

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

未雨绸缪，拓宽 B 端市场

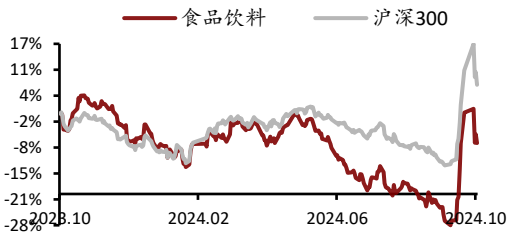
——河南预制食品专题研究

证券研究报告-行业专题研究

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 10 月 15 日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《食品饮料行业月报：反弹有力，估值回升，严防掉头风险》 2024-10-08

《食品饮料行业月报：跌势趋缓，估值新低，市场向基本面回归》 2024-09-27

《食品饮料行业点评报告：政策趋于积极，驱动板块上涨》 2024-09-27

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 2024 年上半年，预制食品营收增长呈现断崖式下滑态势。2024 年上半年，千味央厨的营收同比增长 4.87%，三全食品的营收同比下降-4.91%。上半年，预制食品上市公司的营收增长较上年同期收缩较多，增幅从上年同期的 13.09%降至本期的-1.43%，减少 14.52 个百分点，呈现断崖式下滑态势。河南省上市公司中，千味央厨录得 4.87%的收入增长，高出板块整体 6.3 个百分点；三全食品的收入增长弱于板块整体。2024 年以来，千味央厨通过开发下沉渠道，加大中小餐饮的市场比重，从而录得微幅增长。
- 尽管收入增长大幅放缓，河南省预制食品上市公司对于研发仍保持了较高的投入。2024 年上半年，千味央厨和三全食品的研发费用分别同比增长 31.41%和 21.80%，增幅在预制食品上市公司中分别排名第三和第四。此外，2024 年上半年，千味央厨的研发费用在收入中的占比达到 1.17%，在预制食品上市公司中排名第二，仅次于盖世食品。作为一个新兴市场，预制食品的需求变化较快，大单品策略的有效性降低，产品创新和新品推出能力是企业在此日趋激烈的竞争中胜出的必要途径。
- 河南预制食品企业的销售费用边际增长较多。2024 年上半年，千味央厨的销售费用率大幅抬头，三全食品的销售费用率由于收入下降也有所上升。预制食品上市公司的销售费率多数上升，主要是销售增长陡然放缓而销售投入仍然高企所致。鉴于餐饮端闭店以及餐饮消费进一步恶化，B 端市场经历着正在加剧的波动，C 端消费反而相对平稳。从策略上看，千味央厨做到了未雨绸缪，及早地着手开发中小型餐饮以及下沉市场。
- 2024 年以来，营业成本随 PPI 下行，企业的成本压力减小，带动了预制食品毛利率上升。河南预制食品企业中，千味央厨的毛利率上升较多，超过了板块整体，与三全食品也基本持平。由于预制食品的盈利改善来自成本下行，故在货币宽松的环境里，当成本重新上升时盈利将会回落。
- 2024 年以来，社会餐饮呈现出收入增速急剧大幅下降，同时中小型餐饮的繁荣度略好于规模餐饮的整体特征。目前预制食品制造业中包含大量的 B 端业务，即以餐饮为主要客户的“特通业务”。故 2024 年以来，预制食品上市公司的营收总额同比下降 1.43%，是对餐饮景气度严重下降的反映。在餐饮消费疲弱的同时，国内的肉类和水产品出口却保持高增。从 2023 年下半年开始，打通外销市场已经成为包括大批预制菜企业在内的制造业谋求发展的新方向。
- 投资建议：尽管遭遇环境逆风，但预制食品行业方兴未艾，与其它相比未来仍有望保持相对较高的市场增长，推荐河南省预制食品上市公司千味央厨。

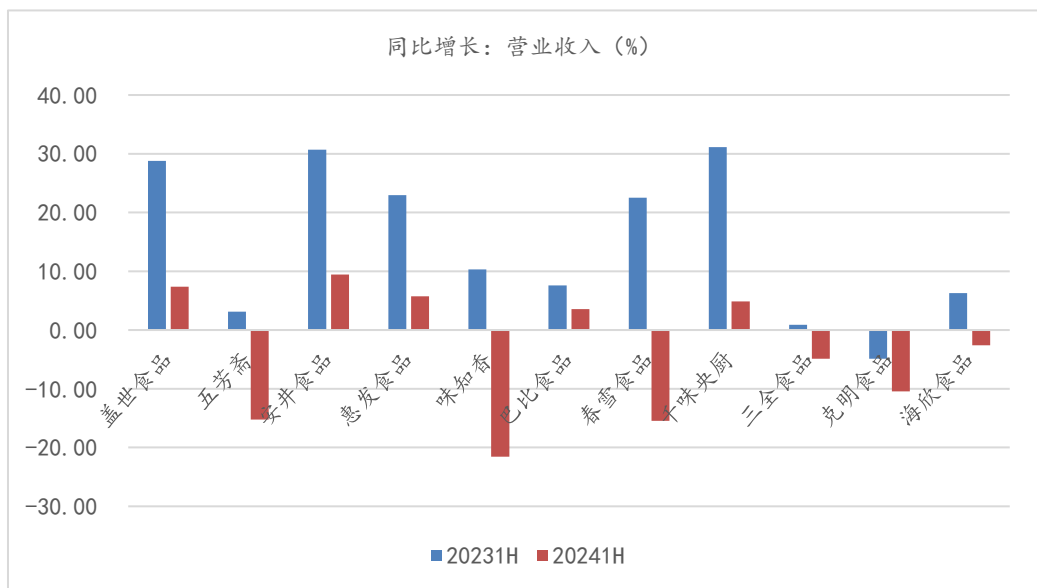
风险提示：餐饮消费进一步恶化，从而拖累上市公司的营收增长；下沉市场竞争加剧，中小餐饮对预制菜的接受程度较低；成本回升，盈利重回下滑趋势。

1. 收入增长断崖式下滑

2024 年上半年，预制食品营收增长呈现断崖式下滑态势。河南省上市公司中，隶属于预制食品板块的包括千味央厨和三全食品。从产品来看，二者主营面点预制食品的制造和分销。区别在于，千味央厨旨在服务 B 端客户，全国的连锁餐饮是其核心客户；而三全食品主要服务于零售客户，产品通过超市进入 C 端消费市场。二者的产品结构较接近，都利用了河南省面粉制造业发达，人力成本较低的区位优势。但是，二者又形成了差异化的经营，表现为服务对象迥异，销售渠道错位等等方面。

2024 年上半年，千味央厨的营收同比增长 4.87%，三全食品的营收同比下降-4.91%。根据 IFIND 的统计，上半年预制食品上市公司的营收增长较上年同期收缩较多，增幅从上年同期的 13.09%降至本期的-1.43%，减少 14.52 个百分点，呈现断崖式下滑态势。上半年，预制食品上市公司中，收入录得正增长的仅有盖世食品、安井食品、惠发食品、巴比食品和千味央厨，其它公司均录得负增长。河南省上市公司中，千味央厨录得 4.87%的收入增长，高出板块整体 6.3 个百分点；三全食品的收入增长弱于板块整体。2024 年以来，千味央厨通过开发下沉渠道，加大中小餐饮的市场比重，从而录得微幅增长；三全食品的全市场份额基本饱和，产品的渠道渗透率高，当消费疲弱时，收入易于陷入负增长。

图 1：2024H 预制食品上市公司的收入增长情况

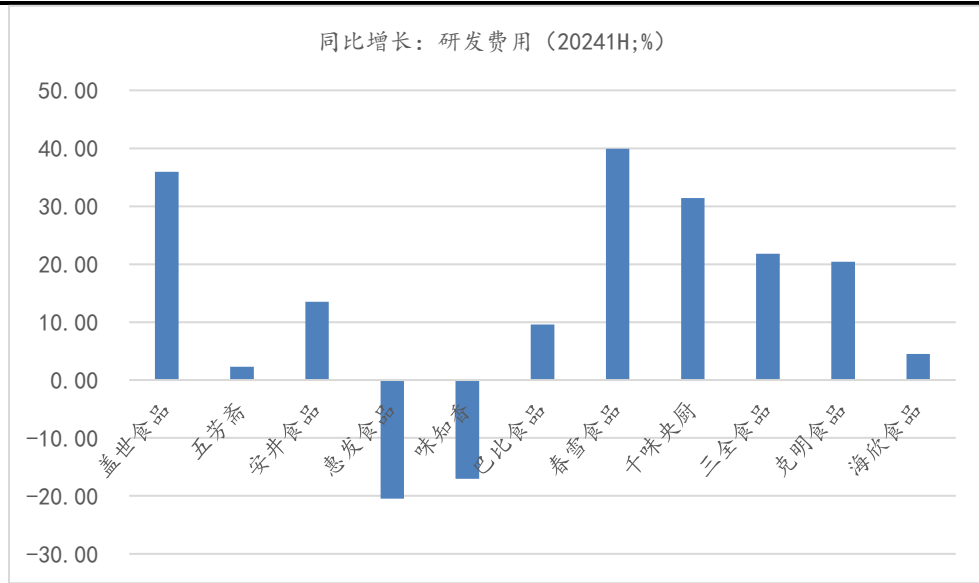


资料来源：中原证券研究所 IFIND

2. 保持高水准的研发投入

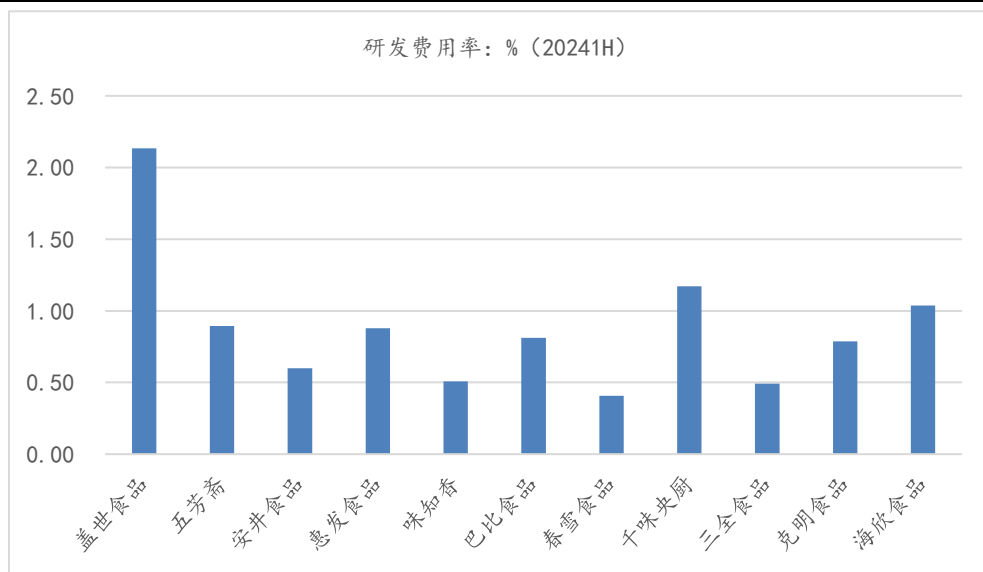
尽管收入增长大幅放缓，河南省预制食品上市公司对于研发仍保持了较高的投入。2024年上半年，千味央厨和三全食品的研发费用分别同比增长 31.41%和 21.80%，增幅在预制食品上市公司中分别排名第三和第四。此外，2024年上半年，千味央厨的研发费用在收入中的占比达到 1.17%，在预制食品上市公司中排名第二，仅次于盖世食品。作为一个新兴市场，预制食品的需求变化较快，大单品策略的有效性降低，产品创新和新品推出能力是企业日趋激烈的竞争中胜出的必要途径。

图 2：预制食品上市公司研发投入的增长情况



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 3：预制食品上市公司的研发费用率



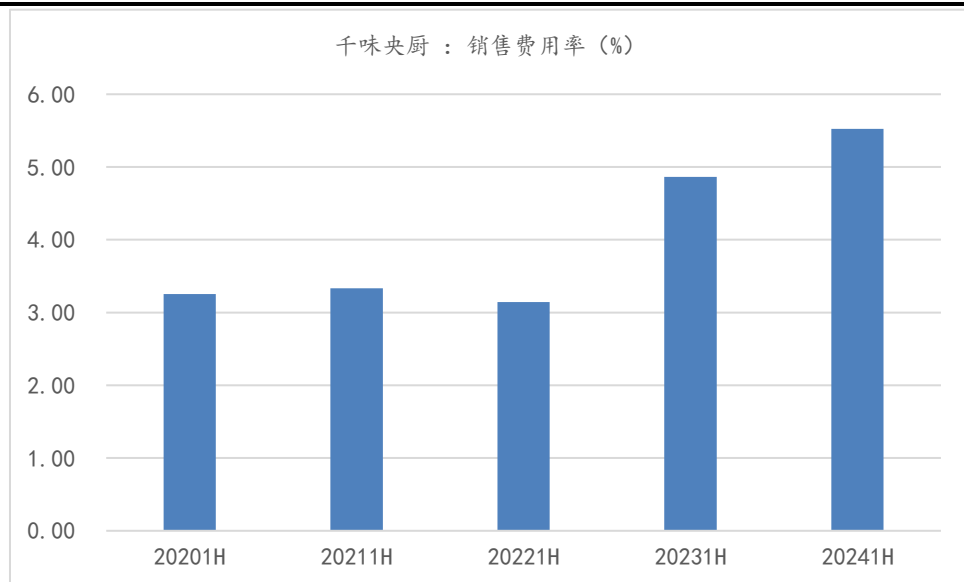
资料来源：中原证券研究所 IFIND

3. 谋拓展，销售投入加大

河南预制食品企业的销售费用边际增长较多。2024 年上半年，千味央厨的销售费用率大幅抬头，三全食品的销售费用率由于收入下降也有所上升。上半年，千味央厨的销售费用率 5.52%，相较 2023 年和 2022 年同期分别上升了 0.66 个、2.38 个百分点。2023 年以来，即使伴随着较快的销售增长，千味央厨的销售费用率仍然上升较快。公司开发中小型餐饮，下沉渠道的市场打法一方面带来较快的市场增长，一方面势必引发销售费用率的上升。

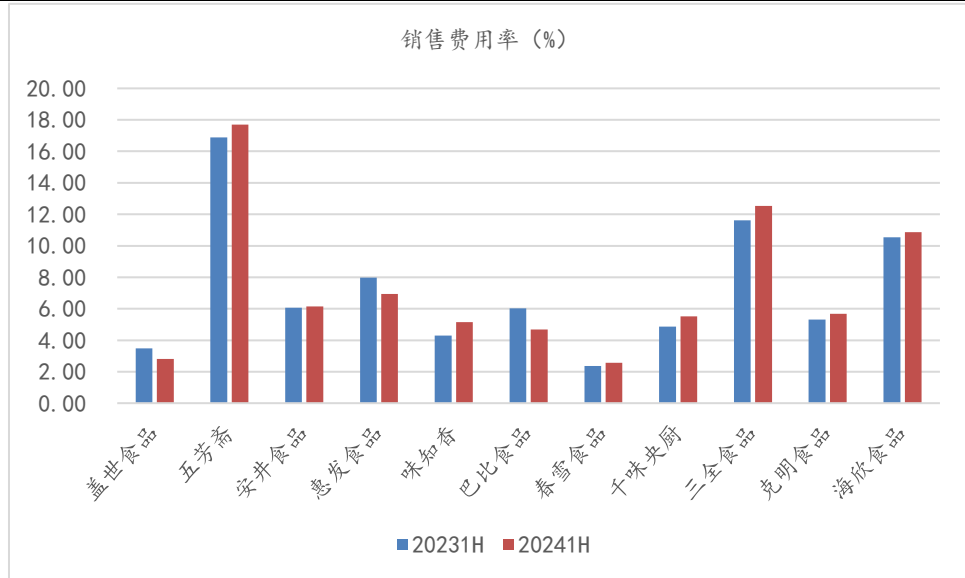
由于春雪食品和盖世食品有比较大的出口比重，上半年销售费率并没有出现显著抬升。除此之外，预制食品上市公司的销售费率多数上升，主要是销售增长陡然放缓而销售投入仍然高企所致。鉴于餐饮端闭店以及餐饮消费进一步恶化，B 端市场经历着正在加剧的波动，C 端消费反而相对平稳。从策略上看，千味央厨做到了未雨绸缪，及早地着手开发中小型餐饮以及下沉市场。

图 4：千味央厨的销售投入增加



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 5：预制食品的销售费率多数上升

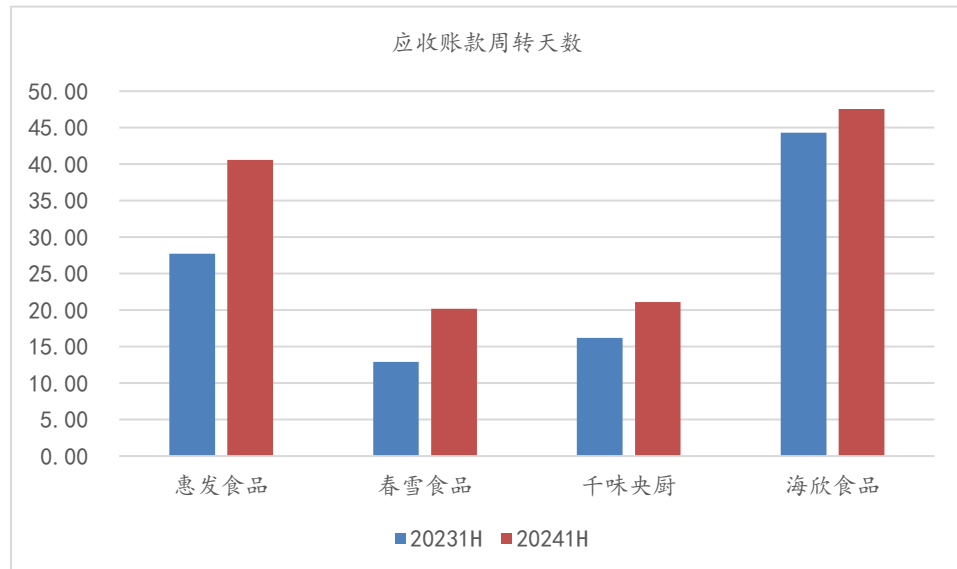


资料来源：中原证券研究所 IFIND

4. 回款放慢，去客户多元化有关

三全食品的回款保持平稳，千味央厨的回款放慢。2024 年上半年，三全食品的应收账款周转天数 19.5 天，千味央厨 21.09 天，分别同比上升-0.35 天和 4.92 天。2024 年上半年，有 B 端业务的预制食品上市公司的应收账款周转天数普遍增加，我们判断与下游餐饮客户的不景气相关。

图 6：预制食品上市公司的应收账款周转天数增加



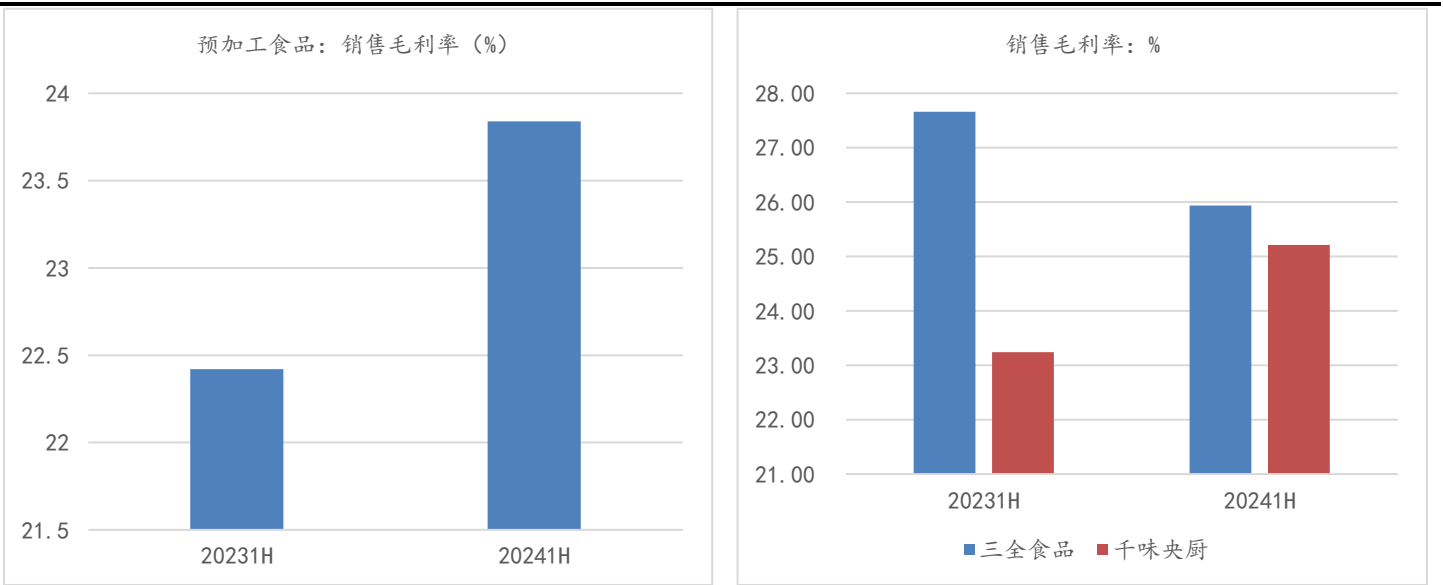
资料来源：中原证券研究所 IFIND

5. 成本下行周期，盈利空间普遍放大

2024 年以来，营业成本随 PPI 下行，企业的成本压力减小，带动了预制食品毛利率上升。河南预制食品企业中，千味央厨的毛利率上升较多，超过了板块整体，与三全食品也基本持平。2024 年，预制食品上市公司的毛利率达到 23.84%，较上年同期上行 1.43 个百分点。带动毛利率上升的并非是产品结构改善、产品提价或者效率提升，而是上市公司当期营业成本的普遍大幅下降。2024 年上半年，预制食品上市公司的营业成本较营业收入多下降 1.82 个百分点。由于预制食品的盈利改善来自成本下行，故在货币宽松的环境里，当成本重新上升时盈利将会回落。

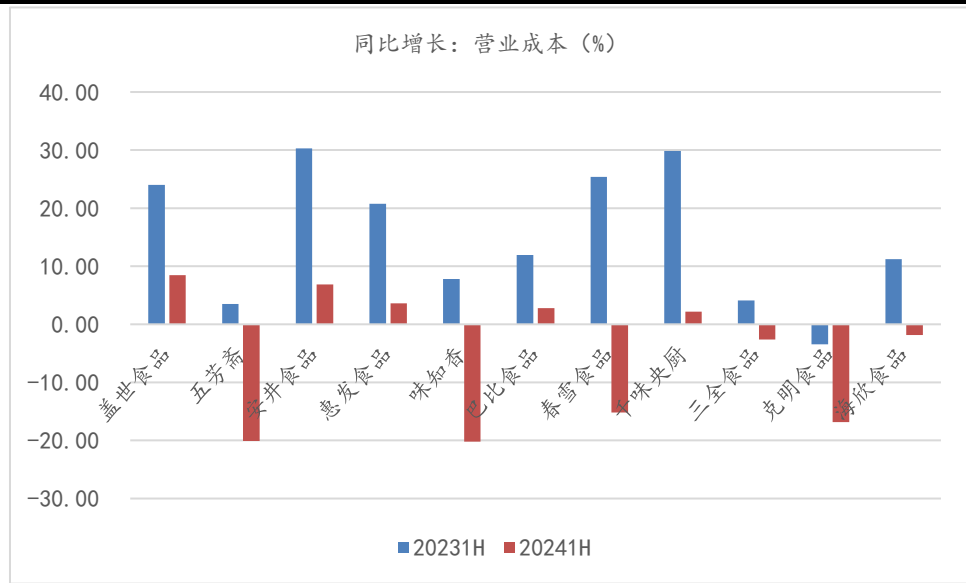
2024 年上半年，千味央厨、三全食品的毛利率分别为 25.21% 和 25.94%，较上年同期上升 1.97 个和 -1.73 个百分点。其中，三全食品的成本中猪肉占较大比重，上半年猪肉价格上涨，导致三全食品的毛利率不升反降。上半年，预制食品板块的销售毛利率为 23.84%，千味央厨目前的毛利率超过了板块整体，与三全食品也基本持平。毛利率受到多种因素的影响，不同时期的毛利率波动也较大。我们预计 2025 年成本将会重新抬头，河南省预制食品的盈利不排除再次回落。

图 7：预制食品上市公司的盈利上升



资料来源：中原证券研究所 IFIND

图 8：预制食品上市公司的成本普遍下行



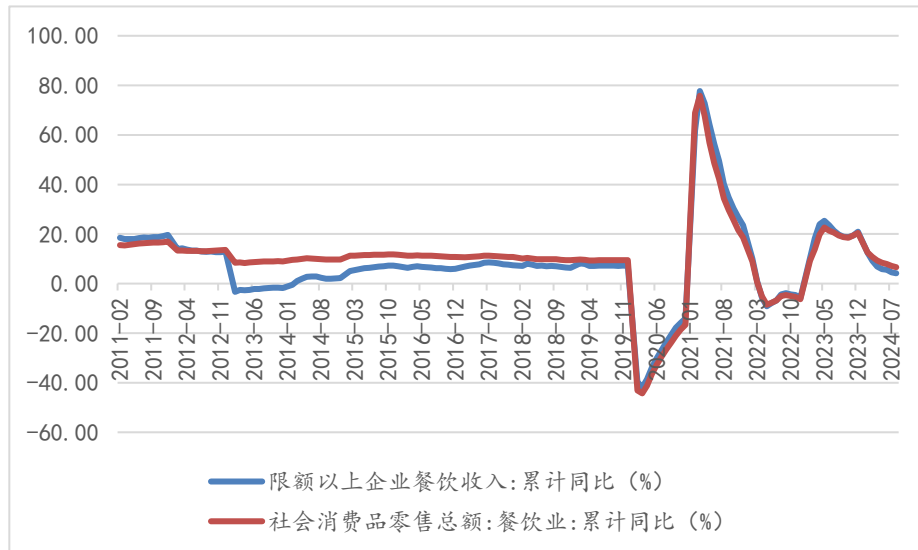
资料来源：中原证券研究所 IFIND

6. 行业背景：内需疲弱，出口繁荣

2024 年以来，社会餐饮呈现出收入增速急剧大幅下降，同时中小型餐饮的繁荣度略好于规模餐饮的整体特征。目前预制食品制造业中包含大量的 B 端业务，即以餐饮为主要客户的“特通业务”。故 2024 年以来，预制食品上市公司的营收总额同比下降 1.43%，是对餐饮景气度严重下降的反映。

2024 年 1 至 8 月，社会消费品餐饮零售总额为 3.5 万亿元，同比增长 6.6%，较上年同期回落 12.8 个百分点。同期，限额以上餐饮企业收入 9687.6 亿元，同比增长 4.1%，较上年同期回落 15.7 个百分点。限额以上餐饮企业的收入增长较全社会餐饮低 2.5 个百分点，同比回落幅度也更大，意味着限额以下的中小餐饮对餐饮业整体的拉动相对显著。目前预制食品制造业中包含大量的 B 端业务，即以餐饮为主要客户的“特通业务”。故 2024 年以来，预制食品上市公司的营收总额同比下降 1.43%，是对餐饮景气度严重下降的反映。

图 9：餐饮收入增速 (%)



资料来源：中原证券研究所 IFIND

在餐饮消费疲弱的同时，国内的肉类和水产品出口却保持高增。从 2023 年下半年开始，打通外销市场已经成为包括大批预制菜企业在内的制造业谋求发展的新方向。2024 年 1 至 8 月，水产品累计出口 258 万吨，同比增长 10.4%；肉类出口 39 万吨，同比增长 45.1%。预制食品上市公司中，春雪食品和盖世食品持有出口业务：春雪食品主要针对日本市场出口鸡肉调理；盖世食品出口海产品，2024 年上半年出口业务的销售占比达到 52.48%。

在内需疲弱时期，出口为公司带来新的增量。从 2023 年下半年开始，打通外销市场已经成为包括大批预制菜企业在内的制造业谋求发展的新方向，众多预制菜企业已经把出口作为了企业的重要战略规划，并纷纷申请出口资质。我们预计未来出口市场将会为预制食品行业带来增量。

7. 投资建议及风险提示

尽管遭遇环境逆风，但预制食品行业方兴未艾，与其它相比未来仍有望保持相对较高的市场增长，推荐河南省预制食品上市公司千味央厨。

风险提示：餐饮消费进一步恶化，从而拖累上市公司的营收增长；下沉市场竞争加剧，中小餐饮对预制菜的接受程度较低；成本回升，盈利重回下滑趋势。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。