

食品饮料行业专题——新消费研究之二

优于大市

中国餐饮供应链效率革命：食材预制化与餐饮零食化的双轮驱动

核心观点

低效供应链难以满足升级需求，推动餐饮供应链行业开启效率革命。改革开放以来，中国经济持续增长，消费水平提升，2010年至2024年餐饮收入CAGR约8.6%，截至2025年3月全国餐饮门店总数已接近800万家。当前餐饮市场仍以中小型经营者为主，2024年连锁化率仅约为20.1%。传统食材供应链面临成本高、标准化难、品质低等问题，行业需要更具效率的供应链体系。因此，2020年以来资本市场餐饮供应链赛道景气度不断上升，万得调味品/预制菜概念指数2019年3月至2021年5月分别累计增长88%/82%。

方向一：食材预制化——餐饮供应链标准化的先锋。餐饮供应链涉及餐饮原材料的采购、加工、储存、配送到最终的消费者服务等多个环节，而食材预制化本质是工业化生产模式在食品领域的延伸。中国餐饮供应链市场规模庞大，约2.4万亿元，截至2025年4月生产加工企业数量达到89万家，市场格局分散，处于规模化竞争初期阶段。规模化生产是加工环节核心竞争要素，以安井、三全为代表的部分传统速冻食品厂商已建立全国化产能的壁垒。

方向二：餐饮零食化——消费场景的延伸。随着消费者生活方式变化和饮食期望的转变，食品消费越来越碎片化和个性化。餐饮零食化具体表现包括产品轻量化、突破场域限制、零售化、消费场景延伸和持续新品化，小龙虾、卤味、蔬菜等品类已经率先实现即食化。新兴渠道兴起，2023年社区超市/便利店/零食折扣增速达到10%/11%/76%，以冷冻烘焙、薯条、小酥肉为代表的产品形态帮助新兴渠道更精准、高效地满足消费者需求。

对标海外：与居民生活方式紧密相关，龙头企业乘时代机遇成长。美国餐饮供应链2022年规模约为3820亿美元，Sysco通过超过200起并购，形成40万SKU的产品矩阵，2024年营收达788亿美元，服务全球餐饮客户。日本冷冻调理食品行业已经进入成熟阶段，神户物产实行产销一体化的垂直整合模式，实现12%的收入复合增长，成为日本定位性价比的加盟连锁标杆。

双轮驱动食品工业化演进，企业需洞察需求、拥抱变化。当前经济环境变化，餐饮供应链行业进入新阶段，效率低下的生产厂商承受较大生存压力，预计行业供给端将逐步优化，龙头积累的产能、资金、效率壁垒有望帮助公司扩大优势，进一步促进行业集中。在行业演进的过程中，深入了解消费者需求、积极扩展业务的企业，更容易在行业调整中保持稳定，并获得长期发展机会。

投资建议：推荐安井食品、千味央厨、立高食品、卫龙美味、盐津铺子。

风险提示：同质化竞争加剧、消费习惯迁移阻力、食品安全问题等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
9985.HK	卫龙美味	优于大市	12.30	27,204	0.56	0.65	22.0	18.9
603345.SH	安井食品	优于大市	74.58	24,857	5.41	5.84	13.8	12.8
002847.SZ	盐津铺子	优于大市	74.75	20,390	3.05	3.82	24.5	19.6
300973.SZ	立高食品	优于大市	47.00	7,959	1.88	2.16	25.0	21.8
001215.SZ	千味央厨	优于大市	28.63	2,782	1.04	1.17	27.5	24.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

食品饮料·食品加工

优于大市·维持

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

联系人：王新雨

021-60875135
wangxinyu8@guosen.com.cn

证券分析师：杨苑

021-60933124
yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

前言	6
1 餐饮供应链效率革命的核心驱动力	7
1.1 宏观背景：经济增长，消费升级，高效供应链需求应运而生	7
1.2 行业痛点：传统供应链低效，亟待高效解决方案	8
1.3 2020 年景气提升后回落，行业资本布局处早期阶段	9
2 方向一：食材预制化——餐饮供应链标准化的先锋	11
2.2 伴随餐饮产业发展，餐饮链标准化关键环节	11
2.3 行业初期竞争激烈，产能助力市场卡位	13
3 方向二：餐饮零食化——消费场景的延伸	15
3.1 食品消费场景多元，零食化已有实践	15
3.2 下游渠道复杂迭代，加速消费场景渗透	17
4 海外对标：关联居民生活方式，龙头乘时代机遇成长	19
4.1 美国：与餐饮行业共同成长，密集并购成就 Sysco	19
4.2 日本：BC 端接力驱动行业增长，神户物产门店稳健扩张	22
5 双轮驱动食品工业化演进，企业需洞察需求、拥抱变化	25
5.1 预制化和零食化双轮驱动，工业化趋势持续演进	25
5.2 行业低效供给出清，产能、效率决定短期生存	26
5.3 积极拥抱变化，需求洞察带动平衡发展	27
6 投资建议	29
6.1 安井食品	29
6.2 千味央厨	30
6.3 立高食品	31
6.4 卫龙美味	32
6.5 盐津铺子	33
风险提示	34

图表目录

图 1: 随着 GDP 增长, 中国城镇化水平提高	7
图 2: 中国餐饮连锁化率提高, 但是仍以中小餐饮为主	7
图 3: 中国冷藏车与冷库规模持续扩大	8
图 4: 近年来政策支持冷链物流基础设施完善	8
图 5: 中国人外出就餐比例为 36.5%	8
图 6: 餐饮消费场景多元化	8
图 7: 餐饮行业成本中原材料、人力占比高	9
图 8: 中国食品冷链流通率不高	9
图 9: 万得预制菜概念指数 2020 年后显著走强	9
图 10: 2019 年至 2021 年部分餐饮供应链公司股价攀升	9
图 11: 2020-2022 年预制菜行业投融资热度高	10
图 12: 预制菜融资轮次主要集中在 A 轮及前 (截至 25 年 4 月)	10
图 13: 餐饮供应链发展阶段伴随餐饮业发展	11
图 14: 餐饮供应链处于餐饮产业中游	12
图 15: 头部餐饮连锁预制餐食使用比例较高	13
图 16: 使用预制食材帮助餐饮店节省成本和出餐时间	13
图 17: 2023 年餐饮供应链市场规模约 2.4 万亿元	13
图 18: 餐饮供应链上企业数量众多 (截至 2025 年 4 月)	13
图 19: 安井食品全国化产能布局	14
图 20: 2024 年部分餐饮供应链厂商总产能及产能利用率	14
图 21: 外卖订单 (2024 年 12 月) 全天候分布	15
图 22: 消费者不同时间场景在食品选择差异化	15
图 23: Z 世代对与食品饮料的期待超越基础饱腹功能	15
图 24: 餐饮新五感延伸出更多体验需求	15
图 25: 餐饮零食化的表现	16
图 26: 新型渠道满足不同场景, 增速较快	17
图 27: 中国下游销售渠道分散	17
图 28: 立高食品直营渠道收入及变化	18
图 29: 2023 年中国小酥肉销量达到 64.7 万吨	18
图 30: 美国餐饮供应链与餐饮行业同步发展	19
图 31: 随着城市化率, 居民外出饮食比例提高	19
图 32: 美国 Foodservice distribution 行业规模	20
图 33: 美国 Foodservice distribution 主要客户	20
图 34: Sysco 收入及变化	20
图 35: Sysco 毛利率与净利率变化	20
图 36: Sysco 重要并购历史	21

图 37: Sysco 主要产品覆盖多种品类 (2024 年)	21
图 38: Sysco 客户遍及餐厅、机关单位等 (2024 年)	21
图 39: 日本冷冻调理食品发展与宏观经济与居民生活方式息息相关	22
图 40: 日本 B 端速冻食品先于 C 端发展	23
图 41: 1990s 后日本速冻食品产能出清	23
图 42: 2004-2024 财年神户物产收入复合增速 12%	23
图 43: 神户物产 PB 产品销售占比	24
图 44: 业务超市销售 PB 产品示例	24
图 45: 业务超市加盟条件及单店模型	24
图 46: 预加工成品或半成品定义逐渐清晰	26
图 47: 消费者对于餐饮使用预制食品已有一定接受度	26
图 48: 美国渠道自有品牌较高, 但是在不同品类内有所差异	27
图 49: 中国渠道自有品牌占比目前较低	27
图 50: 龟甲万推出的微波炉调味料兼顾便捷性和料理感, 解决核心痛点	28
图 51: 2024 年安井食品速冻菜肴收入占比约为 29%	29
图 52: 2024 年安井食品产能利用率 113%	30
图 53: 安井食品预制菜产品示例	30
图 54: 2024 年千味央厨冷冻调理类及其他收入为 1.4 亿元	30
图 55: 千味央厨预制菜涉及肉类、蔬菜类等多个品类	30
图 56: 立高食品冷冻烘焙食品收入占比超过 50%	31
图 57: 立高食品 2024 年产能接近 27 万吨	31
图 58: 立高 360pro 稀奶油产品	31
图 59: 2024 年立高 UHT 奶油产品销售收入 5 亿元	31
图 60: 零食消费者最注重产品的口感口味及安全健康属性	32
图 61: 卫龙蔬菜制品 (以魔芋为主) 收入体量快速增长	32
图 62: 卫龙美味具备多元化口味魔芋产品矩阵	33
图 63: 2024 年盐津铺子魔芋制品实现 76.1% 收入增速	33
图 64: 盐津铺子主要经营六大核心品类	33

表1：当前中国企业主要采用贸易型供应链或整合型供应链	14
表2：卤制品既可以佐餐，也可以作为休闲食品	16
表3：美国餐饮供应链配销商分类	20
表4：肉禽类、水产类预制化主流菜品	25
表5：预制食品产品同质化	26
表6：上市公司进行并购整合	27
表7：日本护理食品根据吞咽、咀嚼能力分类	28

前言

随着经济增长，消费升级，中国餐饮行业得到迅速发展。2024 年，中国餐饮市场规模达到 5.57 万亿元，同比增长 5.3%，占社会消费品零售总额的 11.4%。在餐饮消费多元化趋势下，由于传统供应链效率不高，需要餐饮供应链向高效、标准化转型。

另外近期我们也观察到，随着 AI 技术应用的深入，大部分行业都在被加速“效率化”改造，尤其是近期即时零售的快速发展，在加速养成消费者“离店消费”习惯的同时，也在倒逼餐饮行业工业化进程，部分餐饮企业出现了“服务属性变弱、制造属性变强”迹象（也可以理解为中式餐饮的快餐化），比如京东以“七鲜小厨”为载体，用 10 亿现金启动“菜品合伙人”招募计划，形成 1000 道招牌菜，运用机器人技术实现菜品的标准化、流程化。

因此本报告将深入分析餐饮供应链工业化的进程，及其可实现的路径。我们认为，**主要发展方向包括食材预制化和餐饮零食化两大方面。一是食材预制化：**预制菜位于餐饮产业中游，是连接上游原料和下游终端的中枢，通过工业化生产降低餐饮企业成本，满足行业对标准化和效率的需求。**二是餐饮零食化：**随着消费者生活方式变化和饮食期望的转变，人们追求多维度的综合体验，加上新兴渠道的兴起，零食化以便捷、健康的即食形式，扩展了消费场景。

对比海外，行业变化通常与居民生活方式的变迁紧密相关，企业成长离不开对**渠道和消费习惯的深入洞察**。例如，美国 Sysco 从 1969 年起通过超过 200 起并购，形成了 40 万 SKU 的产品矩阵，2024 年营收达 788 亿美元，服务全球餐饮客户。日本神户物产采用业务超市模式，实现 12% 的收入复合增长，通过 120 坪小型门店和产销一体化，打造极致性价比的商业模式。

随着经济环境变化，餐饮供应链行业正在进入新一轮变革期。早期资本涌入、下游渠道剧变和需求疲弱，导致竞争加剧。低效厂商面临生存压力，供给端有望逐步出清，短期生存取决于产能和效率。中长期竞争则是企业动态适应和持续创新能力的比拼。我们认为，食材预制化与餐饮零食化作为驱动餐饮供应链效率革命的两大核心方向，相辅相成，共同推动供应链标准化、场景延伸与整体效能提升，其中深刻理解消费者并勇于突破边界的企业，更有可能穿越周期，赢得长期发展机会。

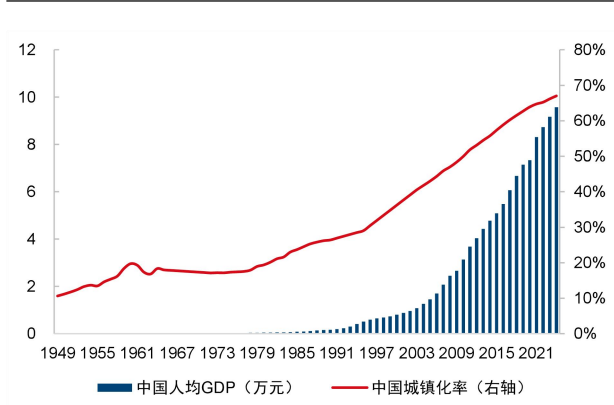
1 餐饮供应链效率革命的核心驱动力

1.1 宏观背景：经济增长，消费升级，高效供应链需求应运而生

中国经济高速增长，奠定居民消费升级客观基础。改革开放以来经济持续增长，中国消费持续升级。根据国家统计局数据，1978-2024 年人均 GDP 复合增速约为 12.7%。伴随中国经济增长，一是城镇化步伐持续加速，城镇化率从约 16% 提升至 67%，大量人口持续向城市聚集；二是居民收入水平显著提高，期间人均可支配收入由 171 元/年增长至 41314 元/年，深刻改变了中国人口分布格局和生活方式基础。

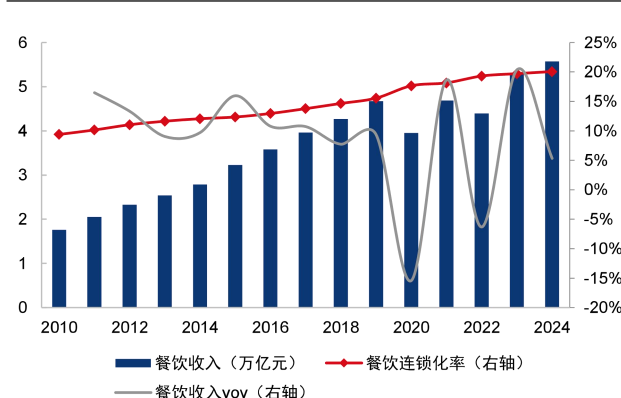
餐饮业快速发展，高效供应链需求日益迫切。随着生活水平提高，消费者对外出就餐和便捷食品的需求明显增加，餐饮业得以快速发展。根据国家统计局和红餐网数据，2024 年中国餐饮收入约 5.6 万亿元，截至 2025 年 3 月全国餐饮门店总数已接近 800 万家。但是从结构上看，当前餐饮市场仍以中小型经营者为主，根据 Euromonitor 数据测算，2024 年中国餐饮连锁化率约为 20.1%。由于配套供应链体系是支撑餐饮行业，特别是中小餐饮持续发展的重要基础设施，因此市场对食材供应解决方案需求迫切。

图1：随着 GDP 增长，中国城镇化水平提高



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图2：中国餐饮连锁化率提高，但是仍以中小餐饮为主

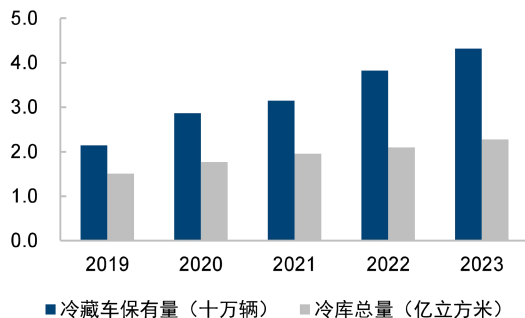


资料来源：国家统计局，Euromonitor，国信证券经济研究所整理

基础设施建设持续完善，政策支撑冷链发展。餐饮行业标准化建设依赖于稳定高效的冷链物流体系以保障食品品质。近年来，国家层面出台多项支持政策，推动冷链运输发展，并持续加强相关基础设施网络建设，2021 年 11 月国务院办公厅推出的《“十四五”冷链物流发展规划》提出要构建三级节点、两大系统、一体化网络”全国冷链网络。2023 年中国冷藏车市场保有量达到 43.2 万辆，冷库总容量约为 2.28 亿立方米，硬件设施的提升为餐饮标准化提供了重要的基础支撑。

工厂智能化升级改造，数字化赋能管理运营。数字化技术帮助提升餐饮供应链管理与质量控制效率，生产环节的智能化升级和物联网应用能够进一步强化全链路追溯能力，例如安井食品车间全流程条码化确保生产、质检信息可追溯与标准化。另外，大数据分析技术的进步可以帮助企业加强市场响应与研发创新，例如惠发食品可以通过数据分析销售状况，分人群分类别定制化提供食材。

图3：中国冷藏车与冷库规模持续扩大



资料来源：中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会，国信证券经济研究所整理

图4：近年来政策支持冷链物流基础设施完善

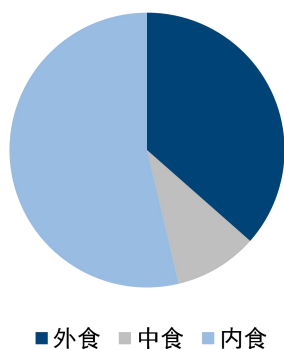
时间	政策	发布部门
2017年4月	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	国务院办公厅
2021年1月	《进口冷链食品追溯管理制度》	市场监管总局、海关总署
2021年7月	《城乡冷链和国家物流枢纽建设中央预算内投资专项管理办法》	国家发改委
2021年8月	《商贸物流高质量发展专项行动计划（2021-2025年）》	商务部等9部门
2021年11月	《“十四五”冷链物流发展规划》	国务院办公厅
2022年4月	《关于加快推进冷链物流运输高质量发展的实施意见》	交通运输部等五部委
2022年12月	《推动农产品冷链物流创新九项措施》	农业农村部
2023年6月	《农产品冷链物流标准体系建设指南》	市场监管总局、国家标准委
2024年1月	《修订版城乡冷链和国家物流枢纽建设中央预算内投资专项管理办法》	国家发改委
2025年3月	《降低全社会物流成本实施方案》	国家发改委、交通运输部

资料来源：新华网，中国发展网，国家市场监督管理总局，Wind，国信证券经济研究所整理

1.2 行业痛点：传统供应链低效，亟待高效解决方案

餐饮消费多元化趋势显著，传统食材供应链体系效率不高。中国消费者外出就餐比例持续提升，根据中国连锁经营协会，外食消费场景占比已达到 36.5%。另外，消费者需求细分化，工作宴请、日常快速饱腹、亲友社交聚餐以及追求品质的悦己独处等不同场景，对餐饮的便利性、健康属性和个性化提出了更高要求。然而，支撑餐饮行业运营的传统食材供应链体系，一方面因依赖层级较多的传统经销商体系而响应滞后，难以匹配快速变化的市场需求；另一方面，其品类相对单一，深加工和定制化能力不足，限制了多元、差异化菜品的能力。行业迫切需要更具灵活性、丰富性和创新支撑能力的供应链体系。

图5：中国人外出就餐比例为 36.5%



资料来源：中国连锁经营协会，国信证券经济研究所整理

图6：餐饮消费场景多元化



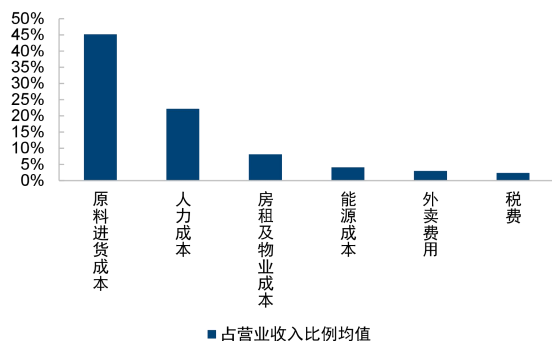
资料来源：红餐网，国信证券经济研究所整理

行业面临成本、标准化、品质痛点，亟待高效解决方案。传统餐饮供应链面临三大核心痛点，制约了餐饮企业的盈利能力、服务稳定性与扩张潜力，行业对供应链体系升级，特别是预制菜等解决方案的应用的需求日益迫切。

- ◆ **餐饮企业经营成本压力大：**根据中国饭店协会，2023 年餐饮企业原料进货成本占据收入比例均值高达 45.20%，人力成本、房租成本占比 22.20%、8.10%，三者共同挤压了本已有限的利润空间。高昂的刚性成本结构是餐饮企业，尤其是中小型经营者压力的重要来源。

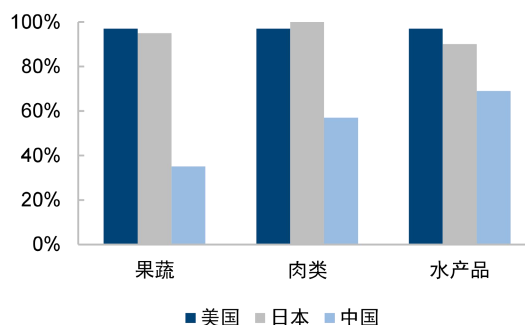
- ◆ **标准化程度不足**：国内餐饮市场以中小型企业为主体，运营高度依赖厨师个人的经验与手工操作。非标准化生产方式直接导致菜品口味、分量及呈现形式难以保持一致性，质量稳定性欠缺，进一步加剧了出品波动。
- ◆ **食材品质不高**：根据 2023 年农业农村部食物与营养发展研究所《中国食物与营养发展报告》，中国食物供应链损失浪费量中 45% 的损失发生在产后处理和储存阶段。与冷链流通率普遍超过 95% 的发达国家相比，我国果蔬、肉类、水产品的冷链流通率仅为 35%、57%、69%。

图7：餐饮行业成本中原材料、人力占比高



资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图8：中国食品冷链流通率不高



资料来源：中冷联盟，国信证券经济研究所整理

1.3 2020 年景气提升后回落，行业资本布局处早期阶段

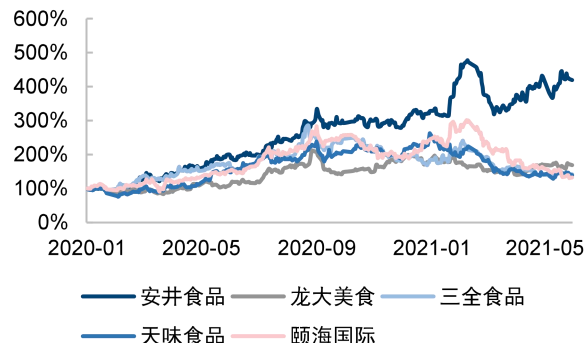
2020 年-2021 年板块关注度提升，2021 年中后景气回落。餐饮供应链食品加工的主要品类主要包括复合调味品和预制菜，通过优化成本采购和保证出品稳定性，有效解决餐饮痛点，在 2020 年疫情冲击下行业获得广泛关注。万得调味品/预制菜概念指数自 2020 年起显著走强，2019 年 3 月至 2021 年 5 月期间分别累计上涨 88%/82%。相关公司股价表现突出，2019 年 1 月至 2021 年 5 月安井食品/三全食品/龙大美食/天味食品/颐海国际股价增长 319%/42%/69%/39%/32%。随后龙头增速放缓，2021 年中后行业景气程度波动下行。

图9：万得预制菜概念指数 2020 年后显著走强



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

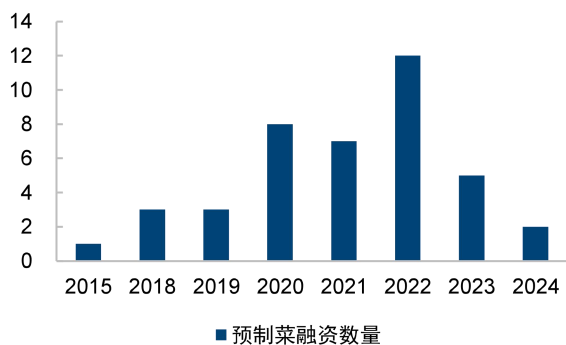
图10：2019 年至 2021 年部分餐饮供应链公司股价攀升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

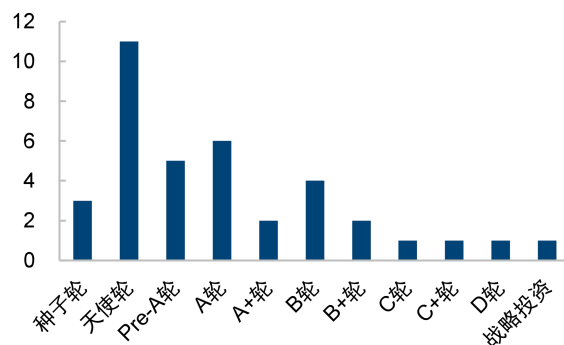
2020 年一级市场关注度提升，当前资本布局处于早期阶段。以预制菜为例，根据前瞻产业研究院及 IT 桔子数据，2020-2022 年我国预制菜行业融资事件数量大幅提高，多家新品牌获得资本注入。从融资轮次分布看，事件主要集中在 A 轮及更早期阶段，资本对餐饮供应链企业的布局重心仍处于早期发展阶段。

图 11：2020-2022 年预制菜行业投融资热度高



资料来源：IT 桔子，前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 12：预制菜融资轮次主要集中在 A 轮及前(截至 25 年 4 月)



资料来源：IT 桔子，前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

2 方向一：食材预制化——餐饮供应链标准化的先锋

2.2 伴随餐饮产业发展，餐饮链标准化关键环节

餐饮供应链行业尚处发展早期，逐渐进入规范化新阶段。中国餐饮供应链行业经历四个发展阶段：1990 年前，随着政府扶持政策落地、冷链基础设施起步及家用冰箱普及，产业基础逐渐形成，但是厂商尚未形成规模。肯德基 1987 年、麦当劳 1990 年入华，推动中国首批净菜工厂出现。2002 年好得来等企业成立，深加工肉禽水产工厂开始建立。2010 至 2020 年，经济高速增长带动餐饮连锁化率提升，外卖在中国逐渐兴起，叠加基础设施逐渐完善，B 端产品得到规模化扩张。2020 年至今，居家消费场景带领预制类产品 C 端渗透率提升。

图 13: 餐饮供应链发展阶段伴随餐饮业发展

1990年前 产业基础形成	1990年-2010年 初步探索	2010年-2020年 B端规模化扩张	2020年至今 渠道拓展，规范发展
供应链处于简单加工阶段 - 冷链物流基础设施建设起步 - 家用冰箱普及率提升	行业仍以中小作坊为主，规模化企业稀少 - 肯德基（1987）、麦当劳（1990）等国际快餐品牌相继进驻，首批净菜配送工厂出现 2002年，好得来、新聪厨等专业预制菜生产企业成立	餐饮发展，B端放量 - 中国经济高速增长带动餐饮业快速发展；连锁化提速。 2013年美团外卖成立，外卖渗透率逐渐提高 - 中央厨房模式逐渐普及，部分企业引入自动化设备；冷链物流技术升级	餐饮中央厨房渗透率提升，预制类产品向C端渗透 - 家庭单位减小，生活节奏加快，空气炸锅等小家电普及进一步简化烹饪流程 - 居家消费场景促进C端产品渗透率提升，以年夜饭礼盒、复合调味汁为代表的场景化产品推动增长

资料来源：公司公告，公司官网，餐饮 O2O，前瞻产业研究院，中国连锁经营协会，国信证券经济研究所整理

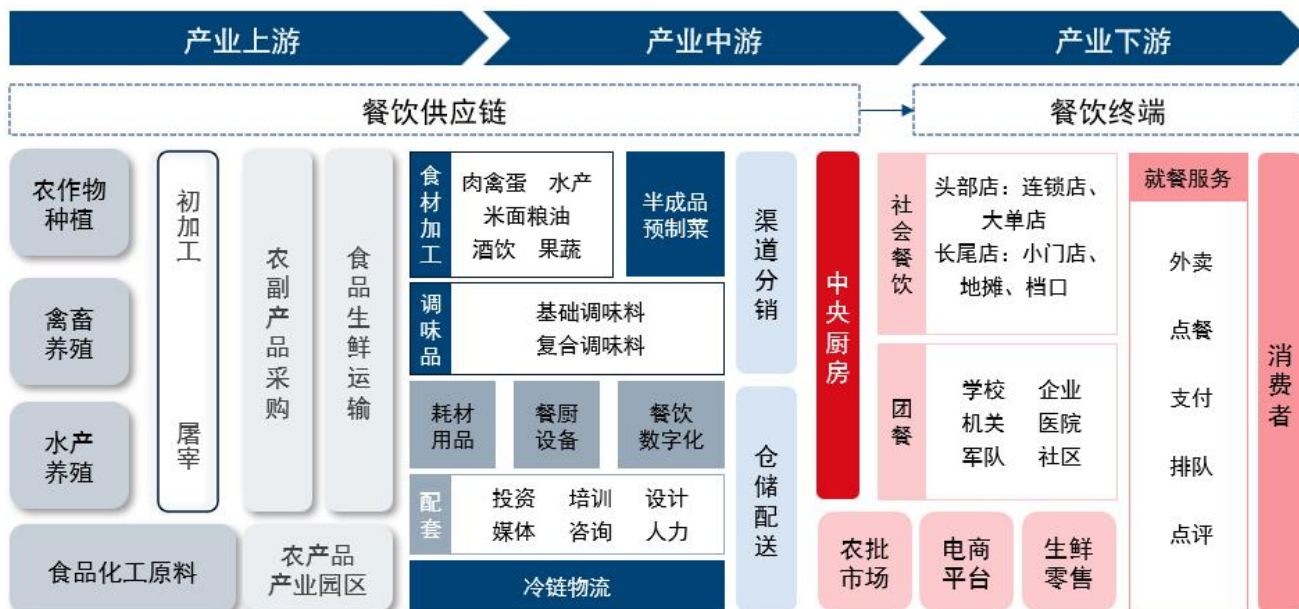
餐饮供应链覆盖了从农产品到餐饮成品的全链条。餐饮供应链涉及餐饮原材料的采购、加工、储存、配送到最终的消费者服务等多个环节。餐饮产业的上游包括农作物、肉类水产等原料的养殖、初加工以及采购、运输，中游则包括食材、调味料的加工以及通过冷链物流配送至餐饮门店、团餐单位、线下市场、电商平台等终端，下游主要是终端提供餐饮成品。餐饮供应链覆盖了餐饮产业中从农产品到最终的成品，是连接上游原材料供应商和下游餐饮企业的桥梁：

- ◆ **原材料生产环节**：包括农作物种植、水产养殖、禽畜畜牧等环节，部分无加工、粗加工产品在该环节即有公司介入。
- ◆ **食品加工环节**：包括简单食品加工及复杂食品加工，以复杂食品加工工厂型企业为主。
- ◆ **流通与采购环节**：传统餐饮原材料需要经过复杂的流通环节，大部分平台型企业实质是流通环节的效率提升。
- ◆ **下游客户**：渠道较为复杂，主要包括各类餐饮终端，B 端包括大型连锁餐饮、中小型连锁餐饮、团餐渠道等；C 端渠道主要包括商超、新零售、电商等渠道。

餐饮环节品类繁多、组成复杂，中游上市公司主营食品加工。由于从初级农作物到半成品需要经过初加工、深加工，且中国食品类别众多，不同产品加工方式存

在差异，企业能力通常只能覆盖单一或少量环节。餐饮供应链上市公司集中于产业链中游的食品加工赛道，大多是采购原材料进行加工，再将加工后的产品配送、销售至终端。

图 14：餐饮供应链处于餐饮产业中游

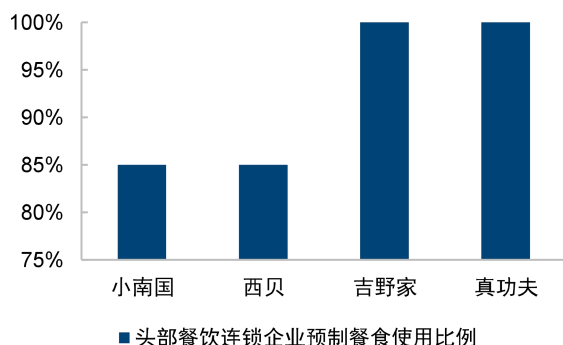


资料来源：红餐网，国信证券经济研究所整理

工业化生产模式延伸，提升餐饮链运营效率。食材预制化本质是工业化生产模式在食品领域的延伸。预制菜行业在生产端以机械生产取代手工劳动，通过分工专业化与重复性操作提升食品加工效率；中游制造利用规模效应降低供应链成本，在终端便于简化操作以保障服务一致性。

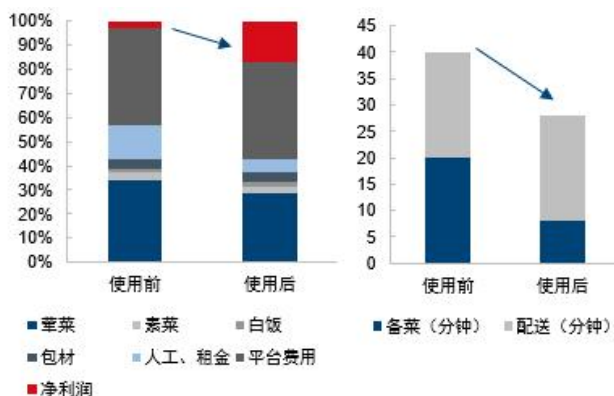
- ◆ **产品稳定性与可复制性：**传统餐饮制作高度依赖厨师个人技艺，容易导致菜品口味出现差异。预制菜依托中央厨房进行统一配方与标准化工艺控制，确保最终出品的稳定性和可复制性。肯德基、麦当劳等国际连锁品牌利用预制化生产模式的应用，在全球范围内维持统一口味。
- ◆ **经营效率优化：**规模化集中加工预制食材有效降低了餐饮门店的经营成本，并缩短了出餐时间。根据中国连锁经营协会，使用预制材料集中生产方式可以减少餐饮店的食材采购成本、人力成本投入和后厨所需空间，并且降低出餐时间，有助于提升餐饮门店的整体利润率水平。
- ◆ **简化终端操作：**预制食材省去了食材清洗、切配等前期准备工序，将烹饪过程简化，降低了服务人员的操作难度和技术要求，提升终端服务效率。前瞻产业研究院数据显示，小南国、西贝、吉野家、真功夫等国内头部餐饮连锁企业使用预制餐食的比例普遍超过 85%。

图15：头部餐饮连锁预制餐食使用比例较高



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图16：使用预制食材帮助餐饮店节省成本和出餐时间

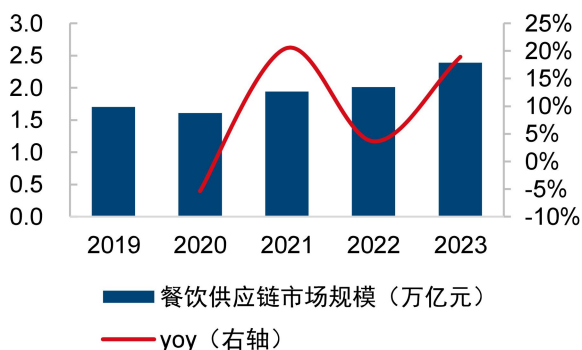


资料来源：中国连锁经营协会，国信证券经济研究所整理

2.3 行业初期竞争激烈，产能助力市场卡位

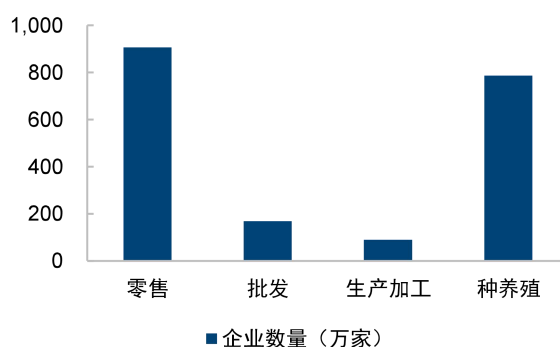
餐饮供应链市场大而散，发展初期竞争激烈。中国餐饮供应链市场规模庞大，但格局高度分散。红餐网数据显示，2023 年市场规模为 2.39 万亿元，2019 年至 2023 年的复合年增长率约为 9%。根据中物联食材供应链分会，截至 2025 年 4 月行业内生产加工企业数量达到 89 万家。尽管参与者众多，目前尚未出现具有全国性影响力的龙头企业。市场分散格局主要源于行业发展仍处于规模化竞争初期阶段，整体上缺乏显著的技术创新或品牌差异化优势。

图17：2023 年餐饮供应链市场规模约 2.4 万亿元



资料来源：红餐网，国信证券经济研究所整理

图18：餐饮供应链上企业数量众多（截至 2025 年 4 月）



资料来源：企查查，中物联食材供应链分会，国信证券经济研究所整理

餐饮食材供应链模式多样。由于国内餐饮企业数量庞大、发展程度差异明显以及对供应链的重视程度各不相同。现阶段中国餐饮市场以中小规模参与者为主，难以达到直采所需的规模，因此依赖自采或集采的贸易型供应链模式仍占据主流地位。另外，连锁餐饮因门店分布广泛，且自建供应链需要前期资本投入，因此往往综合运用多种模式。

表1：当前中国企业主要采用贸易型供应链或整合型供应链

	供应链模式	说明	特点	应用场景
贸易型供应链	直采模式	企业直接向种养殖基地或源头工厂进行采购，一般源头负责配送	中间环节少，易于控制成本	连锁品牌的重点品类或大品类采购
	集采模式	企业寻求专业的第三方食材供应链企业进行集采集配等	具备一定的规模化成本优势和标准化的服务	小型连锁品牌和对品质有稳定需求的单店
	自采模式	企业/门店自行到批发市场、农贸市场进行食材采购并自行将采购食材运输至门店	成本随行就市	连锁品牌门店的小品类采购或夫妻老婆店
	自建模式	企业自建供应链，如自建中央厨房、加工厂、仓储物流中心等	供应链管控力度强，但模式较重	大型连锁品牌，对品质和供应链管理有较高要求的企业
整合型供应链	委托模式	委托第三方进行生产，与上游供应商共创，OEM/ODM	轻运营，可复制性强	中大型连锁品牌，对核心单品有品质要求创新需求的企业
	投资模式	参股、投资上游食材企业或供应链企业	相较于自建供应链模式较轻，但与供应链的合作关系更加紧密	连锁品牌定位轻资产运营，又对供应链管理有要求的企业

资料来源：中物联食材供应链分会，国信证券经济研究所整理

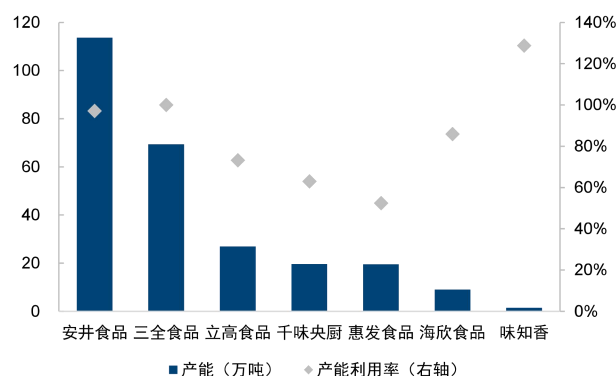
规模化生产是加工环节核心竞争要素，产能优势建立初期壁垒。充足的产能是满足大型餐饮客户需求的基础条件，另外企业在全国范围内扩张产能的速度直接决定了开拓区域市场的效率。实现规模化生产使企业能够快速响应市场需求的增长，凭借稳定的产品供应能力来增强客户黏性。例如，龙头安井食品采用“销地产”策略，在全国建立了十二个生产基地以支撑其布局；三全食品依托速冻米面的八大生产基地实现全国化覆盖。龙头产能与中小厂商已经拉开一定差距，建立了初步的竞争壁垒。

图19：安井食品全国化产能布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：2024 年部分餐饮供应链厂商总产能及产能利用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

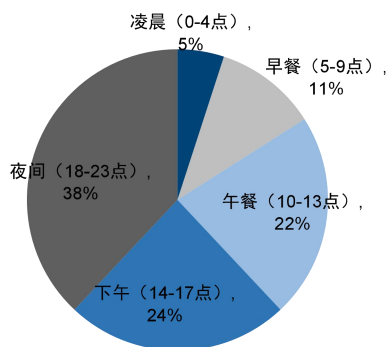
3 方向二：餐饮零食化——消费场景的延伸

3.1 食品消费场景多元，零食化已有实践

传统正餐模式正逐渐碎片化，形成多元化的餐饮场景，主要由消费者生活方式演变及其对饮食价值预期的转变驱动，一方面人们的就餐时间日益分散在全天各个时段，食物选择也更加多样，另一方面消费者需求已超越基本饱腹，转向追求餐饮带来的多元体验满足：

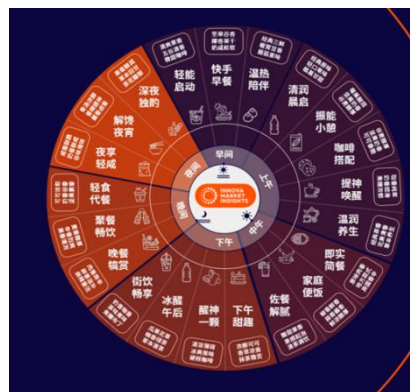
- ◆ **就餐时间全天分布，食品选择差异化。**饿了么平台数据显示凌晨 0 点至 4 点订单量占全天总量的 5%，同时夜间 18 点至 23 点订单量占比达 38%，非传统正餐时段消费活跃度较高。据 Innova 市场洞察数据，中国消费者在一日三餐的食品选择上呈现出差异化特征，早餐重视便捷性和效率，午餐则偏好集中营养摄取，晚餐注重丰富度和体验感。

图 21：外卖订单（2024 年 12 月）全天候分布



资料来源：尼尔森 IQ，饿了么，国信证券经济研究所整理

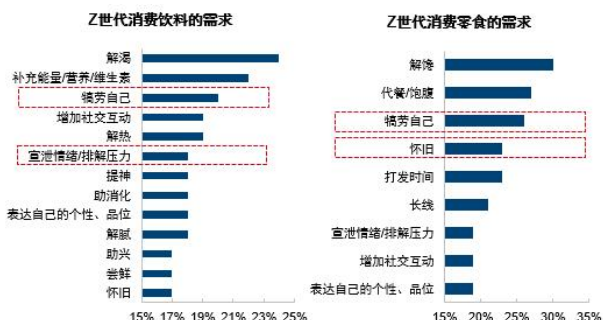
图 22：消费者不同时间场景在食品选择差异化



资料来源：Innova 市场洞察，国信证券经济研究所整理

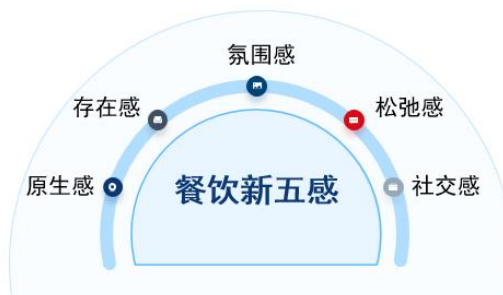
- ◆ **超越追求饱腹感，转向多维体验满足。**尼尔森 IQ 调研显示，Z 世代消费者对饮料零食的需求除了解渴饱腹等基本功能外，还包含犒劳自己、宣泄情绪、排解压力、怀旧等情感类需求。消费者对餐饮体验的期待也在升级，新一代消费者在基础产品需求之上，更追求包含松弛感、存在感、原生感、氛围感、社交感在内的综合体验。

图 23：Z 世代对与食品饮料的期待超越基础饱腹功能



资料来源：尼尔森 IQ，国信证券经济研究所整理

图 24：餐饮新五感延伸出更多体验需求



资料来源：时趣，国信证券经济研究所整理

消费场景融合，产品形态向零食靠拢。餐饮零食化表现为产品形态与消费模式向零食体验靠拢，模糊了正餐与零食的界限，具体表现包括产品轻量化、突破场域限制、零售化、消费场景延伸、持续新品化。餐饮零食化本质是消费场景重叠下的形态融合，在少食多餐的概念趋势下，正餐借鉴了零食的便利性与灵活性，零食则承担起部分正餐的饱腹与营养功能。

图 25：餐饮零食化的表现

轻量化	将原本作为正餐的份量显著缩小，做成适合一人一次或少量多次食用的规格
去场域限制	打破传统正餐对特定场所（餐厅、家庭厨房）和烹饪时间的依赖，使其能像零食一样随时随地、方便快捷地食用
零售化	零售渠道（超市、便利店、电商、自动售货机）大规模流通和销售的标准化包装
场景延伸	用于例如下午茶、办公室加餐、宵夜、运动补给等非正餐场景
新品化	专门针对零食化场景和需求设计的产品品类或对传统产品进行颠覆性创新

资料来源：筷玩思维，国信证券经济研究所整理

餐饮零食化口味、品类已有实践。中国饮食口味丰富，卤味、辣味等原本属于正餐的风味，正逐步向零食领域迁移。随着食品工业化的推进，小龙虾、卤味鸭脖、卤味鸡爪、蔬菜制品等品类已经率先实现即食化。零食品牌积极跟进，例如盐津铺子 2023 年推出战略子品牌大魔王，产品包括麻酱味、火锅味素毛肚；卫龙不仅推出麻辣小龙虾味辣条，还在蔬菜制品上积极发力，推出风吃海带、魔芋爽、高纤牛肝菌魔芋等创新产品。

表 2：卤制品既可以佐餐，也可以作为休闲食品

产品	特点	品牌
小龙虾	口味众多，可佐餐也可作为休闲食品享用	周黑鸭、绝味鸭脖、煌上煌、菊花开手撕藤椒鸡等
鸡爪	口味和做法多样，适合卤制、先炸后卤、先卤后炸等做法	王小卤、舞爪、馋哑、周黑鸭、麻爪爪、卤人甲等
肥肠	气味独特，有较多油脂，原材料的清洗；步骤较为讲究：原材料以鲜货为主，相对于鸡肉、鸭肉等食材，肥肠的供应链稳定程度相对较低	热卤食光、盛香亭热卤花卤师、馋匪等
潮汕卤鹅	主要产品有卤鹅肉、卤鹅头、卤鹅翅等，讲究“一鹅多吃”常作为快餐、正餐中的一道菜品；对品牌的供应链能力要求较高	物只卤鹅、狮头牌卤味研究所等

资料来源：红餐网，国信证券经济研究所整理

3.2 下游渠道复杂迭代，加速消费场景渗透

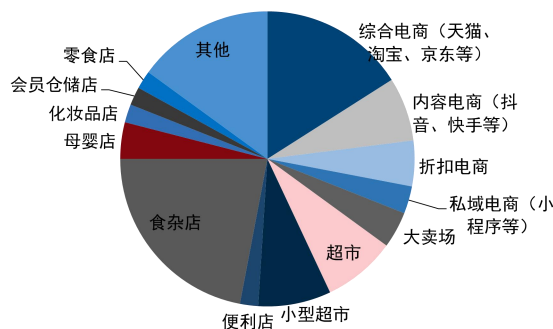
传统商超面临压力，新零售、便利店、会员店兴起。由于中国下游零售渠道正在发生变革，新渠道增速较快，传统商超、电商平台则面临新渠道涌现的压力。社区超市满足日常即时需求、会员仓储店则提供家庭批量高品质产品、零食折扣构建休闲食品一站式购买的体系。根据尼尔森数据，小型社区超市、便利店以及零食折扣在 2023 年增速达到 10%、11%、75.8%。中国渠道分散特征明显，大型连锁、区域连锁、小型社区超市、折扣业态以及各类电商平台共同构成了一个复杂且动态变化的渠道网络。

图 26：新型渠道满足不同场景，增速较快

	小型超市	便利店	零食折扣	仓储会员店
规模	4700亿元	4248亿元	809亿元	388亿元
增速	+10%	+10.8%	+75.8%	+7%
特点	居家附近，日常用品补货	长时供应，满足应急购买	极致性价比，购物体验，大单品打造	针对细分客群，高品质的单品保障

资料来源：尼尔森，新经销，国信证券经济研究所整理 注：仓储会员店为 2024 年数据，其余均为 2023 年数据

图 27：中国下游销售渠道分散

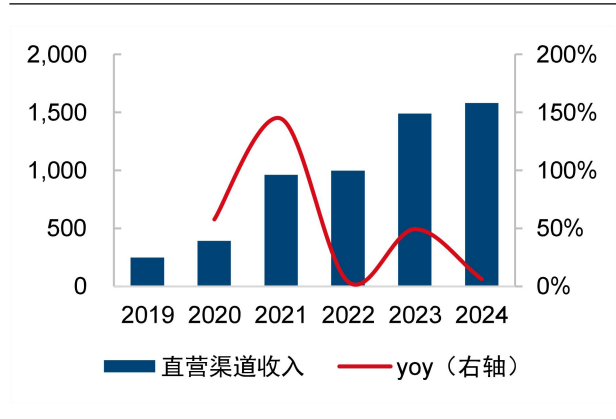


资料来源：尼尔森，国信证券经济研究所整理

渠道驱动场景渗透，餐饮零食化产品是解决方案之一。新兴渠道凭借其便利性、贴近性和场景化运营，将食品饮料消费渗透到更多元、更碎片化的生活场景中，呼唤匹配便捷、快速、灵活、即时满足需求的产品。“餐饮零食化”的产品形态，帮助新兴渠道更精准、高效地满足消费者在碎片化场景下的饮食需求，提升渠道的吸引力和竞争力，例如商超烘焙区的冷冻烘焙产品、薯条、小酥肉此类休闲消费零食等。另外，渠道的复杂迭代和广泛渗透，亦为餐饮供应链提供了巨大的、多元化的落地场景和增长空间，加速了行业品类的创新与普及。

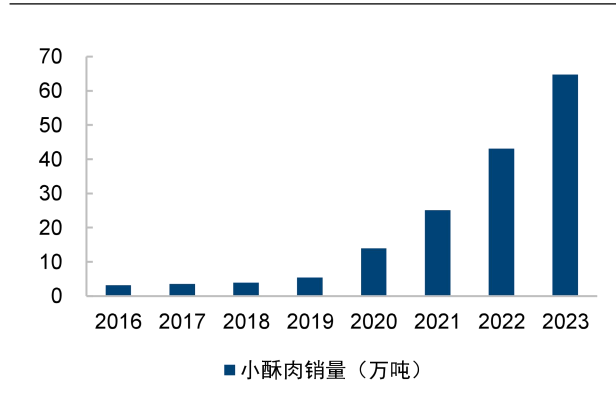
- ◆ **冷冻烘焙：**盒马认为烘焙并非高频刚需品类，因此通过丰富简餐、面包、蛋糕、点心四大品类覆盖三餐、下午茶及聚会场景，满足多元需求，采用店中店模式让消费者在买菜或用餐时顺带购买次日早餐。盒马全国门店超 400 家，均支持 3-5 公里范围内线上配送，便捷性推动明星单品表现突出，例如草莓盒子蛋糕年销过亿，瑞士卷月销超千万元。作为冷冻烘焙供应链的龙头企业，立高直营渠道 2024 年收入达 15.8 亿元。
- ◆ **小酥肉、薯条等休闲食品：**酥肉原本是川渝地区的传统菜肴，经过工业化改造后以预制包装形式进入休闲食品市场。根据餐宝典，小酥肉市场规模从 2019 年的 10 亿元迅速增长至 2023 年的 100 亿元，销量约 64.7 万吨。冷冻薯条同样经历了消费场景的转变，从西式快餐的配套产品发展为家庭空气炸锅的常备零食，据红餐网数据，2024 年全国冷冻薯条全国消耗量 50-60 万吨，其中 3-4 成销往流通端。

图28：立高食品直营渠道收入及变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：2023 年中国小酥肉销量达到 64.7 万吨



资料来源：餐宝典，国信证券经济研究所整理

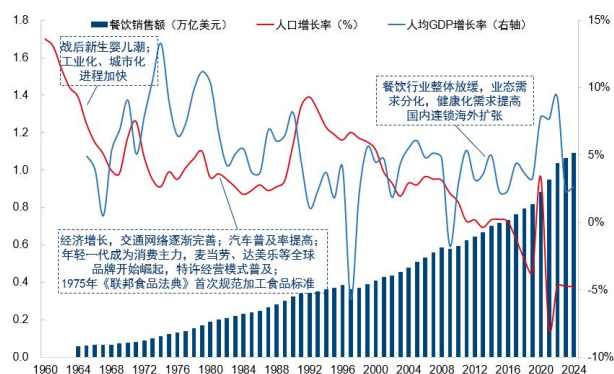
4 海外对标：关联居民生活方式，龙头乘时代机遇成长

4.1 美国：与餐饮行业共同成长，密集并购成就 Sysco

4.1.1 伴随餐饮行业快速发展，专业供应链逐渐成熟

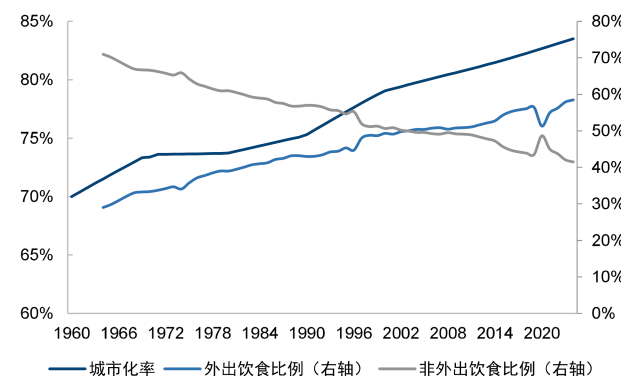
美国食材供应链行业伴随餐饮行业壮大而发展。二十世纪七十年代后，美国餐饮需求显著增长，主要源于婴儿潮一代人口增加、交通基础设施持续改善以及生活方式变化导致外出就餐比例提高。另外，餐饮供给端受到食品加工技术进步和特许经营商业模式普及的推动，美国餐饮业进入快速扩张阶段。以麦当劳为代表的快餐品牌利用标准化运营和规模化优势迅速发展成为覆盖全国的大型连锁集团，餐饮供应链行业也同步进入了快速发展阶段。

图30：美国餐饮供应链与餐饮行业同步发展



资料来源：BEA, USDA, 国信证券经济研究所整理

图31：随着城市化率，居民外出饮食比例提高

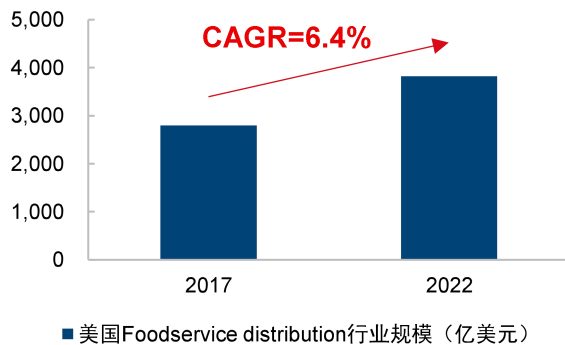


资料来源：BEA, USDA, 国信证券经济研究所整理

专业化餐饮供应链行业，2022 年规模约 3820 亿元。美国餐饮供应链覆盖从上游农产品生产到中游贸易流通、仓储配送、采购研发，直至下游餐饮门店加工及终端消费的全链条，已形成专业化的餐饮供应链行业（Foodservice Distribution Industry）。国际食品服务分销商协会（IFDA）数据显示，2022 年美国餐饮供应链行业规模约为 3820 亿美元，2017 至 2022 年复合年增长率达 6.4%，主要客户包括连锁餐厅、独立餐厅以及各类机关单位。根据客户类型、产品品种以及服务模式，美国餐饮供应链主要分为三类配销商：

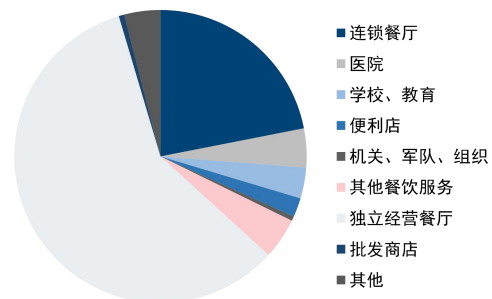
- ◆ **宽线配销商：**提供全品类一站式服务，覆盖生鲜、冻品、干货等超万种商品，满足餐饮企业基础需求。客户主要为独立餐厅、医疗机构及教育机构等多元化主体。宽线分销商具备高频灵活配送能力，每日可执行多次送货，并提供库存管理、菜单设计等增值服务。
- ◆ **窄线配销商：**专注特定垂直领域如肉类或海鲜，产品范围狭窄且深度专业。客户通常将其作为宽线服务的补充，用于采购特殊商品，一般仓储配送系统也专为特定商品设计。
- ◆ **专营配销商：**服务于连锁餐饮品牌总部，依据长期合同提供品牌定制化商品。一般仅服务签约连锁体系，产品规格完全按品牌标准执行。

图32: 美国 Foodservice distribution 行业规模



资料来源: IFDA, 国信证券经济研究所整理

图33: 美国 Foodservice distribution 主要客户



资料来源: IFDA, 国信证券经济研究所整理

表3: 美国餐饮供应链配销商分类

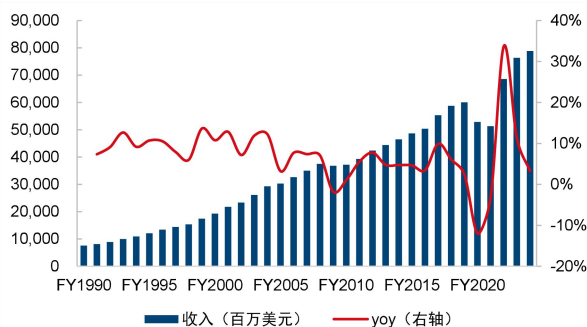
分类	定义	主要产品	客户类型	代表企业
宽线配销商 (Broadline Distributors)	提供一站式服务的全方位食品服务分销商, 覆盖生鲜、冻品、干货、日用品等全品类产品	满足客户全品类需求	主要服务独立餐厅、医疗/教育机构、酒店等多元化客户	Sysco、U. S. Foods、PFG、Supervalu 等
窄线配销商 (Specialized Distributors)	专注于特定品类(如肉类、海鲜、农产品)的垂直型分销商	仅提供单一品类或有限品类	多元化客户	Ben E. Keith Foods、DBH、McLane 等
专营配销商 (System Distributors)	服务于连锁餐饮品牌的定制化分销商	按总部标准提供统一规格产品	仅服务签约连锁品牌	HAVI Group、Cargill 等

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

4.1.2 密集并购成就全球餐饮供应链龙头——Sysco

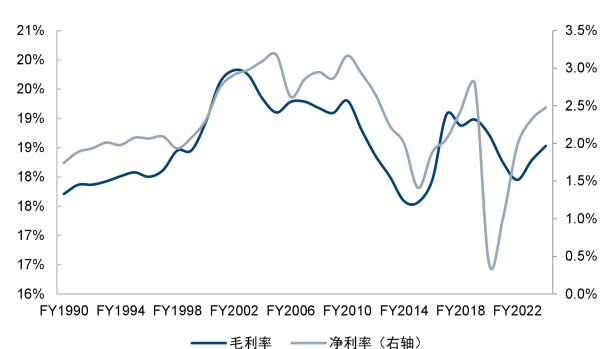
全球化并购成就餐饮供应链龙头。Sysco 于 1969 年由 John F. Baugh 在美国德克萨斯州休斯顿市创立, 起源于速冻食品配送业务, 主要服务餐饮行业客户。Sysco 在成立初期通过整合 8 家区域性食品配送商实现了多区域协同运营能力, 首年销售额达到 1.15 亿美元。1970 年公司完成纽约证券交易所上市, 为后续扩张奠定资本基础。通过业务多元化和产品线拓展, Sysco 逐步构建包含 12 大品类的完整产品体系, 涵盖从生鲜食材到餐饮设备的全产业链需求。2024 财年 Sysco 实现总营收 788.4 亿美元, 其中美国市场占比 70.2%, 国际市场占比 18.5%。

图34: Sysco 收入及变化



资料来源: 公司公告, Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

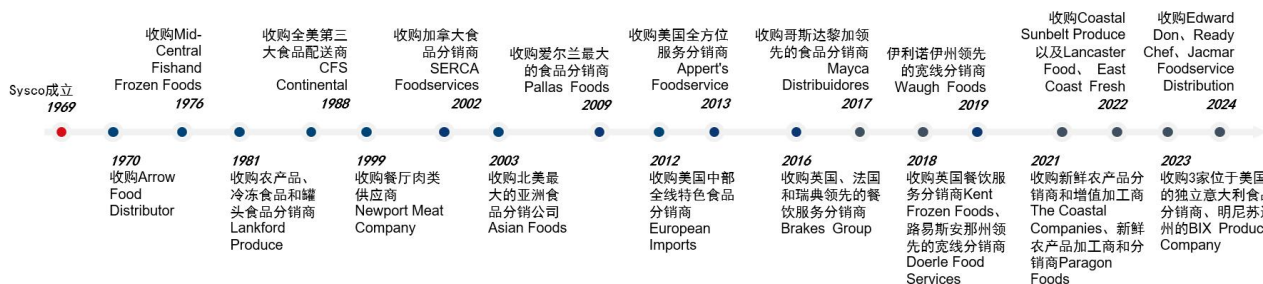
图35: Sysco 毛利率与净利率变化



资料来源: 公司公告, Capital IQ, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **密集收购实现区域拓展+全球化。**1969 年成立后收购首家公司 Arrow Food Distributor 后开展密集横向并购，通过收购多家小型食品分销商覆盖全美主要产区。1988 年以 7.5 亿美元收购 CFS Continental 后，成为全美份额最高的食品分销商。2000 年后并购策略转向国际化，公司通过收购加拿大、英国等市场的分销商扩展全球市场。Sysco 通过横向并购快速获取在不同地区的市场份额，再通过纵向整合提升并购公司与自身的契合度。

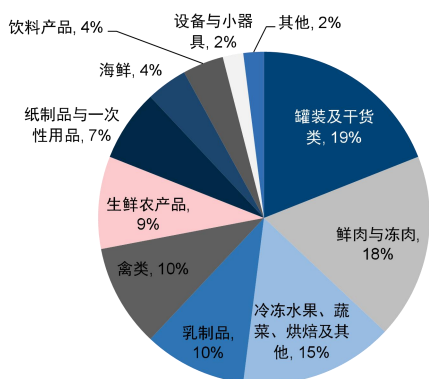
图 36: Sysco 重要并购历史



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

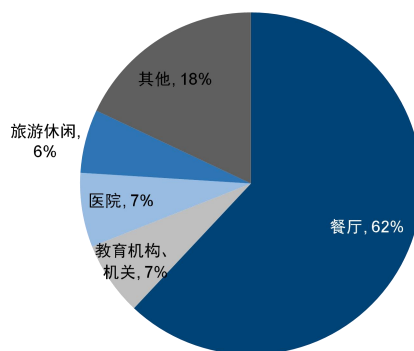
- ◆ **纵向整合上下游产业链，持续强化竞争优势。**早期阶段，公司通过收购冷冻食品制造商、蔬菜种植农场及肉类加工企业向上游延伸，有效降低原材料价格波动带来的经营风险。经过多年发展，产品种类已从初创时期的数百个 SKU 扩展至 40 万种，形成涵盖鲜冻肉禽、海鲜水产、生鲜农产品、净菜半成品、餐饮器具及厨房设备的完整产品矩阵。
- ◆ **建立多元化的客户体系。**根据公司公告，2024 年公司分散的餐饮客户占比 62%，医疗机构与教育机构各占 7%，旅游休闲场所贡献 6% 营收，小型零售商占比 18%，均衡的客户结构有助于平抑单一渠道的市场波动风险。为提升服务能力，公司在传统物流网络覆盖不足的区域新建独立运营中心，通过优化配送网络密度改善服务响应速度与配送效率。

图 37: Sysco 主要产品覆盖多种品类（2024 年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 38: Sysco 客户遍及餐厅、机关单位等（2024 年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

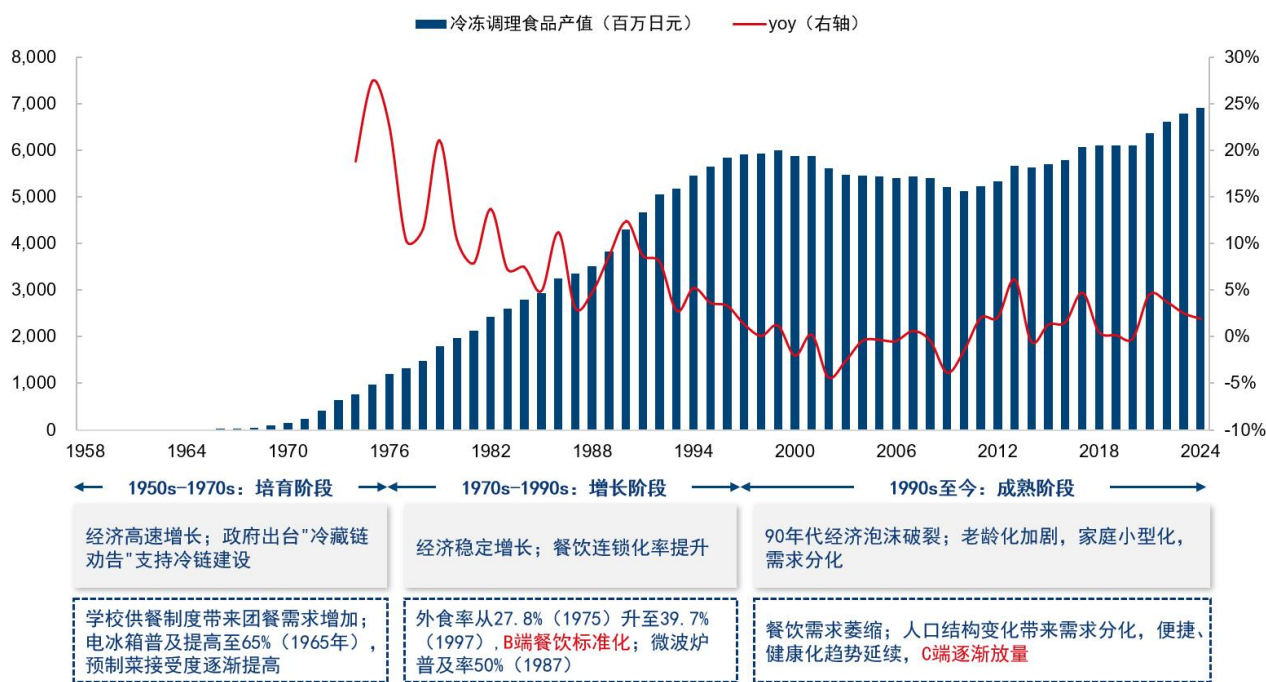
4.2 日本：BC 端接力驱动行业增长，神户物产门店稳健扩张

4.2.1 日本冷冻调理食品进入成熟期，B 端先于 C 端放量

冷冻调理食品定义类似预制菜，行业发展成熟。根据日本冷冻食品协会，冷冻调理食品是以农、林、畜、水产品为主要原料，经过筛选、清洗、去除不可食用部分等预处理后，再通过调味、加热等烹饪加工，最终经速冻工艺冷冻并包装的食品。产品需在冻结状态下（中心温度 $\leq -18^{\circ}\text{C}$ ）储存、运输和销售，且经简易加热或无需烹饪即可食用，与中国“预制菜”定义相似。

日本冷冻调理食品历经政策驱动培育、餐饮需求爆发、场景深化三个阶段。上世纪 60 年代至 70 年代政府通过冷藏链劝告推动冷链建设，需求端 B 端受学校供餐制度驱动，团餐标准化需求上升，冷冻产值快速提高。随后在 80 年代经济趋稳，外食率提升，餐饮需求迅速增加，B 端冷冻调理食品扩容。进入 90 年代后日本泡沫经济破裂，但是 C 端冷冻调理食品因家庭小型化及便捷性需求延续接棒 B 端增长，此外冷冻调理产品沿着健康化、便捷化方向升级。

图 39：日本冷冻调理食品发展与宏观经济与居民生活方式息息相关

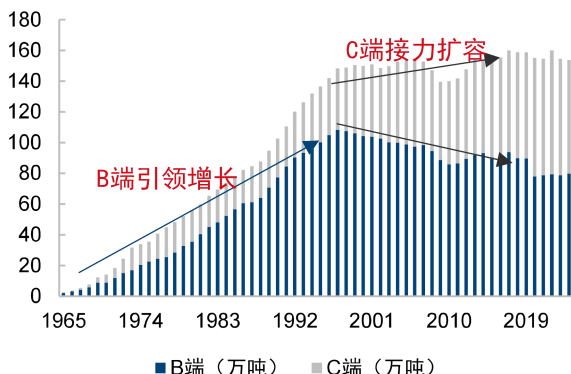


资料来源：日本冷冻食品协会，国信证券经济研究所整理

B 端餐饮连锁化推动，生活方式变化支撑 C 端放量。1970 年后日本经济繁荣，居民收入提升，餐饮业由此迅速增长，同期肯德基、麦当劳等连锁餐饮进入日本，餐饮连锁化率快速提升，叠加标准化与降本需求，驱动 B 端冷冻调理食品增长。1990 年代经济泡沫破裂叠加老龄化加剧，B 端需求萎缩，居民回归家庭消费，C 端持续放量，成为冷冻调理食品的增长主力。

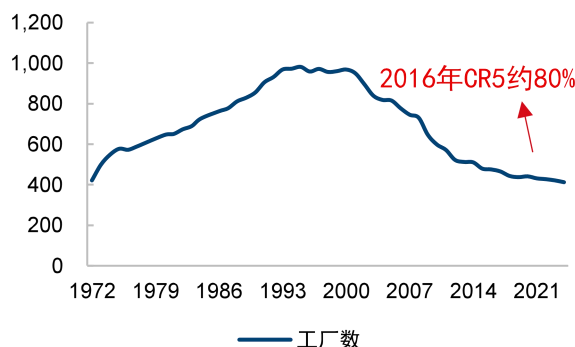
成熟端供给端出清，市场集中度提升。随着经济泡沫破裂叠加人口老龄化，日本冷冻调理食品行业需求增长放缓。成熟阶段冷冻调理食品产生出清，工厂数量自 1994 年的 973 家缩减至 2024 年 413 家。一方面在产能出清、价格竞争之下市场集中度显著提升，2016 年 CR5 达 80%，龙头优势地位稳固；另外一方面部分企业将过剩产能向海外转移，开启全球化征程。

图40：日本B端速冻食品先于C端发展



资料来源：日本冷冻食品协会，国信证券经济研究所整理

图41：1990s后日本速冻食品产能出清



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4.2.2 定位性价比的加盟连锁标杆——神户物产

加盟连锁销售食品，门店为最主要收入来源。神户物产创立于1985年，是日本主要预制菜企业之一。公司通过加盟连锁店“业务超市”销售预制菜产品。1997年创始人沼田昭二参考沃尔玛等公司模式提出加工食品产销一体化构想。2000年公司在兵库县开设首家业务超市，以特许经营模式低价销售冷冻及加工食品。业务超市初期主要服务B端客户，因低价正常规格产品吸引C端消费者，目前B端占比仅约5%。公司门店数量、收入增长稳健，截至2024年10月，公司门店总数达1084家。2024财年公司实现营业收入5079亿日元，同比增长10%，2004财年至2024财年公司收入CAGR约为12%。

图42：2004-2024财年神户物产收入复合增速12%



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

差异化竞争战略，避开同质化竞争。公司专注加工食品和冷冻食品等高毛利、低损耗品类，打造产品竞争力。神户物产一方面通过自有工厂开发创新独家商品，例如豆腐盒装芝士蛋糕；二是全球直采50个国家的超过1680款商品；三是实施低价策略，2公斤鸡肉售价低于1000日元。业务超市销售NB（National Brand）

产品和 PB（Private Brand）产品，PB 收入占比从 2017 财年约 30%提升至 2024 财年 35%，形成差异化竞争壁垒。

图43：神户物产 PB 产品销售占比

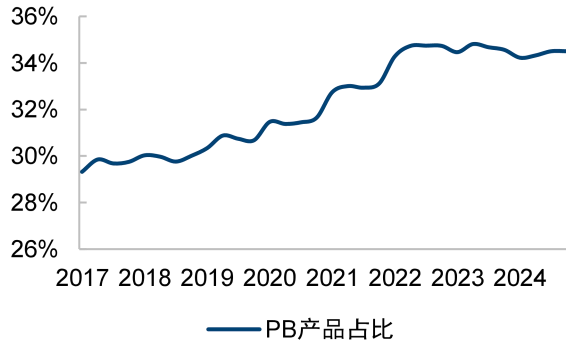


图44：业务超市销售 PB 产品示例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

垂直整合产销一体，零售端轻资产模式扩张。通过收购濒危工厂优化生产结构，精简 SKU 提升效率，从而实现规模效益。公司上游延伸至农业、水产和家禽领域，拥有国内外自有及合作工厂资源，截至 2024 年 10 月，公司在日本拥有 27 家工厂。公司零售端采用 FC 模式轻资产扩张业务超市，低加盟费策略加速规模扩张，神户物产特许权使用费仅为发货额 1%，重点通过食品制造与销售业务盈利而非依赖高额加盟费。根据公司标准单店模型显示，门店毛利率约 17%，经营利润率约 2.1%。

成本极致管控，提升运营效率。神户物产通过低成本管理和生产自动化优化运营效率，例如引入鸡蛋卷专用机减少人力投入。公司使用纸板箱直接展示商品，以及采用特殊尺寸的冷藏箱和展示架，实现整箱商品快速出货来降低运营成本，支撑业务超市的产品高性价比定位。业务超市门店采用小型化策略，平均面积控制在 120 坪，并降低装修成本。公司推行低成本运营战略，利用订单处理和数据管理的自动化进一步提升整体运营效率。

图45：业务超市加盟条件及单店模型

加盟条件			单店模型		
	直营地区	地方地区	(千日元)	月金额	占比
签约公司数量	91家	以“县”为单位签订区域独家代理权	营业收入	43,500	100%
合同单位	以单店为单位签约	该地区经营者享有垄断经营权	毛利润	7,395	17%
加盟费（不含消费税等）	200万日元 (不含消费税等)	该地区人口×2日元	销售及管理费用	6,499	15%
保证金	1,000万日元	该地区人口×5日元	租金支出	1,300	3%
特许权使用费	总采购额的1%	采购金额的1% (仅限适用商品)	人工成本	2,393	6%
设备费	常温货架及冷冻设备工程约3200-3800万日元（以上为参考金额，根据实际情况可能变动）		营业利润	896	2%
配送费	原则上由总部承担	需另行协商			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

5 双轮驱动食品工业化演进，企业需洞察需求、拥抱变化

5.1 预制化和零食化双轮驱动，工业化趋势持续演进

食材预制化和餐饮零食化协同发展，驱动效率革命。食材预制化与餐饮零食化与餐饮供应链效率紧密关联，预制化和工业化生产能力为零食化产品提供了标准化基础，使小份装和即食型产品成为可能。另外一方面零食化趋势对产品迭代速度和柔性生产能力提出更高要求，促使预制菜生产环节向柔性化和高效化转型。食材预制化与餐饮零食化趋势共同驱动餐饮供应链提升效率，满足多元化的餐饮消费需求。

工业化趋势演进，产品品类逐渐丰富。预制化方面，中国菜系众多，工业化进程仍处于初始阶段。根据冷冻食品，我国肉禽类预制菜产业规模加速扩大，但是水产类预制菜种类较少，鱼类以酸菜鱼和烤鱼为主，虾类包括小龙虾和虾滑等，品类较为单一。餐饮零食化趋势催生了更多小包装、即食型、休闲化产品形态，如即食魔芋制品、独立包装的卤味小食、可作为零食的烘焙点心等，丰富了消费者的碎片化用餐和休闲选择。行业内企业通过原料升级和口味细分实现差异化竞争，工业化进程持续演进。

表4: 肉禽类、水产类预制化主流菜品

肉禽类		水产类	
小酥肉	香辣鸡翅	酸菜鱼	虾饺皇
锅包肉	鸡米花	青花椒烤鱼	十三香龙虾
小炒黄牛肉	糖醋里脊	剁椒鱼头	麻辣烤鱼
毛血旺	大盘鸡	椒盐皮皮虾	香辣虾
小炒肉	蜜汁手扒鸡	水煮鱼	口味虾
红烧肉	口水鸡	麻辣小龙虾	十三香小龙虾
辣子鸡	地锅鸡	油焖虾	芥末章鱼
辣椒炒肉	水煮肉片	香辣蟹	香辣烤鱼
宫保鸡丁	京酱肉丝	肉蟹煲	海鲜拼盘
鱼香肉丝	烧鹅	卤虾	老坛酸菜鱼

资料来源：冷冻食品，国信证券经济研究所整理

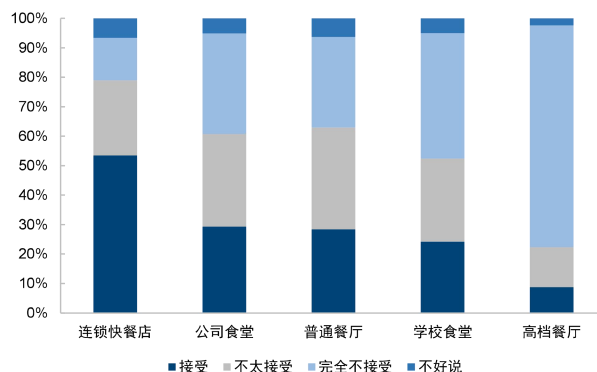
行业界定清晰化，消费认知逐渐提升。早期预制食品概念模糊，常与方便食品混淆。如今行业及监管层面逐步明确界定，定义上的厘清促使消费者在购买时更关注产品标签信息，也促使企业更注重产品信息的透明化和标准化标识。现在预制食品一般包含即食、即热、即烹、即配四类产品，为家庭餐桌、餐饮门店及零售终端提供食材解决方案，餐饮零食化趋势下的创新产品则主要为即食类产品。消费者认知提升为市场更理性发展创造了条件，工业化食品在快餐、团餐领域接受度有一定接受度，但消费者对预制类食品的整体接受度和信任度仍需行业持续努力建设。

图46：预加工成品或半成品定义逐渐清晰

即食 (RTE)	开封后能够直接食用的预制调理菜肴，即“开包即食”菜肴
即热 (RTH)	经水浴/微波/直火/自热加热即可食用的菜肴，即“加热即食”菜肴
即烹 (RTC)	指预加工半成品预制菜，经烹制（煎、炒、烹、炸等）后可食用的菜肴
即配 (RTP)	指清洗、分切等初加工而成烹饪原料，初加工半成品配菜原料，如肉片/丝/丁/块、净菜等。

资料来源：食品伙伴网，国信证券经济研究所整理

图47：消费者对于餐饮使用预制食品已有一定接受度



资料来源：DT 研究院，国信证券经济研究所整理

5.2 行业低效供给出清，产能、效率决定短期生存

餐饮供应链同质化竞争，低效厂商面临生存压力。由于行业进入门槛相对较低，普通食品厂商均可参与生产，吸引了大量参与者涌入。从供给工艺来看，由于食品生产工艺简单，产品同质化现象严重，例如酸菜鱼是珍味小梅园、叮叮懒人菜等众多品牌推广的单品，其余预制菜产品也以重口味水产、肉禽为主；即食品类中众多品牌涌入魔芋制品、小酥肉等热门品类。行业发展较为粗放，行业低端产能进入被动出清过程，生存成为部分企业首要目标。

表5：预制食品产品同质化

品牌	水产类	肉禽类
叮叮懒人菜	酸菜鱼、水煮鱼、酸汤鱼	
东方甄选	酸菜鱼	酱卤牛肉、五香鸡
麦子妈	酸菜鱼	水煮牛肉、糖醋里脊、锅包肉
朕宅		芝士牛肉卷、惠灵顿牛排
安井	酸菜鱼	蒜香小排、手抓扇子骨
珍味小梅园	酸菜鱼	排骨年糕、糖醋排条
天海藏	酸菜鱼、龙虾尾	地锅鸡、红烧狮子头
麻六记	酸菜鱼	水煮牛肉、千层肚、鱼香肉丝
同庆楼	酸菜鱼、臭鳃鱼	狮子头、四喜丸子
大希地	酸菜鱼	牛肉串、牛肉卷

资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

短期行业格局持续演化，效率决定运营稳定性。短期内行业出清低效产能，进入调整期，本质上是市场对企业经营质量和可持续能力的筛选。食品加工行业拥有强大品牌力、广泛渠道覆盖和规模化生产能力的公司更易先建立起竞争壁垒，积累的资金优势也可以帮助公司整合并购，进一步促进行业集中。

- ◆ **龙头具有产能与渠道网络先发优势。**龙头企业一般具有全国性销售网络和冷链物流体系，新品和传统产品能够实现渠道复用，从而有效降低市场开拓成本、形成渠道协同效应。
- ◆ **规模效应摊薄成本，构筑效率壁垒。**庞大的生产体量决定先发企业在原材料采购、生产环节固定成本、设备利用、单位能耗以及冷链物流配送方面能够产生摊薄效果。除此以外，由于食品加工的生产成本中直接材料占比较高，大企业

在应对原材料价格波动和成本压力时拥有更大的缓冲空间和议价能力。

- ◆ **龙头资金状况充裕，整合并购促进集中度提升。**食品加工企业资金状况相对充裕，2024 安井/立高/三全/千味/巴比/天味/颐海/卫龙/盐津净利润现金含量分别为 1.4/1.7/2.1/1.6/0.8/1.3/1.2/1.2/1.8。稳健现金流一方面支撑企业在行业低迷期持续运营，承受需求波动带来的压力；另一方面为主动整合行业资源提供可能，通过并购或合作进一步优化市场格局。

表 6: 上市公司进行并购整合

公司	并购标的	时间	支付对价	详情
千味央厨	味宝食品	2023 年 3 月	定增资金中使用 4186 万元购买 80%股权（收购后持有 100%）	主要产品包括黑糖粉圆、琥珀粉圆等茶饮配料，主要客户为肯德基、必胜客、85 度 C 等。
海欣食品	东鸥食品	2023 年 4 月	受让价格合计不超过 1326 万元（51%股权）	东鸥食品主营业务为鲍鱼及预制菜的加工、销售等业务；整体估值不超过 2,600 万元。
天味食品	食萃	2023 年 5 月	股权转让+增资入股，投资 3.62 亿元收购 55%股权	专注中小 B 端餐饮复合调味料，旗下三大品牌覆盖众多餐饮终端，线上布局多家店铺。
天味食品	加点点味	2024 年 12 月	全资子公司收购 63.84%股权	主打 C 端创新复合调味品，产品线包括家常小馆、轻食料理、风味汤底系列，热销单品有关东煮、寿喜烧调料。
涪陵榨菜	味滋美	2025 年 4 月	发行股份及支付现金的方式购买 51%股权（对价尚未公布）	味滋美主要从事川味复合调味料、预制菜的研发、生产和销售；2024 年味滋美实现营收 2.65 亿元，净利润 3962.45 万元。
安井食品	鼎味泰	2025 年 4 月	以 4.445 亿元收购 70%股权	鼎味泰利用深海鳕鱼原料打造速冻关东煮、火锅料产品切入精品商超、连锁餐饮以及便利店渠道，2024 年 3 月鼎味泰收购百卡弗中国冷冻烘焙业务。

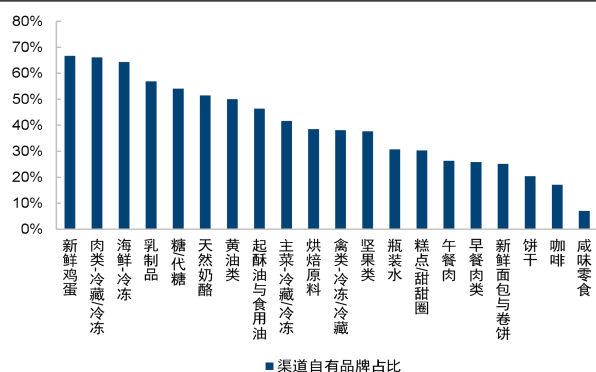
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

5.3 积极拥抱变化，需求洞察带动平衡发展

渠道多元化、碎片化，要求厂商提升全渠道运作能力。虽然便捷、高效的产品特性天然适合与能够快速触达场景的渠道紧密结合，但是广泛而分散的渠道要求厂商持续投入资源探索和合作新兴渠道，深入了解不同渠道的模式以及差异化要求，开发更具针对性的规格、口味或包装产品。

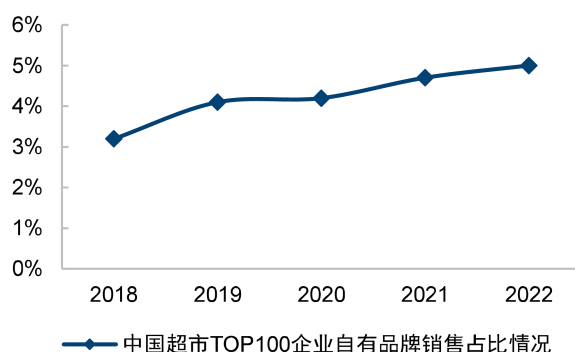
渠道自有品牌占比提升，行业供给驱动效果或将减弱。根据 PLMA（自有品牌制造商协会），美国 2024 年渠道自有品牌销售占比约 20.7%，特别是标准化程度较高的品类中渗透更深，而中国超市百强企业自有品牌占比在 2022 年约 5.0%。自有品牌扩张简化了购买决策，降低了消费者对传统厂商品牌的选择依赖，下游零售渠道的话语权实质性增强，未来行业单纯依靠产能扩张、品类延伸的供给驱动效果或将减弱。

图 48: 美国渠道自有品牌较高，但是在不同品类内有所差异



资料来源：PLMA，国信证券经济研究所整理

图 49: 中国渠道自有品牌占比目前较低



资料来源：尼尔森，国信证券经济研究所整理

产品创新思维向需求端转型，消费者洞察能力或将成为核心竞争力。由于消费者拥有更丰富的购买渠道选择，因此厂商依赖开发少数大单品、通过广泛渠道铺货获取增长难度增大，产品创新逻辑也将发生变化。未来产品创新的思维从供给导向的“我们能生产什么”到需求导向的“消费者需要什么”转型，食品加工企业需要深入理解消费者在具体生活场景中的细微需求，未来消费者行为洞察能力可能成为构建核心竞争力的决定性因素。

◆ **细分人群洞察：**日本冷冻食品巨头 Maruha Nichiro 针对用户需求，根据用途和咬合力的不同研发适合老年人的“温情软食”系列，包括 B 端使用的慕斯和啫喱型冷冻食品、C 端的加热即食型高温杀菌食品、冷冻食品等。根据富士经济，2019 年 Maruha Nichiro 在日本护理食品市场的市占率达到 36%。

表 7：日本护理食品根据吞咽、咀嚼能力分类

等级	I	II	III	IV
咀嚼力·吞咽力 参考标准	较硬或大块食物，稍难咀嚼	较硬或大块食物，难以咀嚼	细小柔软食物可食用	即使小块固体食物也难以吞咽
吞咽能力	可正常吞咽	部分食物可能吞咽困难	水或茶可能吞咽困难	水或茶吞咽困难
食物形状	容易咀嚼 普通米饭~软饭 红烧肉块	可用牙龈压碎 软饭~粥 炖煮汉堡肉	可用舌头压碎 粥 肉酱冻	无需咀嚼 搅拌机处理的糊状粥 肝酱
食品形态参考 (示例菜品)	烤鱼 煎荷包蛋 胡萝卜炖菜 整根香蕉 苹果块	煮鱼 厚煎蛋卷 糖渍胡萝卜 香蕉块 炖苹果	炖半片鱼糕 温泉蛋 胡萝卜泥煮 切块香蕉 苹果泥	慕斯状鱼泥 软布丁 胡萝卜糊 香蕉泥 苹果糊

资料来源：日本介护食品协会，国信证券经济研究所整理

◆ **客户场景洞察：**根据调查显示约 90%消费者希望缩减烹饪时间，同时保持餐食品质，龟甲万公司针对该需求推出微波炉调味料系列，解决三大核心痛点：节省烹饪时间、保证家庭餐食品质、减少洗碗清洁负担。产品操作仅需袋装食材微波加热一步完成，相较于复合调味料更便捷，相比速食冷冻品更能保留手作感和食材新鲜度，提供更符合消费场景需求的体验。

图 50：龟甲万推出的微波炉调味料兼顾便捷性和料理感，解决核心痛点



资料来源：Toppan, Foodaily, 国信证券经济研究所整理

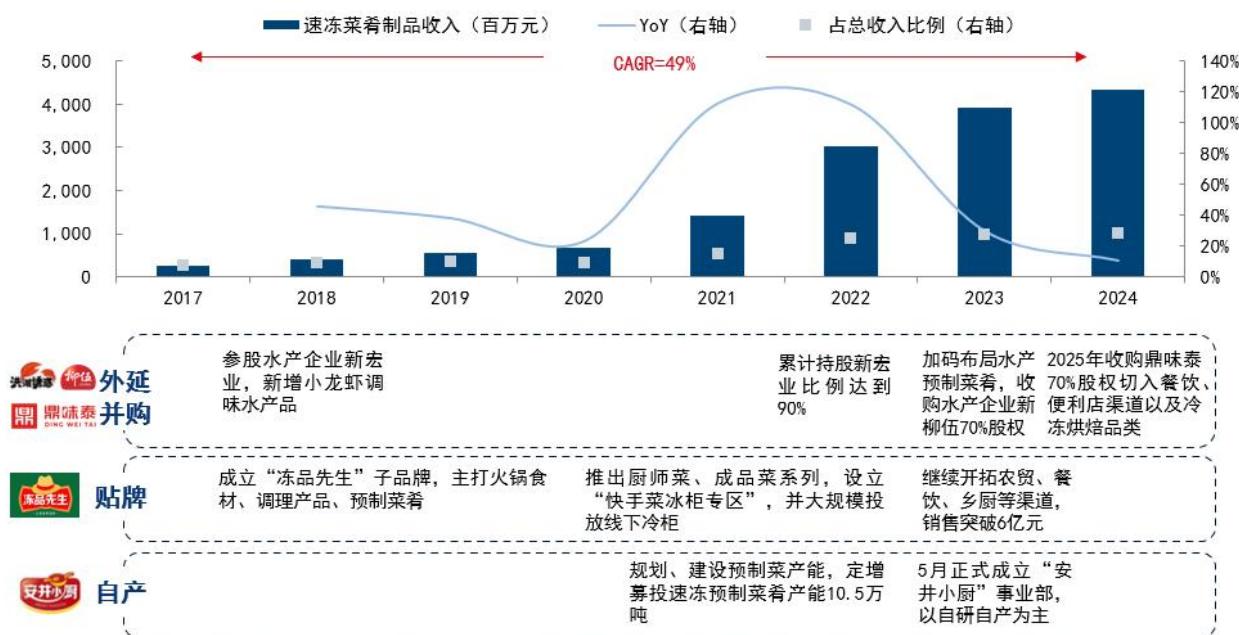
6 投资建议

展望未来，中国餐饮供应链效率革命或将围绕食材预制化和餐饮零食化两大方向展开。建议关注餐饮供应链行业中具备竞争优势的企业：（1）拥有规模化产能及覆盖全国的渠道网络的企业，例如安井食品和盐津铺子。（2）擅长为大型连锁餐饮客户提供定制化产品与解决方案服务能力的公司，例如千味央厨和立高食品。（3）具有突出的产品创新能力及在消费者端建立品牌优势的企业，例如卫龙美味。

6.1 安井食品

三箭齐发布局预制菜业务。安井食品自 2018 年 1 月参股水产企业新宏业后开始涉足预制菜业务，新宏业推出面向消费者的“洪湖诱惑”系列，安井自身新增调味小龙虾产品。安井发展预制菜采取自产、贴牌与外延并购三箭齐发策略，自产依托安井小厨重资产模式，贴牌通过冻品先生轻资产模式运作，外延并购则先后整合新宏业、新柳伍以及近期以 4.445 亿元收购 70% 股权的鼎味泰，打造覆盖全场景、全区域和全渠道的爆款产品。中长期看，安井通过新宏业、新柳伍等并购案例展现了高效的产业链整合能力。公司预计未来将持续受益于内生增长与外延并购的双轮驱动发展模式。

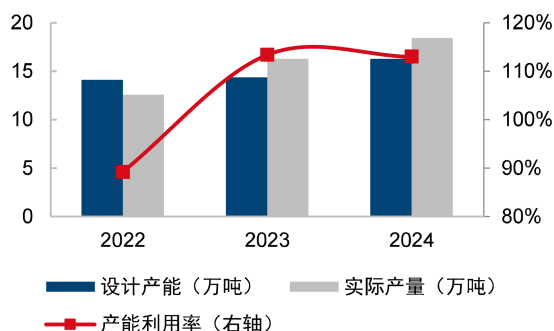
图 51：2024 年安井食品速冻菜肴收入占比约为 29%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

多样化预制菜产品组合，产能利用率超过 100%。安井食品的速冻菜肴制品包含预煮熟及预调味的多样化产品组合，例如虾尾、调味虾以及小酥肉等。公司速冻菜肴产品 SKU 数量超过 230 款，适用于连锁餐饮、酒店及团餐渠道，同时覆盖家庭厨房场景，满足多场景下便捷备餐需求。2024 年安井速冻菜肴板块设计年产能约为 16.3 万吨，实际产能利用率达到 113%。

图52：2024 年安井食品产能利用率 113%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图53：安井食品预制菜产品示例



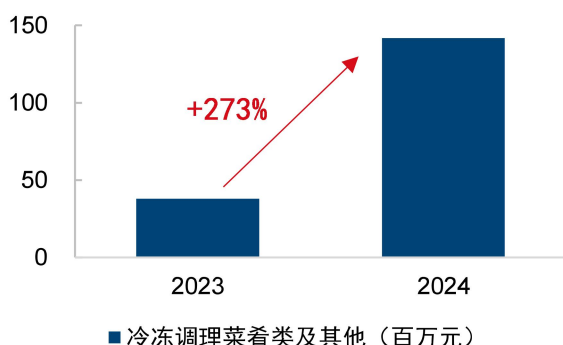
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

6.2 千味央厨

依靠大客户定制经验，探索新兴销售渠道。千味央厨依托餐饮大B端供应能力，为肯德基、海底捞等大型连锁餐饮客户提供定制化半成品，产品涵盖油炸、烘焙、蒸煮及菜肴等多个品类。冷冻调理菜肴类业务组建了专门研发和生产团队，采用自研自产结合供应链协同模式，持续扩充品类并拓展销售渠道。公司同步探索C端市场，发挥研发优势，紧跟电商、会员店、折扣店及传统商超转型趋势，开发差异化产品，通过新兴渠道驱动业绩增长。

2024 年菜肴类增速较高，新品菜肴产品层出不穷。公司冷冻调理类及相关产品2024 年收入约 1.4 亿元，同比增长 273%，源于全渠道品类拓展，菜肴类作为区别于传统米面的新品类，在原有小B、大B及线上线下零售渠道均有需求增量。公司部分产品已进入商超卖场，由商超烹饪后在熟食区销售。未来公司将逐步拓展包括社区超市在内的多元渠道，目前已推出金汤酸菜鱼、虎皮鸡爪、蔬菜苗等新产品。

图54：2024 年千味央厨冷冻调理类及其他收入为 1.4 亿元



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：冷冻调理类及其他主要为爪类、鸡肉调理类、猪肉调理类、蔬菜制品等

图55：千味央厨预制菜涉及肉类、蔬菜类等多个品类

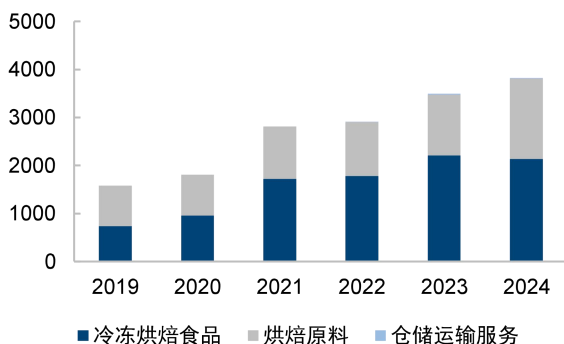


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

6.3 立高食品

深耕冷冻烘焙行业，积极开发产品和原料产品。公司围绕成为“全球烘焙集成服务商”的战略目标，是中国冷冻烘焙行业龙头。立高食品产品包括冷冻蛋糕、多种口味的酱料、奶油等，冷冻烘焙食品收入常年超过 5 成。公司的生产基地辐射全国大部分城市，生产工厂全国化布局，2024 年产能接近 27 万吨，冷冻烘焙市场份额有望持续提升。

图56：立高食品冷冻烘焙食品收入占比超过 50%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图57：立高食品 2024 年产能接近 27 万吨



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

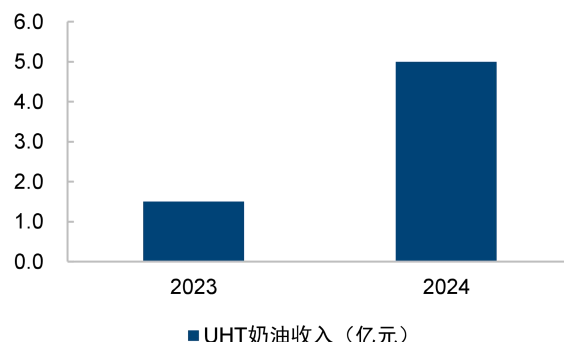
UHT 稀奶油产品收入高增长，未来品类渠道思路明确。公司 2023 年推出稀奶油产品，旨在解决国产奶油性价比不足的问题，2024 年收入达到 5 亿元。未来公司计划响应市场需求，提升核心烘焙产品在商超和餐饮渠道的销售占比。产品策略上，将利用 UHT 奶油产能扩张的机会，同步开发高端及高性价比两条产品线，完善整体产品布局。公司把握下游商超渠道调整的机遇，凭借成熟的大客户合作经验，构建适应不同渠道需求的产品供应体系。

图58：立高 360pro 稀奶油产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图59：2024 年立高 UHT 奶油产品销售收入 5 亿元



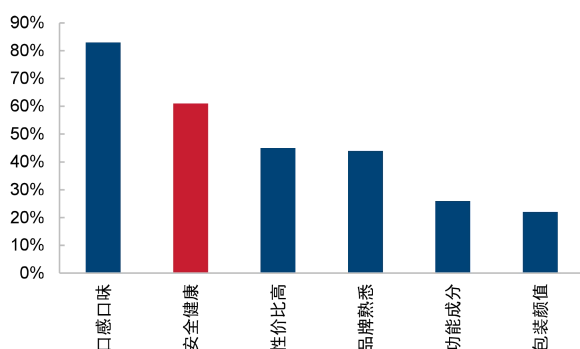
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

6.4 卫龙美味

卫龙率先进行魔芋制品的风味化研发及工业化生产，在此品类享有先发优势。卫龙美味是辣味休闲食品龙头公司。2000s 公司创始人在食用火锅时获得灵感，公司创新性地魔芋从传统的火锅食材研发成口感鲜脆的风味休闲食品。2015 年卫龙魔芋爽产品推向市场，凭借卫龙在辣味休闲食品市场的品牌影响力以及全国广泛的经销网络，卫龙魔芋爽在 2018-2020 年取得突破性的成长，2022 年开始魔芋制品加速成长，2022/2023/2024 年公司魔芋制品收入约 15/19/30 亿元，期间年均复合增速超 40%。目前卫龙美味已成为魔芋零食的龙头。

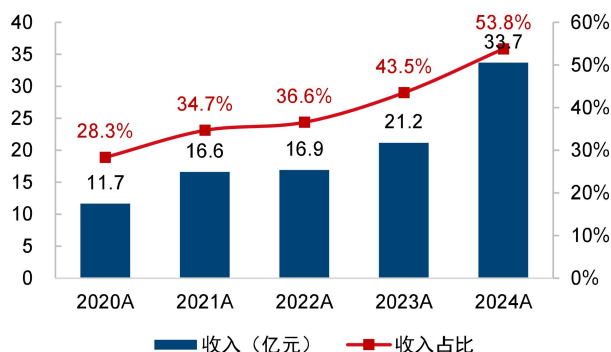
魔芋制品具备健康属性，消费受众有所扩大、消费场景有所拓宽。魔芋是一种高膳食纤维、低碳水化合物、低脂的食材，魔芋制品符合当前消费者注重食用健康的消费趋势。相较于传统的零食产品，魔芋制品拥有更广泛的消费受众，包括年轻女性、健身人群等健康意识较强的消费群体，且作为零食或伴餐食用皆可，消费场景较为广泛。据 CBNDData《线上休闲零食白皮书》，口感口味、安全健康是消费者选购休闲零食时最重要的两个考量因素，健康相关概念零食销售额增速达 23%，明显高于休闲食品品类。魔芋制品在日本、韩国、东南亚等地较为常见，但在我国是近几年才快速发展的品类，目前我国魔芋零食市场规模尚小，预计在百亿元以下。随着其健康属性被更多大众消费者认识，预计后续魔芋零食品类的成长潜力将持续释放，市场规模继续扩容。

图 60：零食消费者最注重产品的口感口味及安全健康属性



资料来源：CBNDdata，国信证券经济研究所整理

图 61：卫龙蔬菜制品（以魔芋为主）收入体量快速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司持续进行产品创新，渠道基础不断夯实。公司对魔芋制品未来的发展给予充分的重视和资源支持。产品端，此前“魔芋爽”大单品主要有 3 种口味，2023 年公司推出新品“小魔女”素毛肚，“小魔女”素毛肚的产品形态为片状，有别于大单品“魔芋爽”的丝状，且在口味设计上也有所不同，起到了丰富魔芋制品产品矩阵的效果；2025 年公司推出麻酱口味、爆辣口味、辣椒炒肉风味、麻辣小龙虾风味产品，且在 2025 年 6 月末，创新产品高纤牛肝菌魔芋进入山姆渠道。市场端，自 2023 年下半年开始，公司针对魔芋制品做了更加细致的市场打法规划，此后推进面菜双雄计划，把调味面制品、菜制品这两个品类进行切割，在保障基础排面稳定的前提下，给魔芋制品争取更多的陈列资源和曝光率，进一步夯实魔芋制品的渠道基础。

图62：卫龙美味具备多元化口味魔芋产品矩阵



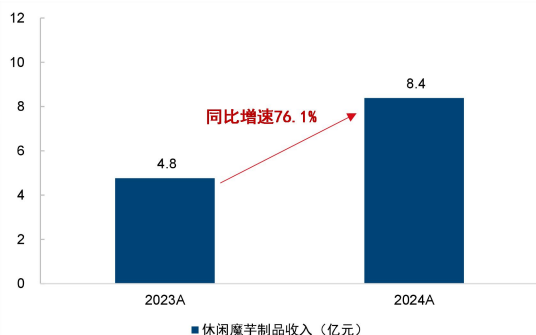
资料来源：卫龙美味官方微信公众号，京东，国信证券经济研究所整理

6.5 盐津铺子

传统风味的现代化创新，大魔王麻酱味魔芋制品成功出圈。盐津铺子是一家经营多品类、具备全渠道服务能力的休闲食品公司。2024 年盐津铺子创新性地联合中华老字号“六必居”，将老北京麻酱涮肚的经典风味融入魔芋零食，成功打造“大魔王”麻酱素毛肚产品。随着公司重点培育和推广，“大魔王”麻酱口味素毛肚的产品热度快速提升。麻酱作为中西饮食中均易接受的“味觉锚点”（如西方花生酱、中东塔希尼酱），既保留中式火锅文化精髓，又降低海外消费者的接受门槛。这只产品也成为了餐饮零食化的典型代表。2024 年公司休闲魔芋制品产品实现收入 8.4 亿元，收入占比 15.8%。2025 年第一季度出现产品供不应求的现象，公司随即补充产能，预计全年公司魔芋制品维持高速增长。

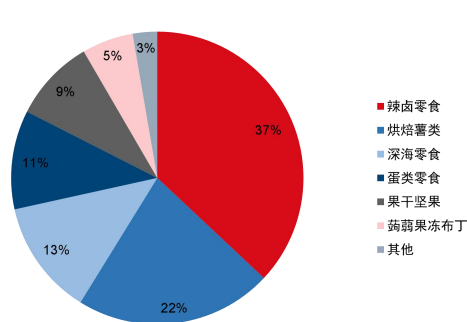
供应链基础坚固，全渠道布局完善，后续更多品类有望复制魔芋子品牌“大魔王”的成功路径。供应链方面，公司自 2020 年下半年开启一轮供应链体系升级改造工作，有效地降低了核心品类生产成本，且近年来，公司不断加深在核心品类上游原材料端的布局，比如在云南曲靖建立魔芋种植基地、在印尼布局魔芋加工厂，实现原料全球化采购与成本优化。渠道方面，目前公司已经构建了包括量贩零食、传统流通、会员制超市、电商、海外渠道在内的多元化渠道体系，且与鸣鸣很忙等头部零食零售商有深度合作关系，为后续更多优质产品推向市场奠定了渠道基础。目前公司针对六大核心品类（辣卤零食、烘焙薯类、深海零食、蛋类零食、果干坚果、蒟蒻果冻布丁）设有专属子品牌，随着产品创新深化，预计后续还将有更多品类取得突破。

图 63: 2024 年盐津铺子魔芋制品实现 76.1%收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图64: 盐津铺子主要经营六大核心品类



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

风险提示

行业竞争风险

- 1、同质化竞争加剧：**行业进入门槛较低，大量企业涌入导致产品创新不足、品类高度雷同。若企业缺乏差异化优势，可能陷入价格战，持续挤压利润空间。
- 2、头部企业扩张压力：**资本推动下，大型企业加速全国化布局，通过低价策略抢占市场份额。中小企业若未能建立区域壁垒或成本控制能力，生存空间将被大幅压缩。

市场风险

- 1、消费者舆论风险：**一旦发生食品安全负面事件，可能引发行业性信任崩塌，需求短期锐减。
- 2、消费习惯迁移阻力：**传统餐饮文化对“现制现售”的偏好仍占主流，市场教育周期可能长于预期。

经营风险

- 1、食品安全与法律风险：**行业因卫生管理漏洞、标签标注不规范等问题频繁受到监管部门处罚，可能触发停产整顿、品牌声誉受损等连锁反应。
- 2、原材料价格波动：**肉类、蔬菜等生鲜价格季节性价格变化、供应商合作中断，可能造成成本剧增或生产中断。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032