

2021 年 01 月 20 日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：
021-68591576

联系人：
021-61981322

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

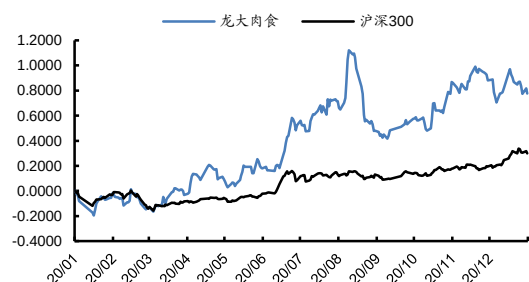
赵宁宁 S0350120070040
zhaonn@ghzq.com.cn

大股东致力农牧食品为核心主业，屠宰肉制品向

预制菜全面发展

——龙大肉食（002726）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
龙大肉食	-5.7	12.7	80.4
沪深 300	8.8	13.4	29.9

市场数据 2021-01-19

当前价格（元）	12.50
52 周价格区间（元）	5.27 - 15.40
总市值（百万）	12449.23
流通市值（百万）	12248.66
总股本（万股）	99593.86
流通股（万股）	97989.30
日均成交额（百万）	257.16
近一月换手（%）	42.45

相关报告

《龙大肉食（002726）调研简报：大股东确立农牧食品为核心主业，肉制品向预制菜全品类发展》——2020-12-28

《龙大肉食（002726）三季报点评：屠宰业务开始盈利，肉制品继续高增长》——2020-11-01

《龙大肉食（002726）调研简报：全力布局屠宰和肉制品业务，平抑猪周期持续正增长》——2020-09-25

《龙大肉食（002726）中报点评：行业身处万亿市场，大股东有实力有动力》——2020-08-11

投资要点：

■ 预制菜起源于美国，成熟于日本

预制菜，是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，经预加工而成的成品或半成品。1920 年，世界上第一台快速冷冻机在美国试制成功后，速冻加工品随即问世。20 世纪 60 年代起，各种类型的预制菜在美国开始实现商业化经营。20 世纪 80 年代，预制菜在日本、加拿大及部分欧洲国家也开始兴起。

在美国，诞生了全球超大型食材配送供应链公司 Sysco。Sysco 在业绩最高峰时，2018 年财年，销售额达到 601.14 亿美元。

预制菜成熟于日本。日本预制菜在上世纪 70 年代末 80 年代初得到高速发展，每年以 20% 以上的速度递增。目前，日本预制菜的渗透率已经达到 60% 以上，比较大的预制菜公司有如神户物产和日冷公司。2019 年，神户物产营业额达 2996 亿日元，日冷公司达 5848.58 亿日元（其中 35% 左右为速冻调理食品）。

■ 预制菜大致可以分为四大类产品 一是即食食品：指开封后可以直接食用的预制调理制品；二是即热食品：指只需要经过加热即可食用的食品；三是即烹食品：指经过相对深加工（加熟或浅油炸），按份分装冷藏或常温保存的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调理的食品；四是即配食品：指经过清洗、分切等初步加工而成的小块肉、生鲜净菜等。

从预制菜的品类发展趋势来看，也是从高附加值、工艺复杂、制作时间长、复热后能保持原味和易储存的品类逐渐过渡到附加值较低、工艺简单、新鲜度要求高、较难储存的品类，如生鲜净菜等。

■ 预制菜全渠道有覆盖，以餐饮渠道为主 目前预制菜的销售渠道基本覆盖了所有的食品销售渠道，如餐饮、商超、农贸市场、便利店、电商、专业外卖市场、一般流通。

其中餐饮企业是预制菜的最主要销售渠道。日本预制菜市场，toB 端

《龙大肉食（002726）中报业绩预告点评：全产业链逆周期扩张，打开各项业务成长空间》——2020-07-15

与 toC 端比例是 6:4，而中国预制菜市场，目前 toB 端与 toC 端比例大概在 8:2 的阶段。toB 模式下，最核心的底层逻辑是通过专业分工尽可能做到规模效应最大化和成本最低。

- **促动预制菜行业发展的主要因素** 从需求端看，经济发展带来主粮消费下降，而肉禽蔬菜和休闲零食等消费增加，从而推动食材消费的增长。此外，经济发展带动消费者购买能力上升；而社会分工、工作节奏加快、女性职业化，增加了烹饪的时间机会成本。此外，劳动力人口比例的下降，人工成本的上升，市场竞争的激烈，也促使餐饮企业更多的使用预制菜来降本增效。而人的懒惰天性，促使预制菜消费习惯一旦养成便容易固化。

从供给端来看 农业工业化带来农牧产品成本降低，生物技术的提高推动养殖效率的提高，因为成本的降低间接的提高了消费者的购买能力；冷链物流的发展和完善，尤其是低成本国产速冻设备和冷链运输车辆的推广，为预制菜延长保质期、扩大配送范围、降低物流成本提供基础条件；而大数据的发展，为预制菜实现精准营销，将报废损失降到最低又推进一步；渠道的多元化便利化，让消费者购物上更为便捷，为预制菜的消费体验更为完美。

- **我国预制菜行业万亿元市场规模可期** 中国目前社会结构的核心经济指标，比如人均 GDP 水平（2019 年中国人均 GDP 相当于日本 1983 年水平）、劳动人口比重（中国目前 15-64 岁劳动力人口占比约 70%，与日本 20 世纪 80 年代水平相当）、家庭人口结构（每户 2-3 人）等，跟日本 20 世纪 70 年代末 80 年代初非常类似，预制菜在中国也有望迎来一个高速增长期。如果按照每年 20% 的复合增长速度估算，在未来 6-7 年，中国预制菜行业可以成长为万亿元规模的市场。

- **屠宰企业建设预制菜工厂具有先天的优势** 从供给端来看，普通餐饮由于前端门店需求不足，自建中央厨房面临亏损，而一般食品企业为了追求规模效应最大化，预制菜企业大多只能专注于最擅长的 2-3 个品类，品类发展受限；从需求端来看，多数终端需要多品类“一站式服务”，尤其是很多预制菜对新鲜度要求高，需要频繁的大规模冷藏配送。尤其是餐饮企业小型终端多，需求以多品类、高频次、小批量和及时性为特征。这些需求一般的中央厨房和食品工厂（预制菜企业）很难满足。

屠宰企业“客户覆盖密度高”，“服务客户频率高”，“全国化布局规模化经营”，建设预制菜厂具备先天优势。由于屠宰厂客户区域覆盖密度高，建预制菜工厂容易上量做规模，品类就可以更多更丰富。而丰富的品类，一方面有利于餐饮企业或中间商实现“一站式购物”，另一方面也使屠宰企业可直供终端数量更多，从而减少中间商环节提高整体盈利能力。此外，屠宰厂对渠道终端供货频繁，也为一些批量小保质期短的预制菜品销售提供现实的可能，尤其是可以更好的满足多频次、小批量采购的中小客户。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

- **我国屠宰肉制品行业正迎来历史性发展机遇** 我国屠宰行业集中度处于长期提升趋势，“非洲猪瘟”助推提升进度。此外，屠宰业务正从粗加工向深加工转型，盈利能力持续提高。而我国肉制品业务，目前市场占比小，向预制菜方向发展空间大。
- **龙大肉食：大股东致力农牧食品为核心主业，屠宰肉制品向预制菜全面发展**

新的大股东蓝润集团以 **102%的溢价收购龙大肉食控股权，并明确“蓝润集团是一家以农牧产业为主体的综合性集团”的战略定位**，表现了蓝润集团致力于发展农牧食品行业的决心和信心。2019 年，蓝润集团产值 630 亿元。蓝润集团除了在人力和各种资源向龙大肉食倾斜外，自身还在四川投资约 200 亿元，500 万头集生猪养殖、屠宰、肉制品、有机肥一体化项目，并计划于 2023 年年末前注入上市公司。届时，公司将有山东和四川“一东一西”两个业务主体，同时推进各项业务，快速向全国化扩张。

公司已实现生猪产业全产业链布局，重点是下游屠宰和肉制品业务。公司屠宰业务重点向餐饮、食品企业和商超客户转型，产品向深加工“精分割”和“定制分割”转变。公司肉制品项目，不仅仅局限于过去的高温肉制品、低温肉制品和中式酱卤肉制品，更是向料理包、冷冻调理制品、冷冻面点、方便速食等预制菜多品类发展，未来还有望进一步开发生鲜净菜等项目。公司肉制品自 2019 年开始快速增长。公司肉制品 2019 年营业收入实现 7.04 亿元，比上年同期增长 35.54%。2020 年，上半年公司肉制品营业收入为 4.86 亿元，比上年同期增长 69.65%，增速较为明显。

公司各项业务全国化布局正积极推进。公司过去业务基本上在山东。新的大股东蓝润集团入驻后，明确龙大的定位“是一家具有全球化视野的肉食品全产业链集团”，公司走全国化快速扩张之路势在必行。最近公司公告的东北安达、江苏灌云、山东乳山等投资项目，已充分说明公司全国化扩张之路已经开启。随着各项目的落地，公司有望实现跨越式发展。

非公开发行募集资金用于生猪养殖产能建设，以进一步完善全产业链布局。公司于 2020 年 7 月完成可转债发行，募集资金 95,000 万元，主要投资于安丘市石埠子镇新建年出栏 50 万头商品猪项目。上述可转债转股期限为：2021 年 1 月 18 日至 2026 年 7 月 12 日。公司再次非公开发行募集资金总额不超过 150,000 万元（含），用于生猪 66 万头养殖项目。该非公开发行募集资金项目已于 2021 年 1 月 15 日获证监会核准批复，批复规定自核准发行之日起 12 个月内有效。

- **盈利预测与投资评级** 基于上述分析，我们看好大股东蓝润集团致力发展农牧食品的信心和决心，看好蓝润集团远大的战略格局，看

好公司屠宰肉制品业务向预制菜全面发展的巨大的前景空间。

基于审慎性考虑,暂不考虑可转债转股及增发股份对公司业绩及股本的影响,预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.92/1.23/1.56 元,对应 PE 分别为 13.56/10.18/8.02 倍,维持“买入”评级。

- **风险提示:** 经济发展不达预期; 消费习惯改变不达预期; 与美日行业及企业比较仅供参考; 国内预制菜行业渗透率不及预期; 预制菜原料价格波动的不确定性影响; 屠宰行业整合、集中度提高不达预期; 公司屠宰业扩张不达预期; 公司肉制品发展不达预期; 公司养殖业扩张不达预期; 猪价涨跌不符合预期; 猪瘟控制不达预期; 公司资产注入进度不及预期; 增发进展不及预期; 食品安全。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	16822	23150	25060	28600
增长率(%)	92%	38%	8%	14%
归母净利润(百万元)	241	918	1223	1553
增长率(%)	36%	281%	33%	27%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.92	1.23	1.56
ROE(%)	9.40%	25.14%	23.98%	22.37%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、厨房工业化进程方兴未艾，预制菜正处快速增长阶段	8
1.1、厨房工业化的本质是预制菜的大量出现	8
1.2、预制菜起源于美国，成熟于日本	10
1.3、预制菜大致可以分为四大类产品	13
1.4、预制菜基本全渠道覆盖，以餐饮渠道为主	14
1.5、我国预制菜区域化分散化小规模化特征明显	15
1.6、国内预制菜上市公司整体经营能力较强	16
1.7、促动预制菜行业发展的主要因素	18
1.8、我国预制菜行业万亿元市场规模可期	23
1.9、屠宰企业建设预制菜工厂具有先天的优势	25
2、我国屠宰肉制品行业正迎来历史性发展机遇	28
2.1、屠宰行业：行业集中度快速提升，向深加工转型盈利能力持续提高	28
2.2、肉制品：目前市场占比小，向预制菜方向发展空间大	33
3、龙大肉食（002726）：大股东致力农牧食品为核心主业，屠宰肉制品向预制菜全面发展	36
3.1、蓝润集团溢价 100%以上收购龙大肉食控股权，并致力发展农牧食品为核心主业	36
3.2、新的大股东蓝润集团有实力有动力，“山东”与“四川”双业务主体并进，快速推进全国化	36
3.3、大股东蓝润集团转型农牧食品业务，自身具备多项优势	37
3.4、全产业链布局，重点是下游屠宰和肉制品业务	38
3.5、蓝润集团入驻后，公司营收和利润开始快速增长	39
3.6、屠宰业务向深加工“精分割/定制分割”方向发展，渠道建设开发众多高端 B 端客户和 C 端商超客户	40
3.7、肉制品向料理包、冷冻调理制品和方便速食等预制菜方向发展	42
3.8、贸易业务以客户结构性需求为导向，将公司生产与外围贸易相结合	44
3.9、公司各项业务全国化布局正积极推进	44
3.10、非公开发行募集资金用于生猪养殖产能建设，以进一步完善全产业链布局	45
4、盈利预测与投资评级	45
5、风险提示	46

图表目录

图 1: 预制菜产业链分析	8
图 2: 预制菜价值: 实现成本控制和运营效率提升	9
图 3: 正餐类餐饮企业成本构成	10
图 4: 2019 年中国餐饮市场规模按服务类型分类占比情况	10
图 5: Sysco 历年来收入及增速情况	11
图 6: Sysco 历年来净利润及增速情况	11
图 7: 神户物产历年来收入及增速情况	12
图 8: 神户物产历年来净利润及增速情况	12
图 9: 日冷公司历年来收入及增速情况	13
图 10: 日冷公司历年来净利润及增速情况	13
图 11: 预制菜发展趋势演变	13
图 12: 预制菜的销售渠道	14
图 13: 我国预制菜行业的特征	15
图 14: 安井食品历年来收入及增速情况	16
图 15: 安井食品历年来净利润及增速情况	16
图 16: 味知香历年来收入及增速情况	17
图 17: 味知香历年来净利润及增速情况	17
图 18: 安井食品盈利能力水平情况	17
图 19: 味知香盈利能力水平情况	17
图 20: 促动预制菜行业发展的主要因素	18
图 21: 我国居民主粮消费持续下降	18
图 22: 我国居民肉类消费持续上升	18
图 23: 普通莴笋(毛菜)产品及价格	19
图 24: 莴笋滚刀块(净菜)产品及价格	19
图 25: 我国新生人口逐年下降	21
图 26: 我国劳动力人口比例逐年下降	21
图 27: 我国玉米与美国玉米价格比较	21
图 28: 我国猪肉与美国猪肉价格比较	21
图 29: 我国冷链运输车快速增长	22
图 30: 日本 70 年代末 80 年代初人均 GDP 及增速	23
图 31: 中国目前人均 GDP 及增速	23
图 32: 日本 70 年代末 80 年代初劳动力人口比例	24
图 33: 中国目前劳动力人口比例	24
图 34: 我国历年来餐饮收入规模	24
图 35: 食客外出就餐频次和比例	25
图 36: 外出就餐人均消费金额	25
图 37: 现行预制菜企业发展存在的问题	26
图 38: 屠宰企业建设预制菜工厂具有先天优势	27
图 39: 屠宰企业布局社区专卖店带来正向业务循环	28
图 40: 我国屠宰行业集中度情况	29
图 41: 美国屠宰行业集中度情况	29
图 42: 我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重	29
图 43: 供给端和需求端都推动我国屠宰行业集中度提高	30
图 44: 目前各省屠宰厂数量	31

图 45: 美国历年来猪肉价格情况	32
图 46: 我国生猪价格情况	32
图 47: 部分精分割和定制分割肉产品图	32
图 48: 我国肉制品行业销量情况	33
图 49: 传统肉制品向调理肉制品等预制菜方向发展	34
图 50: 各品类部分肉制品	35
图 51: 公司实现猪产业全产业链布局	38
图 52: 龙大肉庄图	39
图 53: 公司历年来营业收入情况	40
图 54: 公司历年来归母净利润情况	40
图 55: 屠宰业务构成公司收入的主要来源 (亿元)	40
图 56: 龙大屠宰量增速最快	40
图 57: 屠宰生肉向深加工“精分割/定制分割”转型	41
图 58: 公司屠宰业务向精分割/定制分割方向发展	42
图 59: 公司部分料理包和冷冻调理品	42
图 60: 公司肉制品业务从 2019 年开始快速增长	43
图 61: 高低温酱卤肉制品为主, 冷冻调理品逐年增长	43
图 62: 公司定位全球化视野的肉食品全产业链集团	45
图 63: 公司全国化扩张已经开启	45
表 1: Sysco 各销售渠道占比	11
表 2: Sysco 各销售品类占比	12
表 3: 常用菜品出成率	20
表 4: 蓝润集团溢价 100%以上收购龙大肉食控股权	36
表 5: 蓝润集团自身在四川投资的生猪养殖屠宰肉制品等项目情况	37
表 6: 公司供给海底捞主要产品	44

1、厨房工业化进程方兴未艾，预制菜正处快速增长阶段

随着生活节奏的加快，消费者尤其是忙碌于工作的年轻人在家做一顿家常便饭已日渐成为奢侈，而越来越多的女性从家庭走向职场，使得其在家庭的烹饪时间总体缩短。做饭时间已经或正在成为消费者需要计算的重要生活成本。一项关于我国居民近十年间对于食品消费观念转变趋势的调查显示，有 67.1%的人认为传统烹饪方式麻烦，90.10%可以接受速冻主食，18-30 岁年龄段仅有 8.8%的人愿意享受烹饪的乐趣。

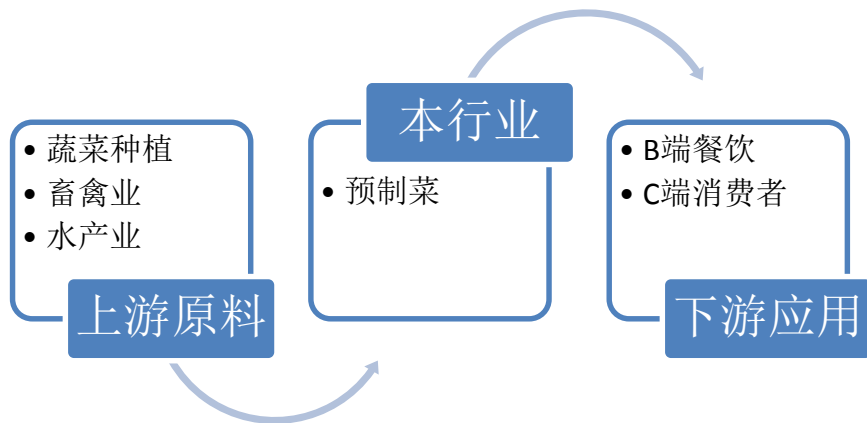
而另一方面，在外就餐与点叫外卖，都存在食品卫生安全的隐患。消费者很多时候在家烹饪又是不得不做出的行为选择，尤其是已婚家庭与家人一起居家就餐增进感情所创造的和谐氛围更不可少。消费者需要在忙碌的工作和烹饪当中寻找一个平衡点，让烹饪的效率、时间与烹饪味道能够平衡。基于此，更为便捷的菜品和服务，越来越受到消费者的欢迎。

对餐饮企业而言，随着人口老龄化日益严重，人工成本越来越高，房屋租金的高企，市场竞争的激烈，高食材高能耗成本，以及 90 后 00 后员工自由随性的工作态度，也迫切需要市场上有缓解成本压力、提升工作效率和减少对员工依赖的预制菜（半成品）的提供。

在上述 C 端和 B 端的双层需求推动下，厨房工业化革命应运而生，通过类似中央厨房等工厂的大量预制菜（半成品菜）的工业化生产制造并推向市场，简化了厨房烹饪环节，从而降低烹饪成本，提高烹饪效率。

1.1、厨房工业化的本质是预制菜的大量出现

图 1：预制菜产业链分析



资料来源：搜狐网转载《普华有策》、国海证券研究所

预制菜，是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，经预加工（如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味）而成的成品或半成品。预制菜省去了食材采购的烦恼，简化了制作步骤，经过卫生、科学包装，再通过加热或蒸炒等烹饪方式，就能直接作为餐桌上的便捷特色菜品。

这种不需要洗菜不需要择菜的菜品，越来越受消费者喜欢，尤其是更受小年轻们的青睐。根据盒马鲜生的数据显示，54%的95后盒马消费者经常自己购买食材做饭，而半成品菜是他们最爱的商品之一，购买比例达到了65后的两倍。

预制菜对餐饮企业“产品标准化降低损耗、减少厨师和切菜小工、节约厨房操作空间、高频率配送小批量采购提高产品周转率、加快出锅速度(提高翻台率)、增补品类以丰富菜品提升客户体验感”等“**成本控制**”、“**提升效率**”和“**增进客户满意度**”等方面都创造较大的价值。

根据苏州味知香招股说明书提供的中国饭店协会《2019 中国餐饮业年度报告》数据，正餐类餐饮企业平均人力费用占营业收入比例达22.41%，房租成本比例达10.26%，能源成本占比4.54%，三项合计约37.21%。从直观上看，预制菜的推广对餐饮企业节约上述三项成本都有直接的很大的贡献。

图 2：预制菜价值：实现成本控制和运营效率提升



资料来源：百度图片、国海证券研究所

中国餐饮行业，按服务类型，一般可分类为快餐、休闲餐饮、正式餐饮及其他。

- 快餐包括提供快餐及标准化食物的餐厅，只有少量或完全没有堂食服务且用餐环境简单，快餐因为酒水业务少，食材占比最高；
- 休闲餐饮指提供少量餐桌服务的餐厅，一般饮料、甜点和点心占比较多，

食材占比相对较少；

- 正式餐厅一般指传统餐厅，由侍应生提供周到的餐桌服务，食材占比约 40% 左右。

图 3：正餐类餐饮企业成本构成

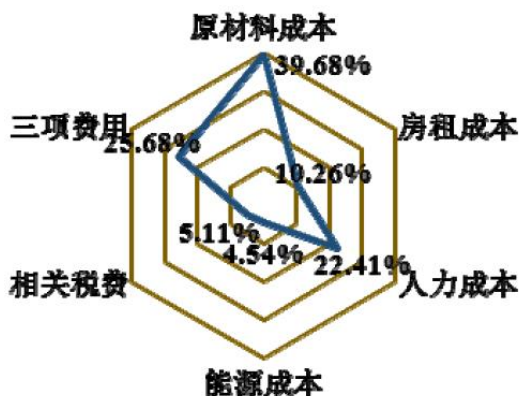
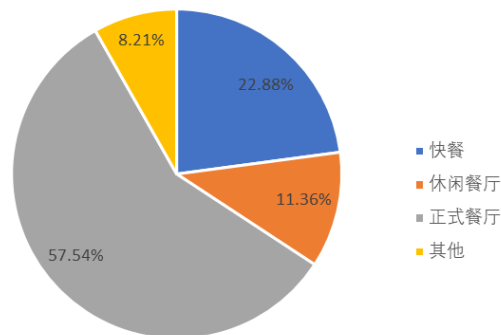


图 4：2019 年中国餐饮市场规模按服务类型分类占比情况



资料来源：苏州味知香招股说明书，国海证券研究所

资料来源：中商情报网，国海证券研究所

1.2、预制菜起源于美国，成熟于日本

预制菜最早起源于美国。1920 年，世界上第一台快速冷冻机在美国试制成功后，速冻加工品随即问世。到 20 世纪 50 年代速冻食品越来越受到欢迎。20 世纪 60 年代起，各种类型的预制菜在美国开始实现商业化经营。

20 世纪 80 年代，预制菜在日本、加拿大及部分欧洲国家也开始兴起。而料理包最早出现在生活高度紧张的日本都市，随后在台湾的台北、高雄流行，被商家称为妈妈餐、住家便当。

预制菜最初供应餐饮行业，使餐厅、配餐公司等外食产业，降低其人工费、水电费和垃圾处理费，减少厨房面积和设备采购；之后，部分预制菜也面向家庭、个人零售，方便了居民日常烹饪。

美国诞生了全球超大型食材配送供应链公司 Sysco。在美国，由于地广人稀，居民购买食品一般都到大型超市采购，每隔 1-2 周去一次。而由于深加工生鲜净菜即使冷藏条件下，保质期也只有 3-4 天，比较短，故美国居民多购买速冻食品，以及只是采购去土去根的初步加工过的蔬菜，而深加工的生鲜净菜购买较少。但在美国，餐饮业发达，尤其是标准化餐饮企业数量居多，预制菜在美国餐饮渠道发展成熟。并由此诞生了全球超大型食材配送供应链公司 Sysco。

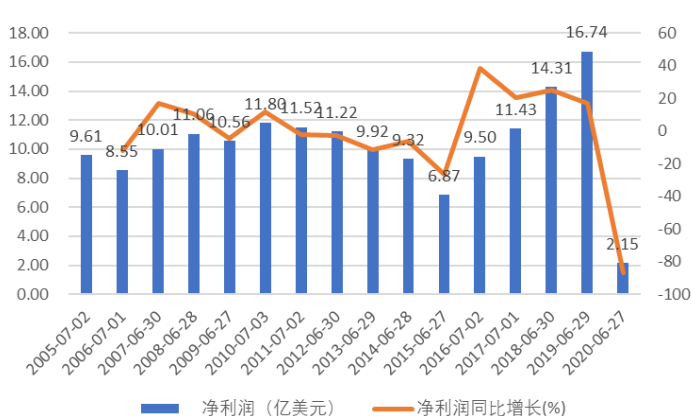
SYSCO 成立于 1969 年，1970 年登陆纽交所。自 1995 年进入《财富》杂志 500 强企业排行榜以来，它连续 25 年入榜，2019 年排名 172 位。公司历史上多次通过并购做大做强。

图 5: Sysco 历年来收入及增速情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: Sysco 历年来净利润及增速情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

Sysco 在美国餐饮供应市场上占有率高达 16%，在全球 90 多个国家拥有 330 多家分销机构，为超过 60 万家客户提供食材供应服务，包括鲜冻肉、海鲜、家禽、蔬菜、水果、零食以及环保餐具厨房用品等在内的产品。**Sysco** 主要客户包括餐馆、医疗保健机构、教育机构、政府、旅游休闲服务商、零售商等。其他类别包括非独立餐厅、面包店、餐饮店、教堂、民间组织和兄弟组织、贩售分销商、其他分销商和国际出口品的自助餐厅等。在所有客户中，餐馆营收贡献占比最高，近 7 年来均超 60% 以上。

表 1: Sysco 各销售渠道占比

渠道	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
餐馆	62%	64%	63%	61%	62%	62%	62%
医疗保健	9%	9%	9%	9%	9%	8%	9%
教育、政府	9%	8%	8%	9%	8%	9%	8%
旅游、休闲、零售	8%	8%	8%	9%	8%	9%	7%
其他	12%	11%	12%	12%	13%	12%	14%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 搜狐网《物流指闻》，Sysco 公司年报，国海证券研究所

Sysco 产品主要以食品类为主，占比约 80% 以上，食品类中生鲜占比较大。食品类产品主要包括全系列冷冻食品，如肉类、海鲜、蔬菜、水果、甜点等、罐装食品和干货、新鲜肉类和海鲜、奶制品、饮料、新鲜农产品等。

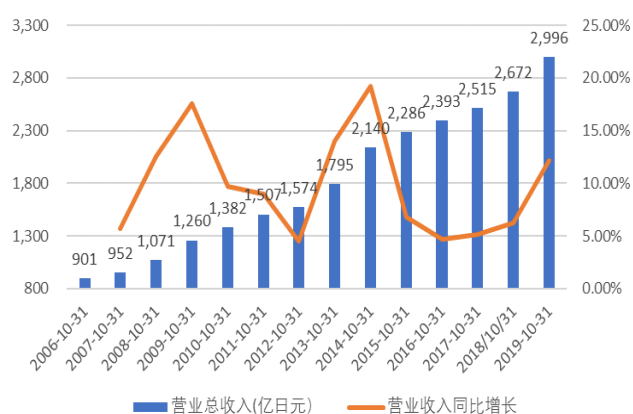
表 2: Sysco 各销售品类占比

品类	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
新鲜冷冻肉类	19%	21%	20%	19%	20%	19%	19%
罐装及干货	18%	16%	17%	16%	17%	17%	16%
冷冻果蔬、烘焙产品及其他	13%	13%	13%	15%	15%	15%	15%
家禽	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%
奶制品	10%	11%	11%	11%	10%	10%	10%
新鲜蔬菜	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%
纸张等一次性用品	7%	7%	7%	6%	7%	7%	7%
海鲜	5%	5%	5%	6%	6%	6%	5%
饮料	4%	4%	4%	4%	3%	4%	4%
其他	5%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：搜狐网《物流指闻》，Sysco 公司年报，国海证券研究所

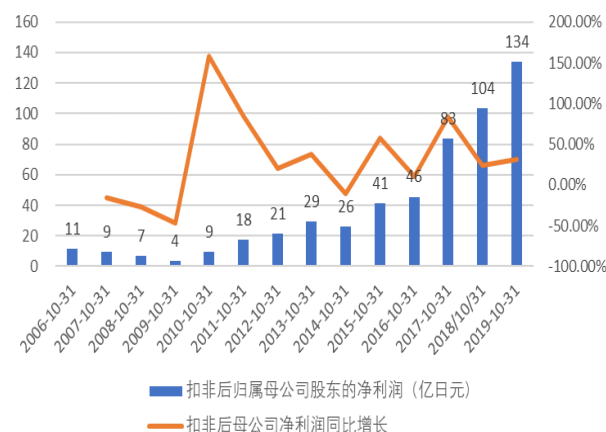
预制菜成熟于日本。在日本，由于人口密度高，超市和便利店随处可见，预制菜包括速冻的和冷藏保鲜的需求量都很大。日本预制菜在上世纪 70 年代末 80 年代初得到高速发展，每年以 20% 以上的速度递增。目前，日本预制菜的渗透率已经达到 60% 以上，比较大的预制菜公司有如神户物产和日冷公司。

图 7: 神户物产历年来收入及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

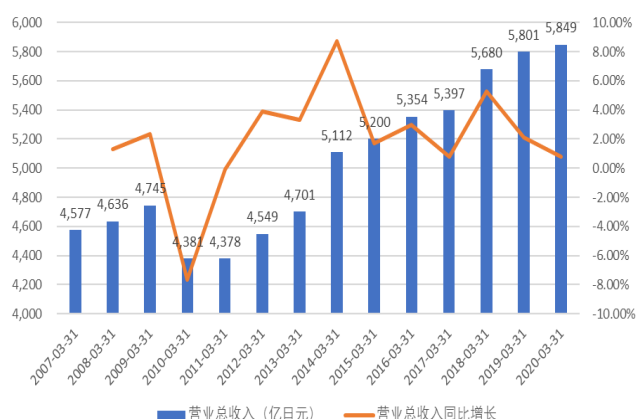
图 8: 神户物产历年来净利润及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

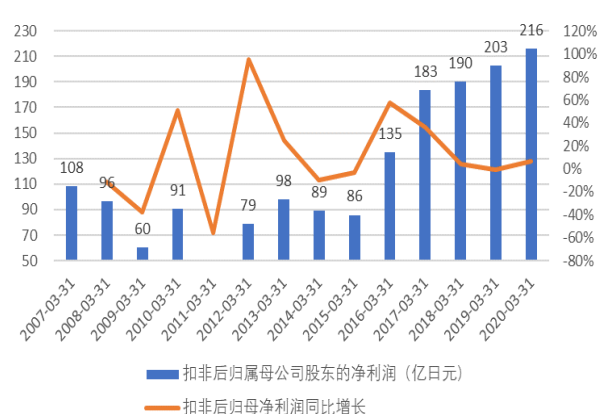
神户物产是日本最大的预制菜公司之一，主要经营业务为食材生产制造兼零售批发，2019 年营业额 2996 亿日元。该集团在全国有 21 个工厂，开发制造德用香肠、冷冻乌冬面、三文鱼片、水羊羹等原创商品。并且从 40 个国家直接进口食品，包括巴西产鸡腿肉、比利时产薯条、干果类等。截止到 2019 年 10 月末，神户物产还在全国开设业务超市 845 家。

图 9：日冷公司历年来收入及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：日冷公司历年来净利润及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

日冷公司为日本预制菜行业另一大公司。公司主营业务有食品加工、水产和畜牧业，不动产以及冷链物流业。2019 年，公司营业收入为 5848.58 亿日元，其中公司的速冻调理食品占营业收入的比重约为 35%左右。

1.3、预制菜大致可以分为四大类产品

目前预制菜，按照深加工程度和食用方便性，基本可以分为以下四大类别。

图 11：预制菜发展趋势演变



资料来源：搜狐网转载《餐饮界》、国海证券研究所

一是即食食品：指开封后可以直接食用的预制调理制品，可以概括为“**开包即食**”食品。具体产品如即食北京烤鸭、泡脚凤爪、鸡腿、火腿肠和罐头等。

二是即热食品：指只需要经过加热即可食用的食品，可以概括为“**加热即食**”食品。比较典型的是近两年在市场上非常活跃的快餐料理包，如梅干菜扣肉，辣子鸡丁等等。

三是即烹食品：指经过相对深加工（加热或浅油炸），按份分装冷藏或常温保存的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调理的食品，属于半成品预制菜范畴，可以概括为“**熟料加热调味**”食品，如香酥肉、椒盐排骨等。

四是即配食品：指经过清洗、分切等初步加工（只是物理加工）而成的小块肉、生鲜净菜等。一般以生的菜料为主，烹饪者要自行搭配各种调料，经过炒制加热变熟后可食用。既可概括为“**生料加热调味**”食品。

由此，按照加工的深浅程度，可以做如下排序：**即食食品>即热食品>即烹食品>即配食品**。

从预制菜的品类发展趋势来看，也是从高附加值、工艺复杂、制作时间长、复热后能保持原味和易储存的品类（如速冻食品、调理制品、高温低温肉制品）逐渐过渡到附加值较低、工艺简单、新鲜度要求高、较难储存的品类（如各种调配食品，各种加工好的蔬菜（生鲜净菜）等）。

1.4、预制菜基本全渠道覆盖，以餐饮渠道为主

目前预制菜的销售渠道基本覆盖了所有的食品销售渠道，如餐饮、商超、农贸市场、便利店、电商、专业外卖市场、一般流通。在这些渠道中，预制菜表现较为抢眼的是餐饮、商超、农贸市场，与餐桌消费密切相关的购物场所。

图 12：预制菜的销售渠道



资料来源：搜狐网转载《新食材》，国海证券研究所

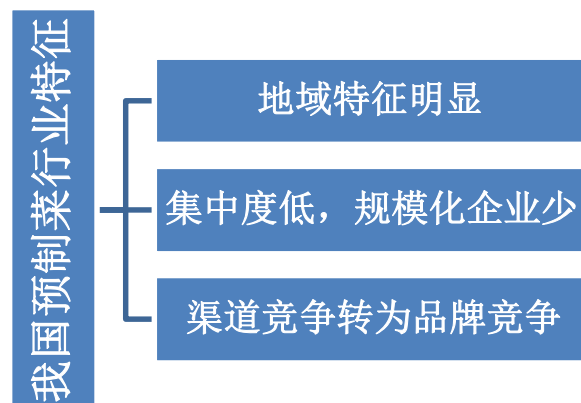
餐饮企业是预制菜的最主要销售渠道。日本预制菜市场，toB 端和 toC 端占比比例是 6:4，而中国预制菜市场，目前 toB 和 toC 占比比例大概在 8:2 的阶段。虽然 B 端和 C 端两大市场都在高速成长期，但 toB 端的餐饮渠道占大头。toB 模式下，最核心的底层逻辑是通过专业分工尽可能做到规模效应最大化和成本最低。餐饮企业，一方面，菜制品需求量大而集中，另一方面，菜品消费多为荤菜，附加值高，也易冷冻储存，中间加工环节繁杂，用预制菜替代更有效率。

1.5、我国预制菜区域化分散化小规模化特征明显

20 世纪 90 年代后期，随着麦当劳、肯德基等快餐店的进入，我国开始出现净菜加工配送工厂，北京、上海、广州等大型城市相继发展净菜加工配送产业。2000 年前后，我国陆续出现了预制菜（半成品菜）生产企业，通过对肉禽和水产等原材料的进一步加工，提供了比净菜更加丰富的产品种类并进一步精简了客户的烹饪环节。

但从目前市场竞争格局来看，国内预制菜行业整体上仍以中小规模企业为主，市场集中程度较低，区域性特征明显，行业中各企业市场份额有限，大规模全国化经营企业数量较少。典型的行业特征体现在：

图 13：我国预制菜行业的特征



资料来源：苏州味知香招股说明书，国海证券研究所

一是地域特征明显。由于我国幅员辽阔、人口众多，地区之间物产种类、丰足程度不一，导致各地居民饮食习惯及口味不一致。预制菜产品依赖冷链运输，物流成本及产品新鲜程度要求限制了单个企业产品配送半径。目前预制菜企业通常只能覆盖一定地区，尚未出现全国性的预制菜龙头企业。

二是集中度低，规模化企业较少。全国范围内预制菜生产商数量众多，其中多数依然停留于作坊式生产加工模式，达到规模以上生产水平的企业较少。作坊式加工商只供应少量客户，产品单一、标准化程度较低，食品安全及品质难以保证。目前，部分企业已开始采购自动化设备实现规模化生产，具备一定区域知名度。

三是渠道竞争逐步转化为品牌竞争。预制菜企业主要客户是区域内各加盟商，包括生鲜食品店、农贸市场摊贩、超市等，少部分产品直接销售给餐厅、终端消费者。由于加盟商的零售性质，其覆盖范围较小，对产品推广力度有限。目前，行业内企业开始重视品牌建设，通过投放广告、举办推广活动、聘请代言人等方式提升品牌知名度。

目前区域市场上有相对知名度的预制菜品牌公司参考如下：

(1) 广州蒸烩煮食品有限公司，占地近 300 亩，专业生产调理包的中餐标准化企业；

(2) 苏州市好得睐食品科技有限责任公司，成立于 1999 年，专注预制菜的生产与销售 20 年，现开发有牛肉类、水产类、家禽、猪肉类、什锦类、煲汤类六大系列，产品 300 余种；

(3) 河北福成五丰食品公司，成立于 2007 年，是国内较早专注于速冻调理食品研发、生产、物流配送及技术服务的现代化速冻食品企业。旗下有“鲜到家”、“黑椒牛排”、“三椒水煮鱼”等知名品牌。

(4) 上海盘点食品科技有限公司，公司拥有专业中式菜肴研发团队与一流的标准化工厂，形成以畜肉类、禽肉类、水产类和豆制品类四大系列为主的各类中式菜肴体系，为大中型餐饮连锁企业提供全方位综合解决方案。

(5) 广州乐优谷食品有限公司，广州乐优谷食品有限公司是专业生产批发、零售猪、牛、羊、鸡、鸭、鹅、鱼、海鲜类、豚骨汤类料理包和扒类、汤类、西餐酱汁类料理包的公司。

1.6、国内预制菜上市公司整体经营能力较强

图 14：安井食品历年来收入及增速情况

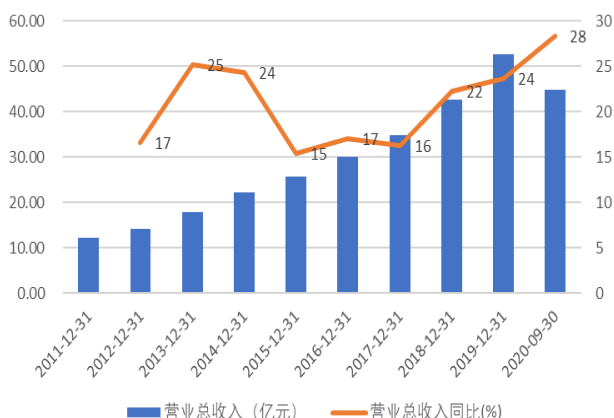
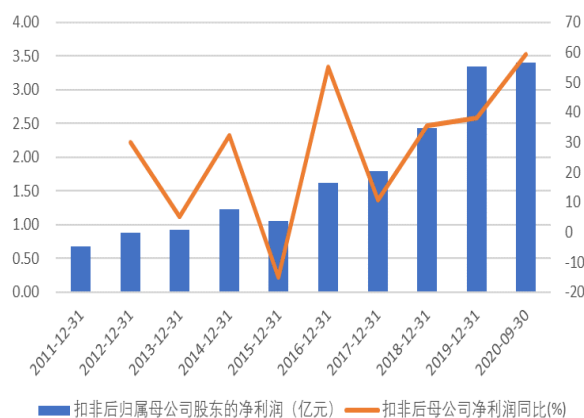


图 15：安井食品历年来净利润及增速情况



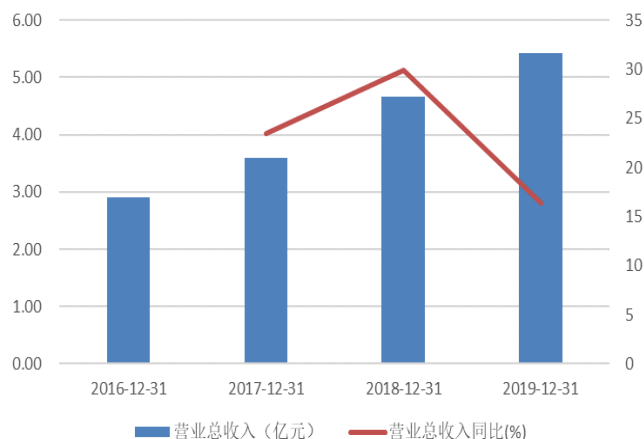
资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

虽然，目前预制菜行业整体上还是呈现区域化、分散化、小规模化特征。但相对

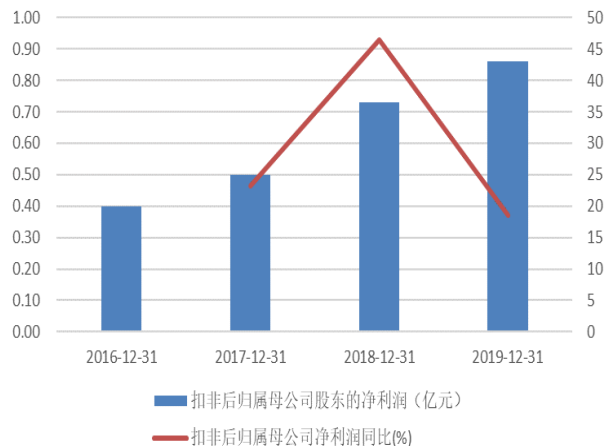
而言，能在 A 股上市的企业，整体规模、销售增速和盈利能力都比较强，如以速冻火锅料制品为主营业务的安井食品，以速冻调理制品为主营业务的已过期企业苏州味知香公司，整体业绩增速、盈利能力都保持较高的水平。

图 16：味知香历年来收入及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

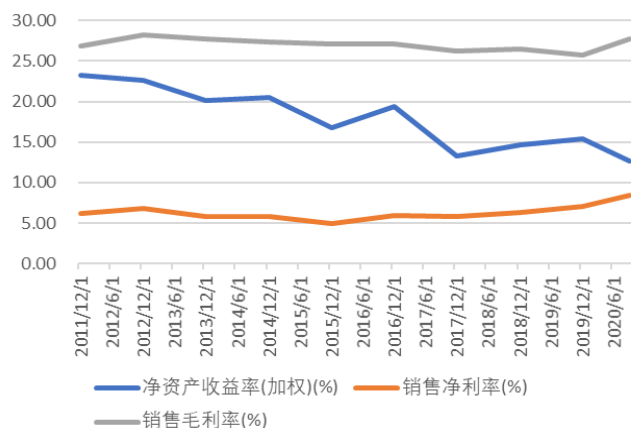
图 17：味知香历年来净利润及增速情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

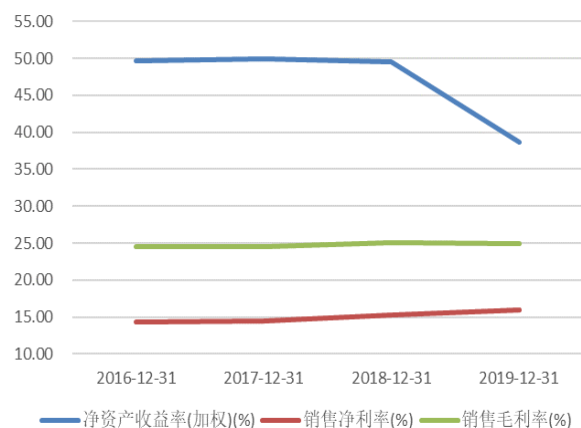
安井食品和味知香的整体毛利率都保持在 25%-30%左右的水平。

图 18：安井食品盈利能力水平情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 19：味知香盈利能力水平情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

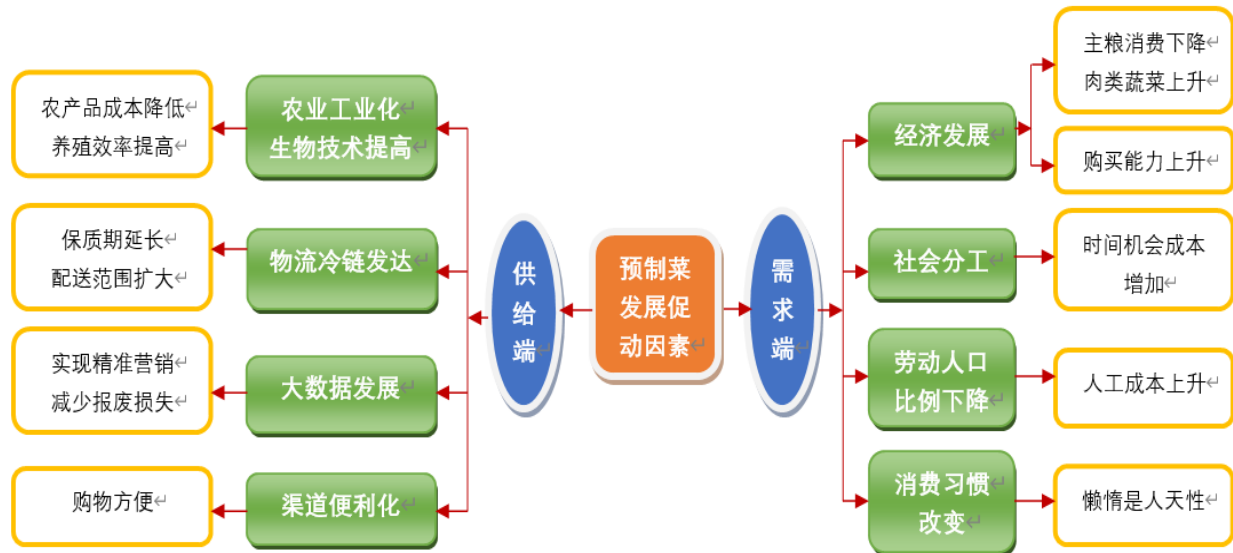
与国际预制菜企业相比，国内预制菜上市公司由于业务结构（以生产制造为主）、产品结构（以高附加值的肉类蛋白为主）的差异以及市场发展尚处在蓝海阶段，整体盈利能力和增长水平都显著高出很多。

国内比较大的预制菜企业，除了蜀海既有生产制造又有专业配送业务，大部分预制菜企业都是生产制造型企业，相较于美国 Sysco，以食材配送为核心主业，日本神户物产兼生产制造与零售批发（预制菜品中包含很多低附加值生鲜净菜），日冷公司兼速冻食品生产、冷链物流与不动产，国内企业在业务结构（以食品生产制造为主，在价值链最高端环节）和产品结构（以高附加值肉类蛋白为主）

上更能体现高附加值，同时，目前尚处在蓝海竞争，市场在持续扩容，竞争相对缓和。因此，更高的销售增速和更高的盈利能力也在情理之中。

1.7、促动预制菜行业发展的主要因素

图 20：促动预制菜行业发展的主要因素



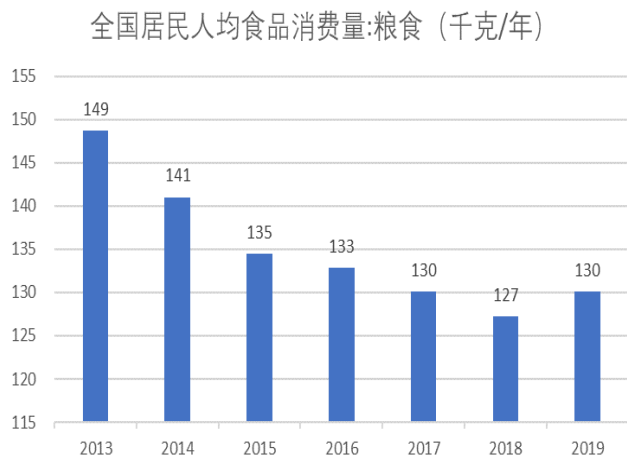
资料来源：国海证券研究所

我们综合分析认为，无论是从需求端还是供给端，都将促动我国预制菜行业在未来较长的时间保持较高的增长。

A. 需求端

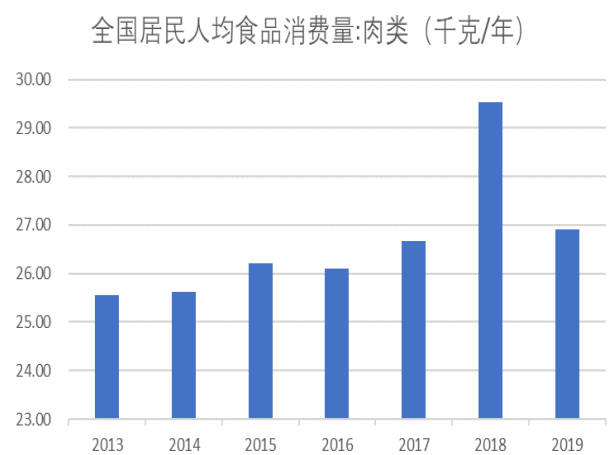
(1) 经济发展推动食材消费增加，提高消费者预制菜购买能力

图 21：我国居民主粮消费持续下降



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 22：我国居民肉类消费持续上升



资料来源：Wind，国海证券研究所

经济发展带来主粮消费下降，而肉禽蔬菜和休闲零食等消费增加。从居民历史食品消费结构来看，随着经济的发展，米面等粮食消费下降，而肉禽蔬菜和休闲零食等消费占比上升。因此，经济的发展带来居民饮食结构的改变，从整体上推动食材行业的增长。

从数据上来看，我国居民人均粮食消费量持续下降，而肉类人均消费量持续上升。但在 2019 年，因为非洲猪瘟影响生猪供应量大幅下降，导致人均肉类消费量下降，但同时人均粮食消费量上升，也进一步说明粮食与肉类和蔬菜之间存在一定的替代性。

经济发展推动消费者购买能力上升。相比较于普通蔬菜（毛菜），切片、切丝真空包装的即用净菜出现在货架之前有大量的制作、装包等加工环节和成本，价格普遍比非净菜（毛菜）要贵，一般要比普通蔬菜（毛菜）贵 2-3 倍，即使最终按照出菜率还原计算，一般也要高 30%-50%。

图 23：普通莴笋（毛菜）产品及价格



资料来源：盒马鲜生，国海证券研究所

图 24：莴笋滚刀块（净菜）产品及价格



资料来源：盒马鲜生，国海证券研究所

以盒马鲜生的莴笋产品为例，莴笋（毛菜）600 克价格 4.9 元，莴笋滚刀块（净菜）200 克价格 5.8 元。全部按照 100 克折算，则莴笋（毛菜）价格为 0.82 元/100 克，莴笋滚刀块（净菜）价格 2.9 元/100 克，莴笋滚刀块（净菜）价格是莴笋（毛菜）价格的 3.54 倍。如果考虑莴笋切配出成率（即为去叶子剥皮去根后）0.40 折算，则莴笋（毛菜）切配出成率价格为 2.05 元/100 克，莴笋滚刀块（净菜）价格 2.9 元/100 克是笋（毛菜）切配出成率价格 2.05 元/100 克的 1.41 倍，相当于高出“莴笋可食用部分”价格的 41%左右。

由于预制菜因为加工后增加的附加值，导致整体价格要较大幅度高于毛菜，相应增加消费者支出。因此，前期预制菜消费者一般以高收入人群和年轻消费群体为主。而随着经济发展，消费者收入水平持续增高，将会有越来越多的消费者加入到预制菜的消费行列。因此，经济发展客观上提高了消费者的购买能力，推动预制菜行业的快速发展。

表 3: 常用菜品出成率

常用荤菜出成率					常用蔬菜出成率				
序号	原料名称	解冻	烧制	总出成率	序号	切配名称	切配	烧制	总出成率
1	肉丝 kg	0.81	0.77	0.63	1	白菜	0.84	0.85	0.71
2	肉片 kg	1.07	1.04	1.11	2	本芹	0.98	0.56	0.55
3	肉丁 kg	0.90	0.89	0.80	3	番茄	0.90	0.90	0.81
4	鸡腿 (个)	1.00	0.79	0.79	4	红椒	0.80	0.84	0.67
5	去皮鸡脯 kg	0.95	0.85	0.81	5	胡萝卜	0.88	0.80	0.70
6	大排片 (70-80)	0.85	1.03	0.88	6	卷心菜	0.92	0.76	0.70
7	鸭琵琶腿	0.98	0.87	0.85	7	茄子	0.82	0.81	0.67
8	鸡翅根	1.00	0.84	0.84	8	青菜	0.95	0.94	0.89
9	牛霖	0.78	0.95	0.74	9	青椒	0.84	0.88	0.74
10	鱼排 (片)	1.00	1.00	1.00	10	四季豆	0.90	0.96	0.86
11	带鱼	0.97	0.53	0.52	11	土豆	0.85	0.88	0.75
12	鸡丁	0.92	0.91	0.83	12	莴笋	0.40	0.80	0.32

资料来源: 道克巴巴线上资料, 国海证券研究所

(2) 社会分工、工作节奏加快、女性职场化, 便捷性预制菜日益受青睐

随着社会分工越来越细, 每个人的工作专业程度和熟练程度都越来越高, 每个人越来越擅长某一领域, 意味着单位时间做专业的事情产出最高, 做其他事情就会带来时间的机会成本, 相应的也意味着家务劳动的时间成本越来越高。

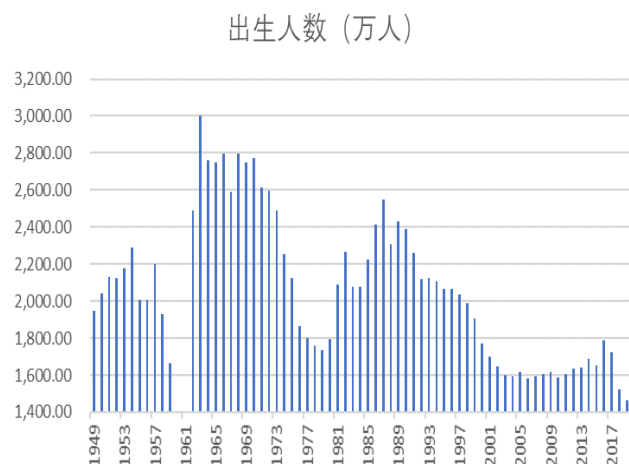
现代人工作节奏加快, 尤其是很多女性都步入职场, 闲暇时间越来越少。在高强度工作压力下, 消费者意愿用更多的时间进行休息, 以更好的调解身心健康, 家务劳动简单化也必然成为趋势。

因此, 如何在烹饪上花费的时间少, 同时又不影响生活品质, 减去了中间加工环节简化烹饪流程的预制菜便是最好的选择。

(3) 劳动力人口比例下降, 人工成本上升, 促使餐饮企业更多的使用预制菜

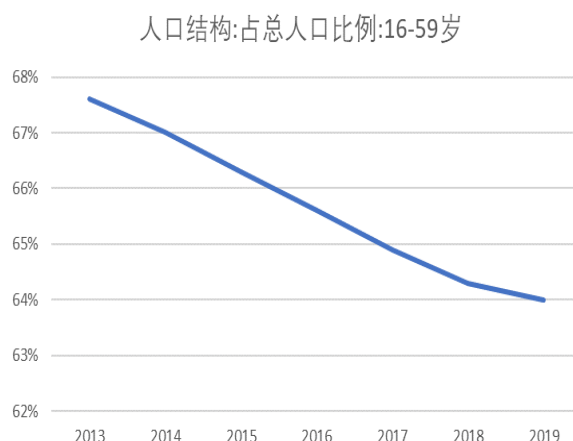
随着我国新生人口减少, 劳动人口比例下降, 人工成本持续上升。迫于成本压力, 餐饮等企业也越来越多的使用预制菜。

图 25: 我国新生人口逐年下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 26: 我国劳动力人口比例逐年下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

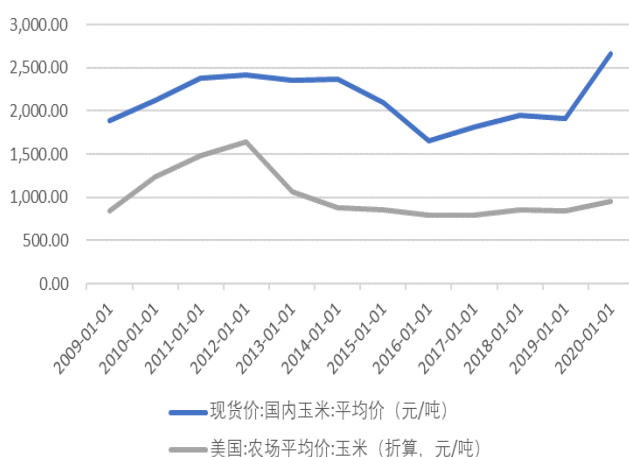
(4) 消费习惯的改变, 因为人的懒惰天性, 预制菜一旦使用便容易固化

目前, 社会大众对预制菜(半成品菜)了解较少, 许多人尚未使用过此类产品。随着消费习惯的逐步培育, 预制菜(半成品菜)市场将迎来高速增长。尤其是人的懒惰天性, 预制菜一旦使用其行为习惯就容易固化。

B. 供给端

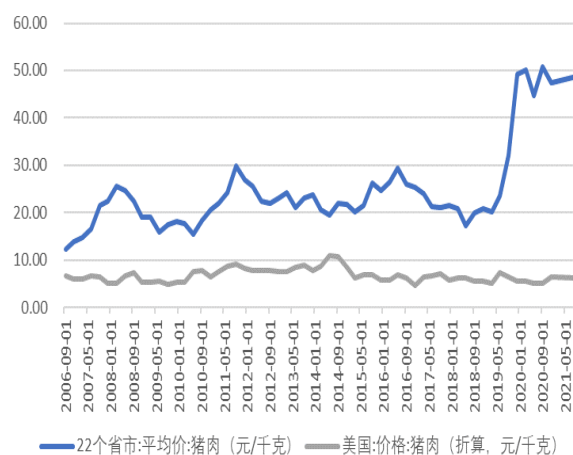
(1) 农业工业化带来农牧产品成本降低, 生物技术的提高推动养殖效率的提高, 因为成本的降低间接的提高了消费者的购买能力

图 27: 我国玉米与美国玉米价格比较



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 28: 我国猪肉与美国猪肉价格比较



资料来源: Wind, 国海证券研究所

我国的农产品价格与美国等发达国家相比差距很大, 我国的畜禽产品价格与美国等发达国家相比差距也很大。以玉米为例, 中国的玉米价格是美国的 2 倍多,

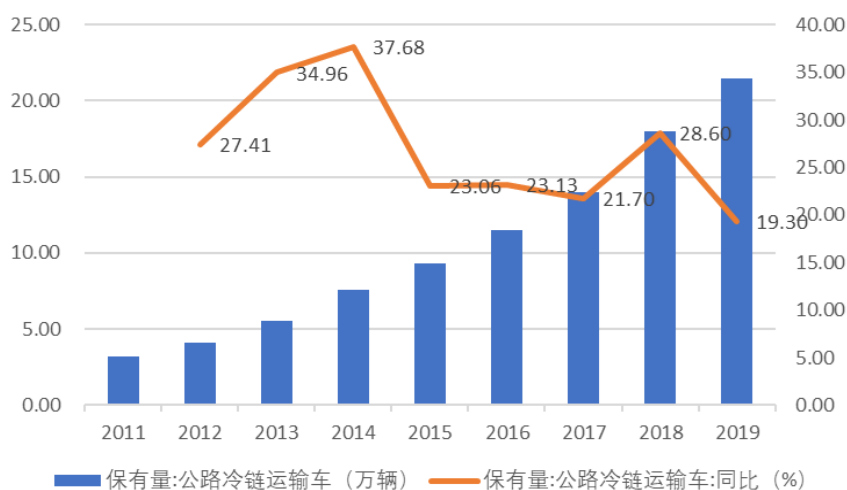
以猪肉为例，中国的猪肉价格是美国的 3 倍多（按历史平均水平，不考虑特殊情况下如 2019 年国内非洲猪瘟影响下的猪肉价格）。

而随着我国农业工业化集约化经营，农产品成本价格有望大幅降低。农产品成本价格降低，也带来养殖业成本降低（饲料成本降低）。此外，随着生物技术的提高（比如养猪的 PSY 指标，国内一般在 24-27 的水平，而美国的养殖企业可以达到 36，远远超过中国），生猪单位成本可大幅降低。

农产品和畜禽肉成本降低后，也从整体上降低了生鲜净菜等预制菜的价格，等于间接提高了消费者的购买能力，有利于进一步推动预制菜的消费。

（2）冷链物流的发展和完善，为预制菜延长保质期，扩大配送范围提供基础条件

图 29：我国冷链运输车快速增长



资料来源：wind，国海证券研究所

随着速冻技术的发展，预制菜的储存时间得以大幅延长。国产速冻设备和冷链运输车辆的推广大幅降低了企业物流配送成本，企业的辐射范围扩大，预制菜的销售半径提高。冷链物流的发展，带来了食材供应链的规模化和标准化，在成本上又进一步降低。

（3）大数据的发展，为预制菜实现精准营销，将报废损失降到最低

由于预制菜品类非常丰富，既有荤菜又有蔬菜，既有生菜又有熟食，SKU 非常多，同时一些冷藏生鲜的预制菜，保质期短，单个品类每个终端每天的销售存在不稳定性。

而信息技术的发展，尤其是大数据的发展，可以及时的统计每个 SKU 的销售数据，可以及时的跟踪库存情况。从而可以作出最佳合理生产安排和最佳合理配送安排，在实现精准营销的基础上，将报废损失降到到最低，从而大幅提高经营效益。

(4) 渠道多元化便利化, 让消费者购物上更为便捷, 预制菜的消费体验更为完美

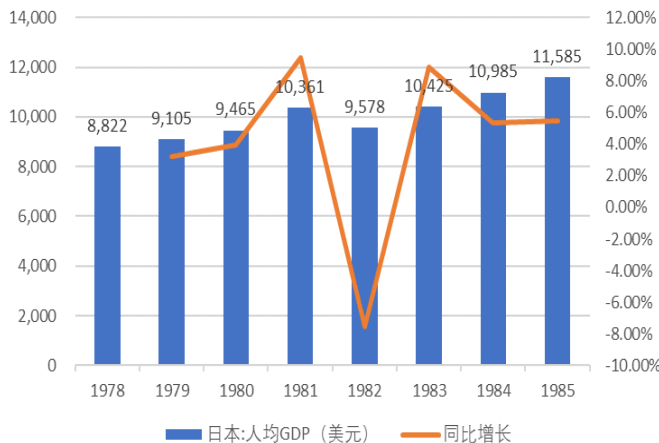
随着社会的进步, 菜品销售渠道除了传统的餐饮、商超、便利店, 以盒马鲜生和叮咚买菜为代表的生鲜电商, 以及社区团购、社区专卖店 (类似快递的菜鸟驿站, 既可以现场购买, 又可以开展 O2O 业务) 都在快速发展。消费者购买菜品越来越方便, 也推动着预制菜的消费体验更为完美, 加快预制菜行业的发展。

1.8、我国预制菜行业万亿元市场规模可期

在中国, 预制菜的普及要追溯到 2005 年, 随后的十几年时间里一直处于缓慢发展的状态。目前上游预制菜企业大概有 2 万家, 平均年销售额在 1500 万左右, 也就是当前预制菜的市场存量约在 3000 亿元, 占食材总体的比重不到 10%。

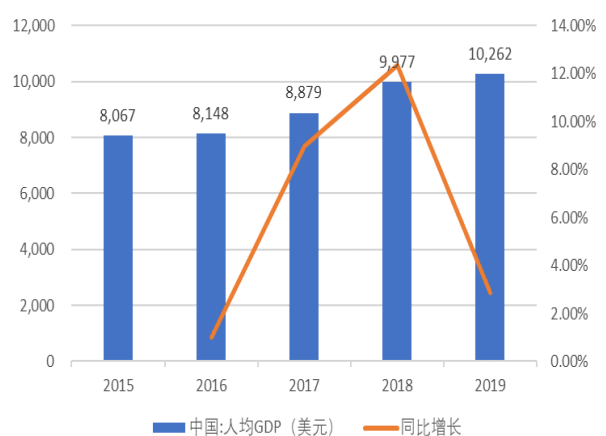
但随着预制菜品质的提高, 如很多高档连锁餐厅有 60% 以上的菜品是预制菜, 而且口味与现做毫无区别, 预制菜呈加速发展。即使在在在疫情之前, 2019 年上游预制菜工厂年销售额增速预计也已达 20% 左右。

图 30: 日本 70 年代末 80 年代初人均 GDP 及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 31: 中国目前人均 GDP 及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

日本的预制菜品高速发展期为 20 世纪 70 年代末 80 年代初, 年增速达到近 20%。中国目前社会结构的核心经济指标, 比如人均 GDP 水平 (2019 年中国人均 GDP 相当于日本 1983 年水平)、劳动人口比重 (中国目前 15-64 岁劳动力人口占比约 70%, 与日本 20 世纪 80 年代水平相当)、家庭人口结构 (每户 2-3 人的小家庭, 大家庭一般有专人负责家务劳动) 等, 跟日本 20 世纪 70 年代末 80 年代初非常类似, 预制菜在中国也有望迎来一个高速增长期。

如果按照每年 20% 的复合增长速度估算, 在未来 6-7 年, 中国预制菜市场可以成长为万亿元规模的市场。

图 32: 日本 70 年代末 80 年代初劳动力人口比例

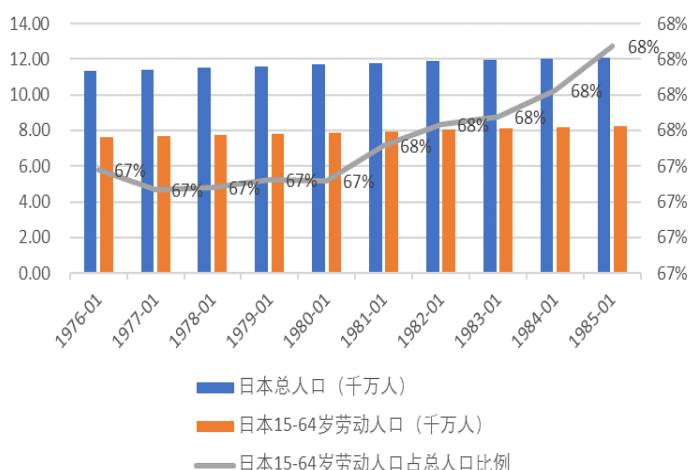
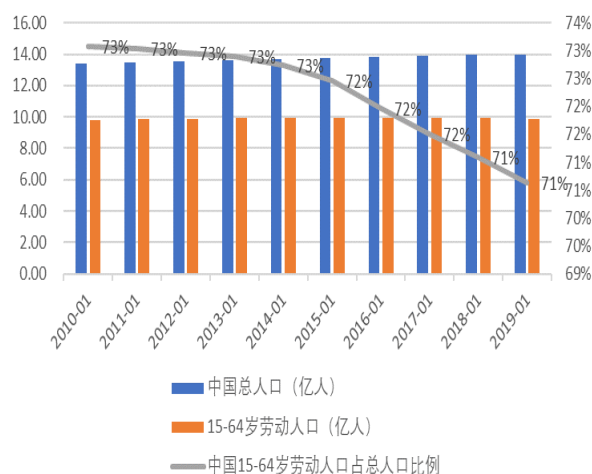


图 33: 中国目前劳动力人口比例



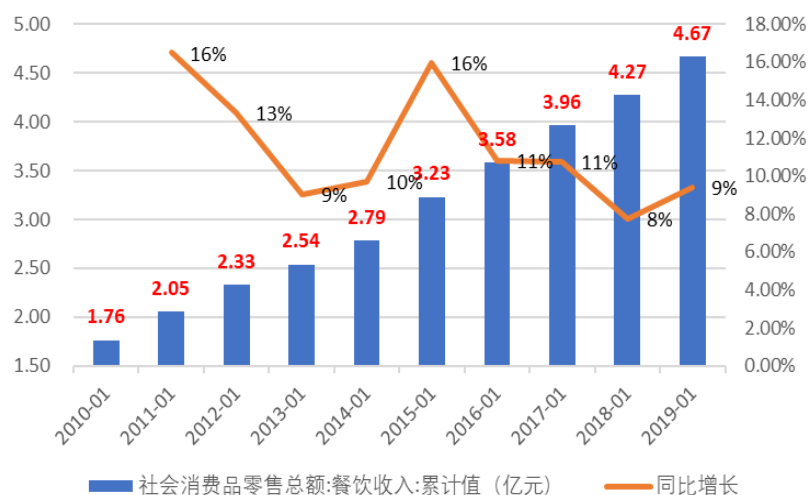
资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

从长期来看, 随着我国预制菜行业的发展成熟, 我国预制菜行业规模有望实现 3 万亿元以上规模。

我国预制菜虽然起源于 B 端餐饮, 但最近几年, C 端发展也很迅速。一是随着冷链运输的快速发展, 预制菜食品的销售半径、辐射范围进一步提升; 尤其是移动支付的普及和线上消费习惯的养成, 为预制菜企业布局 C 端线上销售渠道提供了良好的外部条件, 如最近市场关注度很高的社区团购; 其次, “宅经济”已迎来高光时刻。随着年轻人的愈加“懒宅”(市场流行说, 80 后, 开始懒宅; 90 后, 非常懒宅; 00 后, “懒宅”以为常。越是年轻, 愈加懒和宅), 预制菜的购买率将大幅提升。根据 2020 年天猫数据, 预制菜(半成品菜)销量同比增长 111%, 自热火锅等新式方便速食在天猫上的销售增长超过 50%, 预制菜(半成品)需求呈快速增长趋势。

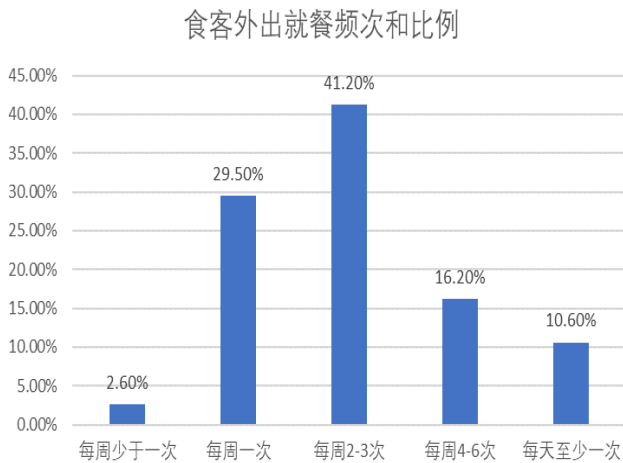
图 34: 我国历年来餐饮收入规模



资料来源: wind, 国海证券研究所

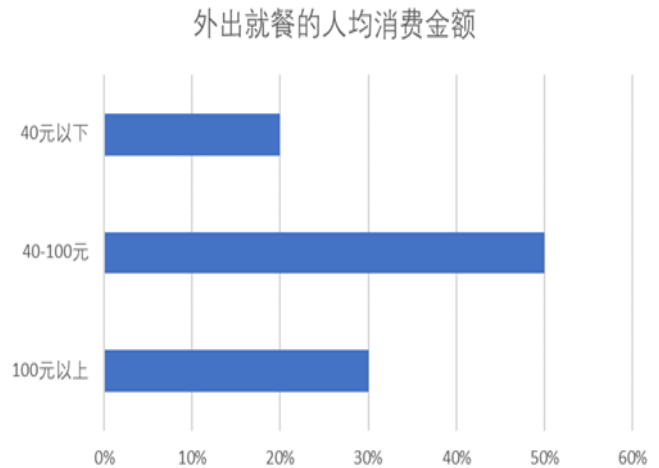
2019年,我国餐饮收入46721亿元,同比增长9.4%,其中食材占比约30%-35%,餐饮食材规模约1.4-1.6万亿元。从日常居民消费来看,每周在外餐饮消费的平均次数仍然较少(平均每周约3次),家庭消费食材应该远大于餐饮(预计至少是餐饮的3-4倍)。B端+C端食材合计,预计总体食材规模至少5-6万亿元以上。

图 35: 食客外出就餐频次和比例



资料来源: 搜狐网转载《帝华物业》, 国海证券研究所

图 36: 外出就餐人均消费金额



资料来源: 搜狐网转载《帝华物业》, 国海证券研究所

如果参考与中国饮食结构类似的日本市场, 预制菜的占比达到60%以上, 则我国预制菜市场成熟时期, 规模约可达3万亿元以上规模(不考虑整体食材行业的增长, 当然这是理论上的假设), 存在巨大的发展空间。

1.9、屠宰企业建设预制菜工厂具有先天的优势

预制菜工厂的运营, 本质上相当于中央厨房+物流供应链的结合。屠宰企业建设预制菜工厂的核心优势在于“客户覆盖密度高”、“服务客户频率高”、“市场扩展全国化”。

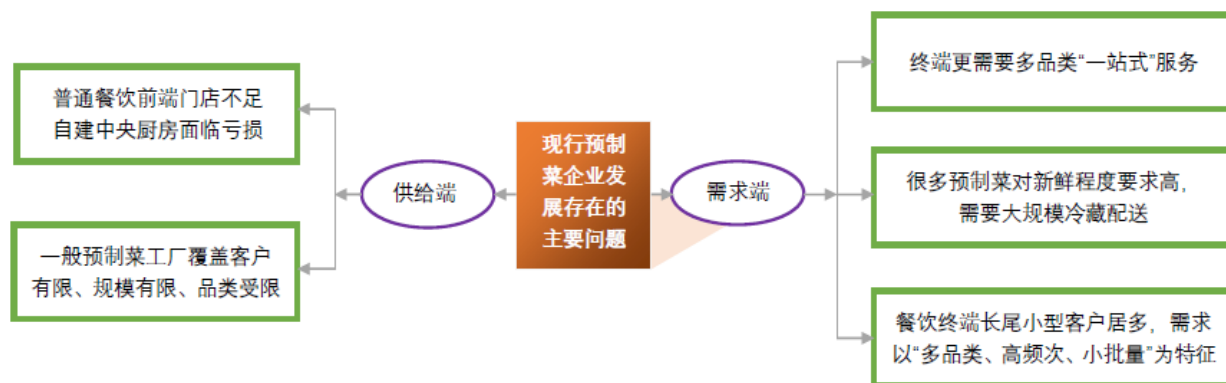
从供给端来看: 普通餐饮自建中央厨房面临亏损, 而一般食品企业品类发展受限

(1) 普通餐饮自建中央厨房面临亏损。中央厨房自上世纪90年代被引入我国以来, 想像中“可以实现菜品的标准化, 同时降低原料采购和人力成本”, 迅速在中式连锁餐饮企业中引起了一股建设热潮。2016年, 我国限额以上连锁餐饮企业数912家, 中央厨房普及率达到70%。但看似一片红火之下, 其实是一地鸡毛, 很多连锁餐企高估了前端门店的需求量, 忽视了整个经营环境的式微。2015年限额以上中央厨房产能利用率已不足50%。餐企自建中央厨房体系单次投入达千万级且覆盖半径有限, 使用率如果达不到一定比例, 餐饮企业很难负担中央厨房运营成本, 部分餐饮企业的中央厨房甚至出现亏损的局面。

(2) 一般食品工厂(预制菜企业) 品类受限。在一般食品工厂端, 预制菜食品工厂一直较为分散, 区域性明显, 没有绝对头部的企业出现。不同于西餐餐

饮结构简单，中餐有八大菜系，每个菜系都有很多的 SKU，下游餐饮店的需求是多样且分散的。而上游供应预制菜的工厂，在重资产的设备限制下，为了追求规模效应最大化，预制菜企业大多只能专注于最擅长的 2-3 个品类。此外，头部的食品工厂一般只服务于一二线城市、有一定规模的中型餐饮企业。而长尾的工厂和长尾的餐饮商家之间的匹配交易以往一直没有人来承接。

图 37：现行预制菜企业发展存在的问题



资料来源：国海证券研究所

从需求端来看：终端需要多品类“一站式服务”，很多预制菜对新鲜度要求高。同时，餐饮终端小型客户多，需求以“高频次、小批量、服务及时性”为特征。

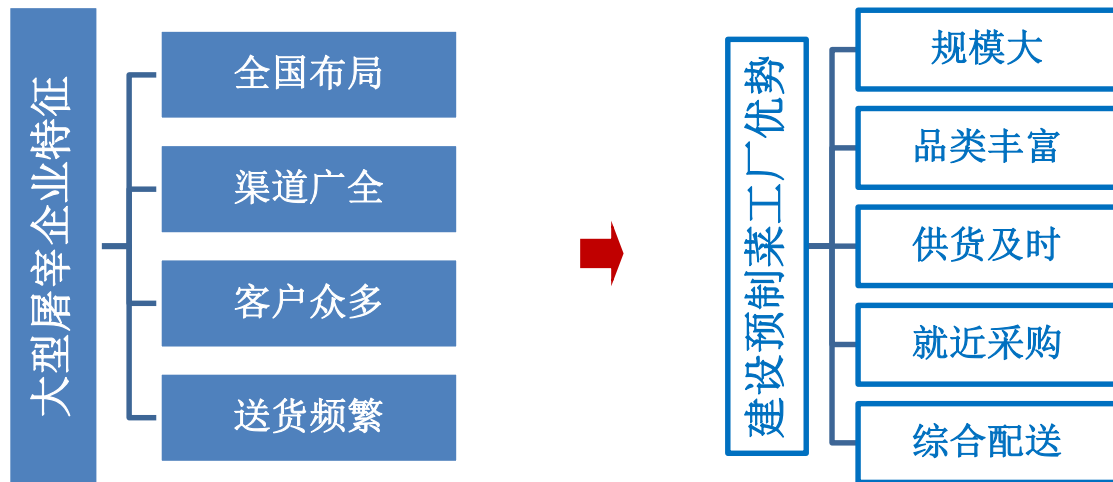
(1) 从终端需求来看，更需要“一站式服务”。“做预制菜产品，品种越全越好，最好能为客户提供“一站式”服务，让客户不必跑多个地方，在一家店就能找到所需的全部或大部分产品，非常省心。”实际上，在品类太少的情况下，不足以让餐饮减少厨师和小工，使用预制菜并不一定能节约成本。一般情况下，在预制菜占菜品比达到 30%-40%以上，餐饮可较大比例减少厨师和小工，经济效益会显著提升。

(2) 很多预制菜对新鲜度要求很高，需要大规模冷藏配送。另一方面，预制菜因为讲求新鲜，所以极其依赖供应链，海底捞曾表示，他们研发的预制菜（半成品菜），冷藏状态的保质期为 4 天。所以在顾客下单后才开始生产，并保证产后 24 小时完成配送。但是这种“工厂直配”模式目前只在北京地区试点，作为餐饮头部企业的海底捞尚且难以大规模配送，其他品牌更不必说。

(3) 餐饮终端长尾小型客户多，对预制菜需求以“品类多、频次高、小批量和服务及时性”为特征。2018 年全国餐饮收入 4.27 万亿元，百强餐饮企业销售额只超过 2000 亿元，占比不到 5%，而近 4.1 万亿元人民币（95%）的销售额由全国中小型餐厅贡献而来。对于长尾中小餐厅，比如街边夫妻店、商场摊位店等，采购品类及数量会受营业额限制，只能进行多频次、小批量的采购，而且对菜品新鲜度、采购及时性都有很高的要求。

基于上述分析，一般的中央厨房和食品工厂（预制菜企业）很难满足市场需求。而屠宰企业“客户覆盖密度高”，“服务客户频率高”，“全国化布局规模化经营”，建设预制菜厂具备先天优势。

图 38：屠宰企业建设预制菜工厂具有先天优势



资料来源：国海证券研究所

屠宰企业，本质上不是简单的宰猪加工，而是构建了肉类销售渠道。肉类的销售终端是广泛的（基本上每个餐饮、家庭都需要肉类消费），客户是众多的（**客户覆盖密度更高**，基本上一个县至少一个屠宰厂，辐射 300 公里范围内），销售供货次数是频繁的（**服务客户频率更高**），尤其是鲜肉差不多每天供一次货。渠道广泛、客户众多、供货频繁，这就为屠宰企业建设预制菜工厂，销售预制菜在规模上、物流上和时效性上都提供现实的可能。

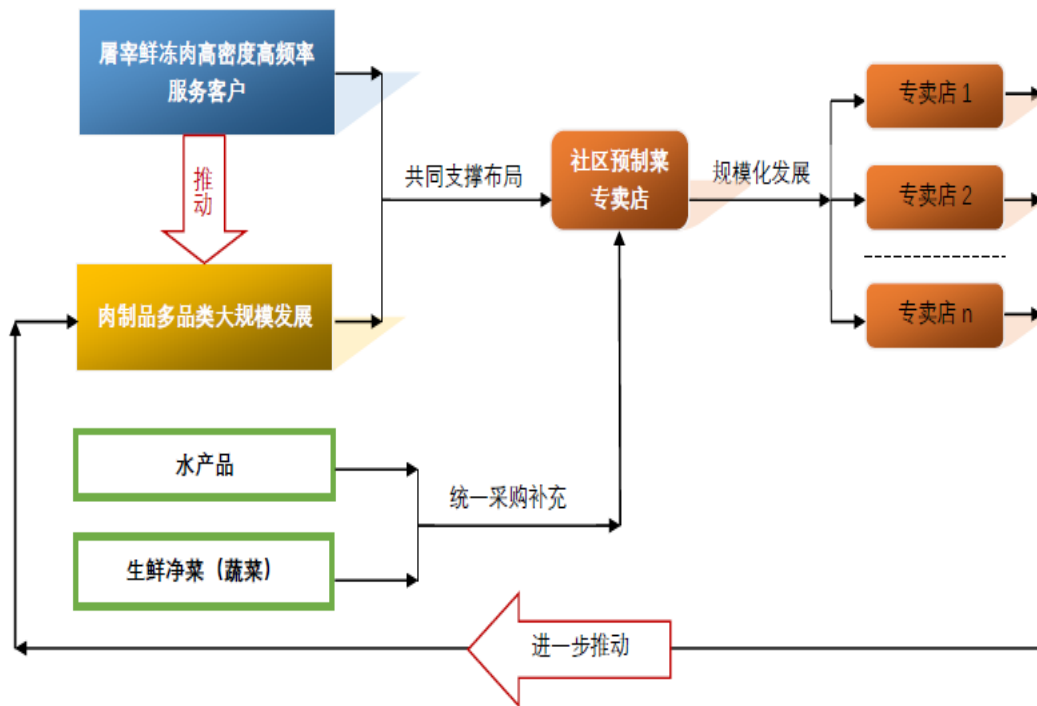
由于屠宰厂客户众多，区域覆盖密度高，建预制菜工厂容易上量做规模，生产和供应链成本低，品类就可以更多更丰富。而丰富的品类，一方面有利于餐饮企业或中间商实现“一站式购物”，减少供应商数量从而减少单品类存货（减少仓储和资金占用。供应商多的话，单个供应商为保证配送效率单品类一般要带比较多的货），另一方面也使屠宰企业可直接供终端数量更多，从而减少中间商环节提高整体盈利能力。此外，屠宰厂对渠道终端供货频繁，也为一些批量小保质期短的预制菜品销售提供现实的可能，尤其是可以更好的满足多频次，小批量采购的中小客户。由此，在市场竞争中能体现出明显的优势。

此外，屠宰企业遍布全国各地的屠宰厂生产网络，可以覆盖全国各个区域，实现真正意义上的全国化规模化经营，解决了一般预制菜企业的区域化地域特征。尤其是，在屠宰厂边上自建预制菜厂，屠宰厂直接提供肉类原料，和肉类一起就近配送到终端，不仅节约了原料中间环节的采购成本，也节约了综合供货给终端的物流成本。

因此，从规模经济和方便程度来看，屠宰厂建设预制菜工厂具备先天优势，其效益远远超过一般餐饮企业自建中央厨房和一般的预制菜企业（食品工厂）。

业务延伸与良性循环：屠宰企业丰富的生鲜冻肉和多品类大规模肉制品的生产供应，足以支撑布局“社区预制菜专卖店”，而“社区预制菜专卖店”的规模化拓展，又进一步增进屠宰企业肉制品（预制菜）多品类大规模发展。

图 39：屠宰企业布局社区专卖店带来正向业务循环



资料来源：国海证券研究所

社区专卖店是预制菜 C 端业务未来发展的核心渠道。随着预制菜行业的发展,对于 C 端业务,采购的便捷性与有效性是未来销售渠道发展的重要方向。对于商超和农贸市场,采购的便捷性不够。对于电商,便捷性足够,但消费者集中在晚餐或中餐某个时间段配送,这种集中时间配送模式任何一家电商的配送能力都不够。因此,解决最后一公里配送的问题,社区专卖店(类似快递菜鸟驿站)是个不错的选择,有望成为未来 C 端业务发展的核心渠道。

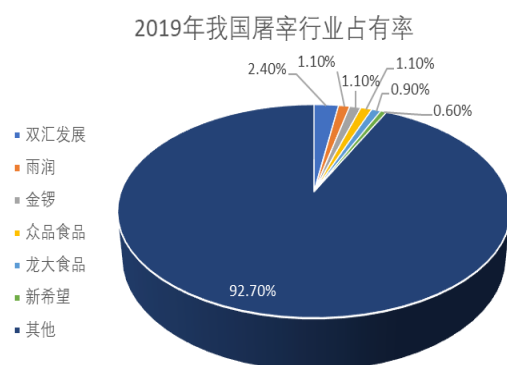
2、我国屠宰肉制品行业正迎来历史性发展机遇

2.1、屠宰行业：行业集中度快速提升，向深加工转型盈利能力持续提高

2.1.1 屠宰行业集中度处于长期提升趋势，“非洲猪瘟”助推提升进度

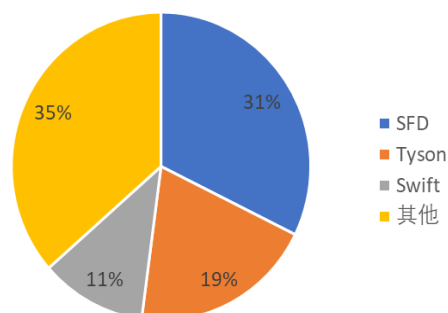
我国屠宰行业高度分散,龙头双汇发展 2019 年屠宰生猪 1320 万头,占 2019 年全国生猪屠宰量 54419 万头的 2.42%,雨润食品 2019 年生猪屠宰量 624 万头,行业占比仅为 1.14%。龙大肉食 2019 年生猪屠宰量 501.28 万头,行业占比 1%不到。整体看,双汇、雨润、金锣、众品(2020 年已申请破产)、龙大、新希望这六家龙头屠宰量,CR6<8%,而美国屠宰行业 CR3>60%。

图 40: 我国屠宰行业集中度情况



资料来源: 中国产业信息网, 公司公告, 国海证券研究所

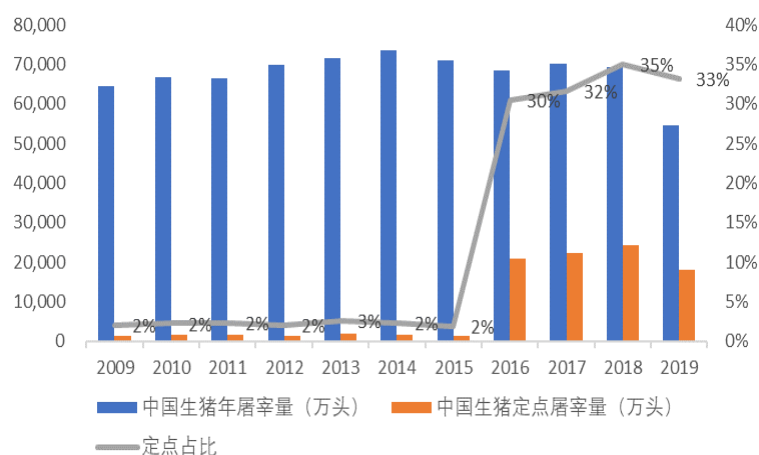
图 41: 美国屠宰行业集中度情况



资料来源: 智研网, 国海证券研究所

从我国生猪屠宰规模化程度来看, 虽然规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重逐年提高, 但到 2019 年, 仍然只有 33% 的水平, 仍然处于规模化程度较低的水平。

图 42: 我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重

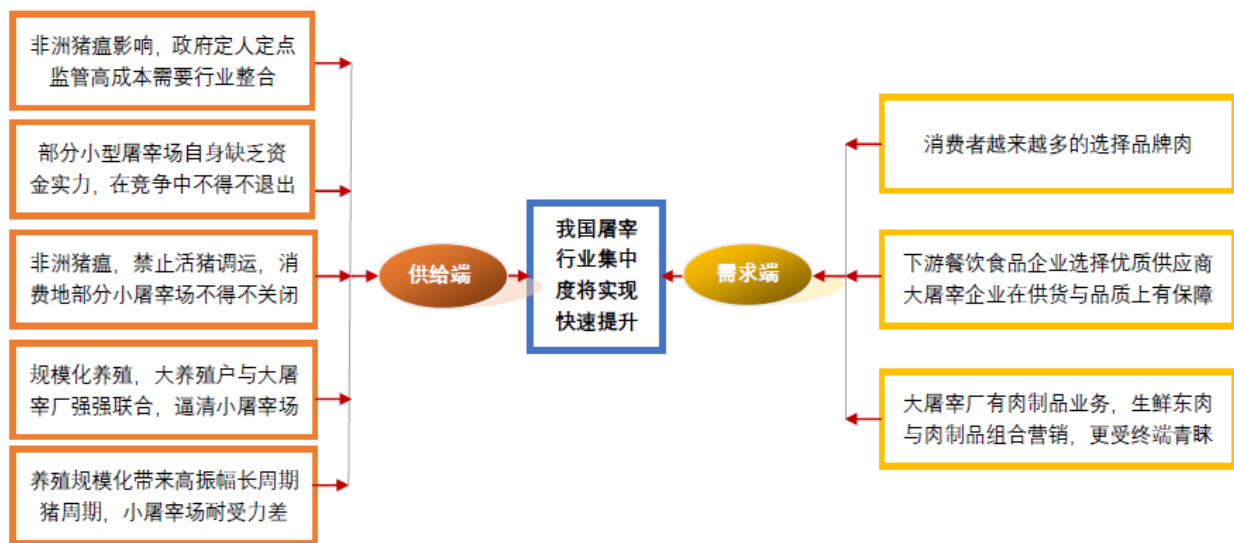


资料来源: wind, 国海证券研究所

高度分散的行业, 也蕴藏着龙头企业具备潜在的整合机会和巨大的发展空间。从趋势来看, 国家政策、行业环境, 尤其是非洲猪瘟的影响, 等多项因素助推行业集中度快速提升。

环保和社保政策趋严, 部分小企业失去成本优势而陆续退出。随着政府加强监管, 国内政策对生猪产业链的环保要求趋严, 农业部加快畜禽屠宰法治化建设, 重点加强小型生猪屠宰场点的资格清理, 大量无法达到污染排放标准的小屠宰场关停并转。而在过去, 由于环保管理不严格, 很多屠宰场存在环保治理疏漏和员工社保不交, 成本反而低于大型屠宰场。随着环保和社保等国家政策趋严, 部分小型屠宰企业昔日不规范下的成本优势渐失, 公司竞争力也逐渐失去而陆续退出。

图 43：供给端和需求端都推动我国屠宰行业集中度提高



资料来源：国海证券研究所

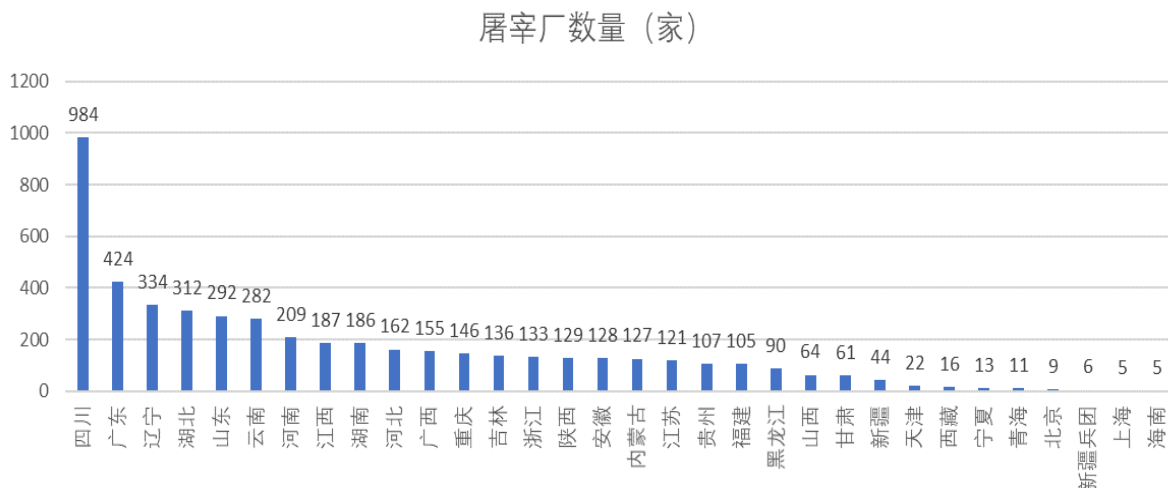
“非洲猪瘟”影响下，政府定人定点严格监管，高监管成本更需要大屠宰企业来整合规范。“非洲猪瘟”后，存在小的屠宰场私下宰杀病猪而造成病猪肉市场流通的隐患和病猪排污周边辐射扩散的隐患。由此，带来政府的监管更加严格。目前，政府管理部门对屠宰场已实行定人定点监督管理，这进一步增加了政府监管成本。面对高昂的监管成本，政府迫切需要大的屠宰场整合一些小的屠宰场，规范运作，来降低管理难度，减少监管成本。

近期农业农村部发布的农办牧（2020）57号文件，指出在全国开展为期2个月的严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动，充分说明政府的监管不会放松。文件中指出“今年以来，各地通过开展农产品质量安全专项整治“利剑”行动”，查办了一批屠宰环节违法案件、捣毁了一批私屠滥宰窝点、销毁了一批问题产品，有力支持了全国非洲猪瘟防控和生猪生产恢复，有效保障了生猪产品质量安全。随着冬季，特别是元旦春节消费旺季的到来，猪肉产品消费将进入高峰期，从近期各地案件查办情况看，私屠滥宰等屠宰环节违法案件呈上升趋势。为切实维护生猪屠宰行业秩序，保证生猪产品质量安全，保障节日期间猪肉消费安全和人民身体健康，农业农村部决定自2020年12月中旬到2021年2月中旬，在全国开展为期2个月的严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动”。

部分小型屠宰场自身缺乏资金实力，在竞争中也不得不退出。部分小型屠宰场由于资金实力缺乏，获取稳定猪源能力差，两端议价能力低，导致开工率不足等弊端显现，自动退出市场也是一个趋势。尤其是在生猪价格大幅上涨，生猪供不应求的情况下，如2019年下半年的生猪行情，部分小屠宰场无法拿到生猪，同时也没有资金去囤冻肉，亏损严重，不得不关停。

在政府严加监管和部分小屠宰场自身实力不足的情况下，中小型屠宰场加速退出是趋势。根据中国产业信息网转载的智研咨询发布的《2020-2026年中国生猪屠宰行业市场消费调研及发展规划咨询报告》数据显示，2019年，屠宰场淘汰超过4000家，同比减少超过47%。目前农业部公布的屠宰场只有约5000家左右。

图 44：目前各省屠宰厂数量



资料来源：农业农村部，国海证券研究所

此外，在非洲猪瘟的影响下，禁止活猪调运，消费地部分小屠宰场将不得不关闭。传统的屠宰场一般设在“消费地”，采用“调猪”的方式。而非洲猪瘟的影响下，传统活猪调运方式易造成疫情传染扩散，因而政府限制活猪跨省调运（目前中南六省区，禁止活猪调运政策自 2020 年 11 月 30 日之后，开始实施。全国其他省区有望后继执行），鼓励实现就地屠宰。如此一来，则部分在消费地的屠宰场需要关停，而在养殖地需要新建部分屠宰场。小屠宰场没有资金实力异地扩建，而大的屠宰场多在养殖地建设和并购屠宰场。尤其是从“调猪”到“调肉”的模式转变，需要更长距离更长时间的冷链运输。大的屠宰企业在冷链运输和销售网络方面壁垒较高，引进先进的生产设备和研发冷分割加工工艺，都需要较大的资金投入和时间累积。这也客观上造成屠宰行业重新布局，推动行业自然整合。

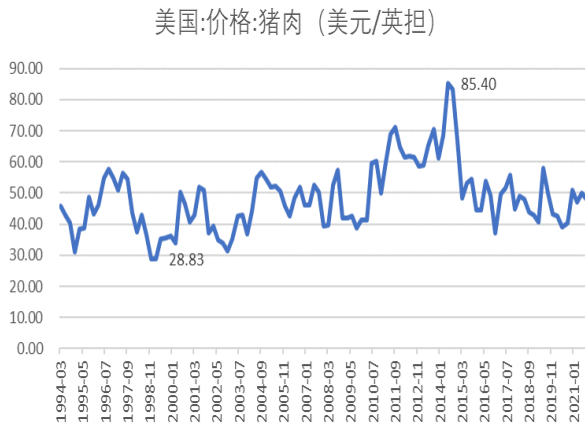
规模化养殖下，大养殖户与大屠宰厂的强强联合，有望逼清部分小屠宰场退出。

规模化养殖下，国内生猪主要由大企业进行养殖之后，我们预计大养殖企业和大屠宰企业之间会加强合作，对大养殖企业而言选择大屠宰厂合作，有利于快速消化产能，也便于后端客户管理。目前，甚至出现大屠宰厂和大养殖企业建立合资公司。小屠宰场有可能缺少猪源，尤其是在猪价上行周期，因猪源的不稳定而压缩生存空间，最终因经营效益不佳而不得不退出。

养殖规模化带来的高振幅长周期的猪周期，耐受力差的小屠宰场退出也成必然。

从中长期来看，随着养殖规模化，生猪养殖周期时间更长，振幅更大，小规模养殖屠宰企业耐受力差，退出更成必然。借鉴美国的生猪养殖行业发展情况，随着养殖规模化，规模养殖企业养殖效率高，资金实力强，从而具备更大的养殖惯性和耐受力，在周期波动的时候很难及时削减产能，从而造成猪周期波动幅度加大。从美国的猪周期数据可见一斑，1999 年 3 月份，猪肉价格低点时 28.83 美元/英担，到 2014 年 6 月份，猪肉价格高点时 85.40 美元/英担，猪价高点是猪价低点时的近 3 倍。而我国历史上猪肉的价格（排除本轮非洲猪瘟影响）则高点与低点的差距一般在 2 倍左右。由于小养殖企业耐受力差，一旦退出就不敢轻易加入，后期又导致产能补充缓慢，猪价高企时间很长，小屠宰企业又面临生猪供给不足而面临亏损倒闭。因此，屠宰行业的集中度势必大幅提高。

图 45: 美国历年来猪肉价格情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 46: 我国生猪价格情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

从需求端来看, 消费者及下游餐饮和食品企业, 也会更多的选择品牌肉。随着对食品安全的日益重视, 以及对过往瘦肉精和非洲猪瘟的担忧, 消费者会越来越更多的选择品牌肉。同样, 基于食品安全和供应链效率考虑, 餐饮或食品企业, 也选择大的屠宰企业合作, 或者即使出现什么问题, 也责任可追究。因此, 大的屠宰肉制品企业优势会越来越显著。从营销角度看, 大屠宰厂有肉制品工厂, 生鲜肉与肉制品组合营销, 终端也更愿意接受。

2.1.2、屠宰业务从粗加工向深加工转型, 盈利能力持续提高

图 47: 部分精分割和定制分割肉产品图



资料来源: 龙大肉食公司网站, 国海证券研究所

我国过去猪肉销售多以白条肉、粗分割肉为主。随着消费升级，消费者对产品的需求更加细分化，如有消费者只要排骨而不要肥肉，有消费者只要猪蹄而不需猪脚，以及厨房工业化时代，餐饮企业为减少劳动力成本和减小厨房面积降低租金成本，都需要屠宰厂直接提供更多的精分割和定制分割产品。在深加工精分割和定制分割业务模式推动下，屠宰业务的盈利能力大幅提升。我们预计一般白条肉或粗分割肉，屠宰平均净利率约 3 个百分点，单头猪的平均盈利在 50 元左右，而通过深加工精分割和定制分割，屠宰平均净利率可提高到 5-8 个百分点，单头猪的盈利能提升到 80-130 元左右，盈利水平可实现翻倍。

2.1.3、屠宰行业净利润规模有望达到 300 多亿元

我国生猪屠宰行业，中等规模屠宰场，单头净利润预计在 50 元左右，后继随着集中度提高，以及向深加工精分割和定制分割转型，单头净利润预计能达到 80 元甚至 100 元以上。

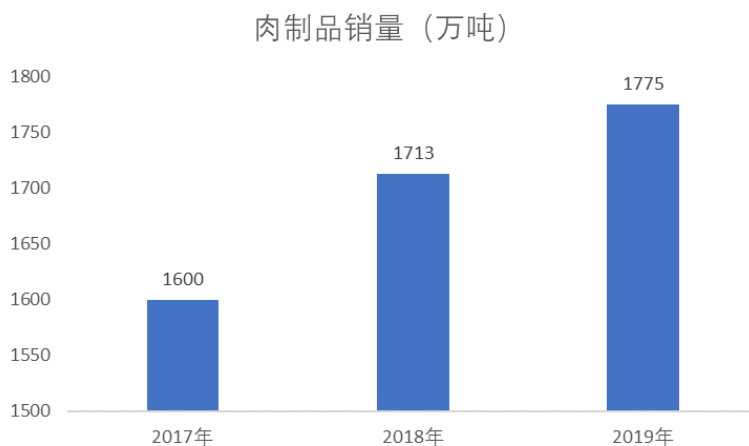
即使按目前单头净利润 50 元测算，如以平均每年 6.7 亿头生猪为标准，则净利润可达 335 亿元。如果参照食品类 2019 年平均 9% 的净利率倒推营业收入规模，则也有相当于约 3700 亿收入规模的大行业。

在这种大行业里谋发展，龙头企业具备足够的整合空间和持续的成长性。

2.2、肉制品：目前市场占比小，向预制菜方向发展空间大

随着人们生活水平的不断提高和生活节奏的加快，消费者的食品消费观念已经从最初的满足于温饱发展成为追求高品质、方便快捷的消费，因此对营养价值高、食用便利、安全卫生的肉制品的需求越来越大。

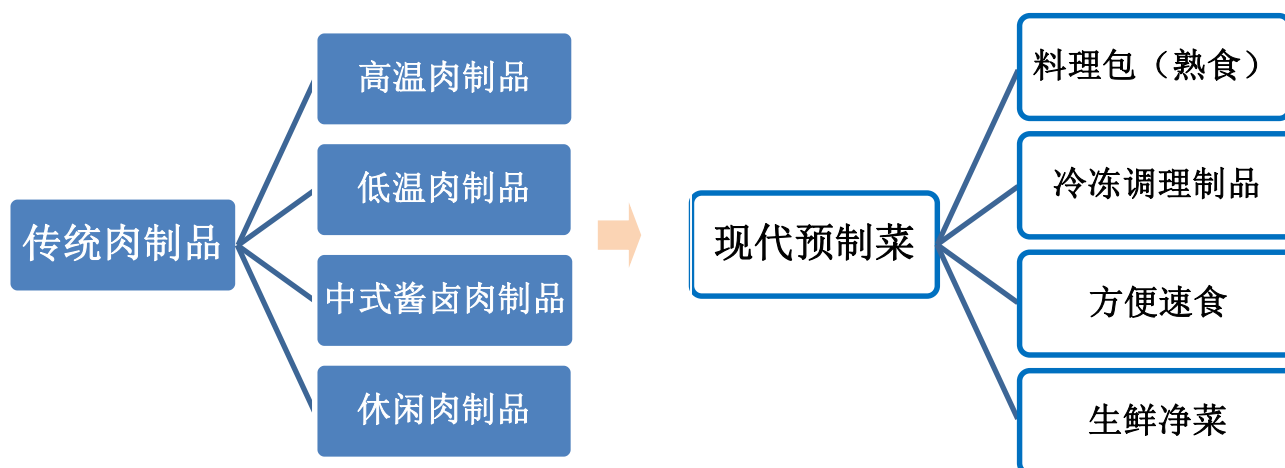
图 48：我国肉制品行业销量情况



资料来源：中商产业研究院，中国产业信息网，国海证券研究所

近几年,我国肉制品保持着稳定的增长。2017年全国肉制品产量突破1600万吨,2018年我国肉制品产量达1713万吨,同比增长约7%,2019年我国肉制品产量达1775万吨,同比增长约3.6%。参考双汇2019年肉制品收入251.63亿元,销量160.16万吨,则每吨均价大约1.5711万元,则整个肉制品行业相当于约2800亿元的收入规模,也是个规模很大的行业。

图 49: 传统肉制品向调理肉制品等预制菜方向发展



资料来源: 国海证券研究所

经济发展促使生活方式发生变化,生活方式的改变又为企业不断创新提供了“土壤”。传统意义上的肉制品,多为高温、低温和中式酱卤肉制品,这些只是预制菜中的一部分(很多高温火腿肠严格意义上算休闲肉制品)。

而随着80后、90后成为上班族的主力,工作节奏快,时间成本高,需要追求更为快捷的烹饪方式。此外,对餐饮业而言,随着人口老龄化,人工成本越来越高,场地租金大幅上升,也迫切需要类似中央厨房的食品工厂提供半成品。因此,肉制品也进一步从传统的肉制品发展到现代预制菜,增加各种料理包、速冻调理制品、面点、方便速食和生鲜净菜等品类。

目前,具有佐餐属性的调理肉制品如油炸里脊肉、梅干菜扣肉等,以及速冻面点、速冻丸子等调理制品呈现快速增长趋势。与加工常温食品相比,经过速冻工艺的冷冻料理包最大程度的减少营养成分流失、加工简便,成本较低,还延长了食品保存期,已经成为无明火餐饮业态的主流出品。

生鲜净菜由于附加值相对较低,对新鲜程度保留要求较高,目前正处在发展阶段。未来,随着经济发展,居民消费能力提高,预计生鲜净菜也会迎来快速发展。

随着屠宰肉制品企业从传统的肉制品业务进一步发展到全品类的预制菜业务,万亿元规模的预制菜市场,给屠宰肉制品企业带来的发展空间是巨大的。

图 50: 各品类部分肉制品

高温肉制品	 劲香王中王 Strong fragrance sausage 采用东北优质猪肉，选料精心，产品肉质细腻，色泽红亮诱人，入口	 大块肉 Longda King of Calcium sausage 采用东北优质猪肉，选料精心，产品肉质细腻，色泽红亮诱人，入口		 香嫩煎烤肠 Calcium scent king sausage 采用优质猪肉为原料，匠心精制，产品肉质细腻，口感劲道
低温肉制品	 无淀粉烤肉排火腿	 龙大圆火腿	 萨伯尔烤肉	
酱卤肉制品	 散烧肉	 老汤牛肉 Beef in old soup	 散脱骨猪蹄	 五香扒鸡 Five-spice braised chicken
冷冻调理制品		 椒香酥肉	 猪软骨炖香菇	 香菜肉丸串 Coriander meatballs
冷冻面点				
方便速食		 酸豆角肉末	 咖喱鸡(饭)	 台式卤肉(饭)
休闲肉制品	 香卤凤爪	 泡椒猪皮	 加钙儿童肠	 酱卤鸭翅

资料来源：龙大肉食公司网站， 国海证券研究所

3、龙大肉食（002726）：大股东致力农牧食品为核心主业，屠宰肉制品向预制菜全面发展

3.1、蓝润集团溢价 100%以上收购龙大肉食控股权，并致力发展农牧食品为核心主业

表 4：蓝润集团溢价 100%以上收购龙大肉食控股权

股权转让日期	转让股份 (万股)	当日市场价 (元/股)	转让股份市值 (万元)	协议收购价 (元/股)	实际转让价款 (万元)
2018 年 6 月 8	7560	6.91	52240	10.06	76054
2018 年 8 月 17 日	7560.92	6.13	46348	16	120975
2019 年 5 月 23 日	7485.68	7.98	59736	16.43	122990
合计			158324		320018
股份转让价款与股份 转让日市值比					202%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

新的大股东蓝润集团以 102%的溢价收购龙大肉食控股权，表现了蓝润集团致力于发展农牧食品行业的决心和信心。

在公司网站上也可见，蓝润集团也明确致力于发展农牧食品为核心主业的战略定位——“蓝润集团是一家以农牧产业为主体的综合性集团”。

3.2、新的大股东蓝润集团有实力有动力，“山东”与“四川”双业务主体并进，快速推进全国化

蓝润集团创始于 1997 年，经过二十余年实干笃行，已成长为“中国企业 500 强”、“中国民营企业 500 强”、2019 年位列“四川民营企业 100 强”第四位。2019 年，蓝润集团产值 630 亿元。

蓝润集团除了在人力和各种资源向龙大肉食倾斜外，自身还在四川投资约 200 亿元，500 万头集生猪养殖、屠宰、肉制品、有机肥一体化项目，并计划于 2023 年年末前注入上市公司。届时，公司将有山东和四川“一东一西”两个业务主体，同时推进各项业务，快速向全国化扩张。

表 5：蓝润集团自身在四川投资的生猪养殖屠宰肉制品等项目情况

投 资 项 目	总投资	分期	投资	年产种猪规模	年产商品猪规模	年屠宰规模	年肉制品规模	年饲料规模	有机肥	建设完成时间
达州市万源市	25 亿元	一期	15 亿元	3 万头	30 万头	100 万头	3 万吨	30 万吨		2021 年 5 月前
		二期	10 亿元		20 万头					2023 年 5 月前
达州市宣汉县	30 亿元			5 万头	100 万头	100 万头	1.8 万吨	50 万吨	20 万吨	开工后 24 个月
巴中市恩阳区	42 亿元	一期		2.5 万头	50 万头	100 万头		25 万吨	10 万吨	2021 年底前
		二期		2.5 万头	50 万头		6 万吨	25 万吨	10 万吨	2023 年 6 月底
巴中市南江县	28 亿元	一期		2.5 万头	50 万头			50 万吨	10 万吨	2021 年底前
		二期		2.5 万头	50 万头				10 万吨	2023 年 6 月底
巴中市通江县	16 亿元				50 万头				20 万吨	2023 年 6 月底
南充市西充县	25 亿元			3 万头	50 万头	50 万头	1 万吨	30 万吨	10 万吨	2023 年 6 月底
南充市南部县	25 亿元			2 万头	50 万头	100 万头	0.3 万吨	50 万吨		项目用地取得后 24 个月
合计	191 亿元				500 万头	450 万头	12.1	260 万吨	90 万吨	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

根据公司公告，大股东蓝润集团承诺最迟不超过 2023 年末前完成将上述项目的股权注入上市公司的协议签署，在上市公司明确放弃上述收购权利时，最迟不超过 2023 年末前向无关联第三方转让上述项目股权。

3.3、大股东蓝润集团转型农牧食品业务，自身具备多项优势

蓝润集团作为地产运营商转型农牧食品也有很多自身的优势：

一是项目工程建设功效与成本控制优势。有着地产建设和运营的经验以及资源，公司在养殖和屠宰等项目工程建设上，材料成本控制上更为严格，同时项目工程布局上也更有功效；

二是良好的政府公共关系能力优势。作为地产商，与政府打交道频繁，政府关系良好。而屠宰肉制品企业基于土地、环保、税收等多方面同样需要与政府打交道，保持良好的政府关系是公司各项业务顺利推进的重要条件；

三是消费品营销与品牌打造能力优势。地产运营商是面向个人消费者和面向商家的 C 端销售，在品牌打造和营销推广上要求高，其丰富的市场营销经验，也有望转嫁到食品业务。

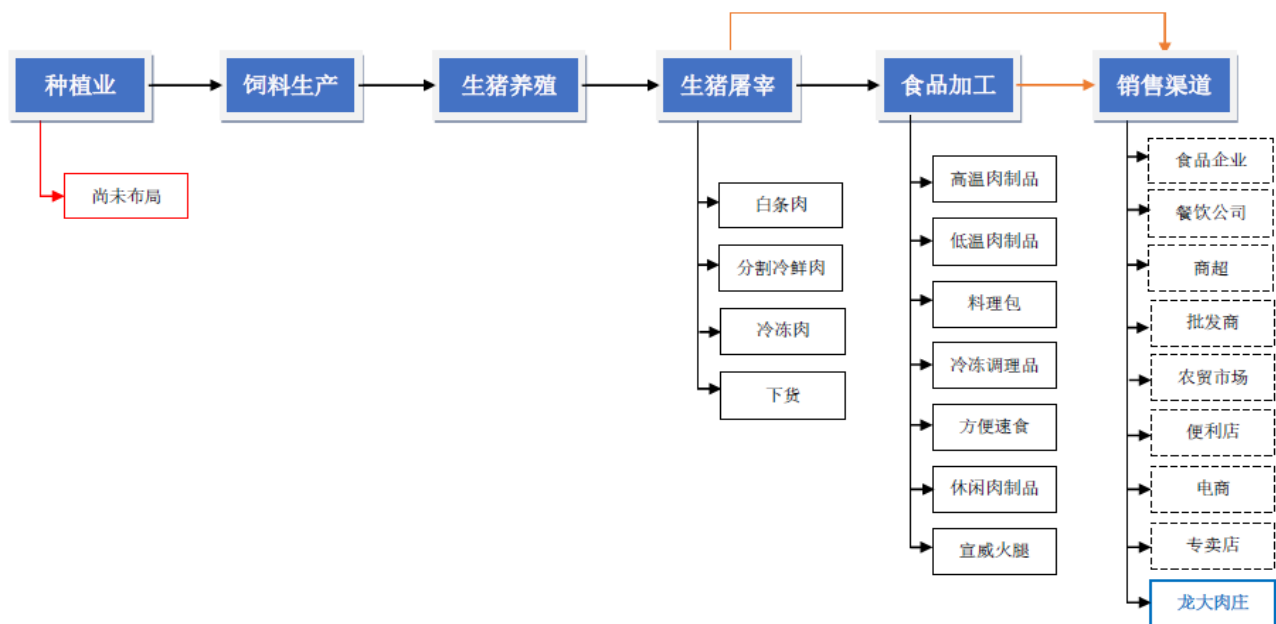
3.4、全产业链布局，重点是下游屠宰和肉制品业务

生猪企业大部分都制定了全产业链经营战略，从养殖到屠宰再到肉制品一条龙的业务经营。在整个产业链上，既有上游往下游走，如以养殖业为主的牧原、新希望和温氏等，向下游屠宰肉制品业务拓展，也有下游往上游走，如以屠宰肉制品业务为主的双汇发展、龙大肉食和华统股份，向上游养殖业务拓展。

对于以养殖为主的企业和以屠宰肉制品为主的企业各有各的优势。养殖的核心竞争点在于生物技术，屠宰肉制品的核心竞争点在于供应链管理。从养殖业务往下游拓展到屠宰肉制品业务，需要布局很多的销售网点，低毛利下对供应链管理的要求很高。因此，从养殖业务拓展到屠宰肉制品业务也需要很长的过程，不是一蹴而就。同样，从屠宰肉制品业务往上游拓展到养殖业务，也需要很长时间的积累。在人才方面，养殖重在技术人才，屠宰肉制品重在营销管理人才，养殖和屠宰肉制品业务都需要大量的人才，人才的培养积累也都需要一个很长的过程。

从长期来看，随着市场竞争的日趋激烈，社会分工是长期的趋势。每个人的精力有限，也都只能做好自己擅长的一块业务，尤其是随着规模的扩大，管理的难度快速增加。我们预计，未来同时将养殖和屠宰肉制品业务都做得出色的企业较少。而以养殖为核心主业的公司，如牧原、温氏、新希望等，侧重点仍然以养殖为主。以屠宰肉制品为核心主业的公司，如双汇发展、龙大肉食、华统股份，侧重点仍然以屠宰肉制品业务为主。

图 51：公司实现猪产业全产业链布局



资料来源：公司宣传册、国海证券研究所

公司目前虽然已实现生猪产业全产链模式布局，但侧重点仍然在自己具备优势的屠宰肉制品业务。未来在生猪养殖上预计按照屠宰量的 10%-20%布局，主要是

对抗猪周期，避免在猪价高点时重要客户无生猪可供应，以及平滑盈利波动。从投资的角度看，全产业链布局，公司在猪价低点布局养殖，在猪价高点布局屠宰，实现逆周期扩张，不仅可充分享受周期的红利，也大幅提高资金使用效率。

图 52：龙大肉庄图



资料来源：公司网站，国海证券研究所

向下游 C 端零售布局“龙大肉庄”，未来有望升级成“社区预制菜专卖店”，长期可分享预制菜高增长红利。随着公司肉制品品类的丰富化，同时公司有冷鲜肉和冷冻肉，足以支撑公司在农贸市场和社区开设“专卖店”。目前公司在山东地区的部分城市的部分社区布局了“龙大肉庄”零售店，“龙大肉庄”目前主要以销售“冷鲜肉、肉制品和米面产品”为主，未来有望通过引进水产和生鲜净菜（蔬菜），进一步升级成“社区预制菜专卖店”。

“社区预制菜专卖店”面向 3-4 万亿的 C 端食材市场，发展前景十分广阔，有望推动公司在经营规模和盈利水平上，都迈向一个更高更大的平台。

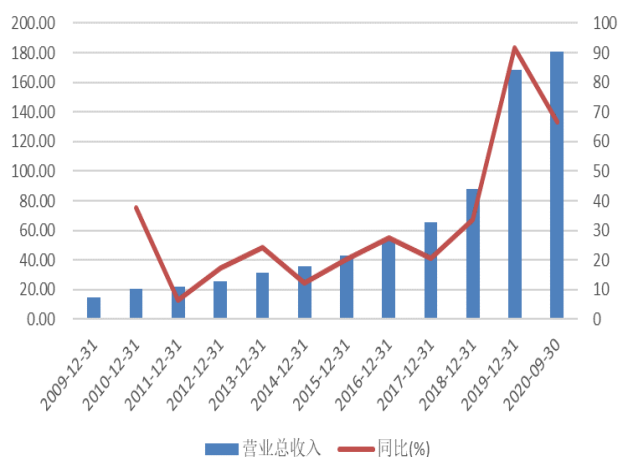
3.5、蓝润集团入驻后，公司营收和利润开始快速增长

蓝润集团入驻龙大成为公司新的大股东后，以更大的进取心加快公司各项业务的发展。从财务数据来看，自 2019 年开始，公司无论是收入还是利润都取得很大的突破。

公司营业收入：2018 年实现 87.78 亿元，2019 年实现 168.22 亿元，同比增长 91.63%。2020 年 1-9 月，实现 181.09 亿元，同比增长 66.53%；

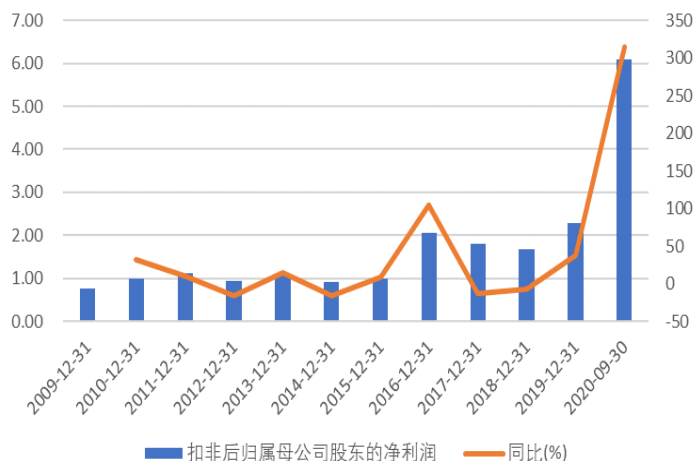
扣非归母净利润：2018 年实现 1.68 亿元，2019 年实现 2.30 亿元，同比增长 37.32%。2020 年 1-9 月，实现 6.08 亿元，同比增长 314.93%；

图 53: 公司历年来营业收入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 54: 公司历年来归母净利润情况

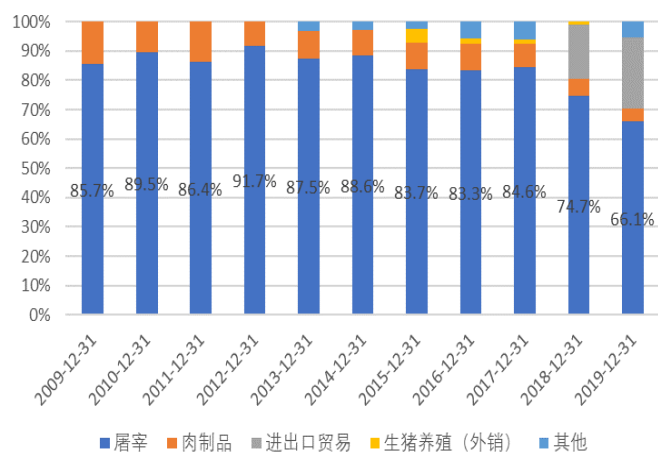


资料来源: wind, 国海证券研究所

3.6、屠宰业务向深加工“精分割/定制分割”方向发展， 渠道建设开发众多高端 B 端客户和 C 端商超客户

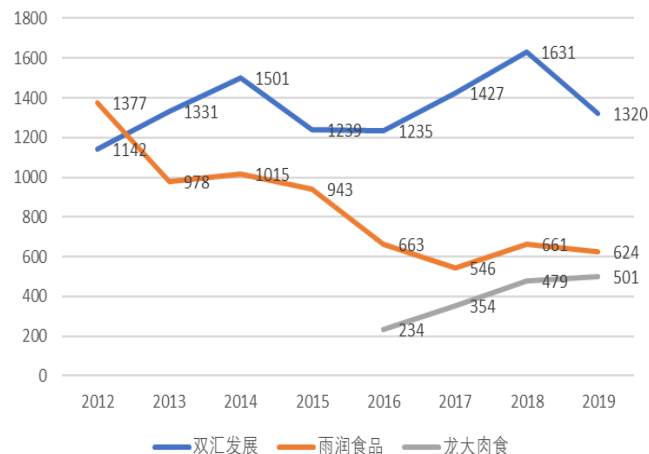
公司历史上以屠宰业务为主。从公司的收入构成来看，屠宰业务构成公司收入主要来源，2019 年屠宰业务实现营业收入 111 亿元，较上年同期增长 71%，占营业收入比重为 66.10%。此外，在屠宰企业上市公司中，龙大的屠宰量增速是最快的。

图 55: 屠宰业务构成公司收入的主要来源 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 56: 龙大屠宰量增速最快



资料来源: 各公司年报, 龙大宣传册, 国海证券研究所

公司屠宰业务重点向餐饮、食品企业和商超客户转型，产品向深加工“精分割”和“定制分割”转变。公司过去生肉产品销售以条类产品和粗分割产品为主，整体附加值较低。蓝润集团入驻为公司大股东后，对屠宰业务的单头盈利提出更高的要求。

公司屠宰事业部为此在积极寻求升级转型。一方面，通过持续优化现有产能的效率和利用率，降低单位支出来达到降低成本的要求；另一方面，通过开发众多的高端餐饮、食品企业和商超客户，提供更多的高附加值的“精分割/定制分割”产品，提高毛利率。尤其是“定制分割”产品，公司可根据客户需求的规格、价格和口味，提供优势定制产品，为企业客户深度定制猪肉精加工服务，相应毛利率也是更高。

图 57：屠宰生肉向深加工“精分割/定制分割”转型



资料来源：公司宣传册，国海证券研究所

目前，公司长期合作的高端客户有 1000 多家以上。重点客户有：

(1) **B 端——食品加工企业**：公司猪肉产品品质优良且具备食品安全保证，公司已与上海荷美尔、避风塘、上海梅林、厦门程泰、厦门古龙、湾仔码头等众多食品加工企业建立了供销关系。

(2) **B 端——连锁餐饮企业**：公司以大客户为主导，向餐饮食品供应链服务商发展，不断为餐饮企业提供猪肉产品。公司已成功地为海底捞、阿香米线、呷哺呷哺、宏状元、永和大王等大型餐饮连锁客户提供产品。

(3) **C 端商超**：商场销售的多为“精割肉”。目前公司是家乐福、大润发、佳世客、永辉、银座、家家悦、利群超市、振华量贩、中润长江等商超系统指定肉食供应商。

(4) **平台型客户**：通过美团电驴、美菜网等平台公司合作，打通小 B 服务领域。

(5) **线上渠道**：实现从 0 到有的全面启动，目前运行的电商渠道：京东黑猪、京东自营、美团、拼多多等。

公司现有屠宰产能约 800 万头左右，加上储备项目合计约有 1200 多万头产能储备中，为 2022 年的业绩增长在屠宰产能上已提前做好。

图 58：公司屠宰业务向精分割/定制分割方向发展

SLAUGHTER AND SEGMENTATION
屠宰分割

行业龙头 品质保障

产能分布



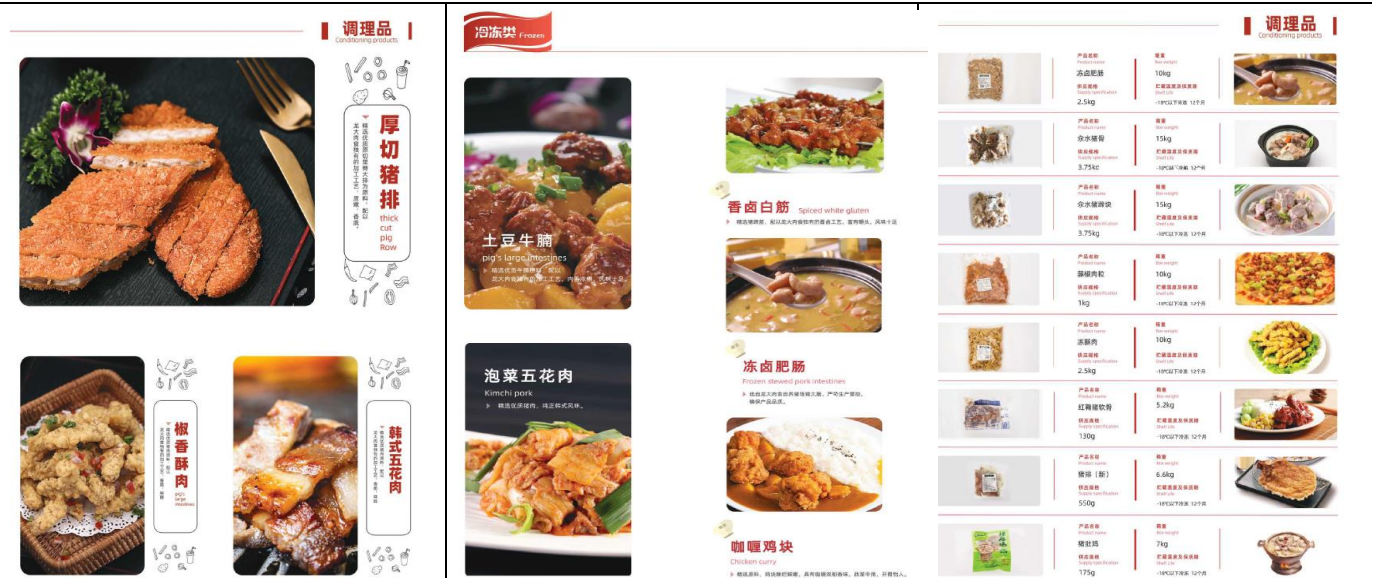
龙大肉食生食事业部下设莱阳工厂、龙大牧原工厂、莒南工厂、蓬莱富龙工厂、聊城工厂、潍坊振祥工厂和通江金泉工厂等 7 个现代化自有屠宰工厂和 1 个租赁工厂 设计屠宰产能为 800 万头 年。

加上储备的项目（江苏灌云 150 万头〈合资公司总产能 300 万头，公司控股 51%〉、东北安达 150 万头、山东乳山 150 万头）。合计约有 1200 多万头产能储备中。

资料来源：公司宣传册、国海证券研究所

3.7、肉制品向料理包、冷冻调理制品和方便速食等预制菜方向发展

图 59：公司部分料理包和冷冻调理品



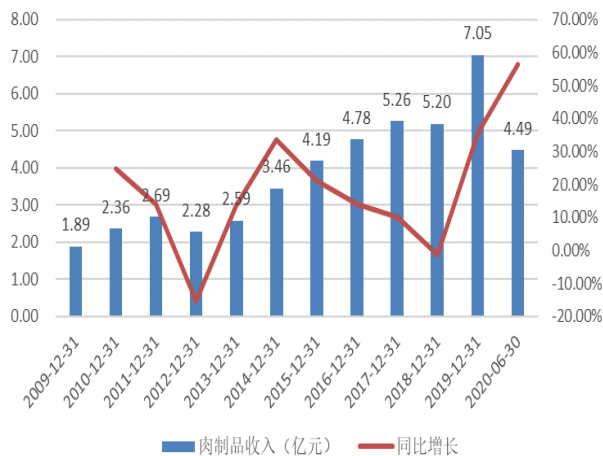
资料来源：公司宣传册、国海证券研究所

公司肉制品项目向预制菜多品类发展。随着生活节奏的加快，我国预制菜正处快速增长阶段。公司肉制品项目，不仅仅局限于过去的高温肉制品、低温肉制

品和中式酱卤肉制品，更是向料理包、冷冻调理制品、冷冻面点、方便速食等预制菜多品类发展。

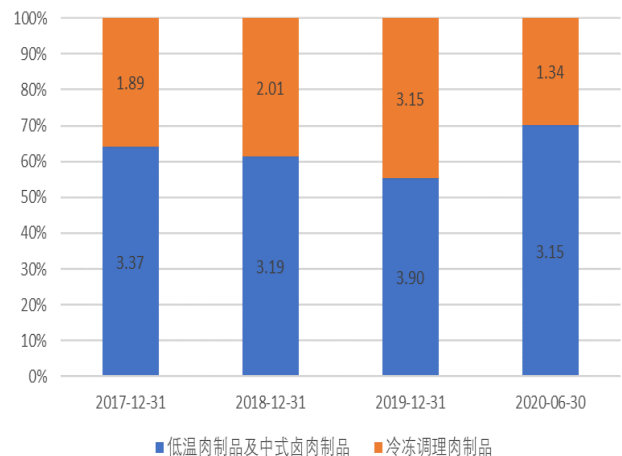
目前，公司肉制品板块共拥有 4 个大型生产车间，产能 5 万吨。另外，在建产能 5 万吨，合计 10 万吨。2014-2018 年，公司肉制品经历了一段时期的稳定发展后，自 2019 年开始快速增长。公司肉制品 2019 年营业收入实现 7.04 亿元，比上年同期增长 35.54%。2020 年，上半年公司肉制品营业收入为 4.86 亿元，比上年同期增长 69.65%，增速较为明显。

图 60：公司肉制品业务从 2019 年开始快速增长



资料来源：wind，国海证券研究所

图 61：高低温酱卤肉制品为主，冷冻调理品逐年增长



资料来源：wind，国海证券研究所

公司冷冻调理制品，具体细分渠道、细分品类和重点客户如下：

（1）中式餐饮（含西餐中的中式菜品），为第一大细分渠道，已服务的百胜、永和大王、西少爷、真功夫、喜家德等，已开发众多产品，主推培根、猪排、丸子、面点等。

（2）韩式餐饮，通过服务客户多积累菜品与经验比较丰富，为第二大细分渠道。客户有盘古、汉拿山、掌上韩品、正一味、权金城、韩宫宴、金三顺等。主推泡菜五花肉、石锅拌饭肉、石锅肥牛等菜品。

（3）火锅类，服务客户海底捞、呷哺呷哺、新辣道、巴奴、侯氏火锅、彤德莱等，推广产品余水棒骨、余水猪蹄块、卤肥肠、猪肚鸡、香酥肉等。

（4）米线类，服务客户阿香米线、过桥缘、大鼓米线，主推产品卤大骨、梅肉卷、嫩肥肠等。

（5）烧烤类，服务客户很久以前、管式翅吧、梁山烤肉、木屋烧烤，主推香卤蹄皮、图林根香肠、香卤白筋、功夫烤香肠等。

公司在上海成立的食物研发中心即将投产。长期看，预制菜竞争的核心：一是规模优势（带来成本优势）；二是品类丰富（便于客户选择）；三是新品研发能力（符合时代消费潮流，以获得更高的附加值）。公司在上海成立专门的食物研

发中心，以便于与餐饮龙头企业总部对接，开发出更美味更便捷更高端更有附加值的菜品，以快速推动公司肉制品业务发展。

3.8、贸易业务以客户结构性需求为导向，将公司生产与 外贸贸易相结合

由于收入水平、消费习惯，国内外文化和风俗差异，消费者对肉类不同品项的需求量是不一样的，而不同的终端主推的菜品不一样，导致整体或局部市场某些品项供应紧张，某些品项供过于求。而任何一家屠宰企业产量有限，品项均衡，都无法完全满足市场或客户的结构性需求。

表 6：公司供给海底捞主要产品

生 食 事 业 部	冻猪黄喉	冻去皮五花肉条	熟 食 事 业 部	氽水猪骨
	冻猪排骨块	冻切块猪蹄		氽水猪蹄块
	冻猪中方肉	冻前腿肉卷		冻卤肥肠
	冻猪脑花	冻带脂 2 号肉片		冻酥肉
	伊比利亚黑猪去皮去脂五花肉	冻衬骨		板阪肉砖 3KG
	冻猪带皮五花肉片	冻切片猪蹄		调理脑花
	冻猪带皮五花肉	冻猪肉馅		原味脆脆肠

资料来源：公司宣传册，国海证券研究所

为更好的满足客户的结构性需求，龙大在做好生产供应的同时，结合国内和进出口贸易进行有效调整，这一方面不仅提升客户满意度，另一方面也通过利差提高公司盈利能力。例如，海底捞对黄喉和猪脑的需求量大，光靠公司自己屠宰的生猪无法满足需求，就需要到其他屠宰厂外购，然后统一销售给海底捞。或者例如，国内对五花肉、内脏产品的需求量大，而欧美等国家对五花肉、内脏消费很少，公司可以通过进出口贸易将国外便宜的五花肉、内脏产品引入国内市场，在满足国内市场需求的的同时，赚得利差。

3.9、公司各项业务全国化布局正积极推进

公司过去业务基本上在山东。新的大股东蓝润集团入驻后，明确龙大的定位“是一家具有全球化视野的肉食品全产业链集团”，公司走全国化快速扩张之路势在必行。

最近公司公告的东北安达、江苏灌云、山东乳山等投资项目，已充分说明公司全国化扩张之路已经开启。随着各项目的落地，公司有望实现跨越式发展。

图 62: 公司定位全球化视野的肉食品全产业链集团



资料来源: 公司网站, 国海证券研究所

图 63: 公司全国化扩张已经开启



资料来源: 国海证券研究所

3.10、非公开发行募集资金用于生猪养殖产能建设，以进一步完善全产业链布局

公司历史上以屠宰业务为主，为进一步提高公司核心竞争能力，完善全产业链布局，公司除了下游大力发展肉制品业务外，向上游生猪养殖业务进一步布局，扩大生猪养殖产能，提高生猪自给能力，以更好的平抑猪周期波动，提高盈利能力。

公司于 2020 年 7 月完成可转债发行，募集资金 95,000 万元，主要投资于安丘市石埠子镇新建年出栏 50 万头商品猪项目。公司于 2021 年 1 月 13 日公告，上述可转债转股期限为：2021 年 1 月 18 日至 2026 年 7 月 12 日。

考虑到公司生猪养殖规模相比于公司屠宰能力仍然具有一定差距，公司再次非公开发行募集资金总额不超过 150,000 万元(含)，不超过 298,781,574 股新股，用于生猪 66 万头养殖项目。该非公开发行募集资金项目已于 2021 年 1 月 15 日获证监会核准批复，批复规定自核准发行之日起 12 个月内有效。

4、盈利预测与投资评级

基于上述分析，我们看好大股东蓝润集团致力发展农牧食品的信心和决心，看好蓝润集团远大的战略格局，看好公司屠宰肉制品业务向预制菜全面发展的巨大的前景空间。

基于审慎性考虑，暂不考虑可转债转股及增发股份对公司业绩及股本的影响，预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.92/1.23/1.56 元，对应 PE 分别为 13.56/10.18/8.02 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

- (1) 经济发展不达预期;
- (2) 消费习惯改变不达预期;
- (3) 与美日行业及企业比较仅供参考;
- (4) 国内预制菜行业渗透率不及预期;
- (5) 预制菜原料价格波动的不确定性影响;
- (6) 屠宰行业整合, 集中度提升不达预期;
- (7) 公司屠宰业扩张不达预期;
- (8) 公司肉制品发展不达预期;
- (9) 公司养殖业扩张不达预期;
- (10) 猪价涨跌不符合预期; 猪瘟控制不达预期;
- (11) 公司资产注入进度不及预期;
- (12) 增发进展不及预期;
- (13) 食品安全。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	16822	23150	25060	28600
增长率(%)	92%	38%	8%	14%
归母净利润(百万元)	241	918	1223	1553
增长率(%)	36%	281%	33%	27%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.92	1.23	1.56
ROE(%)	9.40%	25.14%	23.98%	22.37%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：龙大肉食分项盈利预测

业务模块	分项	2020年	2021年	2022年	备注
养殖业务	出栏量（万头）	30	70	130	
	头猪标准体重（公斤/头）	110	110	110	
	市场价预测（元/公斤）	33	22	16	
	成本价	17	14.5	13.5	正常成本12元/公斤，因防疫增加成本，后继防疫经验和规模效应成本降低
	净利润（亿元）	5.3	5.8	3.6	
屠宰业务	数量（万头）	500	800	1200	
	头猪收入（元）	3790	2570	1925	头猪收入=头猪市场价*头猪标准体重+成本费用100元+头均盈利
	收入（亿元）	190	206	231	
	头均盈利（元/头）	60	50	65	按冷鲜肉与冷冻肉平均盈利计算
	净利润（亿元）	3	4	7.8	
肉制品业务	收入（亿元）	12	20	30	
	正常净利率	10%	10%	10%	
	猪价下跌增加净利率	0%	1%	2%	
	规模扩大增加净利率	0	0	1%	
	合计净利率	10.0%	11.0%	13.0%	
	净利润（亿元）	1.2	2.2	3.9	
进出口业务	收入（亿元）	30	25	25	以牛羊肉，国内需求量大，国外更便宜的结构性差异肉为主
	净利率	-1%	1.0%	1.0%	
	净利润（亿元）	-0.3	0.25	0.25	
净利润合计（不含养殖）		3.9	6.45	11.95	
总计收入（亿元）		232	251	286	
同比增长		38%	8%	14%	
总计净利润（亿元）		9.18	12.23	15.53	
同比增长			33%	27%	

附表：龙大肉食盈利预测表（暂不考虑公司可转债转股和本次增发股份摊薄因素影响）

证券代码:	002726.sz	股票价格:	12.50	投资评级:	增持	日期:	2021/1/19		
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	25%	24%	22%	EPS	0.24	0.92	1.23	1.56
毛利率	6%	9%	11%	12%	BVPS	2.35	3.21	4.37	5.86
期间费率	4%	3%	4%	4%	估值				
销售净利率	1%	4%	5%	5%	P/E	51.30	13.56	10.18	8.02
成长能力					P/B	5.32	3.90	2.86	2.13
收入增长率	92%	38%	8%	14%	P/S	0.73	0.54	0.50	0.44
利润增长率	36%	281%	33%	27%					
营运能力					利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	2.66	2.92	1.74	1.61	营业收入	16822	23150	25060	28600
应收账款周转率	39.91	31.49	35.20	33.24	营业成本	15819	21009	22291	25199
存货周转率	5.92	5.92	5.92	5.92	营业税金及附加	12	16	17	20
偿债能力					销售费用	330	396	555	666
资产负债率	59%	54%	65%	61%	管理费用	218	255	319	367
流动比	1.29	1.92	1.53	1.64	财务费用	50	120	70	48
速动比	0.57	0.84	1.08	1.21	其他费用/（-收入）	50	1	1	1
					营业利润	350	1354	1809	2300
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	7	9	8	6
现金及现金等价物	718	693	6764	9401	利润总额	358	1363	1817	2306
应收款项	422	735	712	860	所得税费用	60	229	305	388
存货净额	2670	3549	3766	4257	净利润	297	1134	1511	1919
其他流动资产	989	1361	1473	1681	少数股东损益	57	216	288	365
流动资产合计	4798	6338	12715	16199	归属于母公司净利润	241	918	1223	1553
固定资产	936	842	1108	997					
在建工程	42	217	42	42	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	52	50	49	48	经营活动现金流	(1371)	(537)	6595	3080
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	297	1134	1511	1919
资产总计	6318	7938	14404	17777	少数股东权益	57	216	288	365
短期借款	1825	1825	1825	1825	折旧摊销	93	95	85	112
应付款项	805	926	5501	6909	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	792	254	695	818	营运资金变动	(1818)	(1146)	(5322)	(2380)
其他流动负债	298	298	298	298	投资活动现金流	(227)	(81)	(91)	111
流动负债合计	3722	3304	8319	9851	资本支出	(107)	(81)	(91)	111
长期借款及应付债券	20	970	970	970	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	13	13	13	13	其他	(120)	0	0	0
长期负债合计	33	983	983	983	筹资活动现金流	1574	904	(61)	(78)
负债合计	3755	4287	9303	10834	债务融资	1179	950	0	0
股本	989	996	996	996	权益融资	70	0	0	0
股东权益	2563	3652	5102	6942	其它	325	(46)	(61)	(78)
负债和股东权益总计	6318	7938	14404	17777	现金净增加额	(24)	285	6443	3113

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组 1 介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8 年实业经验，11 年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自 2009 年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师 50 强榜 2017 年第 44 名和 2018 年第 30 名，2020 年 Wind “金牌分析师” 食品饮料行业第 5 名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020 年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。