

“品价比”下餐供行业新趋势解读

华泰研究

2024 年 2 月 21 日 | 中国内地

深度研究

变中求进，“品价比”需求下的餐饮供应链新趋势解读

24 年在居民消费力改善节奏偏稳的合理预期下，我们认为“品价比”（单位价格能够获得的产品品质）为消费者在决策时的主要考量因素。在多维度的竞争压力影响下，餐饮业更新换代的速度加快，客单价下滑进一步挤压餐饮企业的利润空间，其降本增效的诉求持续强化，倒逼餐饮供应链的不断整合与加速发展。我们认为，强化成本管控能力、完善研发团队、持续深化客户合作、扩大收入规模是供应链企业当前需要关注的重点。消费者的“品价比”需求自下而上逐步传导，餐饮业变局之下供应链能者辈出，行业竞争格局稳态尚未形成，我们站在当前视角，解读餐饮供应链行业的新趋势。

下游：消费者“品价比”需求下餐企降本诉求强化

消费者的“品价比”需求反映到渠道端，体现为平民大 B 连锁崛起（塔斯汀/蜜雪冰城/瑞幸/库迪等 23 年快速展店）、餐饮企业单店模型重构（如肯德基和必胜客均已衍生出日营业额更低/坪效更高的新店型）。过去我们在讨论餐饮供应链整合的必要性时，将更多注意力放在高人工成本、高租金、原材料成本不断上涨等痛点，而现在中国 CPI 走势基本平稳，原材料及人力成本等未呈现明显上行趋势，商铺租金价格基本保持平稳，少量的下滑幅度或不足以对冲终端客单价的下滑。另一方面，餐饮企业竞争加剧的大背景下，客单价下滑进一步挤压其利润空间，餐饮企业降本增效的诉求持续强化。

上游：生产供应与产品推新能力系重要考量维度

当前餐供行业仍处于跑马圈地阶段，围绕客户的“品价比”需求，我们提炼归纳了优质供应商的核心竞争力，主要系对众多上游原料的管控能力、产品端的研发与推新能力等。1) 生产供应：生产端的优势是性价比的核心来源，龙头有望通过原材料控制及规模效应取得优势；较强的渠道管控力、叠加供应链信息化赋能，有望共同驱动效率提升&费用率下行。2) 产品推新：标准化生产是大势所趋，定制化需求将作为“大而全”模式的补充长期存在，且对于差异化产品的追求在下游餐饮企业竞争激烈的当下愈加凸显，产品端的突围推新对供应链企业的研发硬实力提出更高的要求。

重点推荐：布局估值已处于历史底部的餐饮供应链龙头标的

结合上述筛选逻辑，我们判断安井食品有望在“品价比”需求下的餐供行业新趋势中跑出自身 alpha。1) 生产提效：安井收购了上游原料供应商（新宏业&新柳伍），并拥有行业领先的规模效应，具备竞争对手无法比肩的原料采购优势。2) 研发攻坚：安井一直坚持大单品策略，日益完善的大单品矩阵凸显其产品打造能力。至 24.1.31 日收盘，安井市值对应 24 年 PE 14x，纵向对比公司自身历史估值中枢，当前估值已位于上市以来最底部位置（低于 10%分位数）；横向对比海外龙头公司，营收增速处 10%-20%区间时，对应估值中枢约 20.70x，安井亦处低估区间，建议从中长期角度低位布局。

风险提示：原料成本波动，行业竞争加剧，食品安全风险。

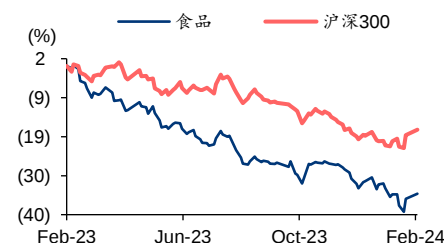
食品

增持（维持）

研究员 龚源月
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com
SFC No. BQL737 +(86) 21 2897 2228

研究员 王可欣
SAC No. S0570524020001 wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
安井食品	603345 CH	111.40	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
下游：消费者“品价比”需求下餐企降本诉求强化	4
现象解读：“品价比”需求引领渠道变革，平民大 B 崛起	6
原因剖析：竞争加剧，客单价下滑挤压餐企利润空间	7
上游：生产供应与产品推新能力系重要考量维度	8
生产提效，释放规模效应	9
生产端：原材料控制+规模效应	9
供应端：仓储和物流布局+运营效率	11
研发攻坚，领衔产品推新	12
品价比趋势下餐供行业“危”与“机”并存，谁主沉浮？	15
股价复盘：23 年不同公司表现分化	15
重点推荐：餐饮供应链龙头标的安井食品	17
风险提示	20

核心观点

24 年在居民消费力改善节奏偏稳的合理预期下，我们认为“品价比”（单位价格能够获得的产品品质）为消费者在决策时的主要考量因素。在多维度的竞争压力影响下，餐饮业更新换代的速度加快，客单价下滑进一步挤压餐饮企业的利润空间，其降本增效的诉求持续强化，倒逼餐饮供应链的不断整合与加速发展。消费者的“品价比”需求自下而上逐步传导，餐饮业变局之下供应链能者辈出，我们站在当前视角，解读“品价比”需求下餐饮供应链行业的新趋势。

下游：消费者“品价比”需求下餐企降本诉求强化

消费者的“品价比”需求反映到渠道端，体现为平民大 B 连锁崛起（塔斯汀/蜜雪冰城/瑞幸/库迪等 23 年快速展店）、餐饮企业单店模型重构（如肯德基和必胜客均已衍生出日营业额更低/坪效更高的新店型）。过去我们在讨论餐饮供应链整合的必要性时，将更多注意力放在高人工成本、高租金、原材料成本不断上涨等痛点，而现在成本压力未呈现明显上行趋势，但餐饮企业竞争加剧的大背景下，客单价下滑进一步挤压其利润空间，餐饮企业降本增效的诉求持续强化。

上游：生产供应与产品推新能力系重要考量维度

我们围绕客户的“品价比”需求，提炼归纳了优质供应链企业的核心竞争力。1) 生产供应能力：生产端的优势是性价比的核心来源，龙头有望通过原材料控制及规模效应取得优势；较强的渠道管控力、叠加供应链信息化赋能，有望共同驱动效率提升&费用率下行。2) 产品推新：标准化生产是大势所趋，但目前行业整体产品差异化程度较小，在逐渐内卷的餐饮行业竞争中，下游餐饮企业对供应链服务商的研发能力提出了更高的要求。

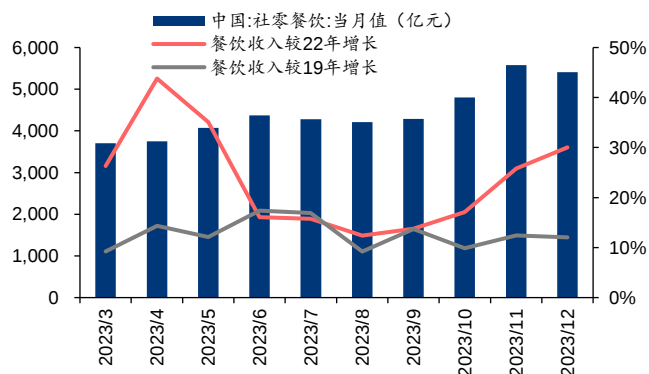
具体到标的，我们推荐餐饮供应链龙头安井食品，我们将从“生产提效→满足降本需求”与“研发攻坚→满足提质需求”两个维度进行解读：成本端看，公司的核心竞争优势主要来源于两方面，一是公司收购了上游原料供应商（新宏业&新柳伍），具备竞争对手无法比肩的原材料控制能力，二是公司采购规模处行业领先地位，后续扩产计划偏积极、有望继续维持产能优势，释放规模效应。此外，鱼浆作为相对小宗的上游原材料，安井通过收并购的动作、或可有效平抑原料价格波动，其余的主要原材料均偏大宗，单个企业或难以取得对原材料的掌控能力，我们判断公司具备较为稀缺的“满足降本需求”的能力。研发端看，公司一直坚持大单品策略，已成功培养出手抓饼、包心鱼丸等过亿大单品，22 年锁鲜装合计体量达 15 亿，充分凸显了公司的产品打造及渠道把控能力，我们判断公司亦具备“满足提质需求”的能力。综上，我们判断安井食品具备行业领先的生产供应与产品推新能力，有望在“品价比”需求下的餐饮供应链行业新趋势中跑出自身 alpha。

区别于市场的观点：当下市场担忧消费弱复苏影响餐饮产业链的成长持续性，我们认为餐饮消费需求仍偏刚性，只是消费者的“品价比”诉求在自下而上传导的过程中，对餐饮供应链企业提出了更高的要求。当前餐供行业仍处于跑马圈地阶段，行业竞争稳态尚未形成，具备“生产提效”与“研发攻坚”能力的餐饮供应链龙头企业仍将收获更多的市场份额。

下游：消费者“品价比”需求下餐企降本诉求强化

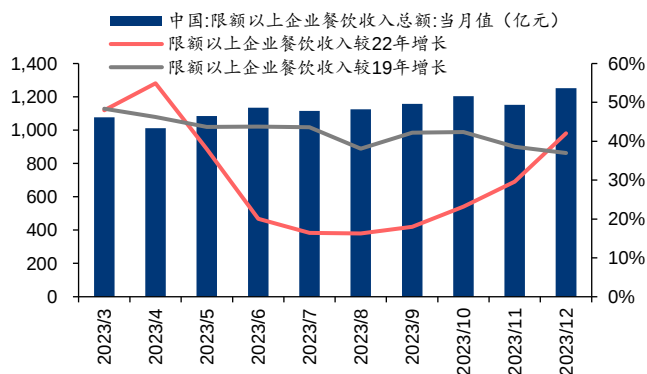
23年以来，餐饮板块呈现渐进复苏态势，疫后餐饮需求整体有所恢复（23年全国社零餐饮收入累计值同比+20.4%至5.3万亿元），但复苏节奏与斜率自春节的脉冲式修复后趋于平稳。与19年相比，限额以上餐饮企业收入增速相对好于餐饮行业整体，与疫情前的趋势差异明显（19年限额以上餐饮企业收入增速低于行业整体）。我们认为，餐饮龙头过去几年逆势扩张，呈现出出色的抗风险能力，集中化仍为主线。分月度看，23年1-3月餐饮企业开店数量呈现高增，但9月以来餐饮企业倒闭数量增加（9-10月餐饮企业闭店数量提升至14.8/13.0万家），预计与整体消费环境相关。

图表1：社零餐饮收入当月同比增速与较19年增速



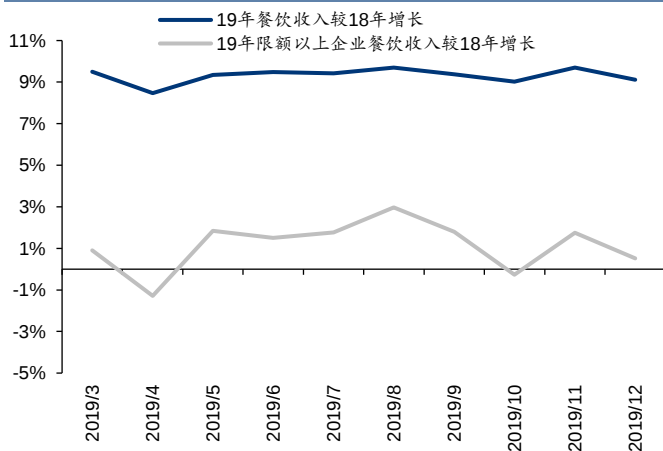
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：限额以上企业餐饮收入当月同比增速与较19年增速



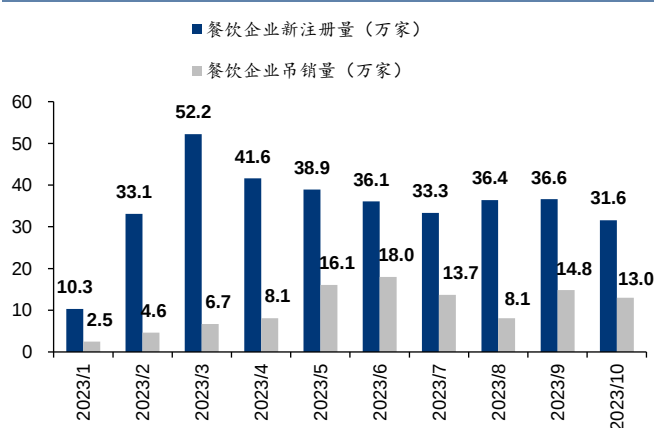
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：社零餐饮收入当月同比增速与限额以上餐饮收入当月同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

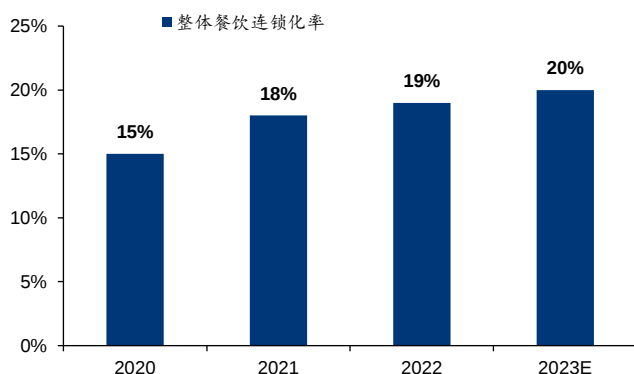
图表4：餐饮企业新注册量及吊销量（万家）



资料来源：餐饮老板内参，华泰研究

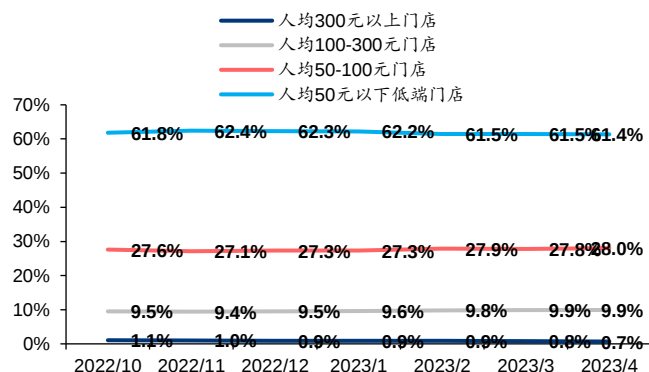
餐饮行业新阶段特点分析：消费者对于“品价比”的追求日益凸显。一方面，需求端性价比是大势所趋，高端餐饮门店占比逐步减少，据中国饭店协会《2023年中国餐饮消费趋势报告》，中国餐饮消费正明显呈现性价比趋势。红餐大数据指出，在22年10月至23年4月的半年期间，高端餐饮门店（人均300元以上）的数量占比波动下滑，而中端餐饮门店（人均100-300元、50-100元）的数量占比呈现波动上升。另一方面，消费者亦不愿意停止对品质的追求，横向对比来看，消费者对餐饮品牌的认可度仍然较高，对应餐饮连锁化率提升的趋势相对确定，23年预制菜进校园等事件频上热搜，亦体现了消费者始终保持对食品安全与健康的注重程度。据中国新闻周刊，24年1月预制菜国标报送稿已经出炉，其中最大的亮点是禁止添加防腐剂，同时必须冷链运输，从国家监管政策的维度对预制菜行业进行规范。此前国家标准的缺失被认为是目前预制菜产业陷入舆论困境和行业乱象的根本原因之一，当前预制菜国家标准有望出炉，为国内预制菜产业发展提供坚实的基础，亦迎合了消费者的“健康”与“品质”需求，“品价比”趋势下行业有望迎来发展新机遇。

图表5：整体餐饮连锁化率



资料来源：中国烹饪协会，蜀海供应链，百川研究院，华泰研究

图表6：22年10月至23年4月各类门店占比变化



资料来源：红餐大数据，华泰研究

龙头仍逆势实现规模扩张，但以高效运营提升为基础。23年以来，外部消费环境整体呈现弱复苏的态势，多数社会餐饮企业需求端有所承压，在此背景下，对餐饮企业的效率内功提出了更高的要求。我们观察到大型连锁企业凭借更加完善/更加成熟的供应链体系、实现更高的运营效率、打造更强的抗风险能力及在困境中的调整能力，连锁化率持续提升，强者恒强的马太效应逐步显现。

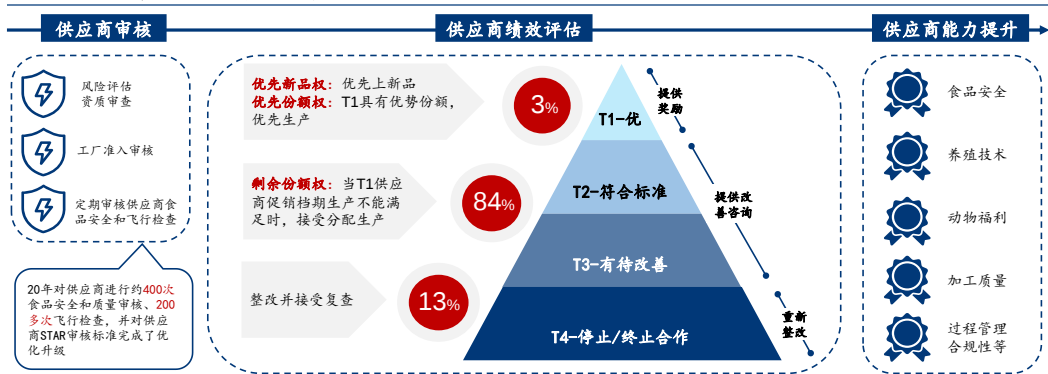
以百胜中国为例，长时间的供应链积淀是公司 23H1 实现门店逆势扩张的重要原因。我们梳理了部分上市餐饮公司的半年度净开店数据,23H1 百胜中国旗下的肯德基/必胜客净开门店 468/169 家，同比+126/+48 家，整体扩张节奏保持稳健，此外，百胜在 2023 年投资者日活动中提到，将加速门店网络布局、积极寻找扩张机会。我们认为，长时间的供应链积淀是百胜 23H1 实现门店逆势扩张的重要原因。百胜实行严格的新供应商准入机制，包括风险评估、资质审查、工厂准入审核等，标准高、审核周期较长。进入百胜的供应链体系后，百胜还会对其供应商进行全面的绩效管理和定期检查。除了严格的准入与定期审核机制外，百胜还会从传授食品安全与质量管理方法、技术培训、产品研发、生产过程管理等多个维度赋能供应商，扶持优质供应商与百胜中国共同成长。多年的磨合与经验的积累帮助百胜及其供应链体系具备更强的抗压能力，在偏弱的消费环境中仍然能取得运营效率的不断优化。

图表7：餐饮公司经营数据：半年度净开店

	净开店趋势	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23
九毛九		2	-6	-38	-7	-7	-8	-6	-1	-1
太二		26	35	35	72	53	64	34	66	47
怂火锅					2	1	6	2	16	15
呷哺呷哺		69	67	-12	51	16	-236	-31	-9	42
凑凑		13	41	5	33	9	34	15	26	25
海伦司			137	20	79	120	431	64	-79	-114
肯德基		269	355	215	417	443	559	342	584	468
必胜客		12	29	-23	97	70	165	121	192	169

资料来源：各公司公告，华泰研究

图表8：百胜中国供应链管理体系

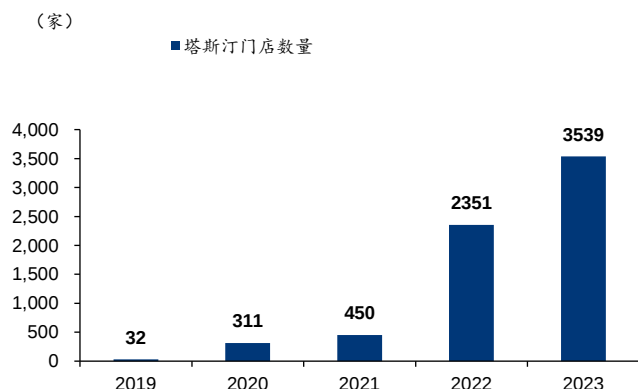


资料来源：百胜中国公司官网，华泰研究

现象解读：“品价比”需求引领渠道变革，平民大B崛起

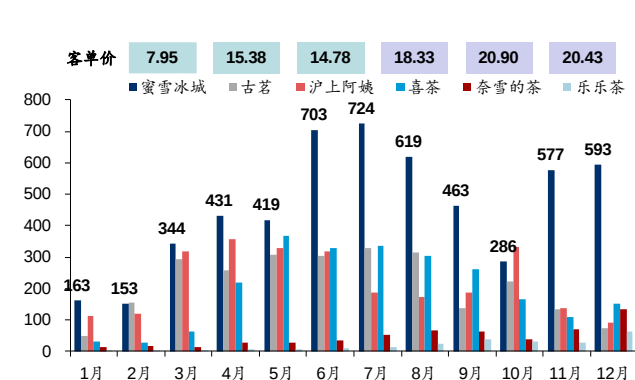
消费者的“品价比”需求反映到渠道端，体现为平民大B连锁崛起。在西式快餐企业中，平民大B最典型的例子为“中国汉堡”塔斯汀的迅猛开店，23年门店数量较22年净增1188家至3539家；在茶饮品牌中，蜜雪冰城或为平民大B崛起的代表企业（据窄门餐眼，其客单价仅7.95元），产品性价比优势显著，23年单月新开店数量各月均居于行业前列；在咖啡品牌中，客单价较低的瑞幸&库迪展店速度亮眼，23年各月新开店数量均明显高于“贵族”咖啡品牌星巴克及manner等。此外，平民大B并没有停止内卷、放弃对“品质”的追求，以主要咖啡品牌为例，据窄门餐眼，23年1-11月平民大B品牌瑞幸/库迪的消费者评分均值为3.9/3.7，并未与客单价更高的星巴克/manner（3.9/4.1）拉开明显差距。

图表9：塔斯汀门店数量



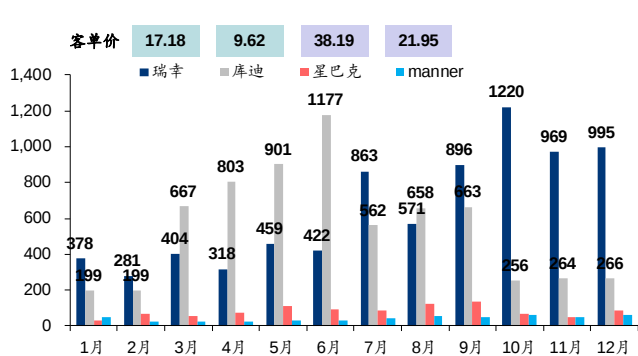
资料来源：窄门餐眼，华泰研究

图表10：23年主要茶饮品牌单月新开店数量对比



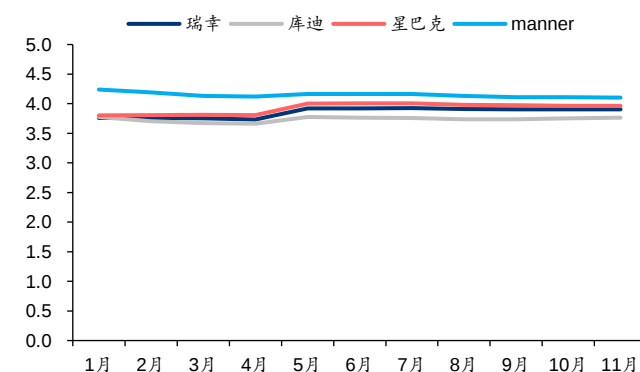
资料来源：窄门餐眼，华泰研究

图表11：23年主要咖啡品牌单月新开店数量对比



资料来源：窄门餐眼，华泰研究

图表12：23年主要咖啡品牌单月消费者评分（星级）



注：我们取各线城市评分均值，该评分综合了对上述品牌口味、环境、服务等的评价；

资料来源：窄门餐眼，华泰研究

消费者客单价下降，导致下游餐饮企业单店模型重构。在餐饮端需求承压的大背景下，如何抓住存量市场的发展机遇成为当下餐饮企业亟需思考的问题，性价比策略成为了各家餐饮企业吸引流量的重要手段。据百胜中国公司公告，23Q3 肯德基平均客单价同比-5%，必胜客平均客单价同比-9%，且折扣促销力度在 23Q4 及 24Q1 仍有所延续（如肯德基推出 19.9 元版本的“ok 餐”三件套全面降价等）。消费者客单价下降，导致餐饮企业单店模型重构，肯德基和必胜客均已衍生出日营业额更低的新标准店（及小店），新店型面积更小、坪效更高，考验餐饮企业的供应链管理能力的。

图表13：肯德基&必胜客各类型门店单店模型

(人民币 元)	肯德基(中国)	肯德基(新标准店)	肯德基(小店)	必胜客(中国)	必胜客(新标准店)
日营业额	24,577	12,857	9,714	19,084	10,000
年营业额	8,601,899	4,500,000	3,400,000	6,679,444	3,500,000
桌数	N/A	20-40	16-24	N/A	N/A
日均下单客户数	705	369	279	250	131
下单客户日均消费	35	35	35	76	76
门店面积	200-400	200-300	100	200-400	200-300
日均坪效	82	51	97	64	40
员工数	N/A	20-30	20	N/A	30-40
日均人效	N/A	514	486	N/A	286
成本端					
原材料及消耗品费用率	31.4%	31.4%	31.4%	31.0%	31.0%
人工成本	21.3%	21.3%	22.2%	26.8%	25.0%
租金		8.0%			
能耗	29.4%	8.0%	25.0%	31.1%	31.0%
折旧		4.0%			
其他餐厅相关开支		8.0%			
利润端					
年均营业利润	1,535,052	866,306	725,495	741,495	456,626
营业利润率	17.8%	19.3%	21.3%	11.10%	13.0%
总部营销及管理费用	5.0%	5.0%	5.0%	6.0%	6.0%
年均税前利润	1,128,942	653,853	564,975	335,324	243,826
所得税费用	282,235	163,463	141,244	83,831	60,956
年均净利润	846,706	490,390	423,732	251,493	182,869
净利润率	9.8%	10.9%	12.5%	3.8%	5.2%
初始投入	150-250	180	150	200-300	140
投资回收期(月)	24	24	23	36-48	38
盈亏平衡期(月)	1-3	1-3	1-3	1-3	1-3

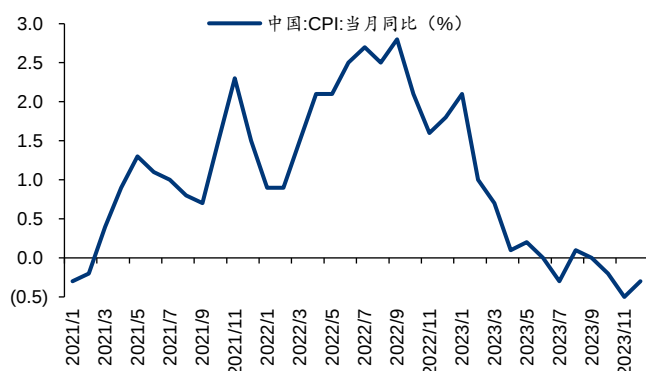
注：百胜的客单价用的是代表品牌肯德基的客单价，百胜中国旗下品牌采用 19 年年报数据，新标准店和小店为 23 投资者日投资者日交流数据；

资料来源：百胜中国公司官网，华泰研究

原因剖析：竞争加剧，客单价下滑挤压餐企利润空间

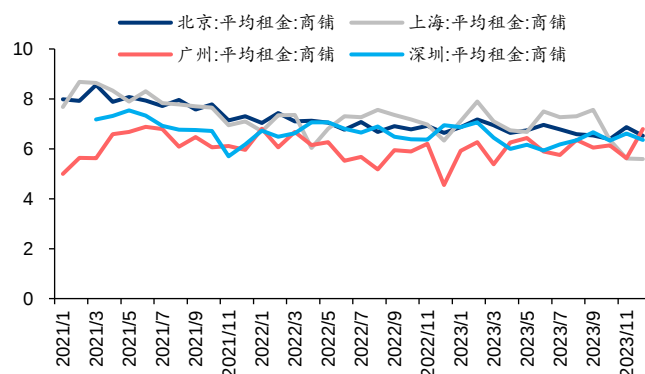
过去我们在讨论餐饮供应链整合的必要性时，将更多注意力放在高人工成本、高租金、原材料成本不断上涨等痛点（据中国饭店协会，从 22 年餐饮企业的成本构成来看，原材料/人力/房租及物业成本是主要的成本构成，分别占比 41.8%/21.3%/9.9%），而现在中国 CPI 走势基本平稳，原材料及人力成本等未呈现明显上行趋势，商铺租金价格基本保持平稳，少量的下滑幅度或不足以对冲终端客单价的下滑幅度。另一方面，在多维度的竞争压力影响下，餐饮业更新换代的速度加快，客单价下滑进一步挤压餐饮企业的利润空间，其降本增效的诉求持续强化，倒逼餐饮供应链的不断发展。

图表14：中国 CPI 当月同比



资料来源：Wind，华泰研究

图表15：北上广深平均商铺租金（元/日·平米）

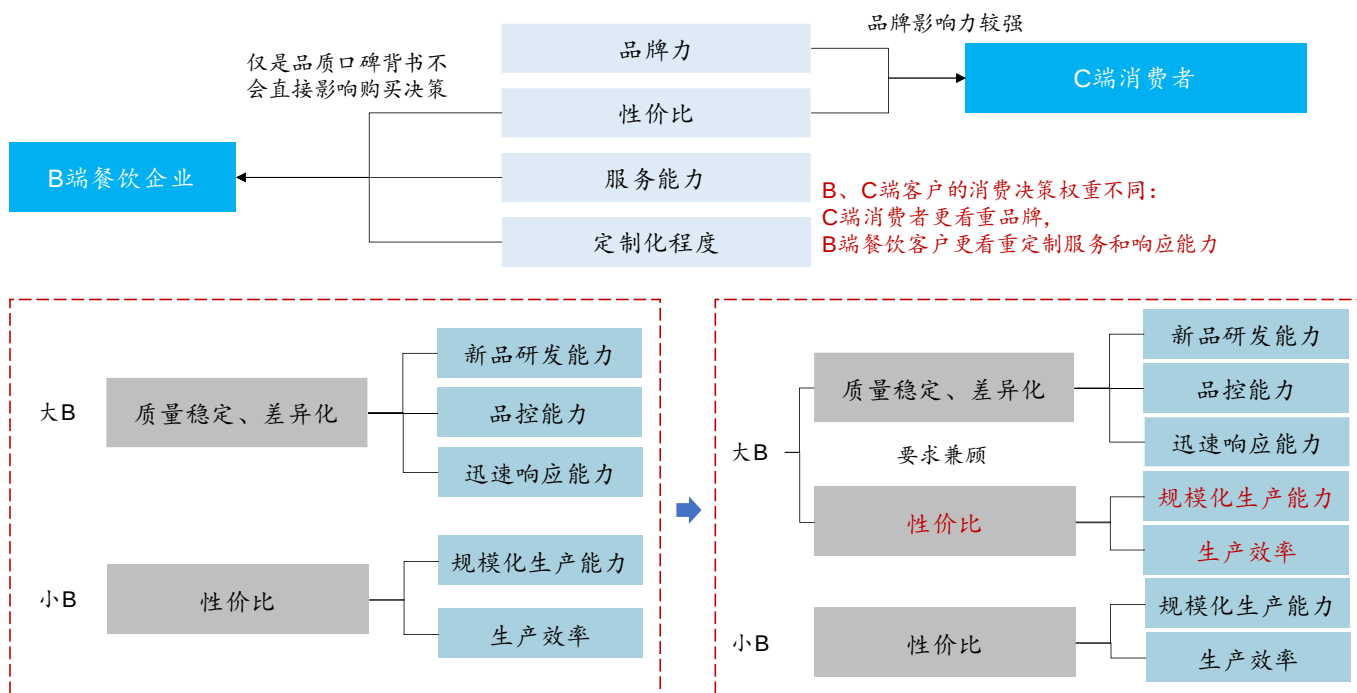


资料来源：Wind，华泰研究

上游：生产供应与产品推新能力系重要考量维度

我们在 22.12.30 日发布的报告《餐饮供应链：长风破浪，千帆竞发》中曾提出不同类型的餐饮客户对预制半成品生产商的需求有所不同，区别于小 B 企业（街边店/夫妻老婆店等）在选择供应商时性价比是首要考虑因素，对于大 B 企业（连锁餐饮企业）而言，质量稳定及差异化的优先级更高。一年已过，岁序更新，当前的餐饮竞争环境已然发生变化，客单价下滑进一步挤压餐饮企业的利润空间，其降本增效的诉求持续强化，餐厅在选择供应商的时候，既看重产品的品质及服务的质量，也看重产品的性价比，满足消费者的“品价比”需求对餐饮供应链企业提出了更高的要求。

图表16：性价比在大 B 企业选择供应商时的考虑权重明显提升



资料来源：华泰研究

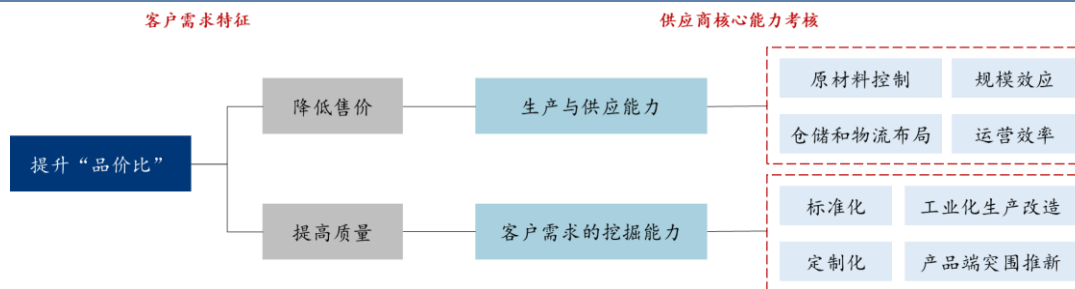
图表17：B 端各渠道类型均有对性价比的共同追求

B 端渠道类型	规模	产品	采购特点
乡厨	1.93 亿	性价比；品类较固定	低频、品类较多，看重时效性
星级酒店宴席	8423 家；3.5 千亿	品质优先；定制化	低频、品类较多，看重时效性
连锁快餐	1200 亿	性价比优先，不同快餐采购品类或有异	高频、品类较少
团餐	1.98 万亿	性价比；品类固定	高频、采购计划性强、品类较少
中小餐饮	687 万家	性价比；品类分散	高频、品类较少
火锅	5200 亿	速冻火锅料，一部分预制菜；不同规模要求不同（品质、高频、品类较少 性价比）	高频、品类较少

资料来源：网易新闻，红餐大数据，华泰研究

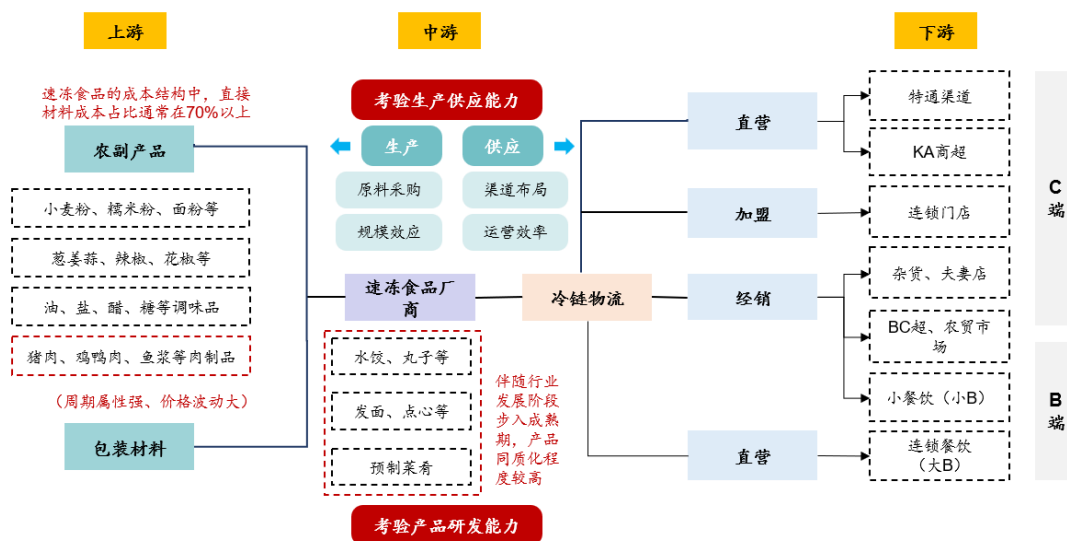
具体来看，提升“品价比”可以从“降低售价”与“提高质量”两方面进行考虑，初期阶段“低货值”品类受益更加直接，但随着消费者趋于理性、消费力边际改善，“物美价廉”、“物有所值”的产品有望步入发展快车道，从而带动整体消费结构的边际改善。我们围绕客户的“品价比”需求，提炼归纳了优质供应链企业的核心竞争力，我们认为生产与供应能力、客户需求的挖掘能力是当前重要的考量维度。因此，完善的研发团队、开发更多客户群体并持续深化合作、扩大收入规模是供应链企业当前需要关注的重点。本章节我们主要从“生产提效→满足降本需求”与“研发攻坚→满足提质需求”两个维度进行解读。

图表18：基于客户需求特征的行业竞争逻辑



资料来源：华泰研究

图表19：速冻食品上中下游产业链解读



资料来源：华泰研究

生产提效，释放规模效应

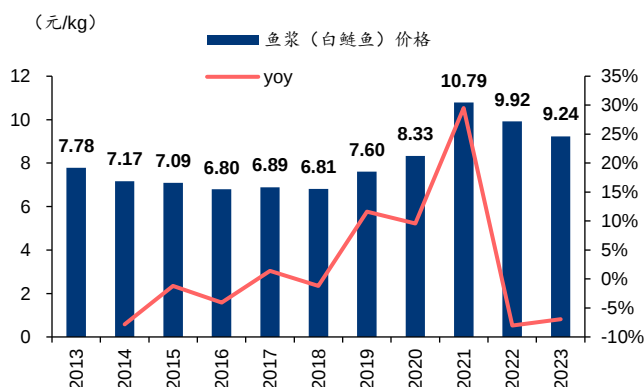
餐饮端客群和渠道多样，但在当前的市场环境下，经济性成为各细分场景（包含大B客户在内）共同的需求，下游餐饮企业降本增效的诉求进一步强化，对上游供应链企业的成本采购与供应链管控能力提出了更高的要求。从生产端看，在速冻食品的成本结构中，直接材料成本占比通常在70%以上，因此原料采购规模与原料控制能力是供应商成本优势的核心来源，前者可以有效摊薄生产制造及运输费用，后者可以帮助公司降低单位采购成本，并可以在原料成本发生波动时，有效平抑价格波动、缓解成本压力。从供应端看，关键竞争要素或为企业的经营效率及费用控制，人效的高与低和集团费用分摊的多与少会通过影响费用率，进而影响企业的盈利能力。

生产端：原材料控制+规模效应

生产端的优势是性价比的核心来源，龙头有望通过原材料控制及规模效应取得优势。1) 原材料控制：供应链企业与上游供应商的良好合作可稳定大宗供给来降低成本，锁价、囤货等措施均基于相关企业对原料行情的研判，不同企业之间采购成本存在较大差异；2) 规模效应：专业的供应链企业采购、运输及加工的体量更大，具备采购及生产端的成本优势，规模效益源于时间和人力的积累。

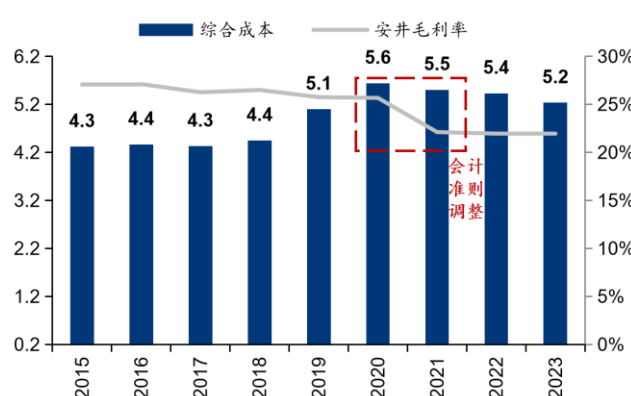
安井食品：收购上游鱼浆供应商，具备竞争对手无法比肩的原材料控制能力。纵向追溯安井在主要原材料端的布局，公司在 2011 年前后通过扶植湖北淡水鱼糜集群，在生产端完成技改，实现了使用淡水鱼糜比使用海水鱼糜更好的成本效果，公司收购上游鱼浆供应商新宏业&新柳伍之后，具备竞争对手无法比肩的竞争优势。此外，安井的鱼糜采购规模更大，可以获得更优的锁价条款。22 年鱼浆/鸡肉/猪肉/牛肉在安井的成本结构中分别占比 30.6%/21.2%/3.1%/2.4%。18-21 年白鲢鱼价格由 6.81 元/kg 逐年提升至 10.79 元/kg，带动核心原材料的综合成本在此期间+23.8%，但安井的毛利率在 18-20 年基本平稳，21 年安井毛利率同比-3.6pct，系会计准则调整、人工成本&生产投入增加、运费增加、产品结构变化（新增冻品先生及新宏业等菜肴业务毛利率偏低）等。总体看，安井在原材料成本上行期、呈现出较强的管控能力。

图表20：13-23 年鱼浆（白鲢鱼）价格变动趋势



资料来源：Wind，华泰研究

图表21：核心原材料的综合成本（元/500g）及安井毛利率的变动情况

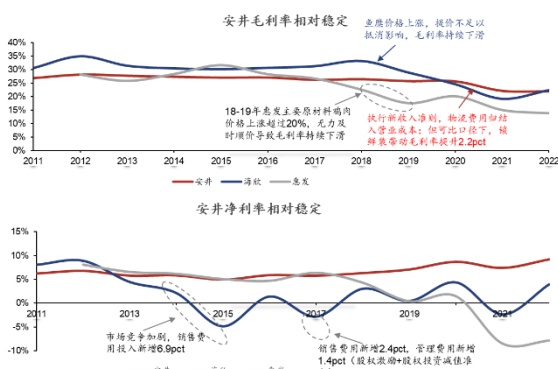


注：我们用上述的原材料占比估算得到速冻火锅料行业核心原材料（白鲢鱼、鸡肉、猪肉、牛肉）的综合成本（不同年份的原材料占比有差异）；23 年安井毛利率采用 23Q1-3 的毛利率，其余为年度毛利率；

资料来源：公司公告，华泰研究估算

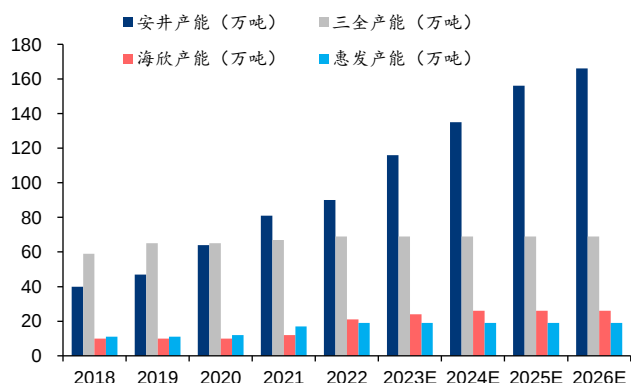
纵向追溯来看，安井的毛利率&净利率均比竞争对手更加稳定，我们判断对上游原料供应商的强议价能力和下游经销商的强需求粘性是打造利润曲线的关键。1) 对上游：一方面，安井通过收购上游原料供应商、原材料优势产区建厂（如在山东建工厂系为了更好地利用当地充足的鸡肉资源）等降低采购成本，另一方面，速冻食品企业产能规划一般需要提前两年左右布局，目前主要头部企业未来三年除安井外均无扩产计划，安井作为行业龙头，有望继续维持产能优势、释放规模效应；2) 对下游：行业发展初期 B 端冻品经销商单个规模较小、能力尚有欠缺，安井开展贴身服务，帮助经销商开发下游分销商，据公司公告，22 年公司销售人员 3885 人，人均服务密度（经销商/销售人员）仅 0.47（vs 三全 1.69 vs 千味央厨 4.04），长期积累下已建立起忠诚、稀缺的大商基本盘，渠道粘性已然形成。

图表22：安井的毛利率&净利率均比竞争对手更加稳定



资料来源：Wind，华泰研究

图表23：速冻食品行业主要头部企业未来三年除安井外均无扩产计划



资料来源：公司公告，华泰研究

千味央厨：绑定大 B、做大单个产品规模，通过具备极致性价比的油条产品拓展小 B 客户。不同于多数速冻食品企业，公司服务大 B 客户起家，通过与大 B 客户的深度合作、做大单个产品的规模，如 22 年公司油条产品销售收入接近 4 亿（占公司总收入的~26%），其中给百胜中国供应的油条产品销售收入约 1 亿，22 年公司蛋挞产品销售收入 1.8 亿（占公司总收入的~12%），其中给百胜中国供应的蛋挞产品销售收入约 8000 万，相比竞争对手而言，公司的收入结构中，大单品的贡献更为明确，规模效应得到释放。经销渠道是公司过往的短板，未来公司规划将着力推动起量，公司将自己具备极致性价比的油条产品作为在小 B 端主推的排头兵，并通过油条产品在小 B 渠道的放量进一步强化自己大单品的规模优势。千味央厨系速冻油条的发明者，无论是成本控制还是规模都领先同行好几年的水平（据公司公告，22 年公司的油条产品规模已达到 3.8 亿，而第二名仅有 3000-4000 万），千味央厨在油条品类能做到极致的性价比，满足小 B 对于价格的要求，较竞争对手具备明显的领先优势。

图表 24：千味央厨主要大客户收入规模（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
百胜中国	178	212	273	201	245	240
华莱士	13	24	26	40	71	82
海底捞				21	63	48
老乡鸡				3	8	9

资料来源：公司公告、华泰研究

图表 25：千味央厨主要大单品收入规模（百万元）

	2020	2021	2022
油条	261	351	380
饺子（菜肴）	50	135	232
其中：蒸煎饺			180
蛋挞皮	150	120	179

资料来源：公司公告、华泰研究

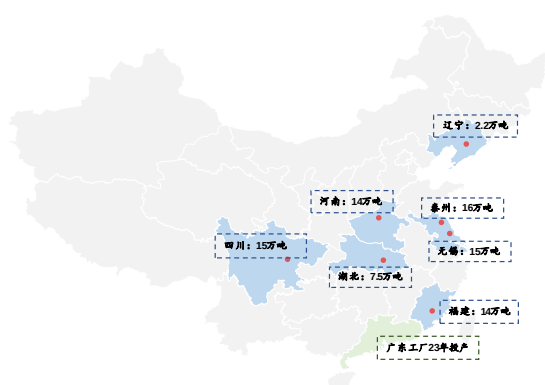
供应端：仓储和物流布局+运营效率

自建冷链可在运费端获得成本节约优势，精细化的供应链管理是企业良好业绩的基石。1) **仓储和物流布局：**销地产的产能布局所带来的规模效应可驱动相关企业物流履约及销售费用率持续下行，此外，速冻调理产品需要相关企业配置冷链，自建冷链投入较高，但可有效降低单吨运费；2) **运营效率：**主要体现在精细化的供应链管理，高效的仓储运输服务可有效降低供应成本、提升供货的时效性和响应客户的能力。

全国化“销地产”布局所带来的规模效应，驱动物流履约成本下行。对比主营业务均为速冻鱼糜制品的安井和海欣，安井采用“销地产”产能布局模式，在华东、东北、西南、华中、华北、华南均建有工厂（或在建工厂），而海欣的工厂集中在福建和浙江等沿海城市，配送至东北/西北等地的运输成本较高。运费摊薄&属地化生产和更为规范/高效的招投标管理可有效降低物流成本、打造领先优势。

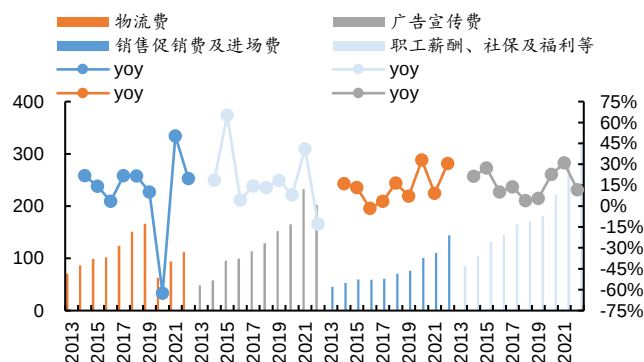
较强的渠道管控力、叠加供应链信息化赋能，共同驱动销售费用率下行。我们分两个阶段来看安井的销售费用变化趋势：13-17 年，行业竞争激烈，公司销售费用率保持在 14%-15%，并未出现大幅上升；17-22 年，行业价格战基本结束，安井市占率持续提升，销售费用率开始快速下降，且下降速度显著快于其市占率的提升速度。总体看，在行业竞争激烈的阶段，安井销售费用并未明显上升，但随着行业竞争趋缓，安井的销售费用率开始快速下降，原因：1) 公司在小 B 渠道强大的服务能力让经销商持续成长，逐渐建立品牌信任度，最终体现出一定的“品牌效应”，因此广宣、促销进场费等增幅显著低于营收及利润的增幅；2) 随着供应链信息化的赋能，公司单个销售人员负责的品类和渠道虽然增加，但工作量并未同等增加，因此单个销售人员的效率会有所提升，所以物流、职工薪酬等主要销售费用细项的增幅显著低于营收及利润的增幅。

图表26：22年安井各地产能布局：分散全国（销地产布局完善）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表27：13-22年安井销售费用分拆主要项目变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，华泰研究

研发攻坚，领衔产品推新

食材工业化、标准化和规模化生产是未来趋势，定制化需求将作为“大而全”模式的补充长期存在。速冻食品厂商的主要产品包括水饺、丸子、发面、点心、预制菜肴等，产品标准化是供应链服务商集中下游需求，并集约化释放规模效应的前提，一度系大型服务商努力的主要方向，但目前行业整体产品差异化程度较小，在逐渐内卷的餐饮行业竞争中，下游餐饮企业对供应链服务商的研发能力提出了更高的要求。1) 标准化：通过标准化食材供应，供应链服务商可凭借规模优势有效控制原材料/能源成本，并通过代替完成菜品前端处理环节，帮助下游有效压降劳动力及租金成本；2) 定制化：部分下游客户或存贴合差异化品牌定位的定制化需求，且对于差异化产品的追求在下游餐饮企业竞争激烈的当下愈加凸显，希望供应链企业扎实的研发能力能帮助餐企突出重围。

安井食品：公司一直坚持大单品策略，已成功培养出手抓饼、包心鱼丸等过亿大单品，22年锁鲜装合计体量达15亿，充分凸显了其强劲的产品打造优势及渠道把控能力。究其原因，我们认为安井出色的产品打造能力离不开流畅的新品研发机制。从研发分工上看，公司产品类别和研发由总经理张清苗负责总体操盘，营销由副总经理黄清松落地执行，而后各大区执行黄清松的营销推广方案。公司实行“销地产”和“产地研”模式，及时回应市场并推出新品，通过大单品打开市场突破口后带动其他品类的销售，以突破已有大单品的潜在天花板。公司总部负责新品立项和策划，不同生产基地分别负责某一品类的新品研发，确保新品能够批量密集上市，安井强大的供应链优势，为其大单品的打造保驾护航，构建起更加丰富的产品矩阵，实施“全国性新品+区域性新品”策略。

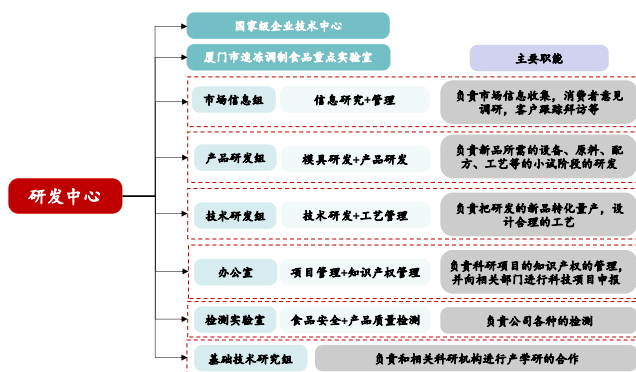
图表28：安井SKU丰富度与竞品对比（更新至23年1月末）

主要品牌	火锅料制品									面米制品										
										汤圆水饺类			发面/主食类							
	撒尿牛丸	香菇贡丸	鱼丸	虾滑	蟹柳	烤肠	鱼豆腐	小酥肉	芝士包	汤圆	水饺	蒸煎饺	手抓饼	馅饼	包子	小笼包	烧卖	馒头	发糕	油条
安井	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
海欣	√	√	√	√	√	√	√		√		√		√				√			
惠发	√	√	√	√	√	√	√	√			√		√		√			√		√
三全	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
思念	√	√	√	√		√	√	√		√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√

资料来源：淘宝官方旗舰店，华泰研究

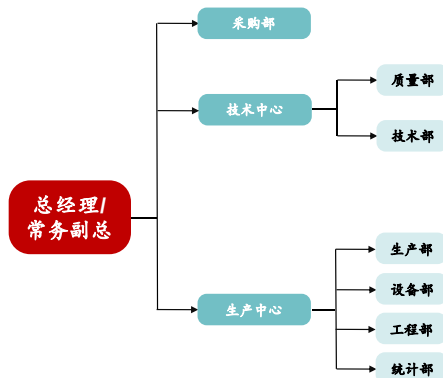
总部层面看，公司每年集中全部资源培养 3-5 个“战略大单品”，集中资源对有潜力的产品做适度的创新突破，从而推出“全渠道适用、全区域适销”的大单品，一旦发现“潜力冠军”产品则顺势而为、“拔高和放大”，使其成为战略新产品。而对于销量较低的单品，将视为淘汰产品，需要重新调制升级或者开发新品替代，使产品没有库存。**各基地层面看**，基地总经理从单纯的“生产总经理”转变为“经营总经理”，承担新品上市推进的责任，采用“及时跟进、适度创新”的研发策略，各生产基地每年需推出一定数量达到考核标准的区域新品。此外，公司亦具备出色的“适度创新”能力，以大单品红糖馒头为例，该产品并非安井原创，但安井用“真正的红糖水+提高面粉质量+表面加上燕麦”对其进行改造后，进行全国的大规模推广，使公司的红糖馒头单品迅速达到了千万量级的销售额。

图表29：安井集团总部技术中心组织架构图



资料来源：《对标学习：安井多品类运营的业务战略与组织模式解析》，华泰研究

图表30：安井含技术部的子公司组织架构图



资料来源：《对标学习：安井多品类运营的业务战略与组织模式解析》，华泰研究

千味央厨：具备场景化研发能力，精准理解并落地客户需求。关于公司的主要产品特征，我们选取其代表性产品工业油条进行分析，公司在速冻油条行业内的领先优势是其研发能力的有力验证。公司在速冻油条领域的专注深耕及丰富的食用场景开拓充分验证了其领先的产品挖掘、研发及需求落地能力。公司第二大单品蒸煎饺（据公司公告，22 年蒸煎饺销售体量 1.8 亿）的成功亦为公司场景化研发能力的有力证明，“堆蒸不破”的技术创新有效解决了早餐及团餐场景下厨师需要一个个摆放好饺子以防止粘连/破皮的需求痛点，同时较竞品具备性价比优势，储备大单品大包子（80-85g，区别于巴比等 35-60g 的产品）23 年改良口感之后（加了半人工的操作，面皮更劲道，馅更有汁水），产品依然具备性价比优势，公司供货价 0.8 元（终端售价预计可达 2 元），低于竞争对手。从公司人员配置来看，技术研发部总监是有“速冻油条之父”之称的贾学明，研发了公司第一代油条、蛋挞和其他爆款产品，拥有蛋挞皮及其制备方法等专利技术，曾是思念的面点师、研发组长等，为核心技术人员，从业经验丰富。从公司发展历程来看，公司服务大 B 起家为其带来创新能力的赋能，模拟餐厅后厨、站在客户的角度发现并解决问题是公司产品创新的源动力，相比竞争对手，公司的研发能力受到了包括百胜在内的大 B 客户反复磨练，当前已具备充足的竞争优势。

图表31：对千味央厨大单品油条的解读



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

品价比趋势下餐供行业“危”与“机”并存，谁主沉浮？

24 年在居民消费力改善节奏偏稳的合理预期下，我们认为“品价比”（单位价格能够获得的产品品质）为消费者在决策时的主要考量因素。消费者的“品价比”需求自下而上逐步传导，餐饮业变局之下供应链能者辈出，本章节我们主要探讨谁将在“危”与“机”并存的行业新趋势下胜出？

我们在前两个章节中得出结论：1）对于下游餐饮企业而言，消费者的“品价比”需求将使餐饮企业降本增效诉求进一步强化；2）对于上游供应链企业而言，生产供应与产品推新能力系重要的考量维度。具体到标的，我们推荐餐饮供应链龙头安井食品，我们将从“生产提效→满足降本需求”与“研发攻坚→满足提质需求”两个维度进行解读：

成本端看，公司的核心竞争优势主要来源于两方面，一方面，公司收购了上游原料供应商（新宏业&新柳伍），具备竞争对手无法比肩的原材料控制能力，另一方面，安井作为行业龙头，采购规模处领先地位，后续扩产计划偏积极、有望继续维持产能优势，释放规模效应。此外，鱼浆作为相对小宗的上游原材料，安井通过收并购的动作、或可有效平抑原料价格波动，其余的主要原材料均偏大宗，单个企业或难以取得对原材料的掌控能力，我们判断公司具备较为稀缺的“满足降本需求”的能力。研发端看，公司一直坚持大单品策略，已成功培养出手抓饼、包心鱼丸等过亿大单品，22 年锁鲜装合计体量达 15 亿，充分凸显其产品打造及渠道把控能力，我们判断公司亦具备“满足提质需求”的能力。

综上，我们判断安井食品具备行业领先的生产供应与产品推新能力，有望在“品价比”需求下的餐饮供应链行业新趋势中跑出自身 alpha。

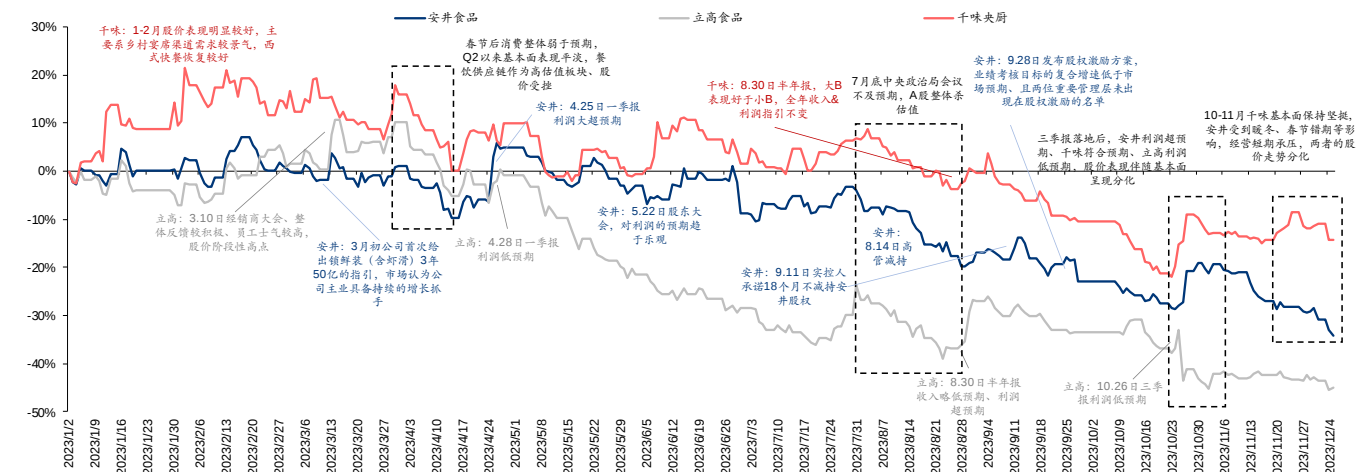
股价复盘：23 年不同公司表现分化

我们对餐饮供应链重点公司 23 年的股价表现进行复盘，不同公司有所分化，千味央厨领跑。整体来看，餐饮供应链板块 23 年的股价表现可分为 3 个阶段：

1) 年初至 3 月底：千味央厨股价持续领跑，主要系春节期间乡村宴席渠道需求较景气，西式快餐企业（如公司核心大客户百胜/华莱士等）复苏进程领先；安井于 23 年 3 月初首次给出锁鲜装（含虾滑）3 年 50 亿销售收入的目标指引，市场认为公司主业具备持续的增长抓手，上调全年的收入增速预期（核心系主业收入增速上修）；立高 23.3.10 日召开经销商大会，整体反馈较积极、员工士气较高，股价达到阶段性高点。

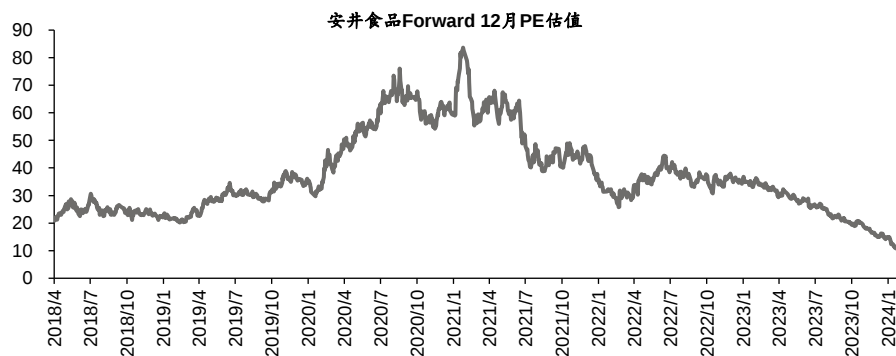
2) 4-10 月：23Q2 以来消费整体呈现弱复苏态势，板块经历戴维斯双杀。业绩层面，安井由于 B 端需求修复程度偏弱、叠加 C 端需求基本保持平稳，23 年收入增速有所下修；立高由于下游饼店（公司收入结构中占比最大的渠道）需求修复缓慢，全年业绩下修；千味央厨因全年收入及利润指引不变，横向对比来看、股价波动不大。估值层面，餐饮供应链板块跟着龙头安井估值不断下探，安井的估值水平从 30-35x 下滑至当年 20x 左右。

3) 10-12 月：外部消费环境不佳、影响交易情绪，下游餐饮企业需求短期承压，叠加春节错期的影响，使得餐饮供应链部分公司面临短期经营困境，同时影响市场对于 24 年的预期。安井 23Q4 受到暖冬及春节错期的影响，主业表现平淡；立高三季报利润低预期，股价次日大跌，随后基本保持平稳；千味央厨受益于核心大客户百胜在全国范围内上新饼汉堡产品，基本面保持坚挺，股价横盘震荡、有相对收益。

图表32：餐饮供应链重点公司 23 年股价复盘


资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

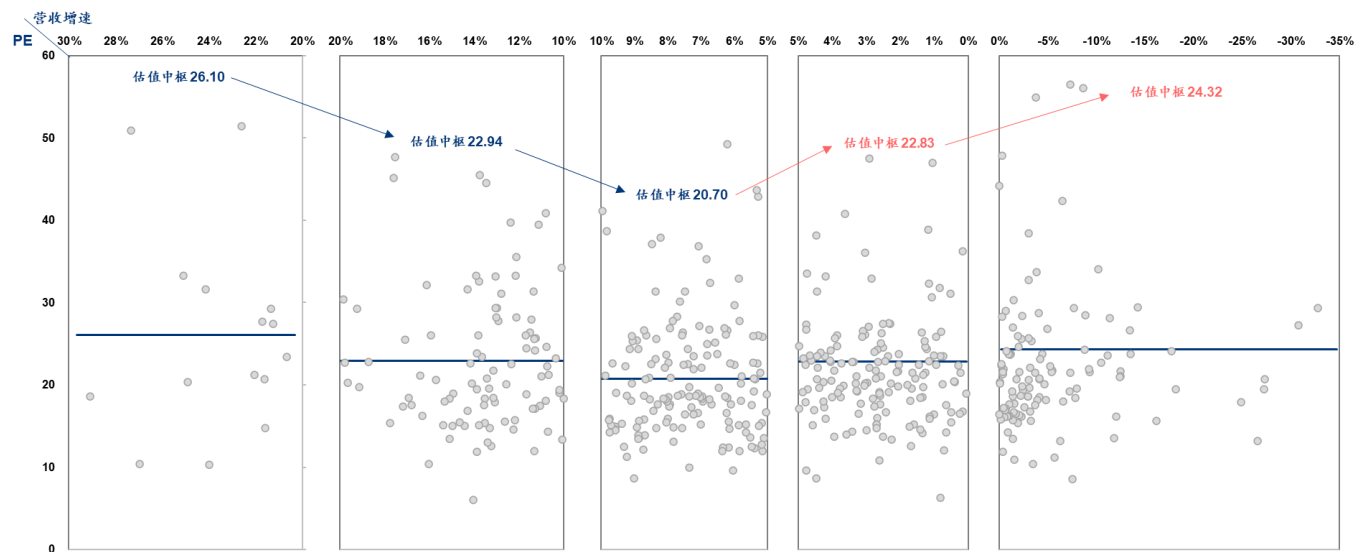
估值层面，截至 24.2.20 日收盘，安井市值对应 24 年 PE 14x，位于上市以来最底部估值位置（低于 10%分位数）。纵向对比公司自身的历史估值中枢，当前的估值已落入性价比区间，建议从中长期角度低位布局。

图表33：上市至今安井食品 Forward_PE 估值表现


资料来源：Wind，华泰研究

我们在 23.1.31 日发布的报告《借镜观澜，从海外龙头看食品饮料板块估值》中曾汇集了 19 家海外龙头公司连续 30 年左右的财务数据，以单家公司单一年度的数据作为一个独立样本点（剔除营收增速 30% 以上的样本点，因该增速阶段样本量少且多为收并购带来的营收高增），总计获取 548 个样本点。由此我们观察到在海外龙头公司营收增速处 10%-20% 区间时，对应估值中枢约 20.70x。横向对比海外龙头公司，我国速冻龙头安井已处低估区间。

图表34：海外食品饮料龙头估值与营收增速的非线性关系

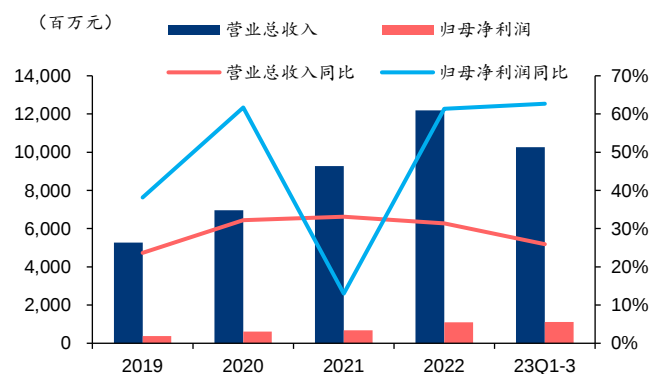


资料来源：Bloomberg，华泰研究

重点推荐：餐饮供应链龙头标的安井食品

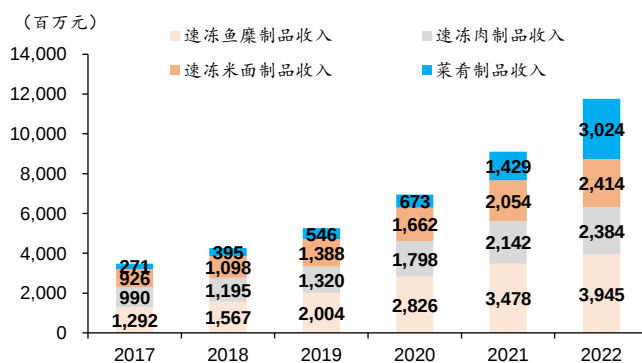
安井主业（包含鱼糜、肉制品、米面等传统业务）占比稳定，23Q1-3 收入占比 76%（不含小厨），其余基本为菜肴制品。公司火锅料主业逐渐与竞争对手拉开差距，主要系其利用自己的供应链优势强化规模效应、成本优势，结合产品打造能力，构建大单品矩阵，并利用流量大单品带动渠道积极性。近 10 年安井主营产品的收入结构重心逐渐向优势业务速冻鱼糜制品/肉制品转移，速冻米面收入占比相对降低。预制菜风口下，公司顺应趋势成立子品牌“冻品先生”（22 年 4 月全资控股）与“安井小厨”（22 年 5 月成立）事业部，在速冻菜肴赛道迅速发力。

图表35：安井营业总收入及归母净利润



资料来源：Wind，华泰研究

图表36：安井分产品收入结构



资料来源：Wind，华泰研究

图表37：安井竞争壁垒



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

1 月经营状况较优，烤肠/牛羊肉卷/大 B 业务等亮点纷呈。随着天气转冷，24 年 1 月公司已回归至加班加点、积极备货的正常经营轨道。展望 24 年，烤肠、牛羊肉卷、大 B 业务等亮点纷呈。产品端，公司将烤肠业务提到了主业“三路并进”的战略地位，计划积极自建烤肠渠道，有望在后续旺季期间取得良好表现；牛羊肉卷 23Q4 表现亮眼，后续增长势头有望进一步延续。渠道端，公司计划更加重视大 B 业务的发展潜力，持续夯实全渠道领先的战略布局，据安井官方公众号，23.1.5 日安井与张亮集团签署战略合作协议，主动拥抱渠道变化；23.1.17 日与鲜喵科技签署战略合作协议，持续布局即时零售赛道。此外，公司于 24.1.25 日发布了大股东承诺 5 年不减持的公告，承诺力度较大，为资本市场注入稳定剂和强心针。我们对市场关注度较高的烤肠与牛羊肉卷业务解读如下：

1) 烤肠：消费市场广阔，竞争稳态尚未形成，新品牌仍有发展空间。

行业规模：近年低温肉制品（如烤肠）CAGR 为 6.3%，冷链设备及配送体系的完备和人们对低温肉健康属性的认知程度加深是促进烤肠等低温肉发展的主要原因，消费空间广阔。据弗若斯特沙利文，近年来，中国高温肉制品（如火腿肠）CAGR 为 3.7%，而低温肉制品（如烤肠）增长率则达 6.3%。低温肉制品中，烤肠的市场份额占到了半壁江山，我国一年的烤肠销量达到 18 亿根左右。当前随着国内电商的发展，冷链已经构建起从省际干支线到“最后一公里”等完善的配送物流网络，也为速冻烤肠等产品的生产销售提供了良好的基础条件。烤肠下游的主要消费场景包括各类摊点，如校门口的小卖部、夜市的街边摊、商场和旅游景点的小吃摊、便利店的烤机等，疫情催化下，伴随烤箱、空气炸锅等厨房小家电的蓬勃发展，烤肠的 C 端消费场景亦被不断开拓。

竞争格局：市场集中度较低，未见细分领域的头部玩家。高端烤肠市场原先被尊乐、SPAM、荷尔美等进口品牌占据，近些年国产品牌在中高端烤肠市场发力，传统肉制品大厂（双汇等）、冷冻预制菜企业（大希地/安井等）、新消费品牌（本味鲜物/锋味派等）纷纷入局，当前国产品牌已在电商渠道的销售中占据前列。在低温肉肠领域，消费者心智尚未被传统肉制品品牌完全占据，当前竞争格局仍不稳定，以“好吃/健康/多品类”为主要方向的多款新锐品牌弥补了高温肠/低质烤肠的缺点，积极填补空白价格带，并借助新电商营销流量，发展势头迅猛。如本味鲜物成立于 19 年，最早以一款黑猪肉烤肠切入低温肉制品市场，21 年全渠道销量已超过 1 亿元，复购率高达 30%，当前年销售额过 2 亿元；东方甄选自营品牌烤肠于 23 年 6 月上线，23H1 便闯入线上渠道销售榜单 Top10，23H2 烤肠单品营收接近 3 亿元。而传统肉制品大厂双汇自 12 年便开始注重低温肉制品的发展，当前烤肠主攻 1-3 元中低端价格带。

图表 38：线上 TOP 烤肠品牌金品榜：锋味派/大希地蝉联冠军

2022 年	品牌	2023 年中期	品牌
1	锋味派 Fengweipai	1	锋味派 Fengweipai
2	大希地 Hitomorrow	2	大希地 Dahiti
3	双汇 Shiniway	3	海霸王 Hai Pa Wang
4	弗伦德 Friend	4	双汇 Shiniway
5	本味鲜物 Benweixianwu	5	展艺 Zhanyi
6	正大 CP	6	东方甄选 Dongfangzhensuan
7	丰帆 Fengfan	7	雄丰食品 Xiong feng
8	雄丰 Xiong feng	8	本味鲜物 Benweixianwu
9	绝世 Jueshi	9	良品铺子 Bestore
10	皇家小虎 Huangjiaxiaohu	10	皇家小虎 Huangjiaxiaohu

注：样本数据源自天猫、京东、抖音、拼多多、快手、苏宁易购等占中国 B2C 零售市场规模超过 80% 的主要电商平台零售监测；
资料来源：快消品网，华泰研究

图表 39：主要烤肠品牌配料、价格对比

	品牌名	明星单品	配料特点	价格	规格
国外品牌	尊乐	经典原味烤肠	配料只有猪肉、水、固体玉米糖浆；无额外添加淀粉、大豆蛋白、和鸡肉	9.75 元/根	520g/8 根/78 元
国内品牌	锋味派	原味黑猪肉爆汁烤肠	80% 黑猪肉，猪肉后腿肉，肥瘦比 1.5: 8.5	8.625 元/根	400g/8 根/69 元
	本味鲜物	雪山黑猪原味肉肠	81% 黑猪肉，鸡肉，无任何食品添加剂，肥瘦比 1.5: 8.5	7.44 元/根	480g/8 根/59.5 元
	东方甄选	原味黑猪肉烤肠	80% 肉含量（60% 黑猪肉，15% 猪肉，11% 鸡肉），猪肉后腿肉，无淀粉，无着色剂/防腐剂	4.875 元/根	400g/8 根/39 元
	海霸王（台湾品牌）	黑珍猪黑胡椒味肉肠（锁鲜装）	81% 肉含量，无淀粉无色素	4.3-6 元/根	268g/5-7 根/30 元
	双汇	双汇地道肉肠	猪肉/鸡肉，有淀粉/食品添加剂，肥瘦比 3: 7	2.98 元/根	300g/5 根/14.9 元
	安井	火山石烤肠	主要配料包括猪肉、鸡肉、水、白砂糖、食用盐、天然肠衣等	3.98 元/根	500g/10 根/39.8 元
	雄丰食品	原味地道肠	90% 猪肉鸡肉含量，有食品添加剂，肥瘦比 3: 7	2.7 元/根	1500g/24 根/64.9 元
	大希地	火山石烤肠	80% 肉含量	2.09 元/根	500g/10 根/20.9 元
	展艺	火山石烤肠	70% 猪肉鸡肉含量，有淀粉，有食品添加剂	1.6 元/根	500g/10 根/16 元
			90% 猪肉鸡肉含量，无淀粉，有食品添加剂	2.69 元/根	500g/10 根/26.9 元
	皇家小虎	脆皮烤肠	1（电商渠道未公布具体配料信息）	1.5 元/根	500g/10 根/15 元

资料来源：各品牌天猫旗舰店，华泰研究

壁垒解析：随着不同类型的玩家陆续进入烤肠市场，行业竞争愈发激烈，由于进入壁垒较低，当前产品同质化程度较高，高品质肉源/干净的配料表/爆汁/较高的肉含量/黄金肥瘦比/多品类等卖点一经推出就被其他品牌学习跟进。目前在保持产品美味度的同时尽量做到零添加仍然是烤肠的重要发展趋势；能够兼具高品质和低成本的企业才能更好地应对后续的竞争压力。以本味鲜物为例，其通过和牧场协作直采的方式降低成本、避免在流通市场购买黑猪肉时肉源的不确定性，同时可以获得鲜肉品牌的双向背书；目前本味在大兴安岭、山东莲花山等地均布局了自己的黑猪养殖牧场。我们认为肉源的可靠性&稳定性以及成本管理将是烤肠市场相关玩家的核心壁垒，当前双汇等传统肉制品大厂具备一定优势，对于面向中高端市场的新锐品牌以及切入烤肠赛道的速冻品牌来说，强化原材料控制力、提升渠道匹配度或为构建核心壁垒的必要出路。

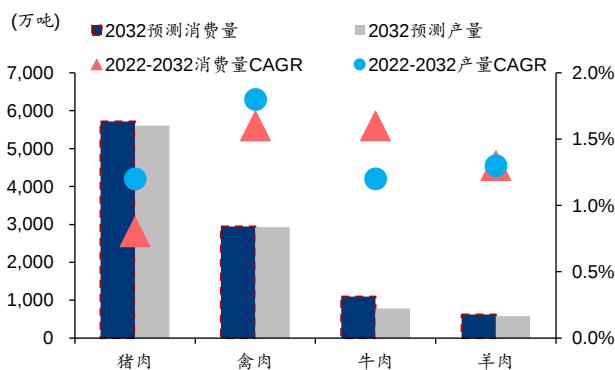
2) 牛羊肉卷：消费量有望持续增长，养殖屠宰企业居多，核心壁垒在于原材料控制与加工。

行业规模：伴随国民肉类消费结构升级，牛羊肉消费量在未来十年间有望保持增长。当前国民肉类消费中占比最高的为猪肉，据《中国农业展望报告 2023-2032》预测，23 年消费量预计达 5719 万吨、是牛肉消费量的 5 倍多。国内肉类消费结构升级将给牛羊肉等优质肉类带来了较大的增长空间，据麦肯锡《万亿机遇，无肉不欢：中国肉食消费市场报告》，17-21 年猪肉消费占比从 63%降至 59%，禽类/牛肉则分别从 22%/9%升至 26%/10%。居民健康意识提升和收入水平提高共同促进肉类消费结构改善，我国国民对牛肉的健康认知程度较高，根据麦肯锡 22 年调研，20%的中国消费者有增加牛肉消费的意愿。随着肉类消费结构升级，猪肉消费量将呈现较基期年均增速放缓的趋势，而牛肉的生产和消费均将保持较快增长。据《中国农业展望报告 2023-2032》预测，22-32 年我国牛肉消费量 CAGR 为 1.6%，羊肉为 1.3%，而猪肉仅有 0.8%。

连锁餐饮和家庭消费对冷冻牛羊肉卷的需求均较为强劲。从 B 端需求来看，火锅餐饮市场 23 年规模达 5444 亿元，同比+13.53%，基本恢复至疫情前的水平（19 年市场规模 5488 亿元）。据辰智数据，在各大派系火锅中，牛肉卷均位居荤菜销量前列（川渝/北派火锅居于 Top2，粤式火锅居于 Top3），羊肉卷位列北派火锅荤菜销量首位。从 C 端需求来看，疫情带动家庭火锅消费市场的培育，据前瞻产业研究院调查显示，21H1 我国 49.3%的消费者偏好在家里吃火锅，家庭火锅的流行也将增加传统商超/生鲜/火锅超市等牛羊肉卷的消费。按照预制菜宝典预估，当前国内牛羊肉预制菜消费量（含冷冻牛羊肉卷）占牛羊肉整体消费量的 1%左右，22 年预估消费量达 14.84 万吨，按 80 元/斤的价格进行测算，当前牛羊肉预制菜的消费金额约 238 亿元。

竞争格局：行业整体集中度较低，养殖屠宰企业居多。牛羊肉卷及其他冷冻牛羊肉产品细分赛道的玩家主要可分为两类，一是上游养殖屠宰企业，向产业链下游拓展，布局牛羊肉预制菜，代表企业包括皓月、恒都、科尔沁等，凭借全产业链覆盖的优势，肉源可控，加工技术成熟，各环节的成本控制能力较强；另一类是综合型生产企业，包括下游餐饮品牌（东来顺）、预制菜企业（安井冻品先生）等，牛羊肉预制品只是其业务中的一部分，综合实力较强，企业规模较大，品牌知名度较高。其中餐饮品牌东来顺以其上游牛羊肉生产基地为基础，致力于向现代餐饮供应链商转型，目前布局 C 端为主，通过商超/电商零售渠道在全国范围内销售；预制菜供应商安井冻品先生凭借强渠道和强供应链优势快速切入牛羊肉制品赛道；大希地等新消费品牌贴近消费者需求，瞄准年轻白领人群，擅长年轻化营销。

图表40：22-32年牛肉消费量预计 CAGR



资料来源：中国农业展望报告 2023-2032，华泰研究

图表41：牛羊肉卷主要玩家情况分析

品牌	优势	主要牛羊肉产品	牛肉卷价格	羊肉卷价格
综合生产企业	东来顺（主要面向C端）	著名餐饮羊肉品牌；上游基地覆盖活畜检疫、屠宰、冷库储存、羊肉精深加工等环节；有较成熟全国化商超渠道；	羊牛肉卷、羊蝎子分割肉，羊小排、羊/牛肉水饺	72.9元/斤 62元/斤
	大希地（主要面向C端）	年轻化营销；采购加工链条成熟	牛排、牛腩、牛肉卷	118元/斤 \
	安井冻品先生（BC兼顾）	强渠道：依托安井生产仓储基地及强大的物流系统，形成了辐射全国的销售网络，涵盖经销商、商超、特通、电商直营等渠道；预制菜品牌优势	牛羊肉卷、牛肉片、麻辣牛肉片、羊排	103.75元/斤（C端电商价格） 62.82元/斤
上游养殖屠宰企业	长春皓月		牛肉卷、牛腩、烤牛肉、牛排、牛肋条	46.35元/斤 44.5元/斤
	科尔沁	全产业链覆盖，包括牧草种植、饲料加工、品种繁育、肉牛育肥、电子交易、肉牛屠宰、精深加工、冷链运输、市场销售，具有成本优势	牛肉卷、筋头巴脑、牛肉干	41.9元/斤 \
	伊赛牛肉		牛肉卷、牛肉粒、牛肉丝、牛肉丸	29.9元/斤 \
	恒都		牛羊肉卷、牛腩、牛腱子肉、羊蝎子	34.93元/斤 43.11元/斤
大庄园	专业从事屠宰/加工		牛羊肉卷、羊后腿、羊排、牛腩、羊肉串	43.23元/斤 29.43元/斤

资料来源：各品牌京东（自营）旗舰店，公司官网，华泰研究

壁垒解析：牛羊肉预制品行业的竞争壁垒主要建立在原材料获取/加工/配送与销售环节，牛羊肉卷的核心壁垒在于原材料控制与加工层面。

1) 原材料供给的质量与成本管理：我国肉牛养殖产业规模化/集约化程度较低，高端肉牛养殖尚处于早期发展阶段，对国外进口存在一定依赖度。当前单个牛羊肉预制菜企业规模有限，除了上游养殖屠宰企业外，速冻食品企业（如安井/三全等）的牛羊肉采购普遍缺乏成本优势，且成本端易受上游牛羊肉价格波动影响；而上游养殖企业则可以通过全产业链条的覆盖尽量规避由于产业整体供需变化等带来的成本波动。

2) 加工技术：以牛肉卷为例，牛肉卷是经过排酸处理后切成薄片在火锅内涮食的肉，肉质冷却排酸的好坏直接影响产品的品级和售价。在获取原料肉之后，加工过程包括原料肉修整→配制滚揉液→真空滚揉→加粘合剂→灌装模具→低温反应→速冻→切卷→包装→冷冻储存等几个环节，其中滚揉液的配置、过程的保水/抗氧化等都是加工环节的关键。

3) 物流与渠道：冷链配送和销售无疑是牛羊肉及其他预制菜触达终端消费者的重要环节，这也是安井/三全等强供应链&强渠道企业在切入该赛道时的核心优势。

风险提示

原料成本波动。如果未来原材料价格产生大幅波动，公司将面临利润下降的风险。

行业竞争加剧。随着行业市场竞争的不断深入，行业可能面临利润下降的风险。

食品安全风险。如果出现食品安全问题，公司销售也将受到影响。

图表42：估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	目标价	市值	EPS (元)				PE (倍)			
			(元)	(元)	(亿元)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603345 CH	安井食品	买入	74.47	111.40	21,842	3.75	5.22	5.57	6.20	19.86	14.27	13.37	12.01

注：数据截至 24 年 2 月 1 日；

资料来源：华泰研究预测

图表43：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
安井食品 (603345 CH)	经营逐步企稳，24 年稳健发展可期 23Q4 速冻企业普遍面临短期经营困境，主要系暖冬、餐饮需求不景气、春节错期等多方面影响所致，进入 24 年 1 月，伴随天气转冷，公司经营逐步企稳，进入到加班加点的春节备货状态，积极备战开门红。目前居民消费力仍处于稳步复苏阶段，“品价比”需求明确，对餐饮产业链的运营能力存在考验，安井作为强成本掌控能力、强产品推新能力、强渠道管理能力的龙头企业，我们判断其仍能持续领跑。展望 24 年，公司积极推进烤肠、牛羊肉卷、大 B 业务等，坚持爆品集群战略，不断拓展成长边界，稳健增长态势有望延续；原材料成本预计将延续可控态势。目前公司市值对应 24 年 PE 仅 13.5x，估值落入性价比区间。我们预计 23-25 年 EPS 5.22/5.57/6.20 元，参考可比公司 24 年平均 PE 20x，给予公司 24 年 20xPE，目标价 111.40 元，“买入”。 风险提示：原材料价格波动、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。 报告发布日期：2024 年 01 月 31 日 点击下载全文：安井食品(603345 CH,买入)：经营逐步企稳，24 年稳健发展可期

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 安井食品（603345 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 安井食品（603345 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司