

行业研究

风云激荡，百年回眸，美国冻品行业沉浮始末

——美国冻品行业研究报告

要点

美国冷冻食品市场格局分散且稳定，C 端成熟：规模上：美国冷冻食品市场起源于上世纪 20 年代末，至今有近百年历史，并享受了 30-70 年代 40 多年的快速增长期，截至 2020 年市场规模达 659 亿美元，SKU 众多，其中最大的品类主菜类占比 15.7%（该品类又由多种小品类构成）；格局上：冷冻食品市场格局分散，2020 年行业 top1 的康尼格拉市场份额仅为 12.5%，CR4 为 37.3%，该集中度 60 年来仅提升 2.3 pcts；渠道上：除日本侧重于 B 端外，欧洲发达国家及美国基本以 C 端为主，意大利、英国 C 端占比甚至高达 75%。

如何从人·货·场的角度解构美国冷冻食品行业轮动？

大周期轮动（20-30 年）——人：二战后及上世纪 50 年代美国战后经济的繁荣，驱动更多的女性参与社会工作，增加了主打便利性的冷冻食品需求，80 年代起消费者对健康膳食的追求为市场带来新的突破口；

中周期轮动（10-20 年）——货：在消费者需求未见大的变动之前，品类的迭代通常为新的行业领导者崛起提供机遇，譬如利马豆之于 Birds Eye（30-50 年代龙头），冷冻浓缩果汁之于美汁源（40-60 年代龙头）、主菜行业之于 Swanson、Morton、Banquet（50-70 年代重要企业）。

小周期轮动（3-5 年）——场：在主导品类没有发生较大变化的前提下，渠道的变化会带来新的增长机会，如自营转经销、突破商超渠道、借助乳制品渠道、依托电视营销等方式，每次渠道及营销端大的变革也为新兴企业找到突破口，以此跻身行业第一梯队。

竞争二重性——低进入门槛+高竞争门槛构造行业“长坡薄雪”的特征：冷冻食品是典型的低门槛行业，但龙头地位却较为稳定（可维持 10-20 年），主要得益于头部企业明显优于二线企业的费效比，价格战导致行业“长坡薄雪”。由此可见，1) 依托渠道和营销快速做大体量或擅于掌控产业链上游是发展核心，而面对多 SKU 的行业属性，代工则成为冻品公司的常态；2) 稳定、持续打出“新品+营销”的组合拳是企业维持竞争力的关键。

投资建议：中国冻品/预制菜行业仍处成长期，但可以预见未来的竞争将较为激烈，我们看好已具备渠道或产品优势、且拥有较好获利能力的企业，具体来讲：

1) 安井食品：拥有业内优质经销商资源，且经销商配合度高，渠道复用能力强，当前预制菜业务增长动能充足，是目前最有可能成长为预制菜龙头的跨行业标的之一；**2) 千味央厨：**拥有大 B 企业背书，产品研发、成本管控能力优于 C 端及小 B 端企业，核心单品油条、蒸煎饺的品类丰富度、成本具备竞争优势；**3) 味知香：**C 端属性强，产品矩阵丰富，依靠开店形式实现消费者教育，已具备一定品牌基础及渠道产品势能。

风险分析：推广落地相对滞后，原材料价格上涨，行业价格战激烈，疫情反复影响物流，食品安全风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
603345.SH	安井食品	164.32	2.79	3.46	4.76	59	47	34	买入
001215.SZ	千味央厨	64.50	1.02	1.17	1.49	63	55	43	买入
605089.SH	味知香	61.45	1.33	1.53	1.86	46	40	33	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-1

食品饮料

买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
021-52523689
chenyt@ebscn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001
021-52523795
yangz@ebscn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebscn.com

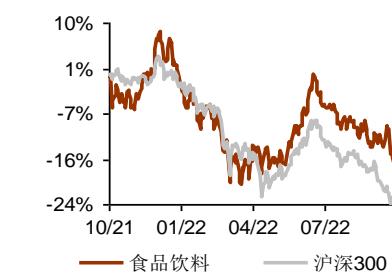
联系人：董博文

dongbowen@ebscn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

我们的创新之处

从较长的时间维度，解构美国冷冻食品行业。不同于大多数报告聚焦于国内或日本的产业研究，本文着重描述美国冷冻食品/预制菜行业的市场环境及发展历程，研究区间聚焦于上世纪 30-70 年代，并对行业轮动、竞争要素、具体的龙头表现进行阐述，亦对国内预制菜行业提出投资建议，并认为安井食品是目前最有可能成长为预制菜龙头的标的之一。

从人货场的角度剖析美国冷冻食品行业轮动规律。通过梳理行业发展及龙头兴起的过程，我们认为，大周期轮动（20-30 年）依靠人的需求变化（妇女劳动率提升、工作岗位扩容、人民健康膳食需求增加等），中周期轮动（10-20 年）聚焦于货，品类迭代通常为新的龙头诞生提供机遇，小周期轮动（3-5 年）侧重于场，渠道及营销手段的变化成为企业快速放量的重要因素。

阐述冷冻食品竞争的二重性，相较制造端，冷冻食品应更为重视渠道与营销。冷冻食品是典型的具备“低进入门槛+高竞争门槛”二重性的行业，一方面行业高度分散，另一方面龙头地位通常比较稳定，这得益于头部企业更优的费效比，行业多 SKU 的现状决定了企业多以代工为主，因此盈利能力的保证主要依托渠道掌控力实现规模化，进一步摊薄费用率，头部企业广告总投入较高，但费率低于二线企业。

复盘各阶段龙头表现，探究可借鉴的商业经验。我们复盘了各时期的龙头，如 Birds Eye、Minute Maid（美汁源）、Swanson 的发展历程，各时期龙头的成功诱因不尽相同，如 Birds Eye 依托先发的技术优势、渠道优势，美汁源凭借品类属性能够在商超渠道放量，Swanson 开发出电视销售渠道一炮而红等，但也有相同之处，即各公司核心竞争能力在于对渠道的掌控，如 Birds Eye 依托自身先发优势并积极从自有渠道转身经销渠道打压竞争者；美汁源早期并未布局上游，依靠物流直供锁定下游渠道，一轮轮价格战后实现对竞争者的并购；而 Swanson 贴上“TV Dinner”的 IP，依靠电视渠道成为一个时代的符号。

股价上涨的催化因素

各公司预制菜业务动销积极，品类丰富度提升，可持续性增长的逻辑打通，成本及费用率下降，规模效应逐步显现。

投资观点

中国冻品/预制菜行业仍处成长期，但可以预见未来的竞争将较为激烈，我们看好已具备渠道或产品优势、且拥有较好获利能力的企业，具体来讲：**1) 安井食品**：拥有业内优质经销商资源，且经销商配合度高，渠道复用能力强，当前预制菜业务增长动能充足，是目前最有可能成长为预制菜龙头的标的之一；**2) 千味央厨**：拥有大 B 企业背书，产品研发、成本管控能力优于 C 端及小 B 端企业，核心单品油条、蒸煎饺的品类丰富度、成本具备竞争优势；**3) 味知香**：C 端属性强，产品矩阵丰富，依靠开店形式实现消费者教育，已具备一定品牌基础及渠道产品势能。

目 录

引言.....	6
1、美国冷冻食品行业：格局稳定，品类轮动带来龙头更迭.....	6
1.1、行业概况：格局稳定，C 端为主	6
1.2、人货场：如何看待美国冷冻食品行业轮动？	9
1.2.1、大周期轮动——人	10
1.2.2、中周期轮动——货	11
1.2.3、小周期轮动——场	12
1.3、竞争格局的二重性——低进入门槛+高竞争门槛.....	12
2、龙头更迭：你方唱罢我登场	13
2.1、Birds Eye：冷冻食品行业缔造者	13
2.2、Minute Maid（美汁源）——冷冻浓缩果汁行业开创者	16
2.3、Swanson：TV dinner 电视晚餐的主菜引领者	19
3、对中国的启示.....	21
4、投资建议：	22
4.1、安井食品（603345.SH）	22
4.2、千味央厨（001215.SZ）	23
4.3、味知香（605089.SH）	24
5、风险分析.....	25

图目录

图 1：美国预制食品市场规模（亿美元）及增速	6
图 2：2020 年冷冻食品市场份额（零售口径）	8
图 3：2021 年冷冻预制主菜市场份额（零售口径）	8
图 4：1959 年与 2020-21 年 CR4 对比	8
图 5：美国 1939-1983 年冷冻食品市场规模（亿美元）及增速	9
图 6：1890-1950 年美国妇女占劳动大军比例	11
图 7：1890-2010 年美国就业妇女占所有妇女比例	11
图 8：1946-1956 年美国冷冻食品品类迭代	11
图 9：各时期新成立公司数（家）	12
图 10：各时期新成立公司销售额占比	12
图 11：1959 年各层级公司销售费用率对比	13
图 12：1959 年各层级公司净利润率对比	13
图 13：Birds Eye 发展历程	13
图 14：1949-1956 年冷冻蔬菜、水果与果汁销售额及其占比	14
图 15：1947 年冷冻蔬菜各品类份额	14
图 16：Clarence Birdseye 发明的冷冻机器	14
图 17：低价冷冻柜-Amerad	15
图 18：Birds Eye 利马豆	15
图 19：Birds Eye 零售网点数量及平均年增速	15
图 20：Minute Maid 发展历程	16
图 21：报纸宣传冷冻橙汁的营养价值高过新鲜橙汁	17
图 22：Bing Crosby 宣传美汁源的海报	17
图 23：1953-1958 年冷冻橙汁零售价变化图	18
图 24：尽管销量攀升，美汁源净利润却很不稳定	18
图 25：2002 年冷冻主菜各品牌销售规模（亿美元）	21
图 26：2002 年冷冻营养型主菜各品牌销售规模（亿美元）	21

表目录

表 1：美国冷冻食品分品类市场规模及份额（B 表示十亿美元，M 表示百万美元）	7
表 2：上世纪 80 年代中后期各个国家冷冻食品信息对比	9
表 3：美国冷冻食品上世纪 20-70 年代发展历程.....	10
表 4：主菜类头部企业信息梳理.....	19
表 5：1986 年冷冻预制食品市场份额	19
表 6：1997-2010 年各公司热销新品贡献量.....	20
表 7：安井食品盈利预测与估值简表	23
表 8：千味央厨盈利预测与估值简表	24
表 9：味知香盈利预测与估值简表	25

引言

2020 年疫情开始蔓延，同时预制菜行业随着味知香上市逐步受到资本市场关注，预制菜也成为消费品中为数不多能够受益于疫情的品类。目前市场上已经有不少针对我国及日本的预制菜行业的研究，而作为冷冻食品/预制菜的创始国，有近 100 年行业发展历史的美国却少有提及。我们认为，美国市场更为庞大的国土面积和人口规模，以及更商业化、更成熟的市场经营环境，比日本更适合作为与中国对比的模板。

由此，本文重点聚焦美国冷冻食品行业的发展，剖析各龙头的成功因素，尤其是上世纪 30-70 年代的行业轮动及龙头迭代。尽管受限于年代久远，以及核心企业多为非上市公司，更多的细节还有待我们继续探究，但我们也尝试从投资的角度总结观点，以飨各位投资者。

1、美国冷冻食品行业：格局稳定，品类轮动带来龙头更迭

1.1、行业概况：格局稳定，C 端为主

2021 年，美国预制食品行业超过 400 亿美元体量，已经入成熟发展期。美国冷冻食品行业起源于上世纪 20 年代，至今已有近百年发展历史，根据欧睿国际数据，2021 年美国预制食品 (ready meals) 市场规模 423 亿美元，主要以冷冻食品为主。2020 年疫情刺激需求，同比增速达到 15%，正常年份通常保持在 2%-5% 的行业增速。

注：预制菜与冷冻食品界限模糊，本文所提到的冷冻食品及相关数据，仅代表指经过一定程度加工的食材，基本等同于预制菜，不包括仅做简单切割的冷冻生食。

图 1：美国预制食品市场规模（亿美元）及增速



资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

冻品市场品类繁杂，但主菜类拥有最大的市场空间。根据美国冷冻食品协会数据，截至 2020 年，美国冷冻食品行业市场规模为 659 亿美元，其中最大的品类是主菜类 (entrees)，市场规模 103 亿美元、占比 15.7% (该品类又由多种小品类构成)，其次是冰淇淋、海鲜类、新奇食品、冷冻披萨 (或以 B 端为主)。除上述品类外，前十五大品类的市场规模在 10-40 亿美元之间。整个行业品类众多

繁杂，即便仅谈论某一种具体品类，也有丰富的 SKU 和产品形态。以零售端为主的头部企业，通常都聚焦于主菜类，同时也会跨品类拓展经营，在这样的产品性质的背景下，大众零售行业龙头多会考虑代工形式，因此渠道、营销较之制造端将更多成为竞争的焦点。

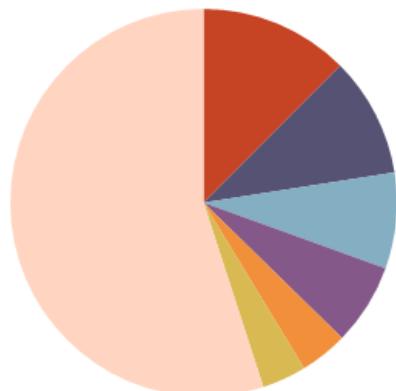
表 1：美国冷冻食品分品类市场规模及份额（B 表示十亿美元，M 表示百万美元）

	2020 年销售额	2016 年市场份额（销售额口径）	2020 年市场份额（销售额口径）
市场总额	\$65.9B	100.00%	100.00%
Dinners/entrees	\$10.3B	17.10%	15.70%
Ice cream	\$7.9B	12.20%	11.90%
Seafood	\$6.8B	8.80%	10.30%
Novelties	\$6.5B	9.30%	9.80%
Pizza	\$6.1B	9.00%	9.30%
Breakfast food	\$4.1B	6.10%	6.30%
Processed poultry	\$3.5B	5.00%	5.30%
Meat	\$3.3B	4.90%	5.00%
Plain vegetables	\$3.0B	4.80%	4.60%
Appetizers/snack rolls	\$2.9B	4.00%	4.50%
Poultry	\$2.5B	4.30%	3.80%
Potatoes/onions	\$2.3B	3.10%	3.40%
Fruit	\$1.5B	2.10%	2.20%
Soups/sides	\$1.4B	2.10%	2.10%
Bread/dough	\$1.3B	2.10%	1.90%
Desserts/toppings	\$792M	1.30%	1.20%
Pies	\$731M	1.30%	1.10%
Pasta	\$409M	0.70%	0.60%
Juices	\$290M	0.60%	0.40%

资料来源：IRI, MULO+C, 光大证券研究所

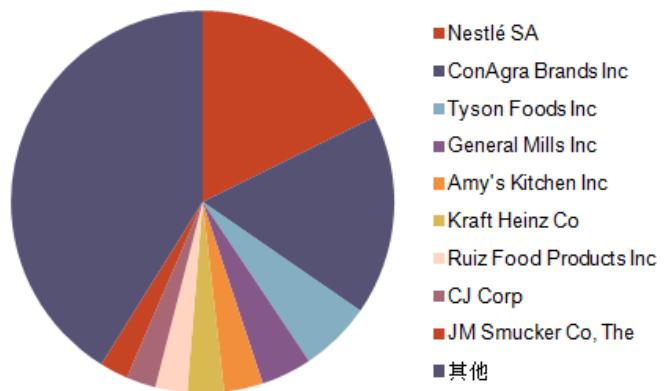
冷冻食品格局分散，龙头可占据 10%-20%的市场份额。根据 IBISWorld 的口径，2020 年冷冻食品行业 top1 为康尼格拉，市场占有率 12.5%，其次是主要服务 B 端的施万（冷冻披萨）、蓝威斯顿（冷冻薯条），之后是美国多元化的传统食品巨头如雀巢、通用磨坊、卡夫亨氏，CR4 为 37.3%。根据欧睿国际的口径（主要统计零售 C 端），2021 年，在冷冻预制主菜行业，雀巢（份额 17.7%）、康尼格拉（份额 16.9%）市场地位远高于其他品牌，CR4 为 44.9%。总体上看，美国预制菜市场格局分散，但龙头仍可以获得 10%-20%的市场份额。

图 2：2020 年冷冻食品市场份额（零售口径）



资料来源：IBISWorld，光大证券研究所

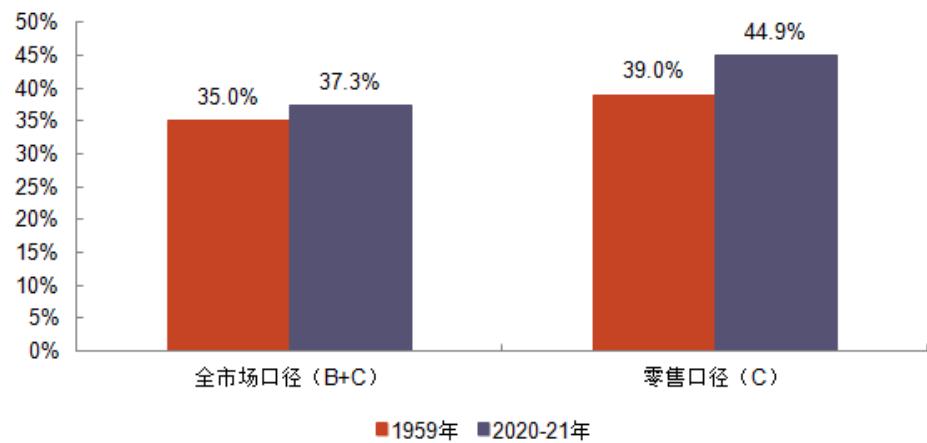
图 3：2021 年冷冻预制主菜市场份额（零售口径）



资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

从更长的时间维度上看，冷冻食品行业集中度也较难明显提升。根据文章 *The Evolution of Advertising-Intensive Industries* 所披露的 1959 年市场集中度数据，CR4 在全市场口径和零售口径上提升均不大，也反映这一行业的低门槛和高竞争特性，但需说明，该数据主要衡量的是整个冷冻食品市场的市场份额，在细分品类上可能出现高市占率的企业。

图 4：1959 年与 2020-21 年 CR4 对比



资料来源：《The Evolution of Advertising-Intensive Industries》（作者 Sutton），IBISWorld，欧睿国际，光大证券研究所整理

至上世纪 80 年代中后期，除日本外，大部分国家冷冻食品以 C 端为主。从上世纪 80 年代中后期（此时发达国家冷冻食品行业已经进入成熟期）发达国家的冷冻食品格局来看：美国作为冷冻食品的起源国，市场空间和公司数量远高于别国，在市场纵深较小的前提下，德国、意大利 top4 龙头甚至可以实现 80%-90% 的市占率；在可查的数据中除日本外，多数国家的 C 端市场均占据主要的消费渠道，B 端可以作为行业发展初期扩大体量的手段，但长期看，借助现代渠道的家庭端消费仍为主导。我们推测日本 C 端占比小的原因为：1) 日本早期的冻品需求主要由政府主导；2) 推动 C 端需求的微波炉主要从 90 年代开始放量。

表 2：上世纪 80 年代中后期各个国家冷冻食品信息对比

国别	top4 市场份额	公司数量 (家)	各国家市场规模相对美国的比例	C 端市场占比
法国	43%	约 70	5%	NA
德国	81%	约 90	20%-30%	50%
意大利	89%	约 70	10%	75%
日本	46%	约 500	15%	25%
英国	37%	50-100	20%	76%
美国	约 40%	1500-1600	100%	NA

资料来源：《The Evolution of Advertising-Intensive Industries》(作者 Sutton)，光大证券研究所整理

注：美国冷冻食品 C 端占比数据尽管不可查，但美国自上世纪 50 年代起 C 端便开始兴起，80 年代中后期龙头如康尼格拉、雀巢、金宝汤已形成一定体量，且以 C 端为主，我们推测其 C 端占比不低。

1.2、人货场：如何看待美国冷冻食品行业轮动？

美国预制菜行业大致可划分为几个时期：

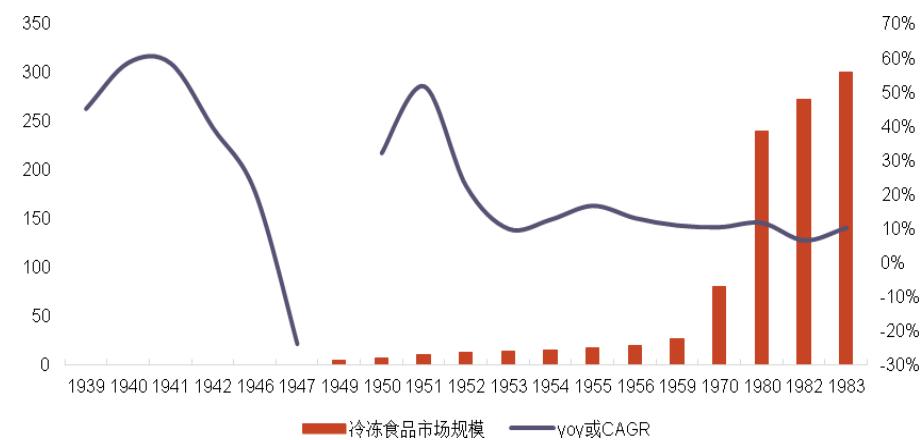
20 年代-30 年代：行业启蒙时期。此时消费者教育与基础设施建设仍处于早期，行业在低基数下增速可观，主要依靠 B 端驱动为主，品类主要以蔬菜水果为主。

40 年代-50 年代初期：行业催化时期。二战带动冷冻食品需求增加，推进市场教育，C 端市场开始逐步兴起，冷冻浓缩果汁品类兴起。

50 年代-70 年代：行业成长期。基础设施与消费者教育已得到一定保障，主菜类食品依靠 TV dinner 这一营销模式兴起，C 端销售持续扩容。

80 年代-至今：行业成熟期。行业增速逐步下滑至个位数，少有大的产品品类上的创新，健康膳食理念逐步兴起，各龙头企业依靠渠道及营销优势仍可获得增长，但格局已相对稳定。

图 5：美国 1939-1983 年冷冻食品市场规模（亿美元）及增速



资料来源：QUICK FROZEN FOODS，《Frozen Food Factbook》，《The Evolution of Advertising-Intensive Industries》(作者 Sutton)，光大证券研究所整理

注：1939-1947 年为产量增速，1950-1983 年为产值增速，1947 年因战后罐头食品回补市场造成短期冲击，但不改冷冻食品长期增长趋势

当前美国冷冻龙头多为通过并购入场，依据品类及渠道变更，各个时代均有代表性的领导品牌。现阶段美国的冷冻龙头如康尼格拉、金宝汤、雀巢、卡夫亨氏等属于传统的食品行业巨头，进入冷冻食品行业相对较晚，且多以收购品牌方式做大自身市场份额，因此，为还原美国冷冻食品的演变过程，本文论述重心主要放在各个阶段主导行业的头部企业中（很多彼时的领导品牌也逐步被当前的食品巨

头所并购），其中最核心的便是冷冻食品的开创者 Birds Eye，冷冻浓缩果汁的发扬者美汁源（Minute Maid），“电视晚餐”概念的主菜开创者 Swanson。

表 3：美国冷冻食品上世纪 20-70 年代发展历程

时期	20-30 年代	40 年代	50-70 年代
发展阶段	启蒙期：利基市场	催化期：二战刺激	成长期：电视晚餐刺激
Tie1 品牌	Birds Eye	Birds Eye	Swanson、Morton、Banquet、Birds Eye、美汁源（收购了 Snow Crop）
Tie2 品牌	the Stokely-controlled Honor Brand, Booth	Snow Crop、美汁源	
主要品类	水果、蔬菜	水果、蔬菜、浓缩果汁	水果、蔬菜、果汁、主菜
主要渠道	餐饮渠道为主，零售端有少量的杂货店	餐饮渠道为主，但零售市场开始兴起	零售市场以成为重要的增长驱动力
产品定位	因为不能实现批量销售，价格偏贵，聚焦白领阶层，主打便利性		成本走低，主打性价比，能够吸引更多人群
行业驱动	利基市场，自然增长	二战驱动+品类创新	成本下降，营销驱动

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

我们认为，美国冷冻食品发展、各个领导公司的轮动存在着大中小三个周期，同时也对应着人·货·场三种分析维度，具体来讲：

大周期轮动（20-30 年）——人：二战后及上世纪 50 年代美国战后经济的繁荣，驱动更多的女性参与社会工作，增加了主打便利性的冷冻食品需求，80 年代后消费者对健康膳食的追求为市场带来新的突破口；

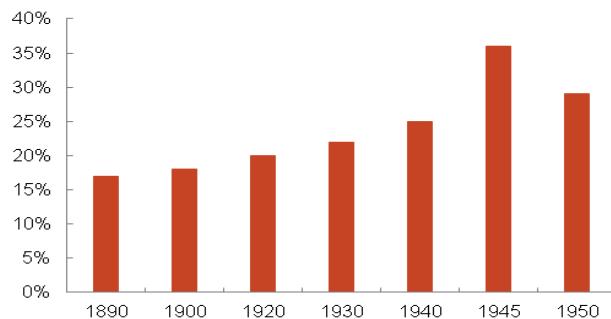
中周期轮动（10-20 年）——货：在消费者需求未见大的变动之前，品类的迭代成为新的行业领导者崛起的重要原因，譬如冷冻浓缩果汁之于美汁源，主菜行业之于 Swanson、Morton、Banquet，三者后续也陆续被康尼格拉收购，成为其在主菜行业的重要支柱。

小周期轮动（3-5 年）——场：在主导品类没有发生较大变化的前提下，渠道的变化会带来新的增长机会，如早期 Birds Eye 通过子公司转身为经销商扩大份额、Honor Brand 依靠乳制品渠道+经销商制快速起量，中期美汁源依靠商超渠道及价格战迅速崛起，后期 Swanson 通过“电视晚餐”概念推动主菜品牌。

1.2.1、大周期轮动——人

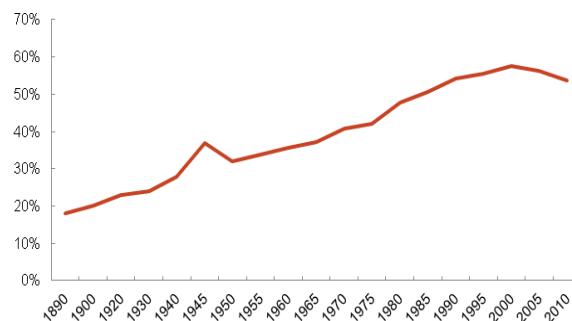
二战使美国妇女开始参与社会工作，推动冷冻食品需求增加。二战以前，美国妇女就业发展缓慢，1930 年美国妇女劳动参与率仅为 22%。随着二战爆发，妇女加入劳动大军中，工作时间增加促使妇女开始寻找更快的烹调方式，加上因政府征用锡而导致罐头食品的短缺，从而带动冷冻食品需求的大幅提升。尽管战后冷冻食品需求曾因为罐头食品回补市场而出现短暂下滑，但冷冻浓缩果汁、TV dinner 的推出使冷冻食品真正走入人们的生活中。

图 6：1890-1950 年美国妇女占劳动大军比例



资料来源：《现代美国妇女》（洛伊斯·班纳著，东方出版社），光大证券研究所整理

图 7：1890-2010 年美国就业妇女占所有妇女比例



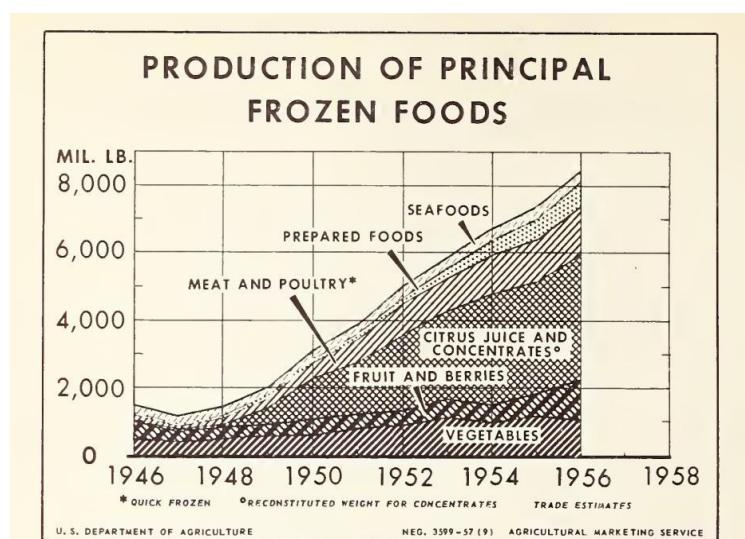
资料来源：1890-1950 年数据来自《现代美国妇女》（洛伊斯·班纳著，东方出版社）；1955-2010 年数据来自 U.S. Census Bureau，光大证券研究所整理

1.2.2、中周期轮动——货

品类迭代决定了新的龙头诞生。人的需求变动、市场教育更多是从长期维度影响市场蛋糕的大小，从中期的维度来看，品类的迭代也可以做大蛋糕，但更重要的意义在于能够孕育新的龙头。尽管我们强调冷冻食品行业是典型的低门槛行业，但若非通过收购手段，上一品类鼎盛时期的龙头较难延续成为下一品类鼎盛时期的龙头，我们推测有如下原因：

- 1、美国冷冻食品的品类迭代也是冷冻技术不断完善的过程，在早期，技术在一定程度上作为壁垒，叠加美国更为完善的专利保护制度，龙头进军新品类存在一定的技术阻力；
- 2、早期的冷冻食品龙头之后基本被头部食品公司收购，如 1929 年 General Food 收购 Birds Eye，1960 年可口可乐收购美汁源，1955 年金宝汤收购 Swanson。尽管被食品巨头收购意味着更多的渠道和营销资源，但所收购品牌的品类延伸相对受限，食品巨头更多会考虑收购新的公司以拓展品类范围。

图 8：1946-1956 年美国冷冻食品品类迭代



资料来源：美国农业部，光大证券研究所

1.2.3、小周期轮动——场

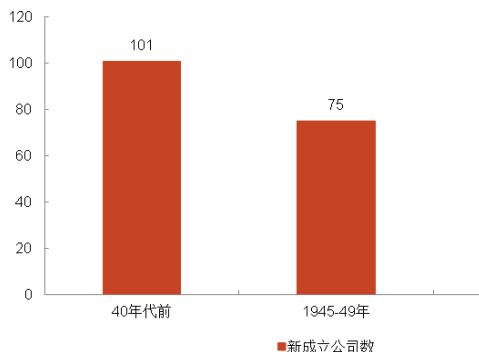
经营场景（渠道+营销）的变革是我们观测公司兴起的重要方式。大周期的轮动（消费者对产品接受度提高）的趋势确定性高，但产品放量时点难以预测，中周期轮动（谁将成为下一个爆品）难以预测，因此短周期轮动（场，渠道及营销的变革）对具体的公司研究更具有参考意义。经营场景的变革能够诞生领导型企业，如美汁源借助商超渠道迅速铺货，Swanson 利用电视营销成为了“TV dinner”这一词条的代表。但同时，相同品类下的渠道变革很难颠覆原有的同品类的龙头，如上世纪 30 年代末 Honor Brand 借助经销模式及乳制品渠道对依靠自有渠道的 Birds Eye 造成一定冲击，但随着 Birds Eye 也调整为经销模式，Honor Brand 的相对优势便不再明显（具体的案例分析请参见下文）。

1.3、竞争格局的二重性——低进入门槛+高竞争门槛

冷冻食品是典型的低进入门槛行业，但在中短期维度上看，格局相对稳定。冷冻食品行业的进入门槛较低，拥有工厂、冷链设备、专利授权（上世纪 30 年代后期，技术壁垒已大幅降低）便有望成为区域性的龙头。但是要成为全国性的领导型企业，竞争门槛则大幅提升，龙头格局较为稳定，Birds Eye 从 30-50 年代基本保持头部位置便可说明。此外，行业新成立的公司数逐步减少，同时新公司的销售占比逐步减少，1950-58 年新成立的公司的销售规模仅占到该时期市场规模的 7.8%（基本均为小公司），同样可以作为格局稳定的佐证。

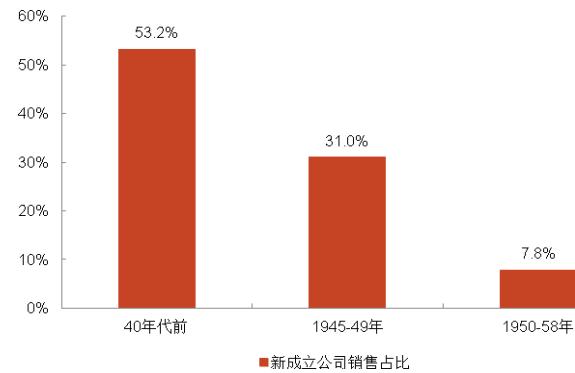
在 50 年代后唯一一个从小公司成长为 leading company 的特例是 Pillsbury，该公司在 1962 年推出冷冻蔬菜类的 Green Giant，其成功并没有特别的秘诀，而是充分且稳定的营销、持续的新品开发。

图 9：各时期新成立公司数（家）



资料来源：《The Evolution of Advertising-Intensive Industries》（作者 Sutton），光大证券研究所整理

图 10：各时期新成立公司的销售额占比

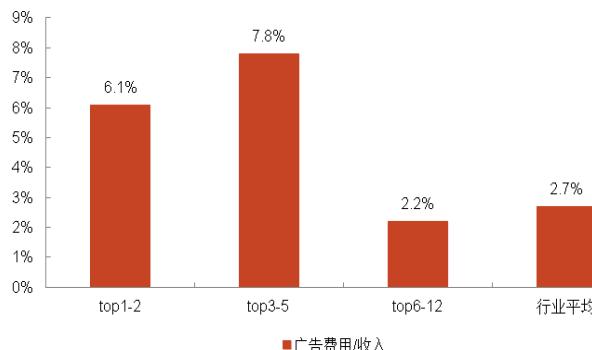


资料来源：《The Evolution of Advertising-Intensive Industries》（作者 Sutton），光大证券研究所整理

营销费用的规模效应是头部企业保持领先优势的重要手段，也是行业高竞争性的体现。因行业 SKU 众多，企业生产多采用代工的形式，因此大部分企业并不存在供应链端的规模效应优势，但在营销投入上，头部企业拥有更优秀的费效比。一方面，头部企业投入营销的绝对金额多，以 1959 年为例，top1-2 的 Birds Eye 和美汁源合计投入广告费用 980 万美元，占全行业费用投放的 46.2%，top1-5 合计花费 600 万美元在客户促销上，占全行业该费用开支的 71%；另一方面，基于规模优势，top1-2 企业的广告费用/收入较 top3-5 的企业偏低，对应的 top1-2 的净利率更高，而不参与全国性竞争的小品牌则可以维持较低的广告费

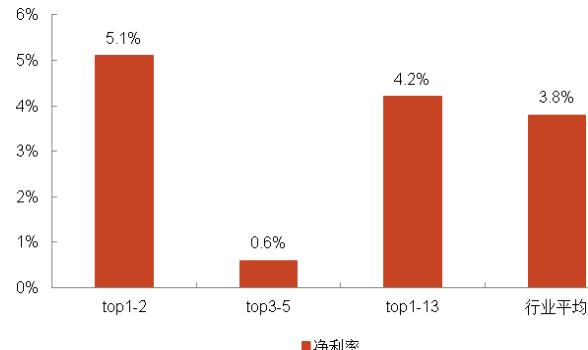
率及可观的净利率。冷冻食品行业的高竞争性，或者说成为领导型企业的门槛便是规模效应，而在没有大的品类迭代前，企业具备先发优势。

图 11：1959 年各层级公司销售费用率对比



资料来源：《The Evolution of Advertising-Intensive Industries》（作者 Sutton），光大证券研究所整理

图 12：1959 年各层级公司净利率对比



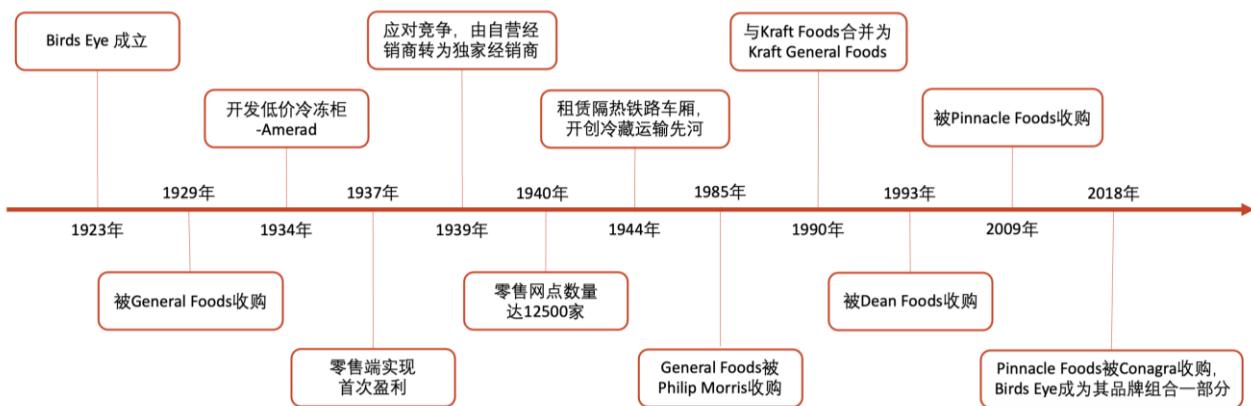
资料来源：《The Evolution of Advertising-Intensive Industries》（作者 Sutton），光大证券研究所整理

2、龙头更迭：你方唱罢我登场

2.1、Birds Eye：冷冻食品行业缔造者

Birds Eye 是冷冻食品行业的开创者，也是上世纪 30-50 年代的行业龙头和标杆。1920 年代，冷冻食品之父 Clarence Birdseye 发明了快速冷冻技术并创立 Birds Eye，随后于 1929 年被 General Foods 收购。Birds Eye 透过改良运输设施与冰柜、开展消费者教育等措施，建立起美国的冷冻食品市场。1930 年代，随着竞争者出现与扩张，Birds Eye 通过渠道模式的转变来应对。1940-1960 年代，Birds Eye 始终占有冷冻食品行业最大的市场份额。然而，作为 General Food 的子公司，Birds Eye 也不免面临扩张的局限性；在 1960 年代以后，更是随着冷冻食品的品类迭代，逐渐失去领先地位。

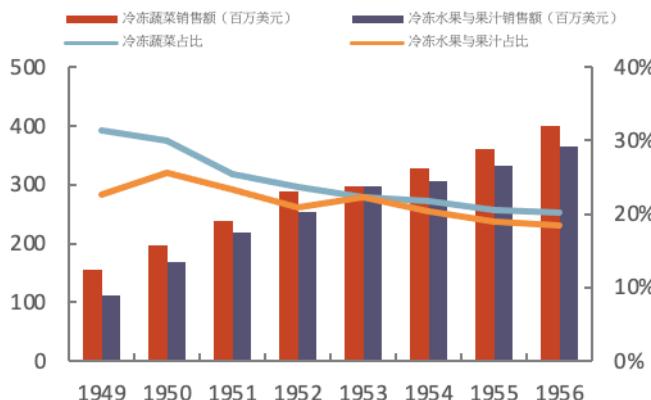
图 13：Birds Eye 发展历程



资料来源：FROZEN FOOD AGE；光大证券研究所整理

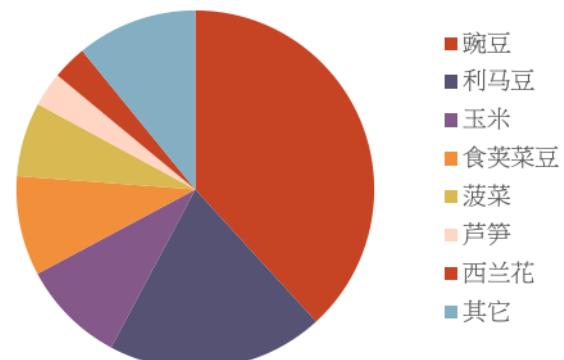
此外，Birds Eye 能在 1930-1950 年维持行业龙头地位，也与其卡位利马豆有关。早期的冷冻食品以蔬菜和水果为主，在众多蔬菜品类中，又以豌豆及利马豆排名市场份额前二。

图 14：1949-1956 年冷冻蔬菜、水果与果汁销售额及其占比



资料来源：Frozen Foods and Mass Marketing, 1945-1965，作者 Shane Hamilton，光大证券研究所整理

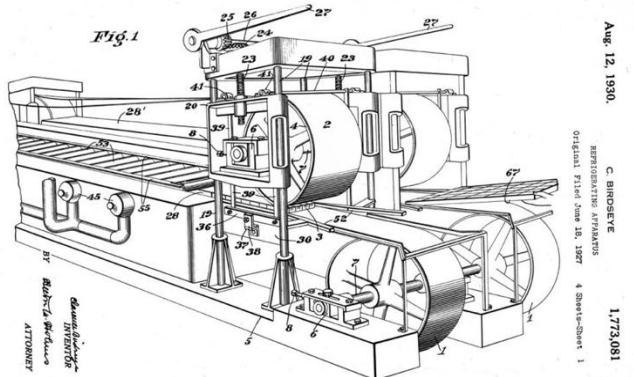
图 15：1947 年冷冻蔬菜各品类份额



资料来源：The Present Status of Frozen Food Marketing，作者 Minnie B. Tracey，光大证券研究所整理

Birds Eye 研发快速冷冻技术，使得冷冻食品商品化。Clarence Birdseye 在北极考察期间发现，在极低的温度下，迅速结冻的鱼在解冻后仍能保持新鲜度。受此启发，他返回美国后展开快速冷冻技术的研发，并于 1923 年成立 Birdseye Seafood 公司贩售冷冻鱼片，随后却因消费者对该产品不感兴趣而破产；1924 年，他成立 General Seafoods 公司继续冷冻食品的生产与销售。尽管 Clarence Birdseye 不是第一个将冷冻技术应用于保存食品的人，却是第一个认识到快速冷冻对于保持食物细胞结构完整性的重要性，并将冷冻食品以零售方式贩卖的人。技术也成为早期 Birds Eye 作为行业话事人的重要因素，直到上世纪 30 年代末期，Birds Eye 的技术相对行业已并不算先进时，公司才放开对第三方加工工厂的授权，公司早期主要的几个竞争对手也是自那时起开始成长。

图 16：Clarence Birdseye 发明的冷冻机器



资料来源：美国专利商标局，光大证券研究所整理

Birds Eye 被 General Foods 收购，冰柜改良+消费者教育以推广冷冻食品。1929 年，高盛和 Postum 公司（后更名为 General Foods Corp.）以 2200 万美元收购 Birds Eye 公司及其专利。尽管产能不断增长，行业发展却因零售商不愿安装高价冷冻柜而受阻，为此，Birds Eye 于 1931 年与 Commercial Credit Company 达成协议，为零售商提供设备融资；于 1934 年与 American Rediator Corp. 合作开发低价冷冻柜-Amerad，同时规定零售商只能柜中放置 Birds Eye 的产品。

此外，为扭转大众对冷冻食品的负面印象，公司透过在商品架旁放置小册子、聘请营养学家到店讲解等方式来教育消费者。

图 17：低价冷冻柜-Amerad



资料来源：FROZEN FOOD AGE；光大证券研究所整理

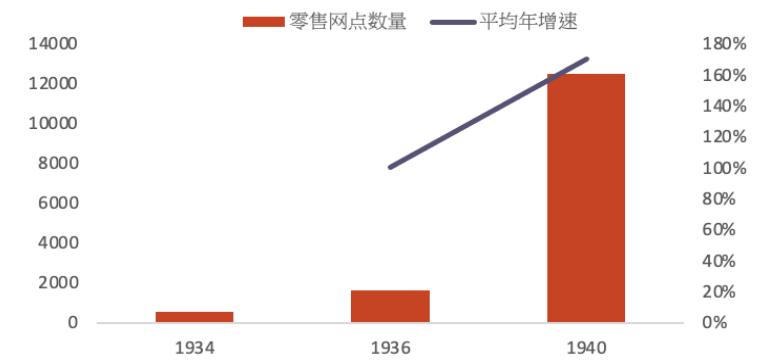
图 18：Birds Eye 利马豆



资料来源：Birds Eye 官网；光大证券研究所整理

初期 B 端占比大，C 端发展缓慢。早期冷冻食品市场以 B 端为主，甚至在 1934-1936 年的严峻时期，有 80% 的销售额流向了 B 端市场。不过，Birds Eye 在零售端也有所斩获，公司采用自产冷冻机器及卡车、自建物流和冰柜出租的模式扩展零售市场，到 1936 年，Birds Eye 拥有 1600 个零售网点。尽管渠道投入较大，销售情况也因消费者不觉得冷冻食品和传统冻品有明显区别而表现不佳，1936 年的销售额仅有 800 万美元，且大部分的销售集中于纽约、费城及华盛顿，直至 1937 年才实现首次盈利，但 C 端的布局仍成为 Birds Eye 在冷冻食品发展早期较强的竞争力。

图 19：Birds Eye 零售网点数量及平均年增速



资料来源：FROZEN FOOD AGE，光大证券研究所整理

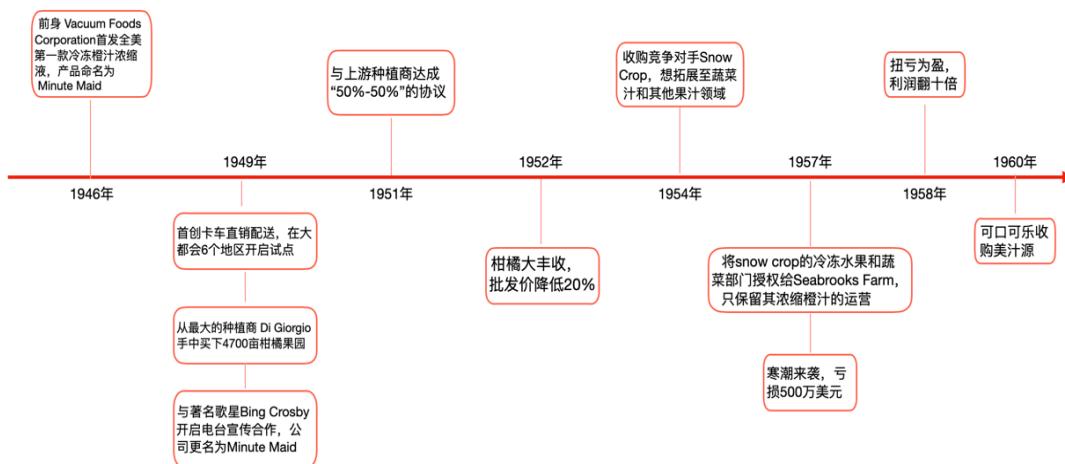
竞争者随反垄断法的推出及冷冻技术革新逐渐出现。上世纪 30 年代后期，为应对反垄断法的实施，Birds Eye 将冷冻技术授权给农场分包商；叠加新冷冻技术的出现，使得食物能冷冻成较为松散的形式，Birds Eye 将食品结成块状的冷冻技术不再具有优势。在此背景下，一些原先服务于 Birds Eye 的公司开始独立，其中一个重要的对手就是 Honor Brand，原为 Birds Eye 经销商的 Waterman & Co.于 1933 年创立此品牌并于 1937 年进入零售市场。

Honor Brand 依靠独家经销商快速崛起, Birds Eye 跟进以应对竞争。Honor Brand 选择与原先就拥有冷藏卡车和储存设施的乳制品批发商合作, 至 1939 年, Honor Brand 的零售销售额已达 Birds Eye 的 1/2。彼时的 Birds Eye 采用以自营五大地区经销商为主, 代理经销商为辅的方式进行销售; 采用直营为主的好处在于能够较好监控终端, 保证冰柜里主要为本公司产品, 缺点在于扩张速度较慢, 随着市场教育逐步推进, 直营方式已不能适应竞争环境, 由此 Birds Eye 将零售和机构销售业务合并, 除纽约、波士顿、费城采取分支机构模式, 其他市场采用独家经销商模式。尽管 Honor Brand 因销售跟不上生产、缺乏资金宣传等因素而不再有进一步的扩张, 其首创的渠道模式成为未来几十年零售冷冻食品行业主要经销方式。

2.2、Minute Maid (美汁源) ——冷冻浓缩果汁行业开创者

产品开发起源于二战军需, C 端大放异彩。1945 年, 在美国农业局的支持下, 科学家发明了橙汁浓缩粉末, 用于给二战中的美国士兵提供维他命。美军与一家名为 Florida Foods Corporation 的公司签订了 50 万磅橙汁粉末的供应协议, 但在发货之前战争就结束了, 协议取消。公司转而进军消费市场, 发明了更适合消费者的冷冻橙汁浓缩液。1946 年 4 月, 公司更名为 Vacuum Foods Corporation, 首发全美第一款冷冻橙汁浓缩液, 该产品被命名为 Minute Maid (美汁源)。然而接下来的两年内, 产品的销量并不理想。1949 年, Minute Maid 与著名歌星 Bing Crosby 开启了长达三十年的电台节目宣传。这帮助美汁源在全国范围内打开知名度。1949 年公司更名为 Minute Maid。1940~1950 年代, 美汁源始终保持着行业龙头地位。1954 年, 美汁源收购了主要竞争对手 Snow Crop, 成为冷冻橙汁行业最大的生产和加工商。尽管销量节节攀升, 但激烈的价格战不断压缩利润空间。1957 年底, 寒潮席卷佛罗里达, 美汁源为首的生产商借机涨价, 因祸得福。1960 年, 美汁源被可口可乐收购。此后美汁源不断拓展产品线, 进军海外市场, 和 Tropicana (后被百事可乐收购)二分美国橙汁市场。1970 年代起, 随着冷藏和常温橙汁饮料的崛起, 冷冻橙汁品类逐渐式微。

图 20: Minute Maid 发展历程



资料来源: FROZEN FOOD AGE; 光大证券研究所整理

得益于冷冻果汁的饮品属性, 相比其他品类, 美汁源在商超渠道突破较大。1930 年代, 大型商超和杂货店开始在全美普及, 但由于零售商不愿安装高价冷藏柜,

冷冻食品行业发展缓慢。1950年初，冷藏柜终于在商超普及开来。1949~1956年间，冷冻水果和橙汁在杂货店的销售额占比逐年提升，从0.37%提升为0.80%。美汁源及时把握机会，强势进驻零售端渠道，也成为冷冻食品打开商超渠道的重要突破品类。

Minute Maid 开创卡车直销配送，租赁特制冷藏柜，牢牢把控零售渠道。1949年底，美汁源在大都会地区首次推广卡车直销模式，6个分发中心派遣60辆卡车，直接对接10000家杂货店。区别于传统的预约送货，卡车直销模式精简了从厂商到零售端的中间环节，能快速响应零售店铺的上货需求。仅4周后，美汁源在推广地区的销量就提升了40%。此后一年内，这种高度专业化的配送方式被推广到西雅图、波特兰、旧金山等6个地区。除此之外，美汁源还向零售商店租赁冷冻橙汁箱，以用最小的空间陈列足够多的美汁源产品。租赁服务一推出，就有超过1000家杂货店下单预定。通过高效的配送和点对点服务，美汁源牢牢把控住零售端渠道。在其竞争对手纷纷由于冰柜空间不足被挤出零售店时，美汁源始终拥有不可撼动的地位。

值得一提，彼时美汁源同品类的重要对手Snow Crop，也是先于美汁源首先品牌化的企业，在1949年美汁源大力推广自身品牌之前，也作为Snow Crop的代工企业。我们认为美汁源最终成为行业龙头并最终收购Snow Crop，与其掌握生产端、并通过资产租赁控制渠道有很大关系。

Minute Maid 大力投入市场营销，打开国民市场。美汁源成立后，由于缺乏资金，公司只能挨家挨户推销橙汁以打开当地市场。在接下来的两年间，美汁源实际亏损了45万美元。然而，1949年与Bing Crosby的推广合作让美汁源一炮而红，自此走向巅峰。一周五天，这位著名歌星在自己的电台节目里为美汁源冷冻橙汁唱响赞歌。在他的宣传下，美汁源橙汁的便捷、健康、新鲜美味和价格实惠的特点深入人心。这场营销取得了巨大的成功。1948年在Bing加入之前，美汁源橙汁的销售收入仅有300万美元左右。在三年内，营收上升到近3000万美元。美汁源对营销的重视不止于此。1950年，美汁源用于报纸、电台、电视等渠道的营销费用为近200万美元，是1949年的两倍有余，这是当时行业里数额最大的营销费用。尽管营销效果难以量化，但是不能否认，营销对于冷冻行业至关重要，有时甚至是成败的决定性因素。

图21：报纸宣传冷冻橙汁的营养价值高过新鲜橙汁



资料来源：The Chicago Sunday Tribune；光大证券研究所整理

图22：Bing Crosby 宣传美汁源的海报

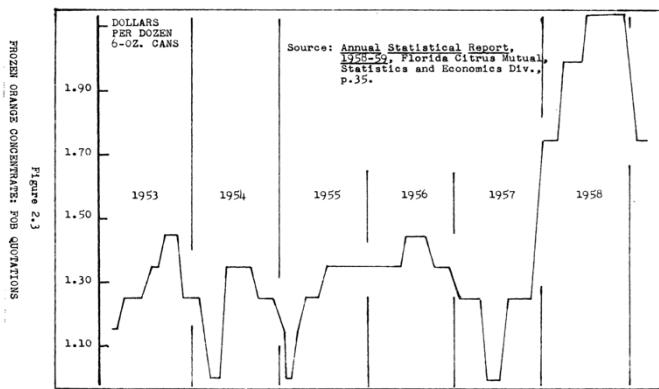


资料来源：Pinterest；光大证券研究所整理

低价竞争，挤占利润空间。由于主打价格实惠且竞争壁垒低，冷冻橙汁行业价格战非常激烈。1952年，6盎司的冷冻橙汁在杂货店端全年平均零售价仅为79.6美分，较1951年直降20%，是60种主要食物里零售价最低的。美汁源作为行

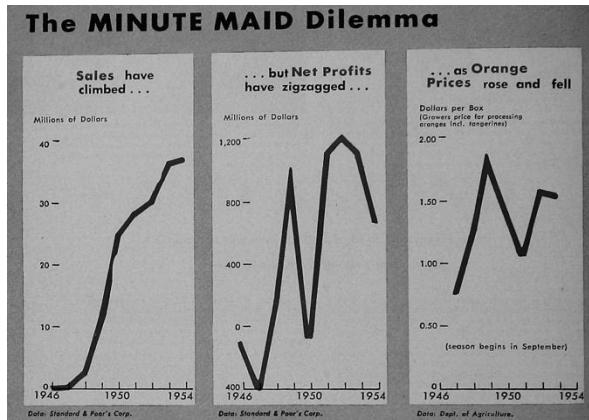
业龙头，虽然销量节节攀升，但净利润十分不稳定。1951 年销量比前一年翻倍，但全年亏损 8343 美元；1954 年每股净利润直降 50%；1955 年，美汁源和收购的 Snow Crop 将冷冻橙汁价格降至和主要竞争对手 Birds Eye 相同，这导致 1956 年尽管公司销量提高了 7.8%，收入却降低了 57.3%；1957 年的销售额达到 1.03 亿美元的历史新高，但共计亏损 500 万美元。虽然不断降低的售价和大幅增长的营销费用挤占了利润空间，但美汁源仍稳坐龙头，市场占有率超过 30%。1958 年，美汁源以寒潮为借口给产品涨价，转亏为盈，利润较前一年翻了十倍。

图 23：1953-1958 年冷冻橙汁零售价变化图



资料来源：Dynamics of The Florida Frozen Orange Concentrate Industry, 1962, 作者 Willian Edwin Charles Jarman, 光大证券研究所整理

图 24：尽管销量攀升，美汁源净利润却很不稳定



资料来源：Business Week；光大证券研究所整理

让利上游种植者，巩固合作，收购种植基地扩张产能。冷冻橙汁的价格受制于上游橙子产量和质量，价格波动很大。1951 年，由于橙子价格从每箱 46 美分暴涨至每箱 2.12 美元，尽管美汁源销量比前一年翻倍，但全年仍亏损 8343 美元。此后，美汁源十分重视原材料端。1951 年底，美汁源与上游种植者达成协议，种植者将享有美汁源税前利润的 50%。这份协议意在帮助美汁源挑选质量更优的橙子，并且巩固与种植者的合作，在产量波动时保证稳定的材料供应。在协议出炉后，种植者承诺第二年将至少为美汁源供应 200 万箱水果。除此之外，美汁源还于 1949 年以 500 万美元的价格从当时最大的私人种植商 Di Giorgio 手中买下 4700 亩的柑橘果园。这是当时规模最大的一次交易。通过收购果园和与种植者达成协议，美汁源向上游扩展，尽可能保证原材料数量和价格的稳定。截至 1958 年，美汁源加工的水果中有 25% 都来自己的果园，这些拥有果园的部门贡献了超过一半的收入。

竞争门槛高，美汁源凭借先发优势+规模优势保持龙头地位。和新鲜水果行业相比，冷冻橙汁加工对加工设备和经济资源的要求更高，因此，冷冻水果加工行业的企业规模更大，数量更少，竞争格局更集中、更稳定，根据美国农业部 1994 年的报告显示，佛罗里达州只有 10% 的柑橘没有被加工成冷冻橙汁，但销售新鲜水果的公司却是冷冻橙汁加工的 4 倍之多。因此，越有经济资源、规模越大、越早做大的公司，越可以在冷冻果汁行业里屹立不倒。美汁源和 Tropicana 三分天下的格局自 1970 年代一直延续至今，即可说明龙头格局的稳定性。这些企业凭借先发优势和规模优势不断并购扩张，在行业里不断深耕。

不过值得注意的是，即使同为冷冻加工饮料，不同品类之间的竞争门槛也较高。美汁源曾于 1954 年收购主要竞争对手 Snow Crop，想借此机会进入蔬菜汁和其他果汁，丰富产品线。然而，经营效果却不如人意。美汁源不仅没能借此进入冷冻蔬菜汁市场，反而连续亏损。1957 年美汁源及时调整，将 Snow Crop 下的冷

冻水果和蔬菜部门授权给 Seabrooks Farm，自己只保留其浓缩橙汁的运营，退回优势领域。

2.3、Swanson: TV dinner 电视晚餐的主菜引领者

自上世纪 50 年代 Swanson 掀起 TV dinner 浪潮起，主食类龙头登上历史舞台。Swanson 的前身最早可追溯至 1899 年，早年负责加工鸡蛋和黄油。1950 年，公司开始在铝盘中生产冷冻的烤鸡肉和火鸡馅饼。在公司 CEO 拜访了一家专门为航空公司准备食物的经销商后，他们开始为航空公司提供全餐。1953 年，公司为消化感恩节前夕积压的火鸡肉，决定将火鸡与豌豆、玉米、面包馅、红薯一起冷冻成单独的套餐，在电视上以每份 98 美分的价格售出了超过 2500 份，次年卖出 1000 万份，Swanson 也由此成为电视晚餐 TV dinner 的创始者，此后 Banquet、Morton、Stouffer's 等公司陆续跟进，依靠主食品类形成新一轮的龙头，同时，这些兴起的龙头基本通过鸡肉馅饼这一爆品在进入冷冻行业初期站稳脚跟，并在后期通过并购成为更大规模的食品公司强化竞争。

表 4：主菜类头部企业信息梳理

公司名	最早开展业务时间	起家业务	进入冷冻食品的标志性产品	80 年代主打低热量品牌	发展经历
Swanson	1899 年	黄油	火鸡馅饼	Le Menu	1955 年被 Campbell Soup 并购，1998 年与 Campbell Soup 其他板块整合为 Vlasic Foods International，后更名为 Pinnacle Foods，2018 年被康尼格拉收购
Banquet	1889 年	鸡肉罐头	鸡肉馅饼	Light and Elegant	1970 年被 RCA 收购，1980 年被康尼格拉收购
Morton	1938 年	鸡肉和面条混合物	鸡肉馅饼	-	1956 年被 Continental Baking Company 收购，此后经历多次转让，1986 年被康尼格拉收购
Stouffer's	1898 年	奶油	基于餐厅菜单的主菜	Lean Cuisine	1967 年被微波炉制造商 Litton Industries 收购，1973 年被出售给雀巢

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

背靠巨头成为新时期下冻品公司的核心要义，新品开发、营销、渠道、成本等方面均能较好受益。从上世纪 50 年代开始至今，主菜类冷冻食品（狭义的预制菜）开始逐步成为核心的大品类，并在 80 年代康尼格拉进入后进一步整合，而并购这一时期核心企业的食品巨头如金宝汤、雀巢、康尼格拉也由此获取冷冻食品行业的主要市场份额。巨头除了在营销上可以提供较优的费效比外，在新品开发、供应链协同上也有优势，最典型的便是康尼格拉收购 Banquet 进军冷冻食品的案例，一方面其通过开发新品及大力营销让 Banquet 充焕新生，另一方面康尼格拉的平台可以为 Banquet 的原材料玉米、谷物提供优惠的规模采购。

表 5：1986 年冷冻预制食品零售额

品类	零售额（十亿美元）
prepared meals (complete dinners)	2.8
prepared meals (single dishes)	0.9
other prepared foods (including pizzas)	1.4
vegetables excluding potatoes (regular)	1.3
vegetables excluding potatoes (prepared)	0.5
potatoes	0.7
meat and fish	1

资料来源：The Evolution of Advertising-Intensive Industries，作者 Sutton，光大证券研究所整理

新品开发迭代能力对公司长久经营至关重要。上世纪 80 年代开始出现低热量、重视营养型的品类，带来新的增长引擎，但整体上主菜类冷冻食品从上世纪 50

年代至今，没有发生大的品类更迭，因此这其中新品的开发及迭代能力至关重要，表中呈现的为消费类公司 1997-2010 年核心新品对业绩的贡献程度（首年销售超过 750 万美元的核心新品），其中如通用磨坊、雀巢、康尼格拉、金宝汤等公司冷冻食品的收入均处于靠前位置。在 TV dinner 掀起的主菜浪潮中，70 年代后 Swanson、Banquet、Morton 等均呈现出业绩疲态，在新品开发中滞后于市场，如 Swanson 错过了泰式、意式品类的小浪潮，Morton 在 80 年代推广与流行的低能量品类相背而驰的甜品（或与其母公司为烘焙企业有关）。

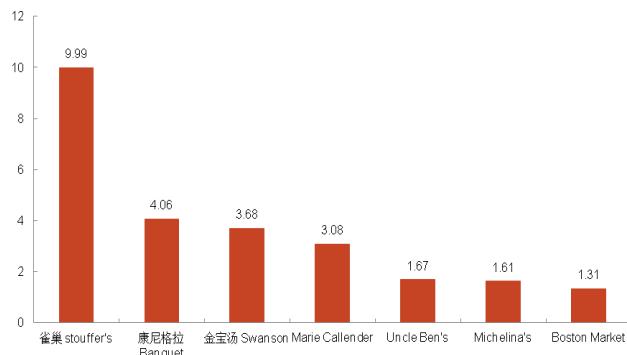
在激烈竞争中存活下来的企业并没有特别的经营奥秘，如上文提到的 Pillsbury、被康尼格拉收购后重焕生机的 banquet，其保持竞争力的核心还是稳定的费用投入和可持续的新品开发，若再往下深究，或与供应链的协调、管理层的能力相关。

表 6：1997-2010 年各公司热销新品贡献量

排名	企业名称	统计期间内热销新品创造的收入（美元）	热销新品数量（个）
1	Procter & Gamble	\$17,627,710,439	382
2	Kraft Foods Inc.	\$9,791,194,475	281
3	PepsiCo Inc.	\$8,094,927,173	181
4	Unilever	\$6,058,613,316	184
5	General Mills Inc.	\$5,421,096,005	180
6	Nestle S.A. Switzerland	\$4,735,298,800	163
7	Kellogg Co.	\$4,184,264,051	171
8	Kimberly-Clark Corp.	\$3,391,925,317	36
9	Johnson & Johnson	\$2,715,087,306	113
10	Coca Cola Co.	\$2,647,374,368	52
11	ConAgra Foods Inc.	\$2,566,940,193	73
12	L'Oreal USA	\$2,295,480,077	129
13	Mars Inc.	\$1,698,435,794	71
14	Campbell Soup Co.	\$1,651,322,517	58
15	Colgate Palmolive	\$1,592,370,625	59
16	SC Johnson & Son Inc.	\$1,557,242,219	66
17	Pfizer Inc.	\$1,462,252,586	50
18	The Clorox Company	\$1,406,076,189	50
19	The Hershey Company	\$1,342,897,373	44
20	H.J. Heinz	\$1,316,583,147	41
21	Sara Lee Corporation	\$1,274,393,963	41
22	GlaxoSmithKline PLC	\$1,274,393,983	24
23	Group Danone S A	\$1,239,919,405	30
24	Anheuser-Busch InBev	\$1,150,624,790	22
25	Revlon Inc.	\$868,781,141	43

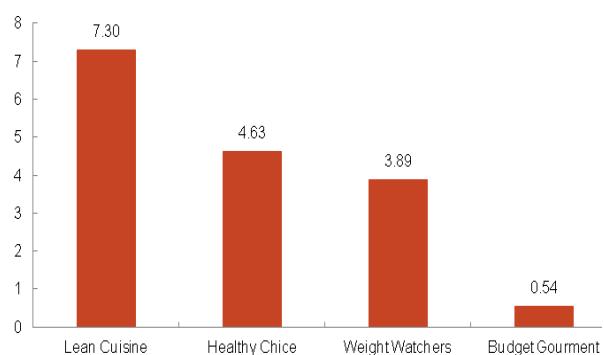
资料来源：Data courtesy Symphony/RI Group, Inc., 光大证券研究所

图 25：2002 年冷冻主菜各品牌销售规模（亿美元）



资料来源：Nestlé Investor Seminar，光大证券研究所

图 26：2002 年冷冻营养型主菜各品牌销售规模（亿美元）



资料来源：Nestlé Investor Seminar，光大证券研究所

3、对中国的启示

通过复盘美国冻品行业及具体龙头公司的发展历程，可对中国冻品/预制菜市场有如下启示：

行业层面：

- 1) **市场空间：**冻品行业生命力旺盛，美国市场至少经历了上世纪 30-70 年代共 40 年的成长期，而中国对应更多的人口和更完善的基础设施，市场拥有足够的消费潜力；
- 2) **市场格局：**冻品市场是一个低门槛，高竞争的赛道，龙头市场份额或将稳定在 10%-20% 之间，但是，在大的品类轮动前，龙头格局相对稳定，这得益于龙头对于渠道的掌控力，也得益于营销费用端的规模效应；
- 3) **行业轮动：**我们从消费者需求变更（人）、产品轮动（货）、渠道和营销变革（场）的角度论述了美国冷冻食品市场的龙头迭代，聚焦中国，我们认为在当前节点，主菜类食品已经成为预制菜的主流，难以看到大的品类迭代机会，而渠道掌控力、推新+营销的组合拳或许成为短周期内更值得关注的要素。
- 4) **BC 端演变：**尽管 B 端保障了大部分领导型企业早年的生存，但头部公司并未轻视在 C 端对消费者的教育，B 端虽然能够在短期释放一定销售体量，但若市场教育成功，通过商超渠道铺货的空间和速度将明显优于 B 端。

公司层面：

- 1) **价格战是行业永恒的发展旋律：**价格战与美国冷冻食品发展如影随形，尤其是当市场逐步拓展至 C 端商超领域，具体的手段包括控制上游以增加盈利空间、剔除经销商以弥合渠道差价等，甚至不惜亏损以抢占市场份额，因此利润空间大、能够率先实现规模效应的企业值得关注；
- 2) **渠道和营销，或许比制造端更为重要：**当头部企业由某细分品类龙头向空间更大的领域拓展，SKU 变多，新品推出加快，不可避免地会遭遇制造端瓶颈。而在美国，除了像冷冻浓缩果汁这类超级品类外，代工模式才是主流，对品牌方而言更为激烈的战场是在渠道和营销。冷冻食品较高的龙头稳定性，也表明现存龙头拥有的渠道资源可以构成竞品难以超越的壁垒，因此渠道掌控

力强，且能够快速做大规模的传统冷冻食品龙头值得关注。另外，参考国外经验，通过租赁冰柜（保证了冰柜展示的主要为自家产品）、自建物流点对点直销等也不失为掌控渠道的一种方法；

- 3) **持续跟踪“营销+推新”的组合拳：**这两个因素是企业维持 leading company 地位最核心的竞争要素，稳定的营销费用投入和可持续的新品开发是品类迭代前很多企业能够活下来的关键。

4、投资建议：

基于上文分析，我们推荐：1) 传统速冻食品龙头、第二成长曲线预制菜业务逐步起量的安井食品；2) 拥有大 B 业务基本盘，依托产品优势放量小 B 渠道的千味央厨；3) 品类丰富，产能释放，有望打开成长空间的预制菜第一股味知香。

4.1、安井食品 (603345.SH)

安井食品 2022 年前三季度公司实现收入 81.56 亿元，同比增长 33.8%，归母净利润 6.89 亿元，同比增长 39.6%，其中 Q3 实现收入 28.81 亿元，同比增长 30.8%，实现归母净利润 2.36 亿元，同比增长 61.7%。

主业收入增长环比加速，预制菜放量明显。1) **分品类看：**3Q22 年鱼糜/肉类/米面/菜肴制品收入为 9.6/5.8/5.5/7.2 亿元，同比增长 18%/28%/15%/67%，若将鱼糜、肉类、米面作为传统主业，则 Q3 主业实现 19.7% 的收入增速，环比加速 (Q2 该值为 15.1%)，对比竞品，安井增长颇为稳健。值得一提，B 端属性较高的肉制品在经历了 Q1-Q2 的收入同比增速持平后，实现放量抬升，结合公司本身精简费用的背景，安井的渠道动销能力可见一斑。此外 Q3 新宏业已不存在明显的基数效应，且小龙虾旺季提前结束，因而 Q3 菜肴类的高增速更多体现的是安井预制菜业务 (安井小厨、冻品先生) 的强劲放量，9 月底并表的新柳伍也有望为后续业绩提供增量；2) **分渠道看：**3Q22 经销商/商超/特通/电商实现收入 24.4/1.8/1.6/0.9 亿元，同比变动 33%/-4%/104%/0%，Q3 公司拥有经销商 1799 家，较 Q2 增加 274 家，环比招商明显加速，Q3 单个经销商年化创收同比仅下滑 3%。公司 BC 类商超经销商渠道拓展顺利，锁鲜装也借势为公司 BC 兼顾战略提供支持。

安井作为传统冷冻火锅料龙头，也是目前最有可能成长为预制菜龙头的跨行业标的之一。一方面，公司拥有业内最为优质的经销商渠道，渠道与公司配合度高，且在预制菜赛道复用度高 (冻品先生中原安井经销商占比 70%-80%)；另一方面，公司推新能力强，“营销+新品”的组合拳逐步熟练，目前已推出酸菜鱼、小酥肉、爆浆糍粑、火山石烤肠等重要单品，短期动能充足。安井的渠道复用能力能够较好转化产品优势，可以等待对手成功验证了某一产品的商业可行性后，再快速跟进，依托自身渠道抢占市场。当前公司预制菜品牌冻品先生、安井小厨仍维持快速增长，随着体量越大，公司费用端的规模效应也将逐步体现，这将更有利未来的行业竞争。

盈利预测、估值与评级：Q2-Q3 公司主业的稳健表现体现了安井面对疫情的抗风险性，龙头地位不断巩固，预制菜放量动能充分，我们维持预测，预计 2022-24 年归母净利润为 10.16/13.97/17.01 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：物流持续受限，渠道拓展受阻，原材料成本上行。

表 7：安井食品盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,965	9,272	12,197	15,750	18,537
营业收入增长率	32.25%	33.12%	31.54%	29.13%	17.70%
净利润 (百万元)	604	682	1,016	1,397	1,701
净利润增长率	61.73%	13.00%	48.94%	37.50%	21.77%
EPS (元)	2.55	2.79	3.46	4.76	5.80
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.39%	13.45%	8.77%	10.99%	12.11%
P/E	64	59	47	34	28
P/B	10.6	7.9	4.2	3.8	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-1，2020-22 年股本数为 2.37、2.44、2.93 亿股

4.2、千味央厨 (001215.SZ)

千味央厨 2022 前三季度实现收入 10.30 亿元，同比增长 16.0%，实现净利润 0.69 亿元，同比增长 24.2%，其中 Q3 实现收入 3.82 亿元，同比增长 19.2%，实现净利润 0.24 亿元，同比增长 19.65%。

大 B 渠道修复叠加小 B 渠道动能维持，公司增长重回正轨。3Q22 公司收入增长较 2Q22 提速明显，大 B 小 B 增长均有所修复，其中：

大 B 端：西式快餐修复较好，公司第一大客户百胜中国疫后改善明显，公司及时上新放量，大单品油条、派已实现独家供应，蛋挞在肯德基中份额提升明显，有望成为长线品类，充分享受红利，根据在手订单判断，在疫情稳定的前提下，公司针对百胜中国的收入有望同比持平或略有增长；中式快餐及其他类型客户（海底捞、瑞幸等）业绩有所承压，但仍可保持 10%-30%的收入同比增长动能。

小 B 端：随着疫情缓解，团餐、乡厨等小 B 端消费场景逐步修复，一方面公司与经销商实行项目制联合体制，整合资源集中扶持头部经销商，帮助经销商开拓市场，3Q22 前 20%经销商收入依然维持上半年快速增长的节奏，公司核心单品油条、蒸煎饺等品类得以放量，蒸煎饺全年有望实现 2 亿元体量。另一方面，公司积极拓展早餐渠道，开发了较为完善的产品组合（如油条+蒸煎饺+大包子），早餐渠道食品工业化水平提升较快，公司依靠行业领先的产品开发体系优势切入该细分场景，避开龙头的直接竞争，有望在未来贡献明显增量。

大 B 业务构筑业务基底，小 B 业务有望走出独立行情。公司由大 B 业务起家，拥有百胜集团、华莱士、海底捞等头部餐饮企业合作资质背书，产品及费用打磨能力优于主营 C 端及小 B 端的餐饮企业。渠道上，公司拥有大 B 开发经验，老乡鸡、瑞幸等新客户今年将贡献可观增量。产品上，公司的油条、蒸煎饺的品类丰富度、成本在市场上已有明显优势。当前公司开始着重扶持小 B 渠道的头部经销商，并尝试进军早餐渠道扩大小 B 端贡献。尽管千味央厨并未过多参与狭义的主菜类预制菜业务，但依托具有差异化的单品，在渠道+新品的持续推动下，有望走出独立行情。

盈利预测、估值与评级：Q3 公司收入及利润增长修复正轨，大 B 渠道修复有望成为后续业绩的压舱石，同时较强的推新及产品打磨能力，对小 B 渠道的深化培育终将收获成果，维持 2022-24 年归母净利润预测为 1.01/1.29/1.68 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期，成本持续上涨，物流受限。

表 8：千味央厨盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	944.37	1,273.90	1,534	1,947	2,332
营业收入增长率	6.20%	34.89%	20.39%	26.95%	19.78%
净利润 (百万元)	76.59	88.46	101	129	168
净利润增长率	3.33%	15.51%	14.31%	27.50%	30.61%
EPS (元)	1.20	1.02	1.17	1.49	1.94
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.15%	9.28%	9.71%	11.01%	12.58%
P/E	54	63	55	43	33
P/B	7.1	5.9	5.4	4.8	4.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-12-1, 2020-21 年末公司股本数为 0.64/0.87 亿股

4.3、味知香 (605089.SH)

味知香 2022 年前三季度公司实现收入 6.07 亿元, 同比增长 6.47%, 实现净利润 1.10 亿元, 同比增长 7.65%, 其中 Q3 实现收入 2.29 亿元, 同比增长 11.82%, 实现净利润 0.40 亿元, 同比下滑 2.71%。

收入增长迎来拐点, 期待业绩疫后修复。 1) 分产品看: 3Q22 肉禽/水产类产品实现收入 1.60/0.59 亿元, 同比增长 9.8%/14.5%, 疫后各品类收入均有所修复; 2) 分渠道看: 3Q22 零售/批发/直销及其他/电商实现收入 1.49/0.72/0.03/0.02 亿元, 同比变动+15.5%/+21.2%/-55.1%/-60.7%, 华东疫情趋缓, 门店人流量改善, 渠道恢复明显。Q3 加盟店/经销店较 1H22 末分别增加 127/30 家, 单季度年化单店营收 28/20 万元, 较 1H22 变动+6.3%/-0.6%, 作为公司主体的加盟店业务单店收入在边际改善。为较大程度减少疫情扰动的影响, Q4 公司将重点开发大公司食堂、学校食堂的 B 端场景, 味知香与馔玉双品牌齐头并进, 实现更好的 BC 兼顾以熨平经营波动。

从挑战中找寻机遇, 抓住市场红利。 疫情对消费级餐饮行业的影响不言而喻, 但包括预制菜在内的餐饮供应链业态却保持较好的发展韧性和可观的行业前景。因大部分冻品市场集中于华东, 而 Q2 疫情在华东蔓延, 且物流受限明显, 因而冻品/预制菜类企业经营受到的影响较大。但长期看, 疫情防控对家庭冻品储存的需求具有一定拉动力, 预制菜也是餐饮企业优化成本结构的重要抓手, 公司作为预制菜龙头标的, 随着终端消费有所改善, BC 兼顾策略逐步推进, 有望持续扩大营收体量。

C 端具备产品及品牌基础, 产能释放提升放量空间。 作为预制菜行业上市第一股, 公司主打 C 端, 并已经实现一定品牌基础, 公司依靠开店形式实现消费者教育, 使得销售费用率在较低水平下实现市场拓展。产品上, 公司产品矩阵丰富, SKU 超 300 种, 数量多余大部分竞品, 同时, 公司新建年产 5 千吨的食品用发酵菌液及年产 5 万吨发酵调理食品生产基地建设接近尾声, 有望明显改善当前满产满销的状况, 产品放量可期。

盈利预测、估值与评级: 公司收入增长迎来拐点, 终端门店稳健布局, 产能释放已在, 有望进一步提升预制菜行业市场份额及地位, 我们维持预测, 预计 2022-24 年公司归母净利润预测为 1.53/1.86/2.25 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示: 疫情影响加剧, 原材料成本大幅上升, 渠道拓展不及预期。

表 9：味知香盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	622.47	764.65	963.07	1,172.87	1,387.96
营业收入增长率	14.76%	22.84%	25.95%	21.78%	18.34%
净利润 (百万元)	125.05	132.64	153.45	185.76	224.80
净利润增长率	45.00%	6.06%	15.69%	21.05%	21.02%
EPS (元)	1.67	1.33	1.53	1.86	2.25
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.96%	11.33%	12.54%	13.18%	13.75%
P/E	37	46	40	33	27
P/B	11.8	5.2	5.0	4.4	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-1，2020-21 年股本为 0.75/1.0 亿股

5、风险分析

经营风险

推广落地相对滞后：企业发展的核心在于渠道，而渠道拓展依赖具体销售推广人员的执行力及公司管理风格，若企业终端推广不及时，营销投入、新品开发滞后或失去发展先机。

原材料上涨风险：预制菜行业较多依赖禽类、猪肉、牛肉制品等，而当前市场品牌很难有企业在原材料端有较大议价权，因而盈利能力会受原材料波动影响。

市场风险

行业价格战激烈：价格战是冷冻食品行业绕不开的问题，因此企业要能够较好控制成本，或者提升盈利空间，若价格战过于激烈将会行业整体盈利能力造成影响。

疫情反复限制消费场景：尽管冷冻食品一定程度上可以算作疫情受益标的，但若疫情对物流渠道、门店开店造成较大影响，企业 BC 两端渠道受阻，同样会对经营造成影响。

其他风险

食品安全风险：冷冻食品的发展得益于冷冻技术及冷链技术的发展，若企业基础设施建设不扎实，产品或存在健康风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予以通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE