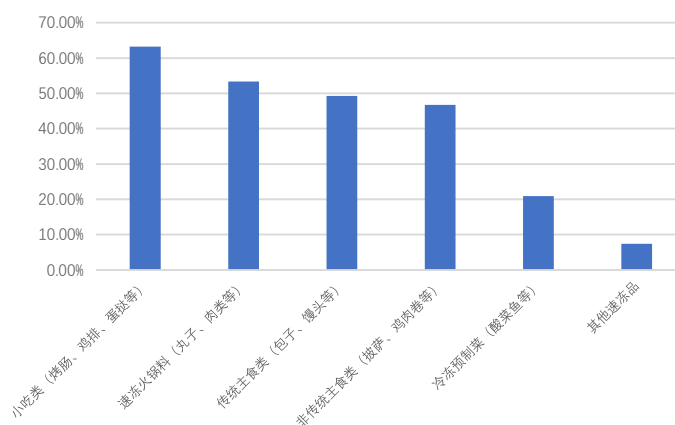
其次，米面主食类仍将占据重要份额但比重逐步下降，目前速冻米面（饺子、包子等）约占速冻行业一半，随着其他品类兴起，预计未来 10 年占比将逐渐降至 30%。相应的，西式点心、烘焙甜品类可能成为新亮点。随着国人餐饮西化，多样化甜品和烘焙制品的需求上升，冷冻面团、蛋糕、披萨饼坯等品类会有较快增长。

图31：中国速冻食品不同品类占比（2024 年）



资料来源：中商情报网，东兴证券研究所

图32：中国消费者购买不同速冻产品的比例（2024 年）



资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

趋势三：C 端市场加速向高品质、调理食品升级

中国消费者对冷冻食品的认识正在发生深刻转变，从过去的“应急储备食品”逐步转向“日常餐食选择”，对产品品质和口味还原度的要求正逐渐看齐日本等成熟市场。这一消费心智的转变，正在重塑 C 端市场的增长逻辑。

目前 C 端市场虽已具备较高渗透基础，但要实现新一轮增长放量，仍需新品类刺激或消费频次提升。据艾媒咨询调查，98% 的中国消费者已购买过速冻食品，市场渗透率接近饱和。在此背景下，传统米面制品的人均消费量增长已趋于放缓。尽管 C 端预制菜的兴起有望带来新一轮增长动力，但总体来看，C 端市场要重现过去十年那样的高速扩容，难度较大。所以未来产品结构的升级，以及需求的细分将成为行业增长的重要推动。

产品结构的进一步升级或成为推动速冻米面制品产业发展的思路，针对年轻人的个性化、网红化产品，面向“银发族”的营养健康餐食，以及适配“单身/小家庭”的小包装、多品类组合产品，将成为 C 端创新的主要发力点，“少添加、更健康、还原餐厅级口味”等方向也将成为消费者的关注点。

对于企业而言，这一趋势意味着必须构建 B、C 两端的平衡布局。一方面，深耕餐饮供应链，开发符合餐厅需求的大包装、高性价比产品；另一方面，贴近家庭消费场景，推出小包装、高品质的家用制品。能够在 B、C 两端形成协同布局的企业，将在下一阶段竞争中占据更有利的位置，实现更为稳健的增长。

更深层看，未来的竞争将不再是 B 端或 C 端的单项比拼，而是“B 端供应链能力”以及“C 端产品创新能力”的综合实力较量。能够在 B 端筑牢效率护城河，同时在 C 端捕捉消费升级机遇的企业，才能在这场结构性变革中最终胜出。

率推高至 90% 以上。这一变革将彻底打破过去受限于物流成本与保鲜技术的市场壁垒，使庞大的县域人口成为新的增长极。

我国冷链物流市场快速增长，从 2003 年 343 亿扩张到 2017 年 2357 亿元，显示出冷链物流规模也在快速增长。冷库数量也是大幅增加，2013 年-2020 年整体保持较高的增长水平。

据中国物流与采购联合会数据显示，2025 年我国冷链物流需求总量已达 3.814 亿吨，同比增长 4.5%，2025 年我国冷库总容量达 2.67 亿立方米，同比增长 5.53%，较 2020 年增长 50.85%，并从扩规模向智能化、自动化升级转变。在运输端，冷藏车保有量预计达 58.54 万辆，较 2020 年增长 104.19%。然而，行业平均县域冷链覆盖率仍仅为 25% 左右，这意味着下沉市场仍存在巨大空间。

图35：中国冷链物流市场规模变化（亿元）

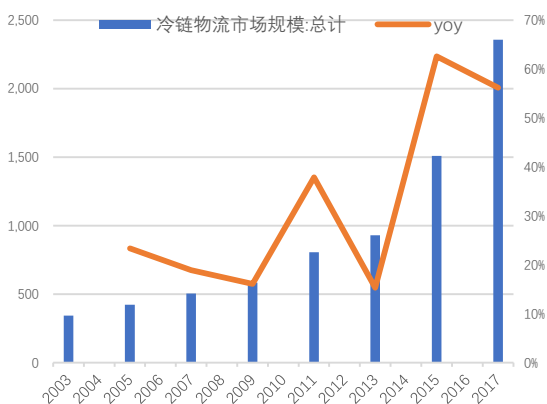
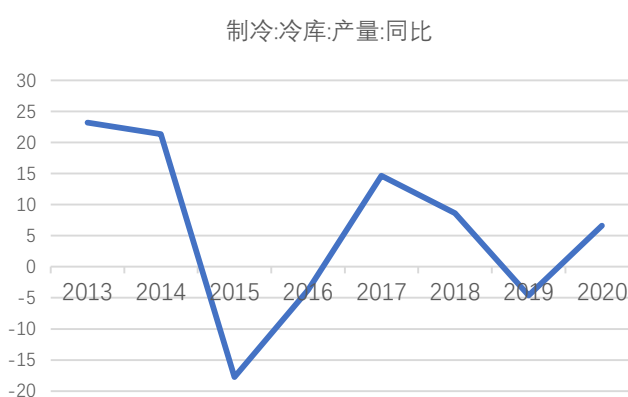


图36：中国冷库产量同比（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 投资建议

在 2020 年以后，我国速冻行业市场竞争格局呈现比较明显的行业洗牌，行业市场消费环境、渠道布局、供应链发展都发生了很大的变化，我们认为在 2020 年以来的这轮周期中，速冻行业逐渐见底，并有望伴随经济的复苏开启新一轮周期。

对标日本经验，中国冷冻食品行业正处于从快速扩张期向结构优化期迈进的关键节点。我们预测，中国冷冻食品行业将呈现以下趋势：B 端预制菜渗透率将持续提升，成为行业增长的核心驱动力；C 端市场将加速向高品质、健康、便捷的调理食品升级，以满足新一代消费群体的需求；行业集中度将进一步提高，龙头企业将通过规模化、品牌化和全产业链布局巩固优势；冷链物流将加速向三四线城市及县域下沉，释放广阔的市场潜力。

面对国内速冻行业新一轮周期，我们认为能够拥有“B 端供应链能力”以及“C 端产品创新能力”的综合实力的企业能够拥有更强的竞争力，同时关注下沉市场有冷链或者渠道的龙头企业，有望在新一轮周期中拥有更多市场。我们看好速冻行业龙头企业安井食品在 B 端和 C 端的渠道能力和产品创新能力，以及对供应链的整体把控能力，安井食品有望在新一轮周期中保持龙头的地位。

5. 风险提示

中国经济发展整体不及预期，行业需求复苏不及预期，企业管理不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	乳制品周期展望：26年原奶价格有望迎来回升	2026-01-26
行业普通报告	食品饮料：对欧盟部分乳制品进口反补贴，利好国内乳制品深加工	2025-12-25
行业普通报告	食品饮料行业：关注PPI的环比首次转正，利好食品饮料行业利润复苏	2025-11-14
行业深度报告	食品饮料行业2026年策略：从胜率和赔率角度看食品饮料行业投资机会	2025-11-07
行业普通报告	食品饮料行业：有望跟随消费总量扩容而获得增量机会	2025-10-30
行业普通报告	食品饮料行业：四中全会提振消费产业预期	2025-10-29
行业普通报告	食品饮料：秋糖反馈符合预期	2025-10-27
行业普通报告	【食品饮料】浙江消费补贴政策率先突破，中秋国庆消费有望得到提振	2025-09-09
行业深度报告	食品饮料行业：站在白酒复苏的前夜	2025-08-25
行业普通报告	食品饮料行业：市场扩容与产品升级并增，新生儿政策利好婴幼儿奶粉消费	2025-07-31
公司普通报告	安井食品(603345.SH)：迅速适应市场变化，成长脉络清晰	2025-12-12
公司普通报告	贵州茅台(600519.SH)：收入保持韧性，底部价值凸显	2025-11-05
公司普通报告	涪陵榨菜(002507.SZ)：改革红利释放，收入增长动能持续	2025-10-31
公司普通报告	涪陵榨菜(002507.SZ)：业绩稳中有升，新兴渠道持续拓展	2025-09-02
公司普通报告	劲仔食品(003000.SZ)：新品与渠道拓展夯实成长逻辑	2025-09-02
公司普通报告	甘源食品(002991.SZ)：转型期承压，新渠道新产品有望驱动修复	2025-08-29
公司深度报告	甘源食品(002991.SZ)：不破不立，有望逐季改善	2025-08-26
公司普通报告	贵州茅台(600519.SH)：龙头业绩稳健，全年目标完成可期	2025-08-14
公司深度报告	劲仔食品(003000.SZ)：新品新渠道双轮驱动，有望实现业绩快速增长	2025-05-27
公司普通报告	三只松鼠(300783.SZ)：抖音+分销带动业绩大幅提升，25年分销将进一步发力	2025-04-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526