

证券研究报告

预制食品行业研究系列报告三：——中美对比篇

百年风云，技术革新与消费习惯变化推动行业发展

食品饮料 强于大市（维持）

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号：S1060521030001

王 萌 投资咨询资格编号：S1060522030001

王星云 投资咨询资格编号：S1060523100001

2024年7月3日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心摘要

➤ **美国预制食品行业概况：行业步入成熟期，竞争格局集中。**

➤ 从发展历程看，美国预制食品行业起源于20世纪初期，于二战后迎来快速发展；早期美国速冻食品以果蔬类为主，后续品类逐渐丰富，进一步发展至覆盖正餐需求与日常休闲食品需求；渠道也由C端快速拓展至B端。从市场规模看，根据Euromonitor数据，2021年美国预制食品行业市场规模达423亿美元，已经步入成熟发展期。从竞争格局看，根据IBIS数据，2021年美国速冻食品行业CR5为41.28%，Conagra、Schwan、Nestle等头部企业占有较高的市场份额。

➤ **中美对比：相似社会背景下，技术革新与消费习惯变化推动行业发展。**

➤ **宏观驱动因素：**在美国的速冻食品快速成长期，美国GDP增速维持在8%左右，人均可支配收入增速也约为5%，为行业发展带来经济支撑。同样地，经历多年的高速发展，2023我国GDP已达126万亿，人均可支配收入超3.92万元/人，有足够的经济实力支持预制食品行业的迅速发展。从人口角度看，二战后的高出生率推动美国速冻食品行业快速成长，美国总人口维持约1.5%的增长率，劳动人口占比约稳定在60%，为速冻食品消费需求提供了基础保障。当前我国人口已超14亿，劳动人口比例约为70%，这保障了食品消费需求的基本盘，使得我国能够成为预制食品行业发展的沃土。

➤ **社会习惯变化：**美国外出就餐率逐年攀升，并于近年超过50%，为速冻食品行业提供发展契机；二战后约45%的女性就业率促进了美国人对速冻及与预制食品的依赖。当前我国早餐外食率已超44.1%，加上超45%的女性就业率，提高对速冻、预制食品的需求，推动预制食品行业扩容。

➤ **基础设施建设：**美国家用冰箱1970年代普及率已达99%；冷库容量稳步增加，2020年已达1.6亿立方米，为速冻食品及预制食品的储存、冷链运输、供应连锁餐饮与大商超提供了良好的保障。当前我国家用冰箱普及率正不断向100%靠近，C端早已具备储存和加工预制食品的基础设施条件；冷库总容量当前已经反超美国，达1.7亿立方米，为速冻食品及预制食品的长足发展提供基础设施保障。

核心摘要

➤ **龙头企业对比：剖析美国头部企业，寻找长期发展方向。**

➤ **Sysco的启发：**

- 1) 多品牌、多产品、多系列覆盖，为B端大客户提提供定制化产品。
- 2) 提高供应链效率及安全性，降低成本，为持续深耕B端客户打好基础。

➤ **Conagra的启发：**

- 1) 拓展子品牌，丰富产品矩阵，实现多消费场景覆盖，匹配细分市场。
- 2) 发展线上业务，同时与大型连锁商超合作，进一步开拓C端市场。

➤ **Tyson Foods的启发：**

- 1) 借助自身优势向上下游渗透，实现全产业链布局，提高企业毛利率。
- 2) 自建供应链，保障运输效率及安全性，有效控制成本并及时响应客户需求。

➤ **投资建议：**我国预制食品行业的发展与美国有一定的相似性，考虑宏观因素、社会习惯及基础设施情况，我国预制食品行业具备高速发展的潜力。未来，国内企业可在产品与品牌矩阵、消费场景与需求匹配、渠道拓展与客户开发、供应链构建与全产业链布局等方面发力，参考美国龙头企业发展路径，进一步提升企业竞争力。长期来看，我国预制食品行业在BC端均有发展潜力，市场前景广阔。当前行业处于群雄逐鹿阶段，大局未定，行业集中度低，在产品、客户及渠道、供应链等方面具备先发优势的企业更有机会突出重围。看好板块性机会，推荐安井食品、千味央厨，建议关注龙大美食、味知香、巴比食品。

➤ **风险提示：**1) 国别差异；2) 宏观经济波动影响；3) 消费复苏不及预期；4) 食品安全问题；5) 原材料波动影响；6) 行业竞争加剧风险。



目录 CONTENTS

- ① 美国预制食品行业概况：行业步入成熟期，竞争格局集中
- ② 中美对比：相似社会背景下，技术革新与消费习惯变化推动行业发展
- ③ 龙头企业对比：剖析美国头部企业，寻找长期发展方向
- ④ 投资建议及风险提示

1.1 发展历程：经历三阶段发展，美国预制食品行业已步入成熟期

20世纪50年代前：起步期

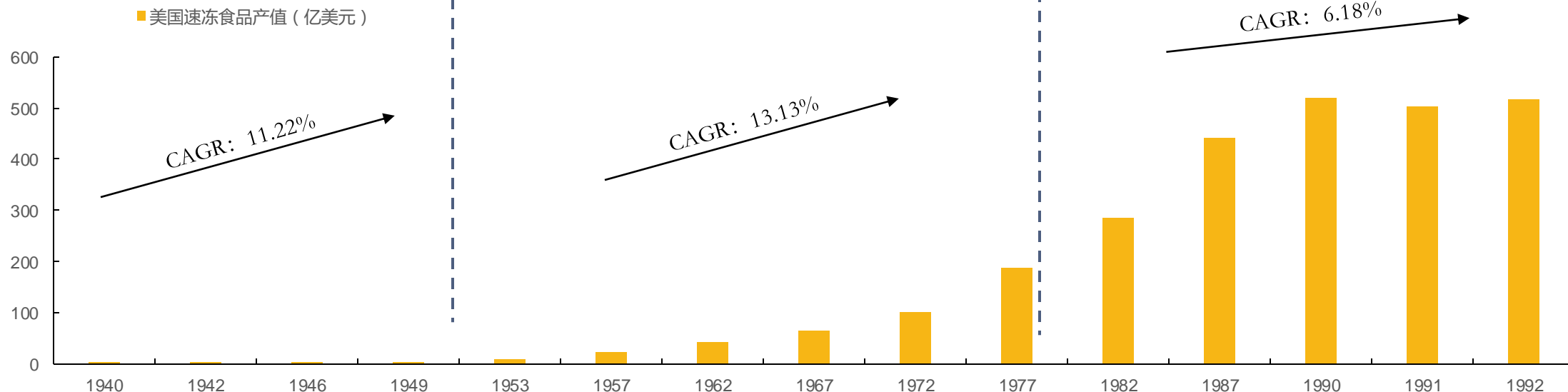
- **方法出现**：1916年，克拉伦斯·伯德赛Clarence Birdseye发现冷冻能够保鲜；
- **技术普及**：1920-1930年间，速冻机技术快速进步，速冻机以租赁方式普及至B端；
- **习惯养成**：1940-1950年间，第二次世界大战改变了人们的消费习惯，冷冻浓缩橙汁、速冻薯条、速冻披萨陆续出现。

20世纪50年代至80年代：成长期

- **概念革新**：速冻快餐TV dinners概念出现，开始为人们提供全套速冻晚餐；
- **宏观推动**：战后经济复苏，消费能力提升；婴儿潮时期人口已逐步成年，主力消费人均大幅增长；女性再就业掀起热潮，外出就餐与家庭便捷食品需求增加；
- **渠道发展**：连锁餐饮快速发展，麦当劳等企业对于速冻食品需求巨大；冷链运输技术进步，多方契机为行业迅速发展助力。

20世纪80年代至90年代：成熟期

- **行业成熟**：速冻食品技术趋于成熟、市场发展稳定，相关行业增速放缓；
- **宏观稳定**：经济发展减速，人口增长放缓，速冻食品需求趋于稳定，行业缺少新的契机，逐步进入慢速稳定增长的成熟期；
- **多样发展**：速冻食品在满足基础温饱需求后，逐渐向健康化、风味化、有机化等方面多样发展，并逐步从主食、小吃等拓展至蔬菜、水果等品类；
- **缓步渗透**：大B端渠道趋于饱和，逐步向C端渗透。



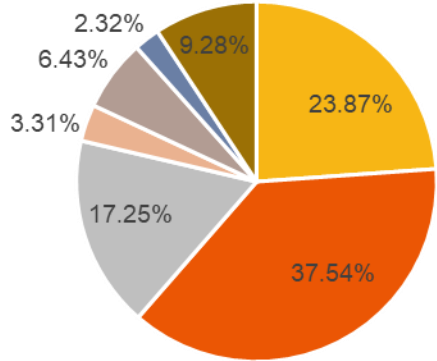
资料来源：《美国速冻食品发展近况》（郭予信，1995），美国农业部，iFind，平安证券研究所

1.2 发展概况：从起步到成长，品类逐步转型，渠道迅速拓宽

- **品类不断丰富，正餐需求逐步增长。** 早期美国速冻食品以果蔬品类为主，占总份额的61.41%；后续速冻食品品类逐渐丰富，速冻肉类、预制食品、果汁饮料等品类份额显著增长。速冻食品由原本战时生存需求进一步发展至覆盖正餐需求与日常休闲食品需求，更多地出现在各类场合。
- **渠道迅速打开，B端市场大幅推进。** 50年代初，美国速冻食品主要仍以C端为主，但随着麦当劳、肯德基、赛百味等大型连锁餐饮企业的快速扩展与高速发展，倒逼食材标准化，为速冻食品、预制菜的发展带来契机，各品类To B供给量得以迅速提升。此外，可支配收入的增长与妇女再就业热潮进一步促进了美国外食率的上升，也为B端渠道迅速打开提供了基础。

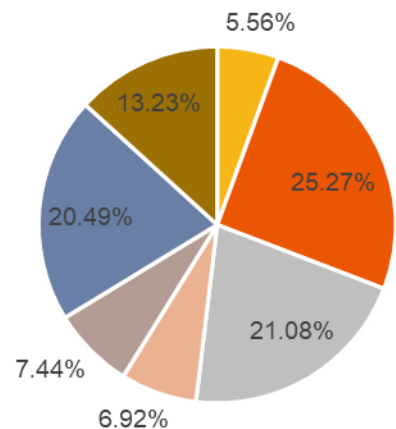
1940s美国速冻食品品类分布

水果 蔬菜 禽肉 畜肉
水产 预制产品 果汁饮料



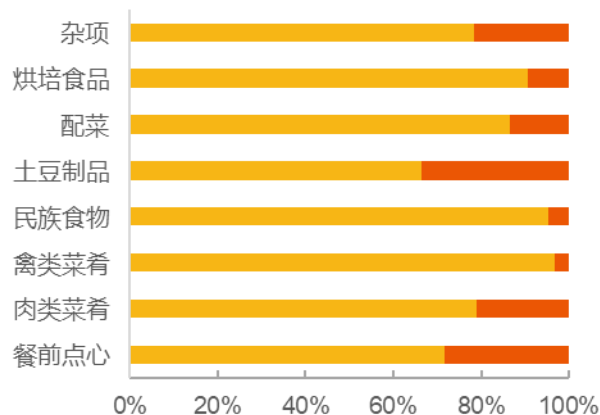
1960s美国速冻食品品类分布

水果 蔬菜 禽肉 畜肉
水产 预制产品 果汁饮料



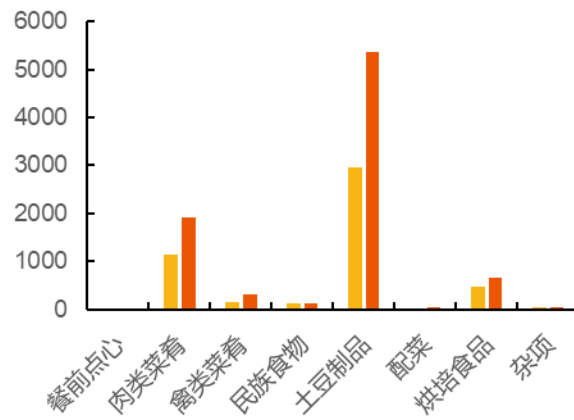
50年代美国速冻食品B端、C端对比

C端 B端



美国速冻食品To B端高速增长

1954 (万磅) 1955 (万磅)

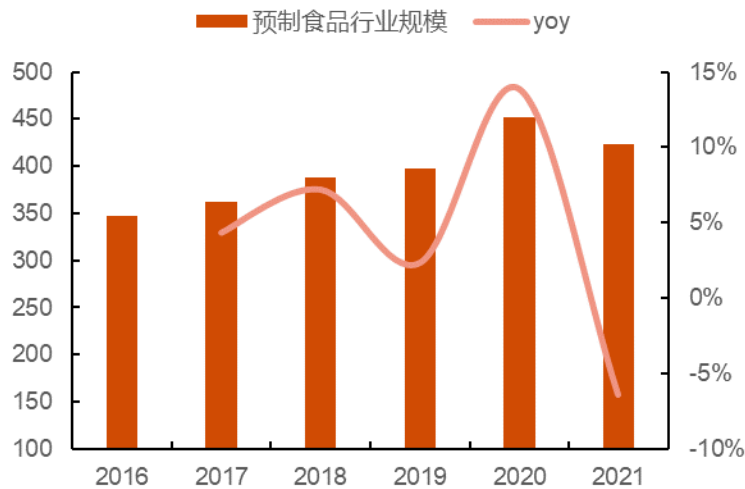


资料来源：《美国速冻食品发展近况》（郭予信，1995），美国农业部，Productions of frozen prepared foods，平安证券研究所

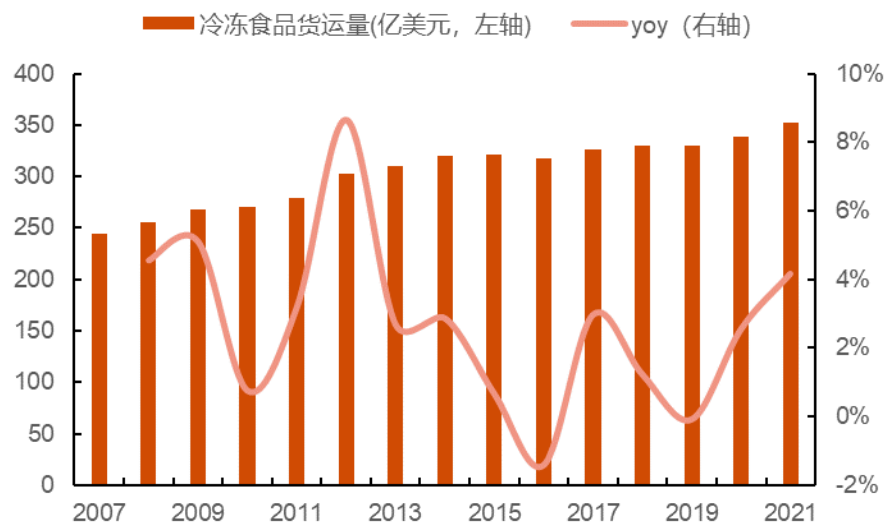
1.3 美国预制食品行业现状：市场规模大，品种多样化

- **美国预制食品市场规模大，行业收入稳定。**根据Euromonitor数据，截至2021年，美国预制食品行业市场规模达423亿美元，已经步入成熟发展期。2020年受疫情影响，居家场景增加，带动预制食品行业市场规模同比增速达13.85%，2021年增速又受到上年高基数影响而有所回落。而美国预制食品行业中结构仍以速冻食品为主，根据美国农业部数据，2021年美国速冻食品货运量为352.80亿美元，同比增长4.16%，增速相对稳定，主要是受人均需求饱和、总人口增速减缓等因素影响。
- **品类多样，满足消费者多元化需求。**美国预制食品种类多样，能满足消费者多元化需求。在美国速冻食品的诸多品类中，冷冻单人套餐、冰淇淋、冷冻披萨较受欢迎，2023年销售额分别为14.44/14.63/15.64亿美元。

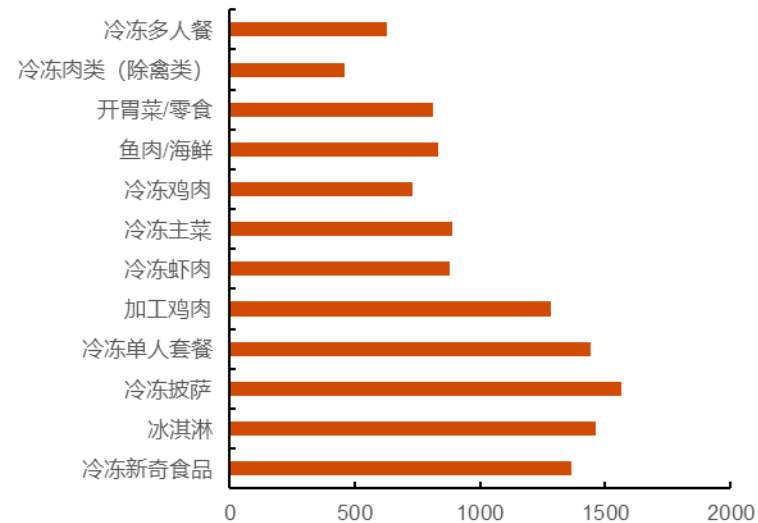
美国预制食品市场规模（亿美元）及增速



21世纪后美国速冻食品货运量



2023年美国速冻食品分品类销售额（百万美元）

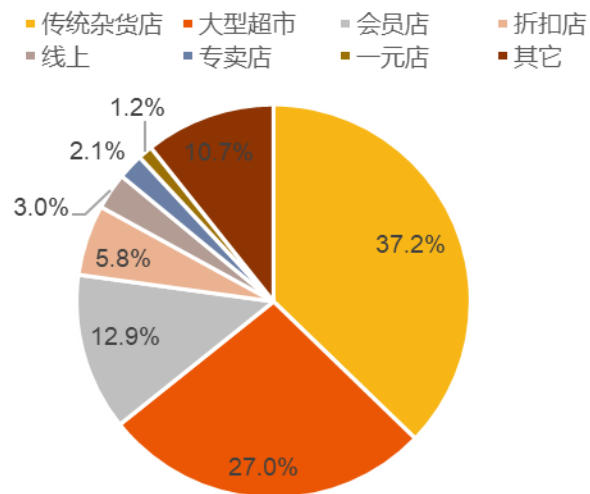


资料来源：Euromonitor，美国农业部，Statista，平安证券研究所

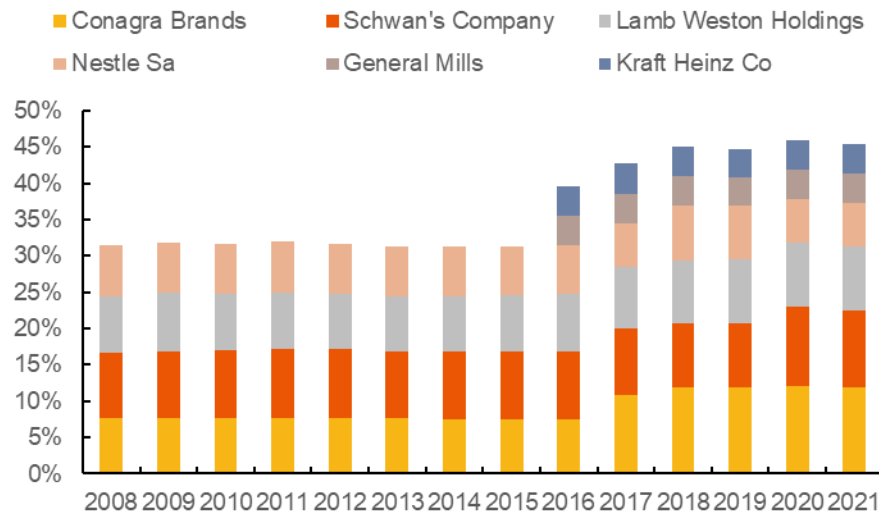
1.4 美国预制食品行业现状：BC端同步发展，竞争格局集中

- **BC端同步发展，渠道分布相对均衡。**根据AFFI数据统计，2023年美国速冻食品行业下游主要渠道占比前三的分别是传统杂货店（37.2%）、大型超市（27%）、会员店（12.9%），整体呈现多渠道同步发展的趋势。
- **行业竞争激烈，集中度较高。**根据IBIS数据统计，21世纪后美国速冻食品行业集中度较高，2021年美国速冻食品行业CR5为41.28%，Conagra、Schwan、Nestle等头部企业占有较高的市场份额。
- **消费习惯已培养，消费需求稳定。**21世纪后，美国消费者在速冻食品上的消费需求稳定，整体呈现稳步上升趋势。根据Statista，2021年美国消费者在速冻食品上的平均年支出已达159.09美元。

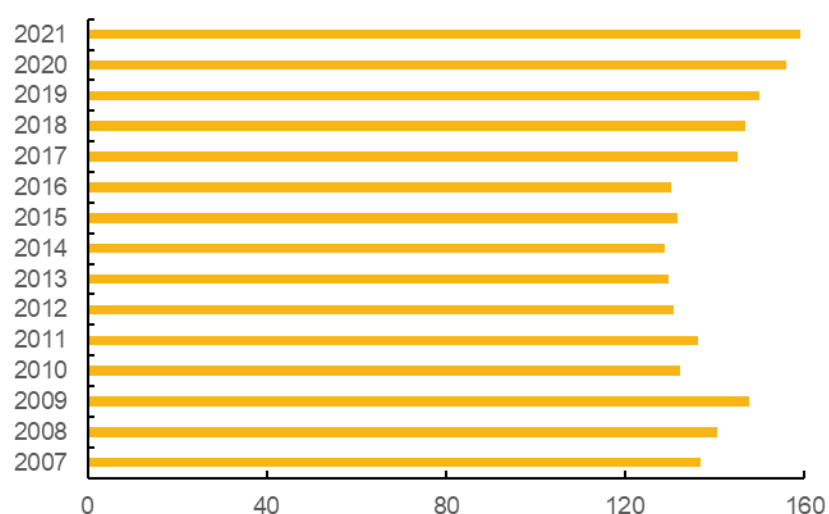
2023美国速冻食品渠道分布



2008-2021美国速冻食品竞争格局



消费者在速冻食品上的平均年支出(美元)



资料来源：美国农业部，IBIS，Statista，AFFI，平安证券研究所

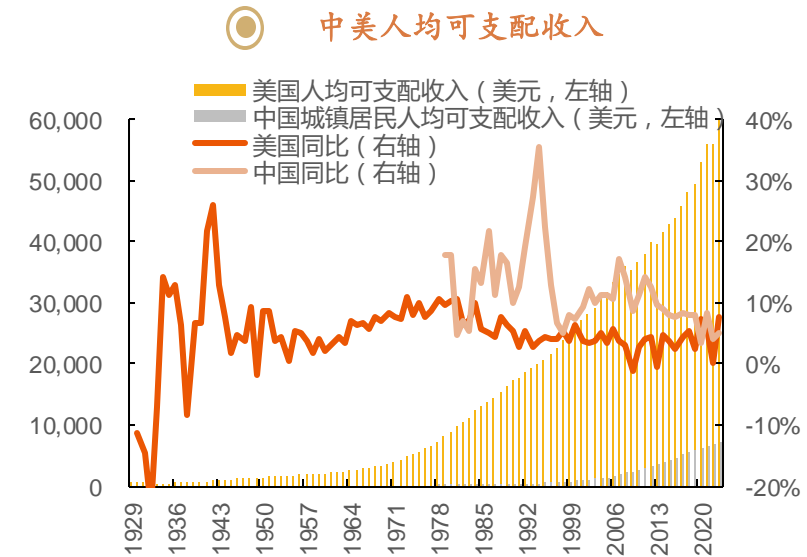
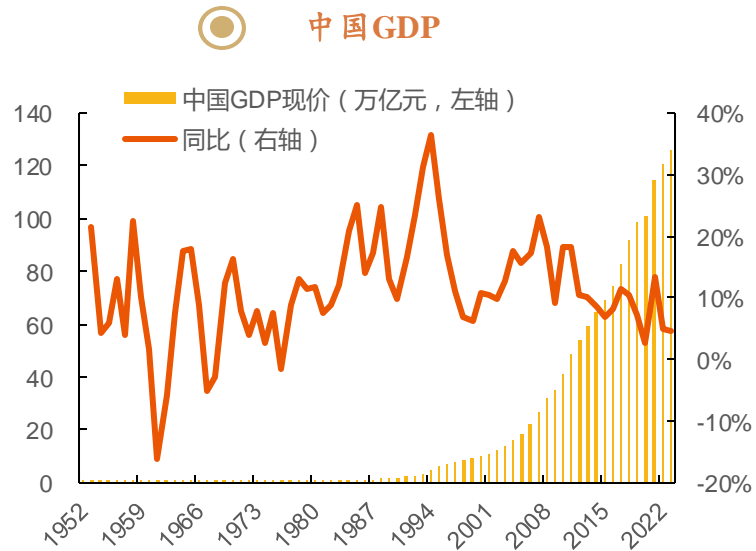
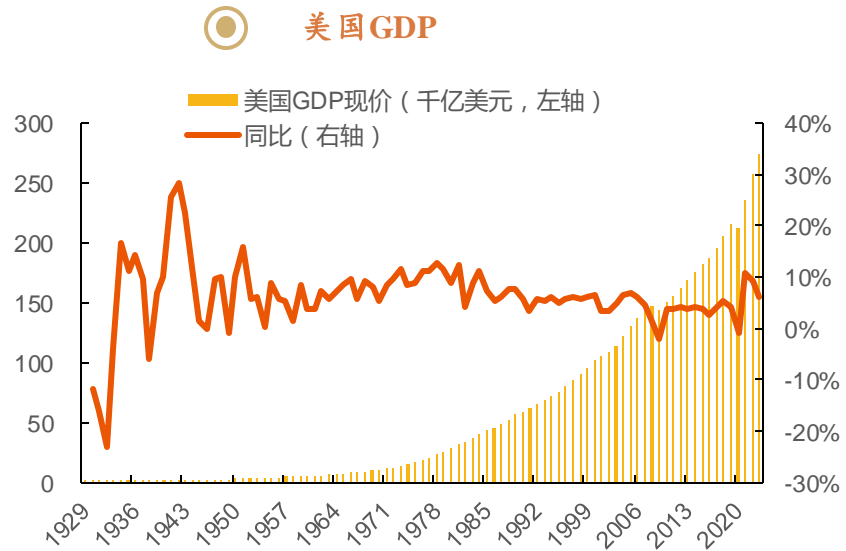


目录 CONTENTS

- ① 美国预制食品行业概况：行业步入成熟期，竞争格局集中
- ② 中美对比：相似社会背景下，技术革新与消费习惯变化推动行业发展
- ③ 龙头企业对比：剖析美国头部企业，寻找长期发展方向
- ④ 投资建议及风险提示

2.1 宏观驱动因素：经济发展与人均收入增长为行业发展奠定基础

- **经济稳步增长为预制食品行业奠定良好基础。** 预制食品行业的发展离不开经济基础，美国速冻食品行业处在1950-1980年的快速成长期时，美国GDP也保持了约为7.8%的CAGR，为速冻食品行业迅速发展奠定了良好的经济基础；相似的，我国GDP已经处于由高速增长到稳步增长的阶段，有足够的经济实力支撑预制食品行业的迅速发展。而由于我国预制食品行业起步较晚，刚刚从起步期迈入成长期，后续将经历由快速发展逐步进入稳步发展的阶段。
- **人均可支配收入增长为预制食品消费带来契机。** 美国速冻食品行业迅速发展离不开人均可支配收入的提高，我国人均可支配收入自21世纪以来变化与美国20世纪70年代至21世纪初的变化相似，整体约能保持5%以上的稳定增长。数额可观且稳步增长的人均可支配收入为大众消费预制食品提供了经济基础，为行业发展带来了契机。

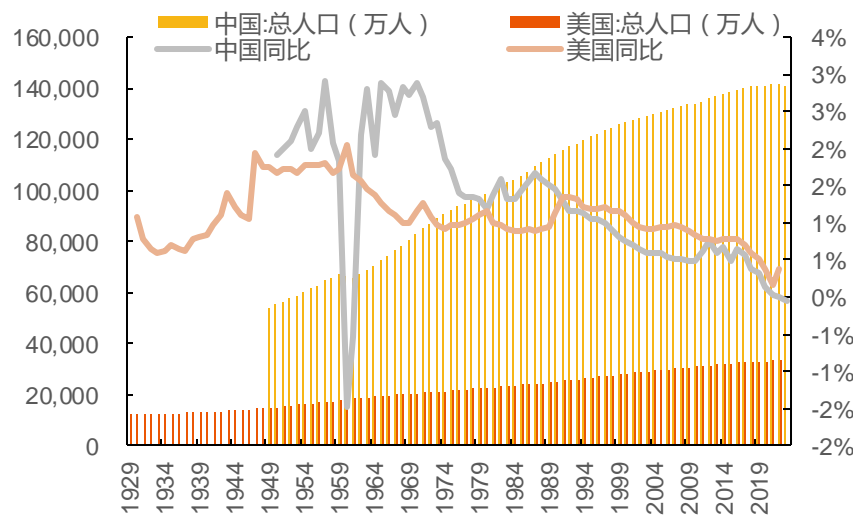


资料来源：iFinD，美国经济分析局，国家统计局，平安证券研究所

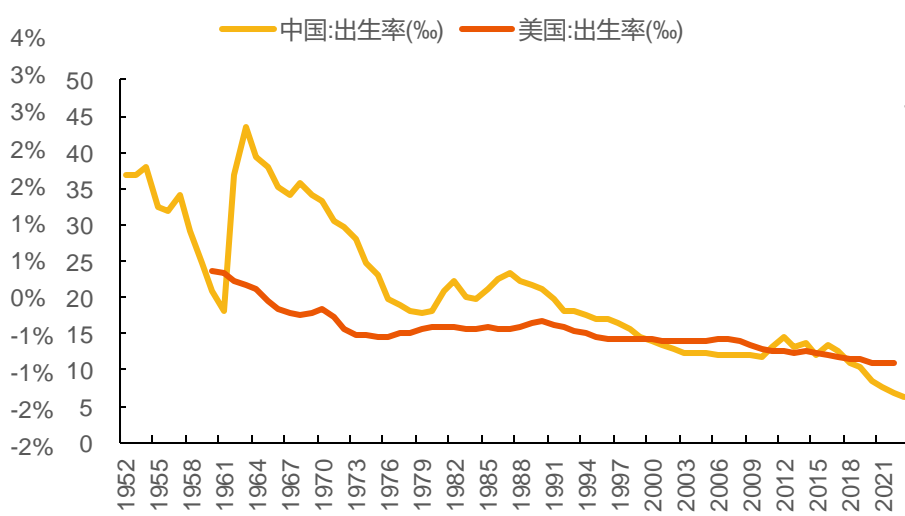
2.1 宏观驱动因素：人口总量与人口结构支撑预制食品消费需求

- **人口总量稳步提升，保障消费需求。** 二战后美国出生率维持在了较高的水平，20世纪60年代出生率一度维持在20‰附近，这使得后续人口总量呈现出快速增长，并最终实现稳步增长，为食品消费需求提供了人口保障。而反观我国，同样经历了人口由高速增长到稳步增长的阶段，且相比美国有着更为庞大的人口基数，能够为预制食品行业提供更广阔的发展空间。
- **劳动人口占比稳定，支撑消费需求增长。** 尽管后期人口总数增速放缓、出生率下降，但美国劳动人口占比始终稳定在60%水平之上，主力劳动及消费人群保持了较好的稳定性，为经济良好发展及预制食品消费需求提供了支撑。对比我国，当前也呈现出与美国相似的出生率放缓态势，但劳动人口比例有小幅优势。加之当前我国人均工作时长的普遍延长、居民生活消费水平的提高以及连锁餐饮对出餐效率的要求提高，同样使得我国能够成为预制菜行业发展的沃土。

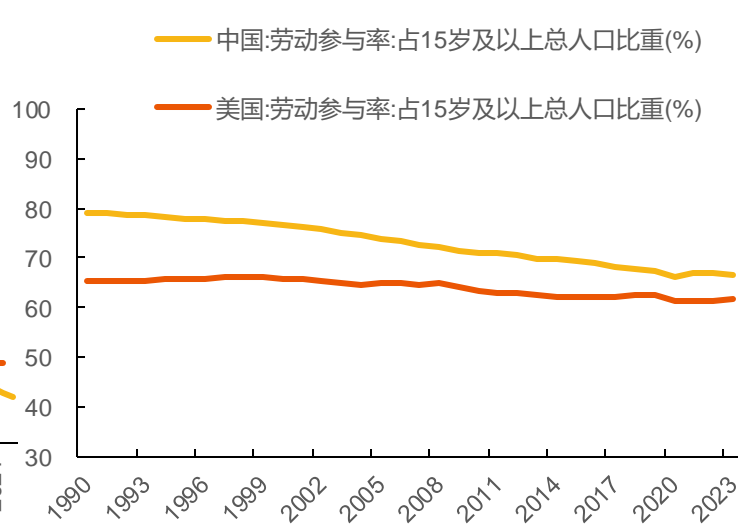
中美人口变化



中美出生率变化



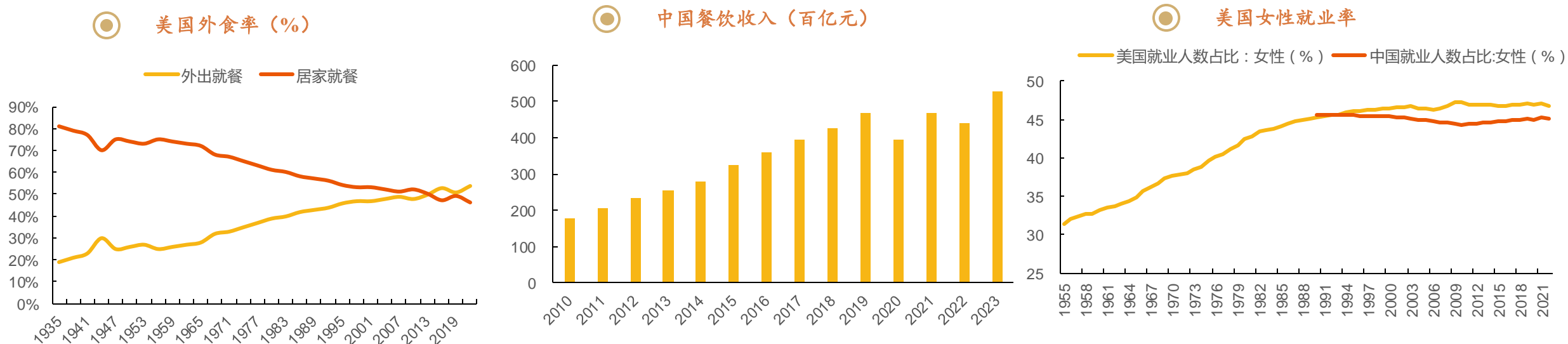
中美劳动人口



资料来源：iFinD，美国经济分析局，国家统计局，世界银行，平安证券研究所（注：1959年附近中国人口显著下跌是由于“迁移重报”与“死亡漏报”的调整。）

2.2 社会习惯变化： 外卖率与女性就业率提高， 创造行业发展空间

- **外出就餐偏好， 推动B端需求扩容。** 随着餐饮行业的发展及消费水平的提高， 美国外出就餐率逐年攀升， 并于近年超过50%， 为速冻食品行业提供发展契机。 同样的， 我国餐饮行业在未受到疫情影响前也保持稳步增长， 疫情后餐饮行业也正在逐步复苏。 而当前餐饮后厨无明火、 食材标准化、 出餐效率提升等趋势， 推动餐饮行业对预制食品的需求。 据国家统计局， 2023年我国社零中的餐饮收入已达5.29万亿元， 同时外卖率也在疫情开放后迅速增长， 餐饮业的蓬勃发展和外卖率的提高进一步推动B端餐饮企业对预制食品的需求， 从而带动预制食品行业B端的扩容。
- **女性就业率提高， 促进C端需求增长。** 美国女性就业率在二战后稳步上升， 后续维持在45%附近， 更少的空余时间一定程度上加大了家庭自制饮食的压力， 使得更多家庭倾向于外出就餐与购置速冻、 预制食品进行快速烹饪及出餐， 这同样促进了全社会对速冻及与预制食品的依赖。 而反观我国， 近年来女性就业率同样维持在45%附近， 提供了与美国相似的发展基础， 促使C端需求同步增长。

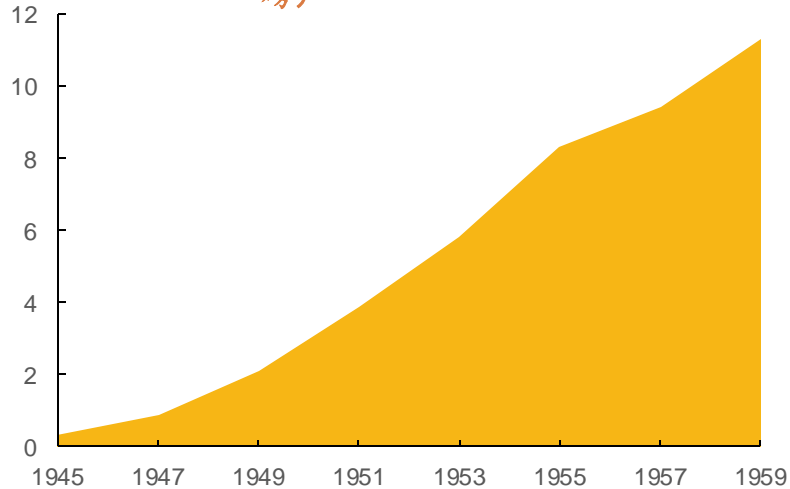


资料来源： iFinD， 国家统计局， 美国农业部， 美国经济分析局， 平安证券研究所

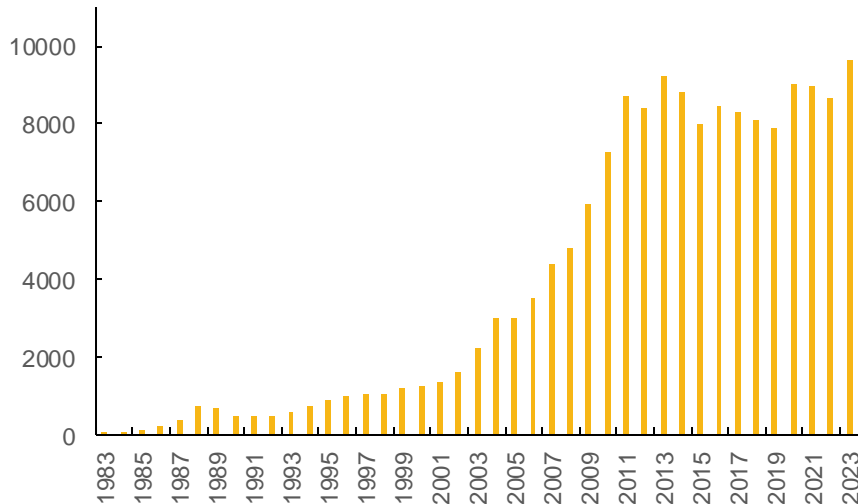
2.3 基础设施建设：冰箱、冷库的普及扩容，推动BC端共同发展

- **家用冰箱的普及，推动C端增长。**二战后，随着冷冻技术的成熟，美国冷库容量迅速提升，家用冰箱也迅速普及，20世纪50年代家用冰箱渗透率已接近90%，1959年美国家用冰箱容量已达11.3百万磅，70年代则近乎完全普及，家庭冷库容量的提升为冷冻食品深入C端奠定了良好的基础。当前，我国家用冰箱普及率早已超过95%，正不断向100%靠近，购买冰箱已逐渐由必须的购置需求转向更新换代的替换需求，而较高的冰箱普及率也为预制食品进入千家万户提供了良好的前提条件。
- **冷库容量的发展，助力B端扩容。**美国冷库容量经过多年发展，总容量与人均容量均达到世界领先水平，为速冻食品及预制菜的储存、冷链运输、供应连锁餐饮与大商超提供了良好的基础设施保障。而反观我国，冷库总容量2020年达到172.3百万立方米，已经反超美国，但人均冷库容量则不及美国的1/4，尚有进一步发展空间。但另一方面，我国高效率的物流体系也能在预制食品行业B端扩容上提供较大助力。

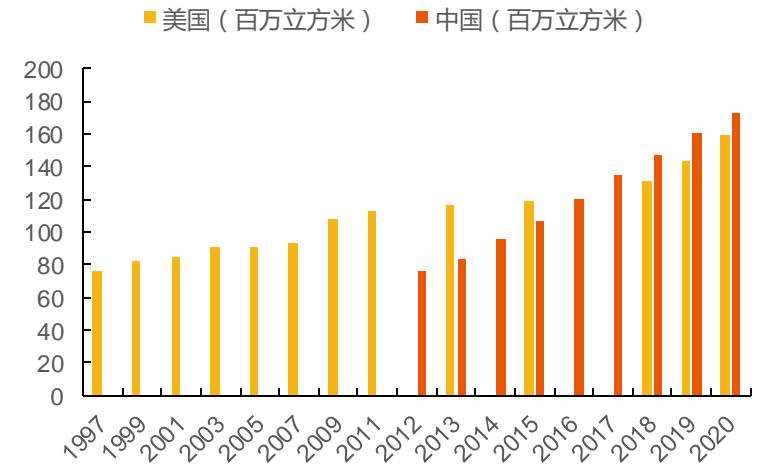
● 美国家用冰箱容量（百万磅）



● 中国:家用电冰箱产量（万台）



● 中美冷库容量（百万立方米）



资料来源：iFinD, GCCA, *Highlights and Trends of the Frozen Food Locker and Freezer Provisioning Industry*, 国家统计局, 平安证券研究所



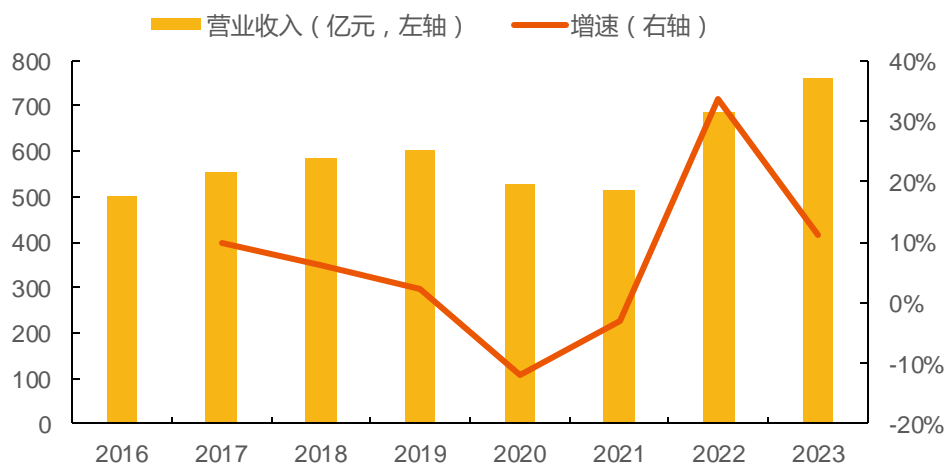
目录 CONTENTS

- ① 美国预制食品行业概况：行业步入成熟期，竞争格局集中
- ② 中美对比：相似社会背景下，技术革新与消费习惯变化推动行业发展
- ③ 龙头企业对比：剖析美国头部企业，寻找长期发展方向
- ④ 投资建议及风险提示

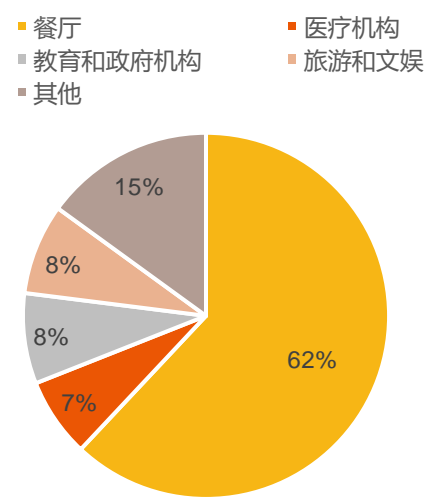
3.1 Sysco：深耕B端大客户，终成食品供应链龙头

- **食品供应链龙头，业绩表现稳定。** Sysco是全球最大的食品供应链企业，也是世界上最大的综合食品分销商，根据公司2023财报，公司实现营业收入763.25亿美元，净利润17.7亿美元。从市场竞争格局来看，根据Technomic数据，2021年公司在美国食品供应领域的市场份额为17%；根据IBIS数据，2022年Sysco在美国冻品批发市场的占比为7.3%，均占据行业龙头地位。
- **覆盖品类多样，主攻B端渠道。** 分渠道来看，Sysco主要为餐厅、医疗机构、教育和政府机构、旅游文娱等B端客户提供食品相关的产品及服务，其中餐厅客户最多，2023年占比约62%。分产品来看，Sysco涵盖生鲜、冷冻食品、乳制品、饮料、罐头干货、海鲜等品类，2023年罐头和干货的销售占比约19%，新鲜和冷冻肉类占比约18%，冷冻果蔬及烘焙占比约15%。

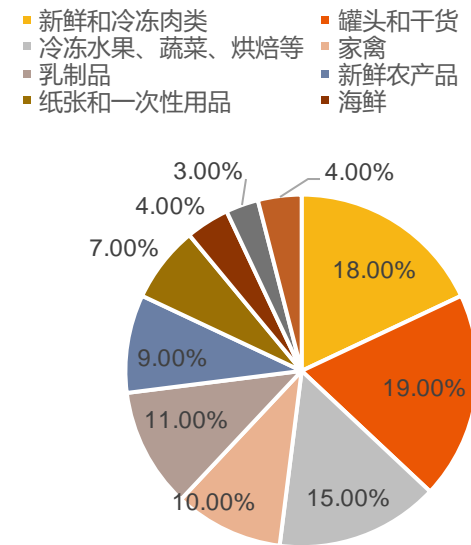
2016-2023年Sysco营业收入（亿美元）



2023年Sysco渠道分布



2023年Sysco产品分布



资料来源：iFinD，公司公告，平安证券研究所

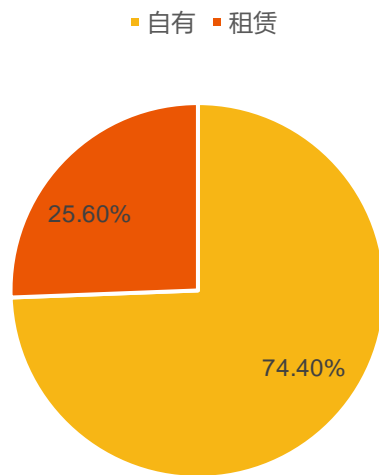
3.1 Sysco：深耕B端大客户，终成食品供应链龙头

- **多元化品牌体系，深耕B端大客户。**为满足B端客户多元化需求，Sysco建立多品牌矩阵，使产品线适应多场景，能为客户提供一站式解决方案，从而实现深耕B端大客户的目标。Sysco旗下共有13个自有品牌，涉及意大利、美式、墨西哥和亚洲菜系等各个主流菜系，也包含生鲜、烘焙、奶制品、海鲜等多品类，满足各种餐饮消费场景的食材需求。
- **自建供应链体系，实现提速增效。**为保障自身产品质量，Sysco采用中央直采为主，区域采购为辅的方式与各地上游供应商合作，使得公司能满足各地客户对产品地域性及新鲜度的需求。此外，Sysco自有的采购、仓储、加工、运输体系，极大程度上保障了食品安全及流转效率，实现企业的提速增效。根据公司2023财报，Sysco仓储设施的自有率为74.4%；公司还拥有近17000辆运输车，自有率约为89%，为其冷链运输提供保障。

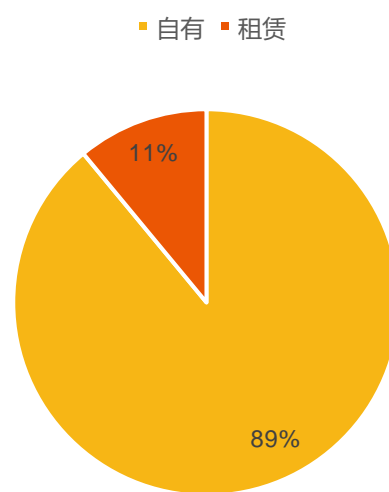
● Sysco多品牌矩阵



● 2023Sysco仓储分销中心自有率



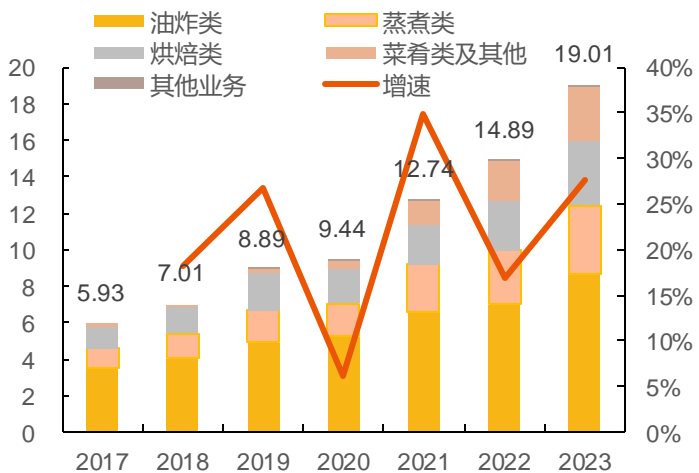
● 2023Sysco运输车自有率



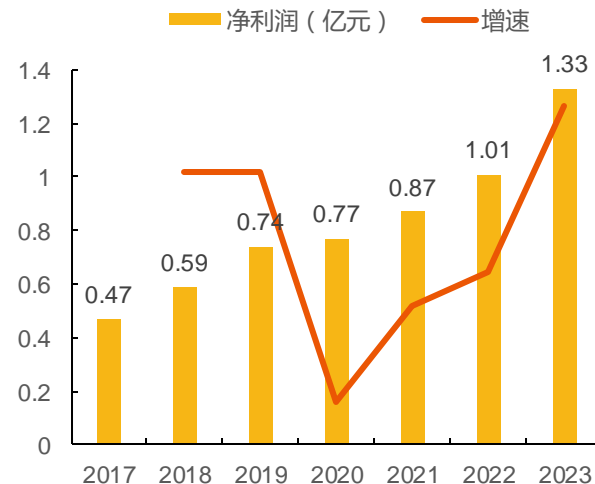
3.2 千味央厨：深度服务B端大客户，以定制和创新满足客户需求

- **致力于为餐饮企业提供解决方案，业绩表现亮眼。** 千味央厨主要为餐饮企业提供定制化、标准化的预制半成品，包括油炸类、烘焙类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类。公司作为速冻面米制品 B 端龙头，兼具确定性和成长性。2017-2023年公司业绩持续增长，营收由5.93亿元增至19.01亿元，CAGR为21.43%；净利润由0.47亿元增至1.33亿元，CAGR为18.93%。
- **持续创新满足B端需求，进一步完善供应链体系：** 与Sysco相似，公司主要采取To B商业模式，主要客户包括百盛、海底捞等企业。当前，公司已成为工业化油条细分领域龙头，市占率超30%，主打大单品战略，并以直营客户为基石，与头部连锁餐饮企业深度绑定。未来，千味央厨可参考Sysco路线，一方面，继续创新并创立多元化子品牌或进行收购，逐步拓宽自身覆盖品类，并持续为B端大客户定制产品；另一方面，进一步完善供应链，提高供应链效率及安全性并降低成本，为持续深耕B端客户打好基础。

千味央厨营业收入（亿元）及增速



千味央厨净利润（亿元）及增速



千味央厨代表性客户

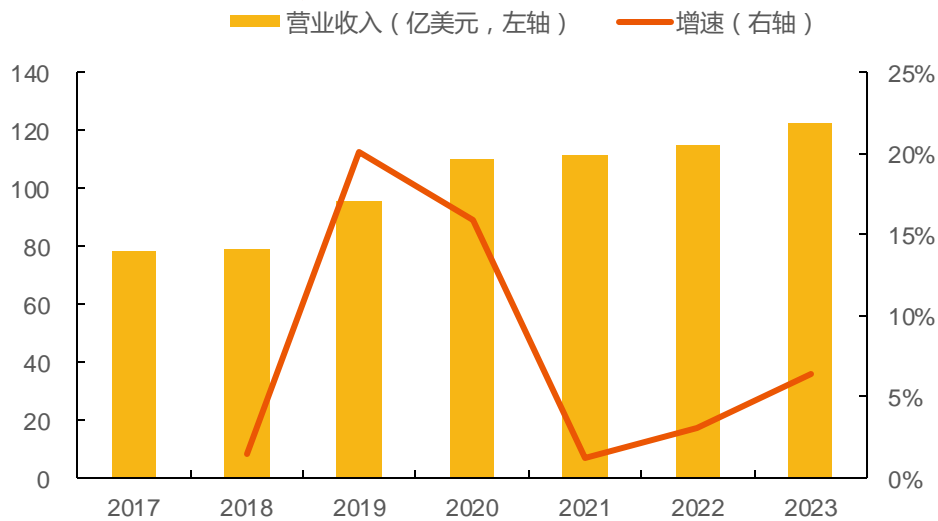


资料来源：iFinD，公司公告，平安证券研究所

3.3 Conagra: 多元化产品矩阵, 多渠道稳固C端市场

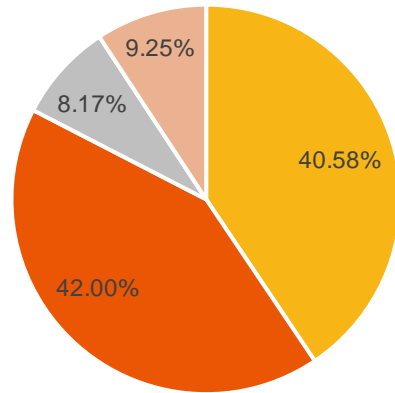
- **品牌食品龙头, 速冻食品市占率第一。** Conagra是北美领先的食品公司和第二大零售食品供给商。公司旗下有多个国际著名品牌与子公司, 涵盖杂货零食、冷藏冷冻、国际食品、餐饮服务四个业务板块。在2023财报中, 公司实现营业收入122.77亿美元, 净利润6.83亿美元, 其中冷藏冷冻和杂货零食业务收入占比较大, 分别为42%与40.58%, 且速冻食品在美国市占率第一, 多个子品牌市占率位于行业前列。
- **长期聚焦C端市场, 连锁商超渠道影响较大。** Conagra主要聚焦C端, 且C端收入占比逐年攀升。2017年公司在美国C端市场营收占比仅约75%, 而在2023年则上涨至82.57%, 其最大的客户沃尔玛占比约为28%。但随着沃尔玛等一众零售商逐渐发展壮大, 开始要求上游降低价格, 与沃尔玛等连锁商超深度绑定的Conagra也面临重要客户的流失与销售额大幅减少的风险, 可能会对其产品销售、财务状况和运营结果产生不利影响。

2017-2023 Conagra营业收入 (亿美元)



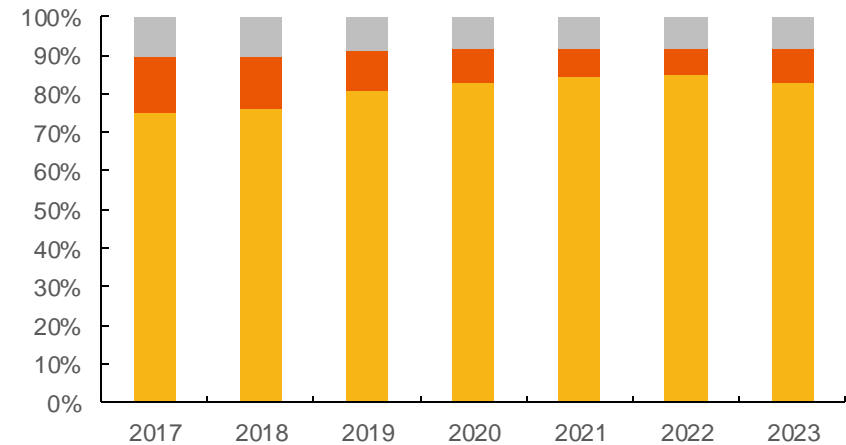
2023年 Conagra业务占比

杂货零食 | 冷藏冷冻 | 国际食品 | 餐饮服务



Conagra各渠道占比

美国C端 | 美国B端 | 国际市场



资料来源: iFinD, 公司公告, 平安证券研究所

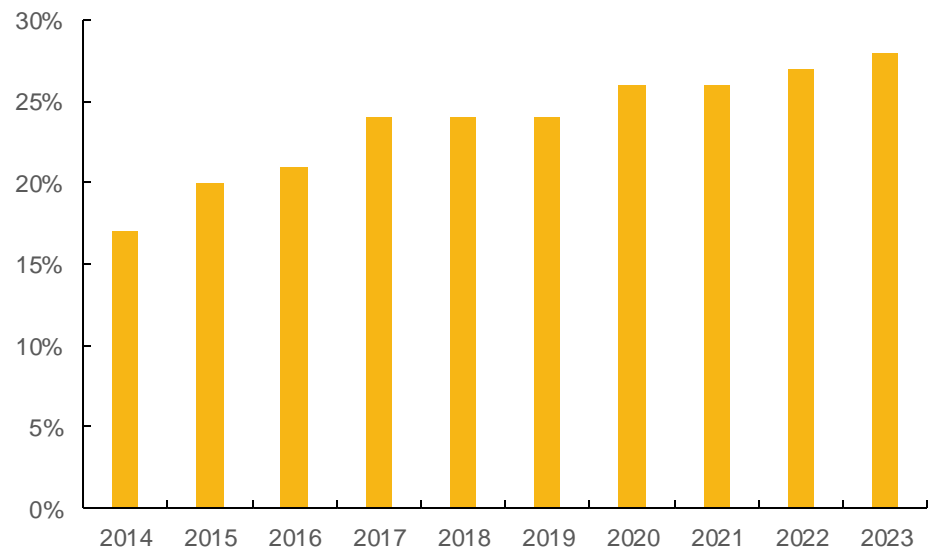
3.3 Conagra: 多元化产品矩阵, 多渠道稳固C端市场

- **多元产品矩阵, 持续推陈出新。** Conagra通过收购打造多元化品牌矩阵、产品矩阵, 涵盖早餐、午餐、晚餐、零食甜点, 实现全天候饮食需求的覆盖。公司还针对不同地区、不同口味需求、不同消费能力推出差异化产品, 以满足各个消费群体的需求, 强力渗透C端市场。此外, 公司还力推单人份产品, 进一步基于细分人群需求研发创新, 满足个性化需求。
- **C端渠道多元覆盖, 有序稳定拓展。** Conagra利用其丰富的产品品类, 不断加深与商超间的合作, 巩固传统C端商超存量, 如沃尔玛销售额占比逐年稳步增长, 从2018年的24%上涨至2023年的28%。同时公司稳步开拓线上零售增量市场, 利用自身品牌力及多元化产品矩阵抢占市场, 2023年线上零售额占比已超10%。

Conagra多元化品牌矩阵



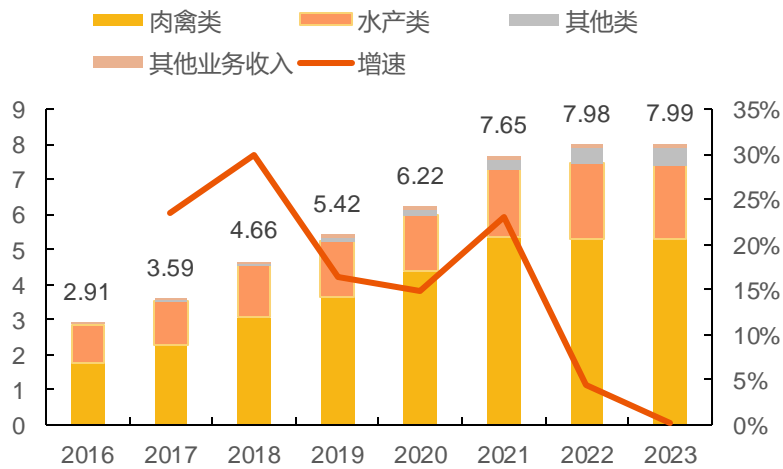
沃尔玛销售额占比



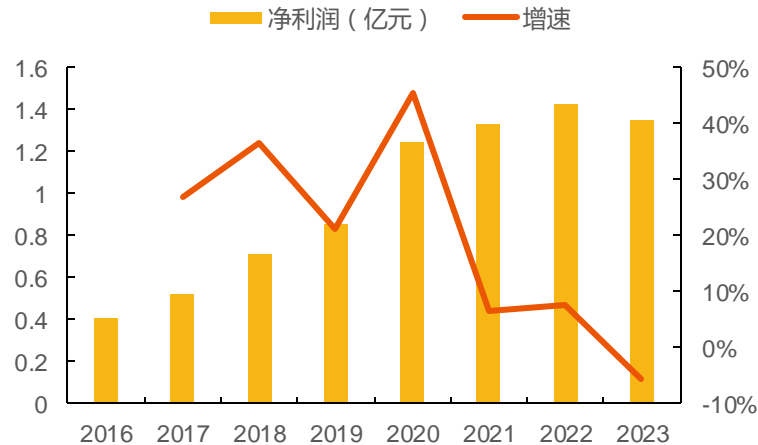
3.4 味知香：持续拓展品牌品类，多渠道推动C端发展

- **A股C端预制菜第一股，丰富的产品矩阵满足消费者需求。**味知香成立于2008年底，2021年上市成为首家A股C端预制菜企业，主要从事半成品菜的研发、生产和销售，拥有“味知香”和“饌玉”两大核心品牌，产品线覆盖牛肉类、羊肉类、猪肉类、家禽类、水产类、汤煲类、火锅类、素菜类，现有产品种类 300 余种。公司渠道以C端为主，2023年加盟/经销/批发渠道营收占比分别为54.35%/12.38%/27.09%。2016-2023年公司业绩持续增长，营收由2.91亿元增至7.99亿元，CAGR为15.52%；净利润由0.41亿元增至1.35亿元，CAGR为18.56%。
- **持续拓展品类，多渠道推动C端发展。**当前公司已有较为丰富的SKU种类与一定数量子品牌，能够支撑一定数额线下加盟店，满足消费者需求。但仍可模仿Conagra，利用收购等形式构建多元化品牌矩阵，以满足多元化、多口味需求，进一步匹配细分市场。同时，公司目前一方面采取加盟店形式进行线下扩张，通过大量门店培养消费者粘性 & 消费习惯；另一方面，也可参考Conagra与沃尔玛合作的模式，借大型连锁商超之手进一步开拓C端市场；此外，公司和Conagra相似，也在持续开拓线上零售业务，实现多渠道覆盖C端消费者。

味知香营业收入（亿元）及增速



味知香净利润（亿元）及增速



味知香部分预制菜产品

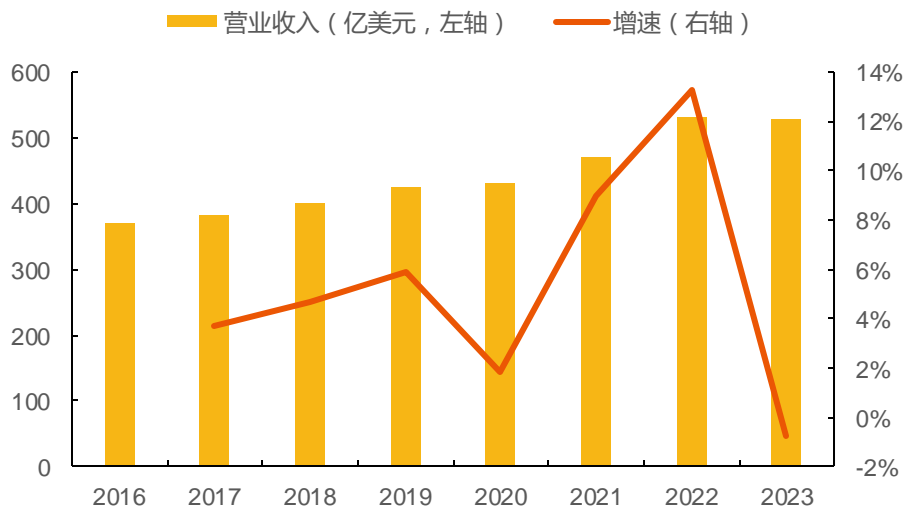


资料来源：iFinD，公司官网，平安证券研究所

3.5 Tyson Foods: 专注肉类蛋白，打造肉制品全产业链

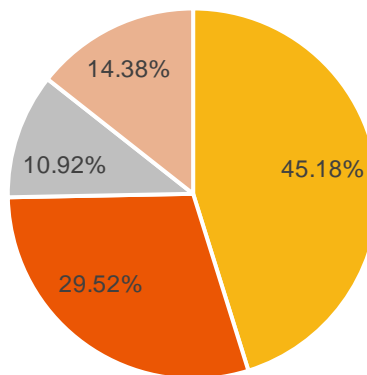
- **专注肉类蛋白，23年业绩受到宏观环境扰动。** Tyson Foods是全球肉类蛋白质头部供应商之一，主营业务包括鸡肉、牛肉、猪肉和肉类预制食品。美国约1/5的鸡肉、牛肉、猪肉、预制食品的供应来自Tyson Foods。2023年公司实现营业收入528.81亿美元，实现净利润-6.49亿美元，主要是受到美国经济衰退和高通胀的影响。
- **BC端兼顾，多渠道发展。** Tyson Foods销售渠道兼顾B端与C端，其中C端占比较大，主要与连锁超市及各类零售商合作，2023年中占比45.18%，最大客户沃尔玛约占18.6%，其余客户都不超过10%。而B端在2023年中占比则为40.44%，细分来看，B端餐饮客户占比29.52%，食品加工企业占比10.92%。

2016-2023 Tyson Foods 营业收入（亿美元）



2023 Tyson Foods 各渠道占比

■ C端零售客户 ■ B端餐饮客户 ■ B端食品加工客户 ■ 国际出口



Tyson Foods 合作客户

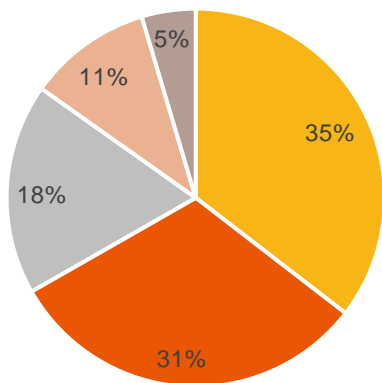


3.5 Tyson Foods: 专注肉类蛋白，打造肉制品全产业链

- **收购食品制造商，跨入食品加工赛道。** Tyson Foods早期专注生鲜冷冻肉类食品，近年来收购了Hillshire Brands等熟食加工公司，开启了肉类深加工与预制食品业务，涵盖意大利香肠、培根、午餐肉、热狗等产品，2023年牛肉、鸡肉、预制食品、猪肉收入分别占比35%、31%、18%、11%。
- **全产业链布局，建立高效供应链体系。** 上游原材料方面，Tyson Foods在美国多地自有养殖场，并与各地独立农户展开深度合作，有效保障原料质量、新鲜度并提高采购效率；中游方面，公司在各地建立冷库及工厂，2022年鸡肉工厂已达185家，保障食品的及时加工与保鲜；下游方面，Tyson Foods构建完备的供应链网络，有效提高物流效率，确保新鲜产品的及时交付，目前各品类周运力表现领先同行。整体而言，渗透全产业链使得公司具备了高效供应链体系，保障了企业能及时为客户提供所需产品。

2023 Tyson Foods 营业收入构成

■ 牛肉 ■ 鸡肉 ■ 预制食品 ■ 猪肉 ■ 其他



Tyson Foods 多品类产品



Tyson Foods 2022年产业链布局

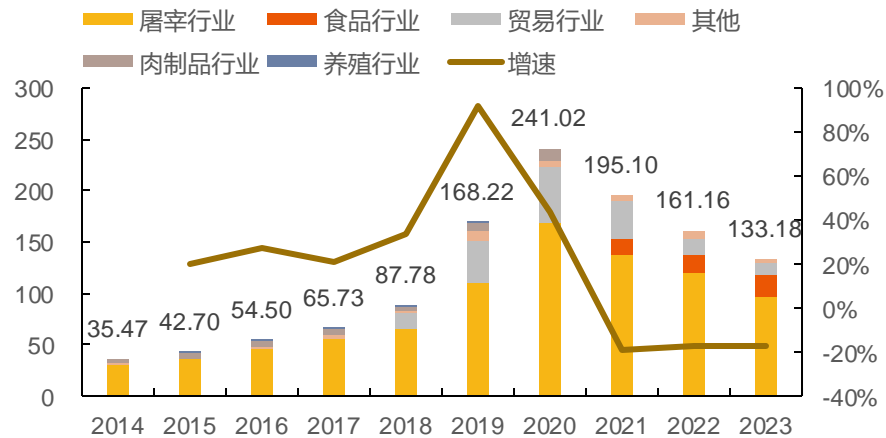
	周运力 (头)	工厂 (家)
牛肉	155,000	14
猪肉	471,000	7
鸡肉	47,000,000	185
预制食品	73,000,000	34

资料来源: iFinD, 公司公告, 平安证券研究所

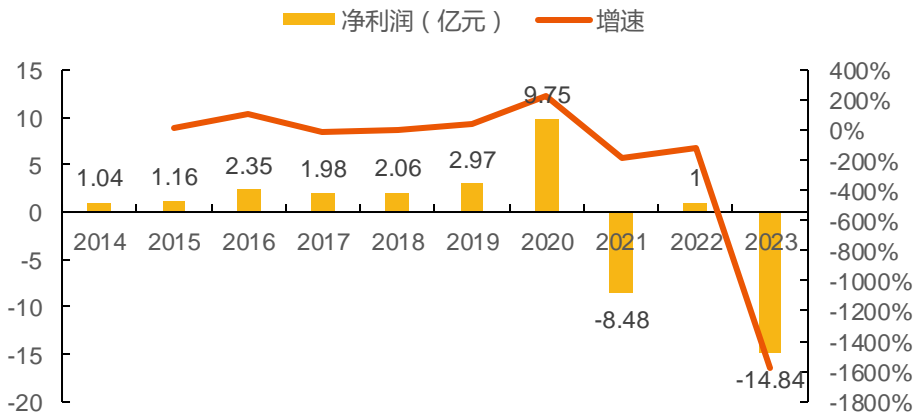
3.6 龙大美食：全产业链布局，发挥自身供应链优势

- **以屠宰业务为基石，发力预制菜。** 龙大美食前身成立于1996年，以生猪养殖和屠宰起家，2014年上市。2014-2020年，公司营收由35.47亿元增至241.02亿元，CAGR为37.63%，净利润由1.04亿元增至9.75亿元，CAGR为45.21%。受猪价波动影响，2021-2023年公司业绩承压。公司2021年提出“一体两翼”发展战略，即“以预制菜为核心的食品为主体，以养殖和屠宰为两翼支撑”，培育预制菜为第二增长曲线。
- **持续发挥供应链优势，同时进入BC端渠道。** 公司与Tyson Foods发展路线相似，利用自身在上游养殖屠宰业的优势，大力向下游食品加工业渗透，利用自身产业链一体化优势保障原材料的安全性及价格优势，实现产能有机调整和成本有效控制，持续提高企业毛利率。而在渠道方面，公司同样兼顾BC端，为海底捞、肯德基等家大型连锁餐饮企业提供定制化产品服务，并在多零售渠道持续推出符合消费者需求的各类产品，实现多渠道稳步发展。此外，龙大美食还可以进一步学习Tyson Foods的供应链体系，保障食品运输效率与安全性，并有效控制成本。

龙大美食营业收入（亿元）及增速



龙大美食净利润（亿元）及增速



龙大美食预制菜产品矩阵

预制食材	预制半成品
火锅类 骨肉类	速烹类 火锅类 丸子类
预制成品	酥肉类 肉排类
菜肴类 即食类	其他速冻调理类

资料来源：iFinD，公司官网，平安证券研究所



目录 CONTENTS

- ① 美国预制食品行业概况：行业步入成熟期，竞争格局集中
- ② 中美对比：相似社会背景下，技术革新与消费习惯变化推动行业发展
- ③ 龙头企业对比：剖析美国头部企业，寻找长期发展方向
- ④ 投资建议及风险提示

4.1 中美对比总结

		美国			中国			
宏观驱动因素	经济	速冻食品快速成长期，美国GDP增速维持在8%左右，人均可支配收入增速也约为5%，为行业发展带来经济支撑。			经历多年的高速发展，我国GDP已达126万亿元，人均可支配收入超3.92万元/人，有足够的经济实力支持预制食品行业的迅速发展。			
	人口	二战后高出生率推动美国速冻食品行业快速成长，美国总人口维持约1.5%的增长率，劳动人口占比约稳定在60%，为速冻食品消费需求提供了基础保障。			当前我国人口已超14亿，劳动人口比例约为70%，这保障了食品消费需求的基本盘，使得我国能够成为预制食品行业发展的沃土。			
社会习惯变化	外卖率和女性就业率	外卖率逐年攀升，已超50%；二战后约45%的女性就业率促进了美国人对速冻及与预制食品的依赖。			早餐外卖率已超44.1%，加上超45%的女性就业率，提高对速冻、预制食品的需求，实现预制食品行业扩容。			
基础设施建设	冷库和冰箱	家用冰箱1970年代普及率已达99%；冷库容量稳步增加，2020年已达1.6亿立方米，为速冻食品及预制食品的储存、冷链运输、供应连锁餐饮与大商超提供了良好的保障。			家用冰箱普及率正不断向100%靠近，C端早已具备储存和加工预制食品的基础设施条件；冷库总容量已经反超美国，达1.7亿立方米，为预制食品的长足发展提供基础设施保障。			
	Sysco	千味央厨		Conagra	味知香		Tyson Foods	龙大美食
渠道	B端为主	B端为主	渠道	C端为主	C端为主	渠道	BC兼顾	BC兼顾
优势	多品类覆盖 多系列匹配需求 自有供应链	主打大单品 大B连锁餐饮合作 细分行业龙头	优势	深度绑定大商超 全天饮食需求覆盖 线上下多渠道拓展	线下加盟店 多元产品矩阵	优势	BC端多方合作 全产业链布局	掌握原材料端 供应链渠道优势
启发	1) 多品牌、多产品、多系列覆盖，为B端大客户提供定制化产品。 2) 提高供应链效率及安全性，降低成本，为持续深耕B端客户打好基础。		启发	1) 拓展子品牌，丰富产品矩阵，实现多消费场景覆盖，匹配细分市场。 2) 发展线上业务，同时与大型连锁商超合作，进一步开拓C端市场。		启发	1) 借助自身优势向上下游渗透，实现全产业链布局，提高企业毛利率。 2) 自建供应链，保障运输效率及安全性，有效控制成本并及时响应客户需求。	

资料来源：美国经济分析局，国家统计局，iFinD，GCCA，美国农业部，平安证券研究所

4.2 投资建议

- **投资建议：**我国预制食品行业的发展与美国有一定的相似性，考虑宏观因素、社会习惯及基础设施情况，我国预制食品行业具备高速发展的潜力。未来，国内企业可在产品与品牌矩阵、消费场景与需求匹配、渠道拓展与客户开发、供应链构建与全产业链布局等方面发力，参考美国龙头企业发展路径，进一步提升企业竞争力。长期来看，我国预制食品行业在BC端均有发展潜力，市场前景广阔。当前行业处于群雄逐鹿阶段，大局未定，行业集中度低，在产品、客户及渠道、供应链等方面具备先发优势的企业更有机会突出重围。看好板块性机会，推荐安井食品、千味央厨，建议关注龙大美食、味知香、巴比食品。

重点公司盈利预测

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE(倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603345.SH	安井食品	73.86	5.04	5.75	6.83	14.7	12.8	10.8	推荐
001215.SZ	千味央厨	29.67	1.35	1.78	2.32	22.0	16.6	12.8	推荐
002726.SZ	龙大美食	6.56	-1.43	0.10	0.20	-4.6	64.0	33.5	/
605089.SH	味知香	21.50	0.98	0.91	1.03	21.9	23.7	20.9	/
605338.SH	巴比食品	13.78	0.85	0.97	1.12	16.1	14.2	12.3	/

资料来源：iFinD，平安证券研究所（注：未评级者使用iFinD一致预期，收盘价数据为2024/7/1）

4.3 风险提示

- 1) **国别差异**：海外与国内经济环境、饮食习惯存在差异，发展路径不尽相同；
- 2) **宏观经济波动影响**：预制菜行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 3) **消费复苏不及预期**：宏观经济增速放缓下，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；
- 4) **食品安全问题**：食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 5) **原材料波动影响**：食品行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 6) **行业竞争加剧风险**：竞争格局恶化会一定程度上影响食品行业的价格体系，对行业造成不良影响。

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。