

洞悉本质，错位竞争

——安井食品(603345)首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 安井食品：速冻火锅料龙一

1) 安井食品成立于2001年，2017年在上交所主板上市，主营速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴制品的生产和销售，其速冻火锅料市场份额居行业首位；2018年以来，积极切入预制菜领域，打造第二增长极。2021年，公司实现营业总收入92.72亿元(+33.12%)，归母净利润6.82亿元(+13.00%)。2) 公司实控人为章高路先生，通过国力民生控制公司27%股份(截至23/3/14)。

● 火锅料制品持续高端化，速冻面米错位竞争

1) 火锅料制品高端化，C端加速渗透。公司速冻火锅料由流通渠道起步，小B端基础良好，随着家庭消费频次增加，公司推出小包装产品抢占C端消费者心智。公司持续推进产品结构升级，面向BC端分别推出三大丸、锁鲜装。以鱼豆腐为例，锁鲜装终端单价折合约74元/kg，远高于大包基础款的15元/kg。2) 面米制品依托发面制品形成错位竞争。在份额上，安井的面米制品并非最高，但与传统速冻面米制品企业以汤圆、水饺等主食类为主的产品结构不同，安井主打烧麦、手抓饼、奶白馒头、红糖发糕等发面制品，这类产品渗透率相对较低，产品创新上也更有空间。

● 预制菜业务打造第二增长极

1) “自产+贴牌+并购”，预制菜业务初见规模。公司“安井小厨”聚焦B端自研自产小酥肉等调理类菜肴，“冻品先生”以轻资产模式整合上游优质资源，面向C端、兼顾B端，并购新宏业、新柳伍切入小龙虾菜肴和上游鱼糜原料。22Q1-3，公司速冻菜肴制品实现营收21.08亿元(+129.57%)。2) 公司作为速冻食品龙头，切入预制菜领域主要有如下优势：a) 完善的销售和营销网络，帮助预制菜产品前期快速起量、打开市场；b) 在速冻食品领域，公司建立了行之有效的新品推广方式和成熟的推广经验，帮助预制菜产品更好地导入市场；c) 公司掌控大量、稳定的冷链资源，现有冷链物流资源分配格局难以打破、配套设备和终端冰柜初始投入大，为公司构筑较高冷链物流壁垒。

● 渠道、产品策略灵活，快速响应市场需求

1) 大单品战略聚焦，“销地产”提高响应。公司通过大单品战略聚焦资源，定位“高质中高价”提升产品性价比，带动销售规模扩大和份额提升；通过“销地产”“产地研”的生产研发模式，保障迅速响应市场，推新速度行业领先。公司目前拥有十二大生产基地，设计产能75.28万吨，且预计产能持续扩张。2) 渠道策略灵活，BC兼顾，全渠发力。公司管理团队对市场变化反应及时，总能根据市场需求及时调整渠道策略，2019年由原有的“餐饮流通为主，商超电商为辅”调整为“BC兼顾，双轮驱动”，2021年又调整为“BC兼顾，全渠发力”。公司将销售模式划分为经销、商超、特通直营、电商和新零售五大类，对经销商贴身支持，覆盖多家大型连锁商超卖场，与大润发、永辉、海底捞、锅圈食汇等建立长期合作关系，抢滩线上自营、抖音、快手、叮咚买菜等电商和新零售渠道。

● 投资建议

公司是速冻火锅料龙一，产品力及品牌力遥遥领先，布局并发力预制菜业务，打造第二增长极。我们预计公司2022/2023/2024年归母净利润为10.65/13.72/17.11亿元，增速56.16%/28.74%/24.75%，对应4月18日PE 42/33/26倍(市值451亿元)，给予“买入”评级。

● 风险提示

食品安全风险、原材料价格上涨风险、政策调整风险。

附表：盈利预测

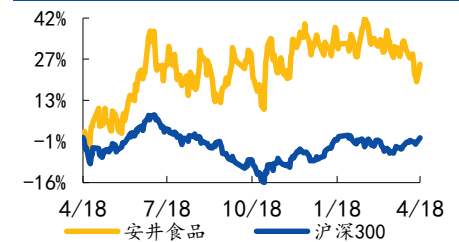
财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6965.11	9272.20	12166.09	15464.59	18970.59
收入同比(%)	32.25	33.12	31.21	27.11	22.67
归母净利润(百万元)	603.80	682.30	1065.49	1371.68	1711.12
归母净利润同比(%)	61.73	13.00	56.16	28.74	24.75
ROE(%)	16.39	13.45	9.14	10.72	12.11
每股收益(元)	2.06	2.33	3.63	4.68	5.83
市盈率(P/E)	74.66	66.07	42.31	32.86	26.34

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52周最高/最低价(元): 173.35 / 112.49
A股流通股(百万股): 293.29
A股总股本(百万股): 293.29
流通市值(百万元): 45076.39
总市值(百万元): 45076.39

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188-1930
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆
执业证书编号 S0020522110001
电话 021-51097188
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

目录

1.二十年耕耘，成就速冻火锅料龙一.....	5
1.1 安井食品：速冻火锅料龙一，发力预制菜赛道.....	5
1.2 收入、业绩稳健成长，21年各品类、各区域均实现高增.....	6
1.3 股权激励激发组织活力.....	8
2.速冻食品集中度提升空间大，预制菜行业大有可为.....	9
2.1 速冻面米、火锅料为速冻食品前两大品类，空间、格局持续优化.....	9
2.2 预制菜：空间广阔，大有可为.....	12
3.产能持续扩张，预制菜打造第二增长曲线.....	13
3.1 十二大生产基地优势凸显，产能持续扩张.....	13
3.2 预制菜B、C兼顾，第二增长曲线初见规模.....	15
4.主品牌产品结构高端化，全渠道竞争力强劲.....	18
4.1 安井主品牌：火锅料持续高端化，上游及冷链掌控力强.....	18
4.1.1 火锅料持续高端化，面米制品错位竞争.....	18
4.1.2 鱼糜、肉类为主要原材料，布局上游稳定原料供应.....	22
4.1.3 公司成功构筑冷链壁垒.....	25
4.2 重视品牌建设，多渠道宣传品牌文化.....	25
4.3 BC兼顾、全渠发力.....	27
4.3.1 经销商渠道是公司最主要渠道.....	27
4.3.2 灵活响应市场，适时调整渠道策略.....	28
4.3.3 经销模式贴身支持，直营渠道开发加速.....	29
4.4 管理团队稳定，经验丰富.....	31
5.盈利预测及投资建议.....	31
5.1 盈利预测.....	31
5.2 投资建议.....	33
6.风险提示.....	33

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构图（截至 2023/3/14）.....	6
图 3：公司营业总收入及增速.....	6
图 4：公司归母净利润及增速.....	6
图 5：公司毛利率及净利率.....	7
图 6：公司销售、管理、研发、财务费用率情况.....	7
图 7：公司分产品收入结构.....	8
图 8：公司分地区收入结构.....	8
图 9：股权激励计划目标及完成情况.....	9
图 10：我国速冻食品行业市场规模.....	10
图 11：各国速冻食品人均消费量（2019年）.....	10

图 12: 中国冷链物流市场规模	10
图 13: 中国冷库总容量及冷藏车保有量	10
图 14: 速冻食品行业细分品类构成 (%)	11
图 17: 我国速冻面米制品市场规模	11
图 18: 我国速冻火锅料制品市场规模	11
图 15: 速冻火锅料市场格局 (2021 年)	12
图 16: 我国预制菜行业市场规模	12
图 17: 公司设计产能及产能利用率	14
图 18: 公司实际产量	14
图 19: 冻品先生代表产品图	16
图 20: 安井小厨代表产品图	16
图 21: 安井小龙虾制品产品图	17
图 22: 公司速冻菜肴制品收入及增速	18
图 23: 公司锁鲜装产品图	20
图 24: 公司当前主推新品	22
图 25: 鱼糜采购金额及单价变化	24
图 26: 鸡肉采购金额及单价变化	24
图 27: 猪肉采购金额及单价	25
图 28: 品牌荣誉图	26
图 29: 安井中秋活动	26
图 30: 安井双十一抖音营销	26
图 31: 公司广告宣传费用	27
图 32: 公司分渠道收入占比变化情况	27
图 33: 公司经销商数量	28
图 34: 安井食品渠道策略变化	29
图 35: 公司部分主要商超客户	30
图 36: 公司特通直营渠道收入及增速	30
表 1: 公司股权激励计划授予情况 (2019 年 11 月)	9
表 2: 预制菜行业几类主要玩家情况梳理	13
表 3: 公司近年自有资金扩建、技改项目一览	14
表 4: 公司近年自有资金扩建、技改项目一览	15
表 5: 冻品先生产品矩阵	15
表 6: 安井小厨产品矩阵	16
表 7: 安井主品牌速冻火锅料制品产品矩阵	19
表 8: 安井主品牌速冻面米制品产品矩阵	21
表 9: 公司持续推出新品	22
表 10: 公司各类产品直接材料成本占其营业成本的比重 (%)	23
表 11: 原材料价格变动对各业务毛利率影响敏感性分析	23
表 12: 公司物流运输效率	25
表 13: 公司对经销商“贴身支持”的四个表现	30

表 14: 公司董事会及高管情况	31
表 15: 安井食品盈利预测拆分	32
表 16: 可比公司估值情况	33

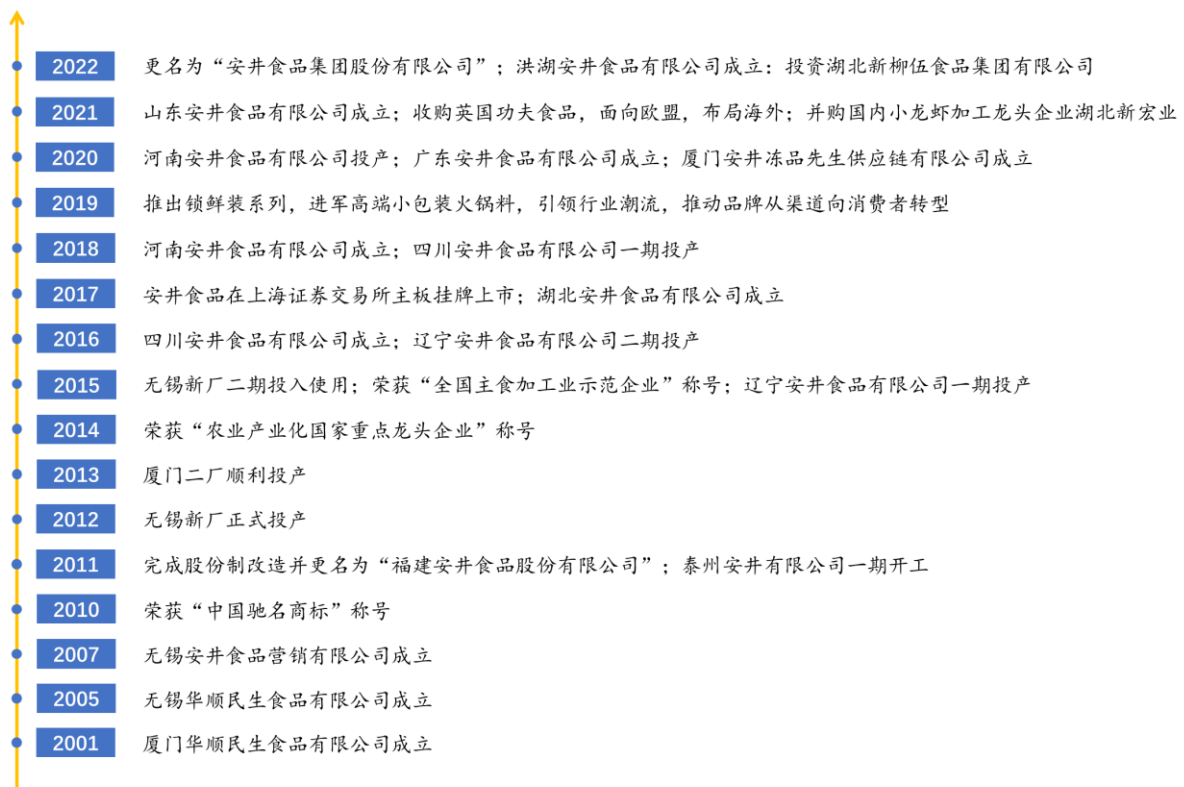
1.二十年耕耘，成就速冻火锅料龙一

1.1 安井食品：速冻火锅料龙一，发力预制菜赛道

速冻食品行业先行者，产能、品质领先。安井食品集团股份有限公司成立于2001年12月，其前身为厦门华顺民生食品有限公司，主要从事速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售。公司目前在厦门、江苏、湖北、广东、山东等地布局12大生产基地，产能、技术、产品品质行业领先。2017年，公司在上交所主板挂牌上市。

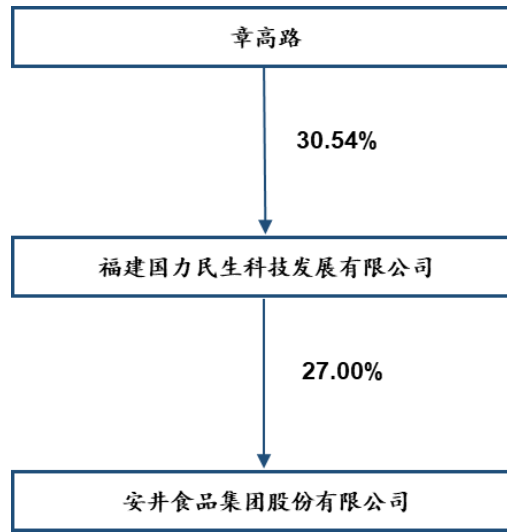
速冻火锅料龙一，打造预制菜第二增长曲线。经过二十多年发展，公司已成长为速冻食品行业领先企业。公司速冻火锅料市占率居该细分行业首位，在速冻面米制品领域凭借种类丰富的发面制品构建了差异化的竞争优势，上市后业务版图逐渐向预制菜领域延伸，陆续推出了“冻品先生”“安井小厨”两个预制菜子品牌，收购新宏业、新柳伍切入速冻小龙虾菜肴业务。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

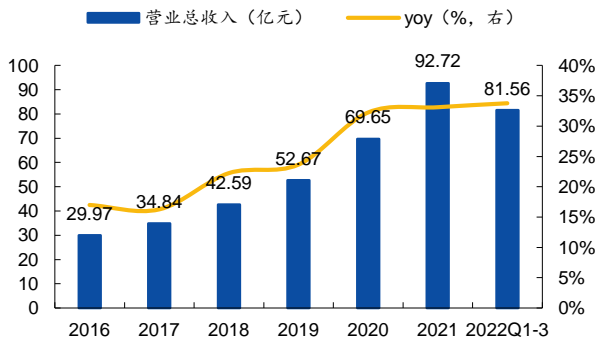
公司实控人为章高路先生，股权结构稳定。公司实际控制人为章高路先生，截至2023/3/14，通过国力民生控制公司27.00%的股份，股权结构稳定。

图 2：公司股权结构图（截至 2023/3/14）


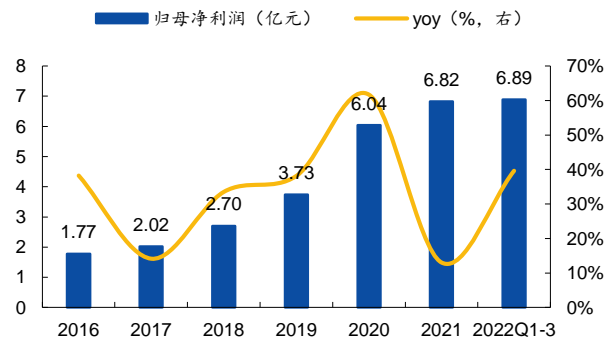
资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

1.2 收入、业绩稳健成长，21 年各品类、各区域均实现高增

公司营收、归母净利润稳健增长。2021 年，公司实现总营收 92.72 亿元(+33.12%)，2016-2021 年 CAGR 为 25.35%，实现归母净利润 6.82 亿元(+13.00%)，2016-2021 年 CAGR 为 30.92%，2016 年以来收入、业绩持续稳健增长。2022Q1-3 公司实现总营收 81.56 亿元(+33.78%)，归母净利润 6.89 亿元(+39.62%)。

图 3：公司营业总收入及增速


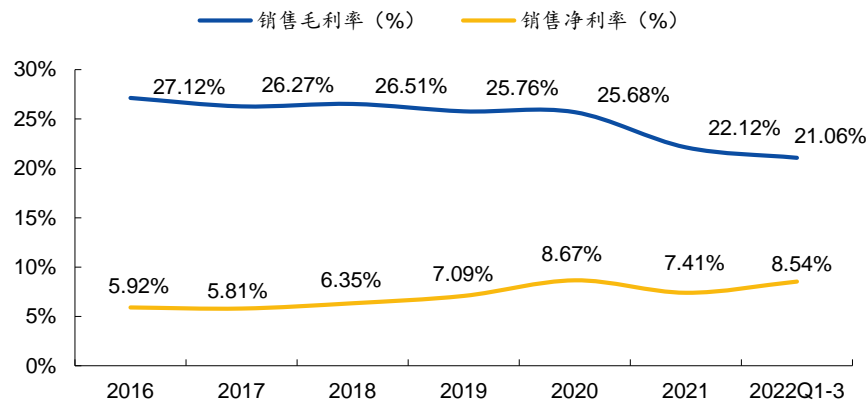
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 4：公司归母净利润及增速


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

21 年公司毛利率及净利率暂时小幅承压。2021 年，公司销售净利率为 7.41% (-1.26pct)，其下降主要是受到毛利率下滑影响，2021 年公司毛利率下降 3.56pct 至 22.12%，下降的原因主要系人员工资成本增加、生产投入增加、运费增加等因素带来的成本增加，以及新增冻品先生和新宏业公司的预制菜业务毛利率低于公司原主营业务。公司 2022Q1-3 销售净利率为 8.54% (+0.40pct)，销售毛利率为 21.06% (-0.92pct)。

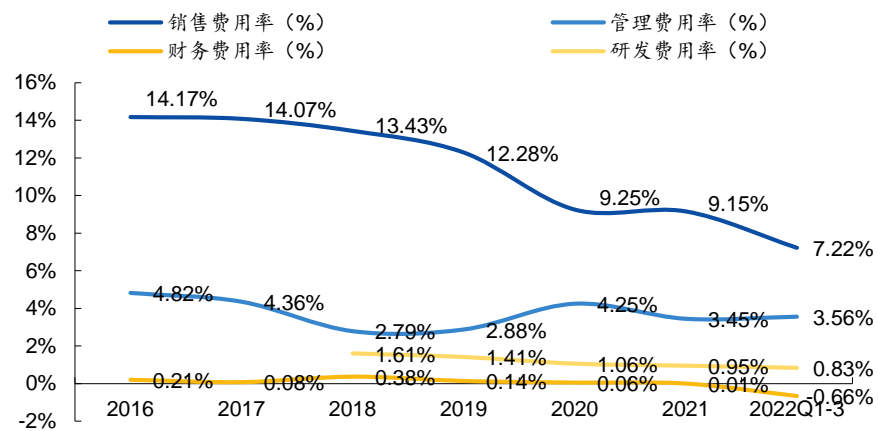
图 5：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司费用管控得当，规模效应持续提升。2021 年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.15%/3.45%/0.95%/0.01%，同比分别-0.10/-0.80/-0.11/-0.05pct，公司销售费用率的下降主要得益于规模效应，管理费用率的下降主要由于股份支付费用的下降。2020 年公司销售费用率出现较大幅度下降，主要是会计准则变动后运输成本计入营业成本导致。

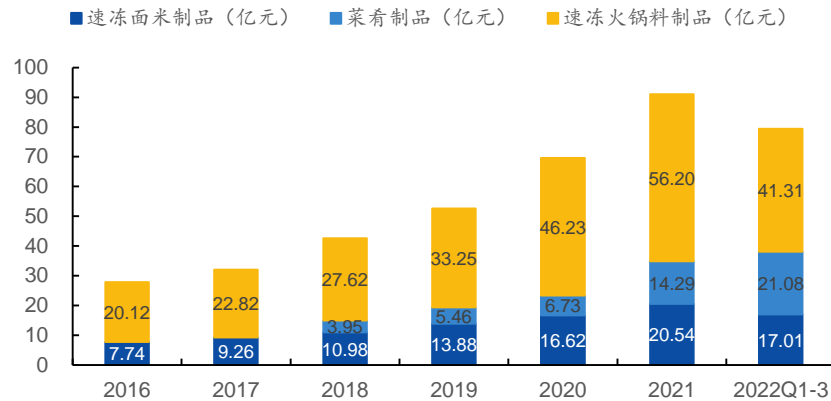
图 6：公司销售、管理、研发、财务费用率情况



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司火锅料制品营收占比高，预制菜增幅显著。2021 年公司速冻火锅料制品/速冻面米制品/速冻菜肴制品的收入分别为 56.20/20.54/14.29 亿元，占营业收入的比重分别为 60.61%/22.15%/15.41%。公司自 2018 年开始布局预制菜业务，2018-2021 年菜肴制品收入增幅明显，CAGR 为 53.50%，2022Q1-3 菜肴制品收入为 21.08 亿元 (+129.57%)。

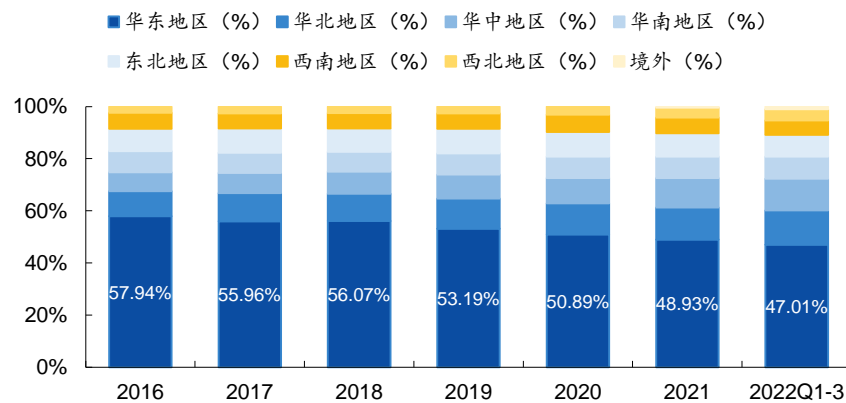
图 7：公司分产品收入结构



资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

华东地区收入占比约 5 成，多地区营收高增。2021 年，公司华东/华北/华中/华南/东北 / 西南 / 西北 / 境外收入占比分别为 48.93%/12.34%/11.26%/8.31%/8.87%/6.06%/3.85%。2021 年，公司各区域收入均实现高增，各区域增速均超过 20%，基数较小的华中和西北地区收入增速超过 50%。

图 8：公司分地区收入结构



资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

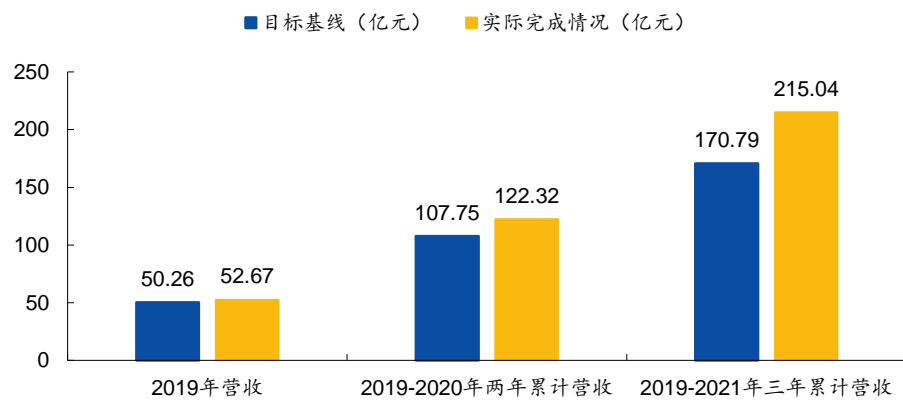
1.3 股权激励激发组织活力

实施股权激励，激发员工积极性。公司于 2019 年 11 月发布股权激励计划，向张青苗先生、梁晨先生、唐奕女士 3 人以及中层管理人员及生产、技术、营销骨干 226 人授予 631 万股限制性股票。三期解除限售考核目标分别为 2019 年营收不低于 50.26 亿元/2019-2020 年两年累计营收不低于 107.75 亿元/2019-2021 年三年累计营收不低于 170.79 亿元。2019/2020/2021 公司营收分别为 52.67/69.65/92.72 亿元，三期均超额完成目标。

表 1：公司股权激励计划授予情况（2019 年 11 月）

序号	姓名	职务	获授股票数量 (万股)	占授予股票总 数的比例	占计划公告日 总股本的比例
1	张清苗	董事、总经理	54	8.56%	0.23%
2	梁晨	董事会秘书	15	2.38%	0.07%
3	唐奕	财务总监	15	2.38%	0.07%
4	中层管理人员及生产、技术、营 销骨干（226 人）		547	86.68%	2.38%
合计			631	100.00%	2.75%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 9：股权激励计划目标及完成情况


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

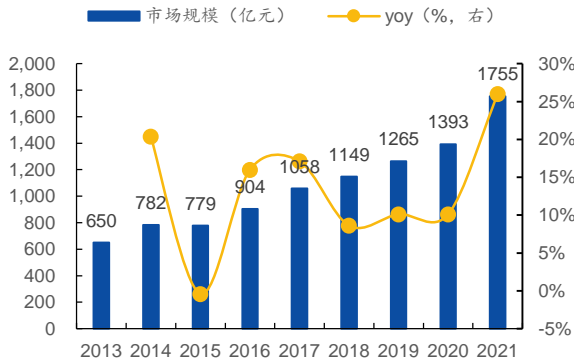
2. 速冻食品集中度提升空间大，预制菜行业大有可为

2.1 速冻面米、火锅料为速冻食品前两大品类，空间、格局持续优化

我国速冻食品市场持续扩容，2021 年达到 1,755 亿元。速冻食品是指采用新鲜原料制作，经过适当的处理和急速冷冻，在 -18°C 至 -20°C 的连贯低温条件下送抵消费地点的低温产品，主要包括速冻面米制品、速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻其他制品等。我国速冻食品行业起步于上世纪 70 年代，90 年代后走上快速发展的道路。我国速冻食品市场规模不断扩大，根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年我国速冻食品市场规模为 1,755 亿元 (+25.99%)，2017-2021 年 CAGR 为 13.49%。

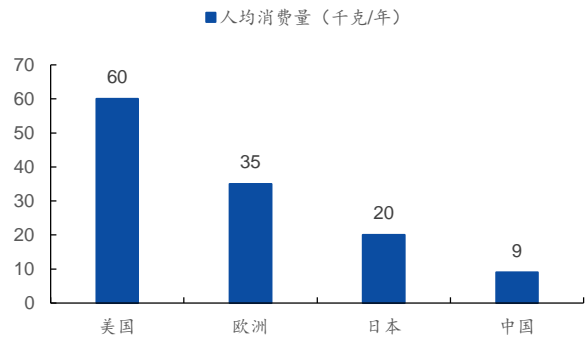
我国速冻食品渗透率尚低，人均消费提升潜力大。根据艾媒咨询数据，2019 年，我国速冻食品人均消费量为 9kg/年，与饮食习惯接近的日本相比，大约不到日本的 50%，与消费速冻食品消费更频繁的美国/欧洲相比，仅相当于美国/欧洲的 15%/26%。随着居民消费水平提升、城镇化率提升、生活节奏加快和家庭规模小型化等，我国人均速冻食品消费有望持续提升，带动行业扩容。

图 10: 我国速冻食品行业市场规模



资料来源: Frost&Sullivan、海欣食品招股书、国元证券研究所整理

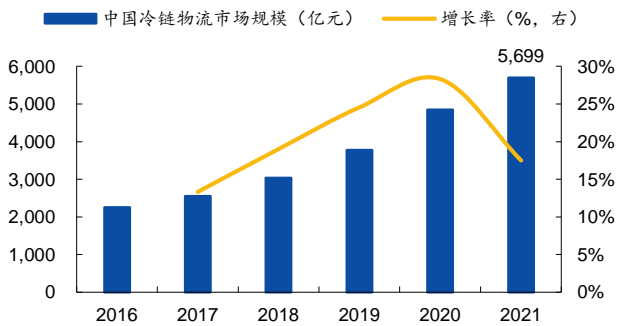
图 11: 各国速冻食品人均消费量 (2019 年)



资料来源: 艾媒咨询、国元证券研究所整理

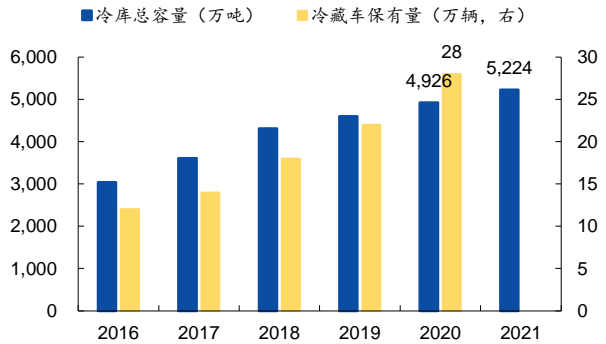
冷链物流设施不断完善，推动速冻食品行业发展。在持续的政策引导和市场推动下，我国冷链物流设备与技术不断完善，扩大了速冻食品的运输半径。根据艾媒咨询数据，2021 年中国冷链物流市场规模达到 5,699 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 20.43%；冷库总容量达 5,224 万吨，2016-2021 年 CAGR 为 11.47%；2020 年冷链物流车辆 28 万辆，2016-2020 年 CAGR 为 23.59%，冷链物流的发展和完善为速冻食品业的发展提供有力支撑。

图 12: 中国冷链物流市场规模



资料来源: 艾媒咨询、国元证券研究所整理

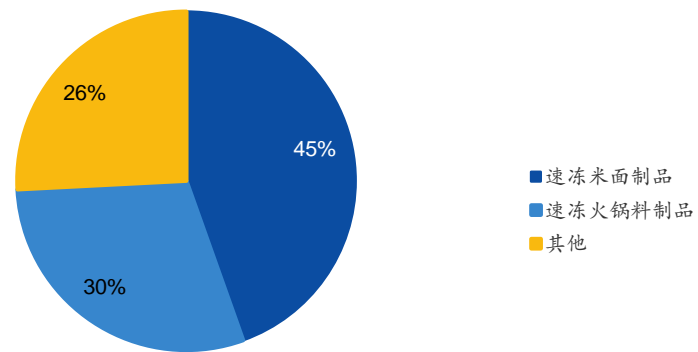
图 13: 中国冷库总容量及冷藏车保有量



资料来源: 艾媒咨询、国元证券研究所整理

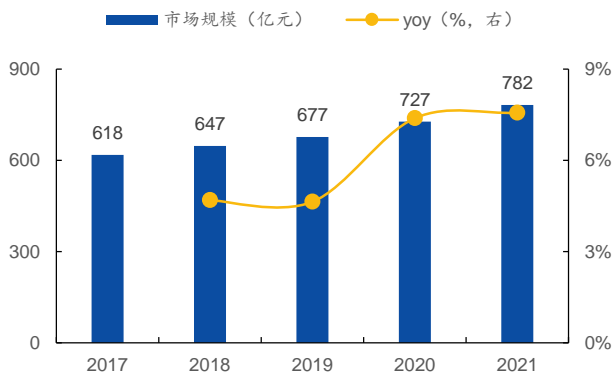
速冻面米制品、火锅料制品为速冻食品前两大品类，占比分别为 45%、30%。根据 Frost&Sullivan 数据，速冻面米制品为速冻食品市场的第一大品类，2021 年其占比高达 45%；速冻火锅料为第二大品类，2021 年占比达到 30%；2021 年我国速冻面米制品市场规模达到 782 亿元 (+7.57%)，速冻火锅料制品市场规模达到 520 亿元 (+12.55%)。

图 14：速冻食品行业细分品类构成（%）



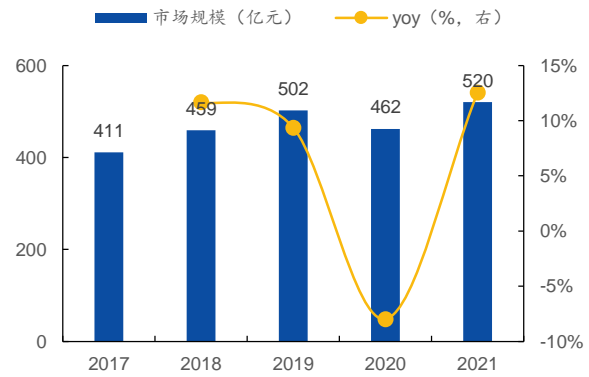
资料来源：Frost&Sullivan、海欣食品招股书、国元证券研究所整理

图 15：我国速冻面米制品市场规模



资料来源：Frost&Sullivan、海欣食品招股书、国元证券研究所整理

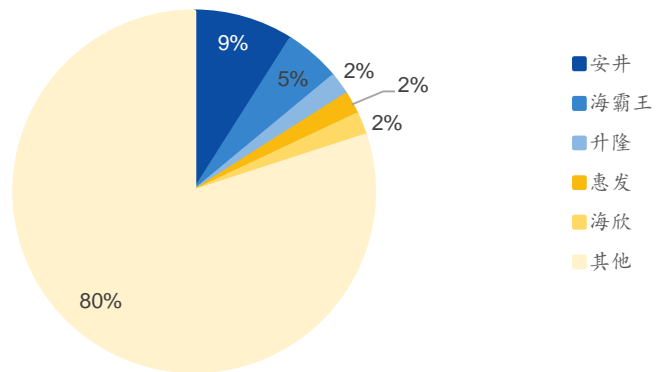
图 16：我国速冻火锅料制品市场规模



资料来源：Frost&Sullivan、海欣食品招股书、国元证券研究所整理

安井为速冻火锅料龙一，餐饮行业发展和家庭消费频率提升推动火锅料需求不断提升。根据前瞻产业研究院数据，安井为速冻火锅料龙一，市占率约 9%，接近龙二的两倍，速冻火锅料 CR5 约为 20%，集中度较低，份额有望持续向头部集中。火锅是餐饮行业中标准化、连锁化难度相对较低的一个品类，近年来增长迅速；关东煮、麻辣烫等休闲饮食消费逐渐兴起，也带动了速冻火锅料的消费；火锅料消费向 C 端不断渗透，家庭消费频次增加，均推动了火锅料消费需求的持续增长。

图 17：速冻火锅料市场格局（2021 年）



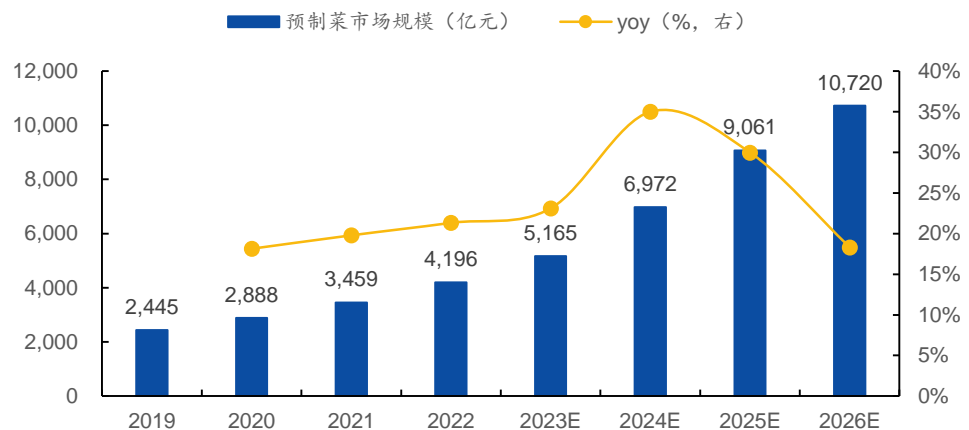
资料来源：前瞻产业研究院、国元证券研究所整理

速冻面米行业成熟度、集中度高，通过产品差异化有望打开增量市场。我国速冻面米制品行业起步于上世纪 90 年代初，成熟度高于速冻食品的其他品类。速冻面米制品中饺子、汤圆发展较成熟，目前两者合计占比超 6 成，烧麦、手抓饼、奶白馒头、红糖发糕等差异化发面类产品有望打开增量市场。速冻面米制品零售渠道集中度相对较高，三全、思念、湾仔码头占据前三，随着餐饮行业对于半成品面米制品需求的增加，出现了主攻 B 端餐饮渠道的千味央厨等企业，传统强势厂商如三全、安井等也逐渐开始切入 B 端。

2.2 预制菜：空间广阔，大有可为

预制菜市场快速发展，未来行业仍存在万亿级发展空间，成长潜力大。我国预制菜、半成品菜企业众多，行业持续扩容，根据艾媒咨询数据，2022 年我国预制菜市场规模为 4,196 亿元（+21.31%），2019-2022 年 CAGR 为 19.73%，2026 年市场规模有望达到 10,720 亿元。

图 18：我国预制菜行业市场规模



来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

行业竞争格局分散，未来集中度仍有较大提升空间。预制菜行业的快速扩容吸引了众多企业入局，目前行业集中度较低，尚未出现具有统治地位的龙头企业，行业呈现出规模化程度低、产业链集合度低的态势，同时由于中餐口味差异大，冷链运输条件的限制，行业的口味多元、地域性较强。根据中商产业研究院数据，2020年我国预制菜行业CR5/CR10分别为9.2%/13.6%，对标海外成熟市场，2021年日本预制菜行业CR5已达64.0%，我国预制菜行业未来集中度仍有较大提升空间。

预制菜销售渠道以B端为主、C端为辅。预制菜下游渠道中，B端主要包括外卖、团餐和餐饮连锁店，C端主要包括指商超、便利店、电商等消费者可以直接触及的渠道。分结构来看，当前我国预制菜行业仍以B端销售为主，根据《2022中国预制菜数字消费报告》数据，当前BC端比例约为8:2。

预制菜玩家贯穿全产业链，不同派别优势各不同。预制菜玩家贯穿全产业链，根据市场切入点不同可分为原料派、专业派、餐饮酒店派、速冻派和新零售派等，上下游之间相互渗透，上游玩家在成本控制和原材料掌控上有优势，中游玩家产品品类丰富且拥有较成熟的销售网络，下游玩家渠道运营能力强。

表 2：预制菜行业几类主要玩家情况梳理

分类	代表企业	特征
上游农牧水产企业	原料派 双汇发展、龙大美食、圣农发展等	包括了猪肉原料派、鸡肉原料派、水产原料派等，各企业围绕着各自原料优势来开发产品。
	专业派 味之香、好得睐、蒸烩煮等	多为区域型企业，体量相对较小，疫情催生了C端消费需求，专业派厂家有更多C端产品面世。
中游预制菜生产企业	餐饮酒店派 西贝、王家渡、广州酒家等	厂家主要围绕自身餐饮渠道的强势单品开发相关预制菜。
	速冻派 安井食品、千味央厨、三全食品等	在传统渠道具有一定优势，品牌认知度高，产能布局完善；此外部分厂家在面点上更重视团餐渠道产品开发，亦有针对西式点心菜肴的新锐厂家。
下游零售企业	新零售派 盒马、叮咚买菜等	线上渠道运营能力强，线上新锐品牌日益显现，线上品牌也开始布局线下加入到抢夺传统经销商渠道资源的厮杀中。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3. 产能持续扩张，预制菜打造第二增长曲线

3.1 十二大生产基地优势凸显，产能持续扩张

全国化产业布局，多点开花。公司坚持“销地产”的生产基地建设模式，即辖区销售达到一定规模后就地布局建厂，以节约运费、提高市场反应速度、快速产生效益，强化公司规模优势。目前公司建立了以华东为核心，辐射全国的生产基地布局，拥有福建厦门、无锡民生、泰州安井、辽宁安井、四川安井、湖北安井、河南安井、广东安井、山东安井、洪湖安井、新宏业食品及新柳等共计十二大生产基地。

产能利用率高，产能增速行业领先。2021年公司各工厂设计产能合计75.28万吨，2017-2021年CAGR为23.11%，2021年公司实际产量74.18万吨，产能利用率为

98.55%。公司 2017-2020 年产能利用率均高于 100%，2021 年产能利用率略有下降，系新并购公司新宏业产品季节性较强影响。

图 19：公司设计产能及产能利用率

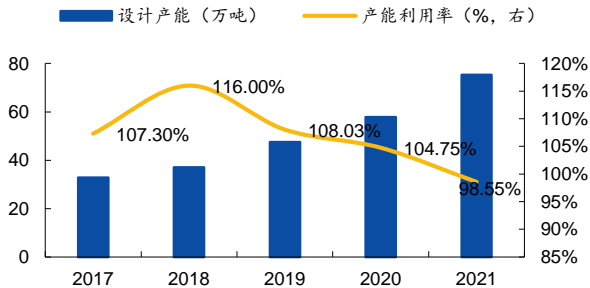
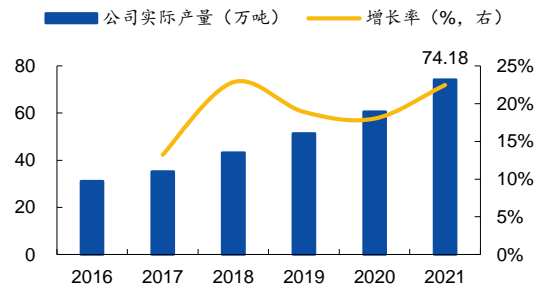


图 20：公司实际产量



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

募集+自筹，持续产能扩张。上市以来，公司积极通过发行可转债、定增等方式外部募集资金和自筹资金用于扩产和生产基地的升级改造。截至 2022H1，公司共有 12 个重大项目在建，包括速冻食品和小龙虾制品等的新增产能，2022H2 又新增洪湖 10 万吨预制菜项目。

表 3：公司近年自有资金扩建、技改项目一览

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)	项目达到预定可使用状态日期
(一) 新基地建设及老基地扩建类项目				
1	辽宁安井新建年产 4 万吨速冻调制食品项目	60,000.00	53,600.00	一个车间于 2021 年 9 月份投产，尚有一个车间在建
2	湖北安井年产 15 万吨速冻食品生产建设项目	30,000.00	17,800.00	一期于 2021 年 6 月试生产；二期在建
3	河南安井年产 15 万吨速冻食品生产建设项目	18,600.00	18,600.00	一期工程于 2020 年 2 月投产；二期工程于 2021 年 8 月投产
4	广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目	71,600.00	65,600.00	2025 年 5 月
5	山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项目	105,400.00	105,400.00	2025 年 5 月
6	河南三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目	73,000.00	73,000.00	2025 年 5 月
7	泰州三期年产 10 万吨速冻食品扩建项目	52,000.00	52,000.00	2025 年 5 月
8	辽宁三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目	1,878.86	1,878.86	2025 年 5 月
9	洪湖安井年产 10 万吨预制菜肴生产项目	103,507.72	60,378.55	2024 年
10	信息化建设项目	10,000.00	10,000.00	2026 年 5 月
11	品牌形象及配套营销服务体系建设项目	30,000.00	30,000.00	2023 年 5 月
(二) 老基地技术升级改造类项目				
1	四川安井技术升级改造项目	25,000.00	25,000.00	2024 年 5 月
2	辽宁安井技术升级改造项目	18,000.00	18,000.00	2024 年 5 月
3	泰州安井技术升级改造项目	8,100.00	8,100.00	2024 年 5 月
合计		607,086.58	539,357.41	

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：辽宁三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目后于 2022 年 12 月变更为洪湖安井年产 10 万吨预制菜肴生产项目，原项目已投入 1,878.86 万元，剩余募集资金 60,378.55 万元用于投向新项目。

表 4：公司近年自有资金扩建、技改项目一览

序号	项目名称	预算数 (万元)	工程进度
1	四川厂区建设二期工程	9,000.00	土建已完工，部分正在装修
2	湖北厂房二期工程	9,900.00	工程主体施工
3	湖北新宏业整只虾车间工程项目	2,800.00	土建完工，部分辅助设施正在建设
4	洪湖安井小龙虾预制菜肴制品基地建设项目	19,203.54	工程前期准备

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.2 预制菜 B、C 兼顾，第二增长曲线初见规模

“自产+并购+贴牌”，预制菜领域全面发力。公司以自有品牌和创新模式探索预制菜领域，成立“安井小厨”事业部聚焦 B 端的自研与自产；公司全资子公司“冻品先生”以轻资产运作模式整合上游中小食材厂家贴牌生产，主要面向 C 端消费者，同时兼顾 B 端；公司通过并购新宏业、新柳伍，快速布局上游原料淡水鱼糜及速冻调味小龙虾菜肴。

公司在预制菜领域率先布局。2018 年，公司成立“冻品先生”外协品牌事业部，借助外协方式推动新品快速上市，抢占新品类制高点；2019 年，公司与其他四位股东共同投资设立厦门冻品先生科技有限公司，出资比例 9.72%；2020 年公司将冻品先生科技 9.72% 的股权全部转让，同年公司设立控股子公司厦门安井冻品先生供应链有限公司，持股比例 70%。

冻品先生偏重 C 端，相对聚焦川湘菜系。冻品先生旗下产品可分为方便菜肴、火锅周边和油炸小食三大类，其中方便菜肴包括酸菜鱼、水煮牛肉、蒜香小排、宫保鸡丁等；火锅周边主要包括毛肚、黄喉、鸭肠等川渝风味火锅食材；油炸小食包括藕盒、天妇罗虾和红糖糍粑等。根据新食材数据，2022 年冻品先生销售额超过 6 亿元。

表 5：冻品先生产品矩阵

序号	品名	规格 (克)	价格 (元)
1	宫保鸡丁	336	59
2	酸菜鱼	419	50
3	胡椒猪肚鸡	670	89
4	香脆藕盒	800	79
5	手抓扇子骨	800	89.5
6	蒜香排骨	500	79

资料来源：京东、国元证券研究所整理

注：使用 2023 年 1 月 30 日京东预计到手价。

图 21：冻品先生代表产品图



资料来源：京东、国元证券研究所整理

安井小厨偏重 B 端，聚焦调理类、蒸炸类产品。2022Q2，公司成立安井小厨事业部，目前安井小厨品牌已推出小酥肉、荷香糯米鸡、珍珠肉丸、鸡米花、爆浆鸡排等多款产品。其中小酥肉是公司推广的重点单品，在公司大力推动下，市场需求快速上量。

表 6：安井小厨产品矩阵

序号	名称	规格（克）	价格（元）
1	珍珠肉丸	320	28.9
2	小酥肉	1000	29.8
3	鱼头煲	688	55.9
4	小酥鱼肉	300	35.9
5	藤椒鸡米花	500	35.9
6	云彩鱼腩	320	48.9
7	五谷海参羹	160	29.9
8	霸王翅	280	58.9

资料来源：京东、国元证券研究所整理

注：使用 2023 年 1 月 30 日日京东预计到手价。

图 22：安井小厨代表产品图



资料来源：京东、国元证券研究所整理

控股新宏业、新柳伍，布局小龙虾菜肴及上游原料淡水鱼糜。2018年1月，公司受让新宏业19%股权；2021年再次收购新宏业71%股权，成为新宏业的控股股东，交易对价7.17亿元，收购价对应新宏业2020年PE14.57倍。2022年4月，公司公告拟收购新柳伍70%股权，并于2022年8月完成收购，交易对价6.44亿元，收购价对应新柳伍2021年PE15.27倍。

小龙虾产品市占率有望进一步提升。2017年，公司首次推出1.8kg餐饮装调味小龙虾，随着收购新宏业和新柳伍，公司在速冻调味小龙虾菜肴制品领域的布局逐渐清晰。小龙虾是预制菜领域出现、发展较早的大单品，2018年参股新宏业以来，公司就开始在线上贴牌销售小龙虾产品（早期参股比例未达到并表范围，故未反映在公司报表中），收购新柳伍后，公司在小龙虾菜肴领域的市占率有望进一步提升。

图 23：安井小龙虾制品产品图



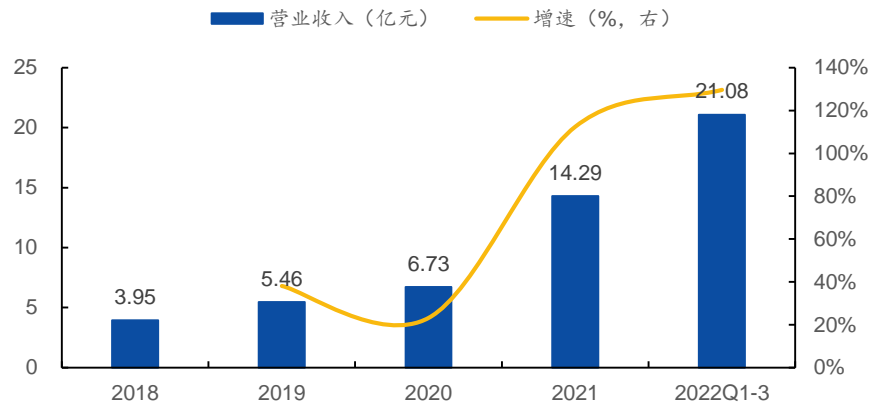
250g装麻辣小龙虾尾



700g装麻辣/蒜香小龙虾尾

资料来源：天猫、国元证券研究所整理

“冻品先生”“安井小厨”及小龙虾优势互补，预制菜业务加速成长。公司全资子公司安井冻品先生的酸菜鱼、藕盒，安井小厨事业部的小酥肉、荷香糯米鸡，子公司新宏业食品和新柳伍食品的小龙虾等单品取得良好的市场反响，组成了公司丰富的预制菜产品矩阵。2022Q1-3，公司速冻菜肴制品业务实现营业收入21.08亿元（+129.57%），收入占比25.8%，预制菜第二增长曲线已初见规模。在BC兼顾、全渠发力（包括经销商、商超、BC超、电商、新零售等）的渠道策略带动下，公司在预制菜领域的产品力、渠道力和品牌力有望持续提升。

图 24：公司速冻菜肴制品收入及增速


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.主品牌产品结构高端化，全渠道竞争力强劲

4.1 安井主品牌：火锅料持续高端化，上游及冷链掌控力强

4.1.1 火锅料持续高端化，面米制品错位竞争

公司火锅料、面米制品品类丰富，“高质中高价”，兼顾BC端需求。公司产品主要包括速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴制品，截至2021年末，公司SKU超过400种，其中“安井”主品牌主要涵盖速冻火锅料制品和速冻面米制品。在定价策略上，公司坚持“高质中高价”，高性价比满足客户需求。

火锅料制品种类丰富，满足不同消费者需求。速冻火锅料制品主要包括速冻鱼糜制品和速冻肉制品，常见种类有鱼丸、肉丸、鱼豆腐、蟹柳等。火锅料制品早期多在B端流通渠道，以大包装、散装售卖为主，随着家庭端消费需求增加，向大中小袋包装兼具过渡。公司大包装产品多为基础款，主要为2.5kg规格，终端售价多在25-55元/2.5kg，不同种类产品略有差异。公司中小包装不同产品价格梯度较大，主要面向家庭等较低频次消费需求。

表 7：安井主品牌速冻火锅料制品产品矩阵

品类	类别	产品	规格 (g)	预计到手价 (元)
火锅料制品	1、锁鲜装	鱼豆腐	240	22.8
		鱼籽包	240	22.8
		仿雪蟹	120	19.8
		仿蟹肉	240	29.8
		龙虾味球	240	23.8
		香菇贡丸	150	23.8
		包心鱼丸	240	23.8
		嫩鱼丸	200	15.8
		撒尿牛肉丸	240	22.3
	潮汕牛肉丸	200	26.8	
	2、基础品	安井鱼豆腐	2500	38.5
		安井鱼籽包	2500	61.3
		安井仿蟹柳蟹肉棒	2500	46.2
		安井仿龙虾球	2500	54.5
安井香菇贡丸		2500	48.5	
安井墨鱼丸		2500	58.5	
包心鱼丸		2500	44.9	
3、其他	安井实心鱼丸	2500	45.8	
	安井狮子头	2500	48.5	
	安井撒尿肉丸	2500	56.5	
	原味火山石烤肠	500	35.8	
	原味香肠/ 黑胡椒香肠	200	29.5	
		虾滑	150	22.3
		黄金蛋饺	165	9.9

资料来源：天猫、国元证券研究所整理

注：使用天猫 2023 年 3 月 17 日预计到手价。

火锅料制品持续推进产品结构高端化。公司火锅料制品从流通渠道起步，在小 B 端优势突出。上市以来，公司持续推进速冻火锅料的品质化、高端化，以福建为大本营，逐步培育沿海地区高端火锅料制品市场，进而带动全国性高端火锅料消费。2021 年，公司速冻鱼糜制品、速冻肉制品销售单价分别为 1.34 万元/吨、1.32 万元/吨，同比分别+1.51%/+0.66%，产品结构持续优化。

“锁鲜装”锁定 C 端家庭消费，“三大丸”带动 B 端产品结构升级。为顺应行业高端化趋势，公司面向 B 端推出了中高档的“三大丸”产品。面向 C 端消费方面，公司于 2019 年在行业内最先推出“锁鲜装”，2020 年推出“锁鲜装 2.0”。锁鲜装采用透明真空包装，容量基本在 100g-250g，主打“更嫩口感、更鲜滋味、更多营养”，产品种类涵盖鱼丸、牛肉丸、鱼豆腐等常规单品，以及芝士包、鱼籽福袋等更高价单品。同类型产品的锁鲜装单价显著高于基础款，以鱼豆腐为例，锁鲜装终端售价为 17.8

元/240g (23/3/15 安井天猫旗舰店到手价, 折合 74.17 元/kg), 远高于基础款终端售价 38.5 元/2500g (23/3/15 线上经销商到手价, 折合 15.4 元/kg)。

图 25: 公司锁鲜装产品图



资料来源: 天猫、国元证券研究所整理

面米制品方面, 公司依托发面类制品与同业形成错位竞争。速冻面米制品行业格局稳定, 其中以在大型商超销售为主的汤圆、水饺类产品发展相对成熟, 安井则主打烧麦、手抓饼、奶白馒头、红糖发糕等发面类制品, 与传统面米产品形成错位竞争。

表 8：安井主品牌速冻面米制品产品矩阵

品类	产品	规格 (g)	预计到手价 (元)
蒸煮类	奶黄包	360	12.8
	豆沙包	360	12.8
	灌汤小笼包	288	14.9
	香菇菜包	360	15.9
	核桃包	360	27.8
	金麦流沙包	300	23.9
	红糖发糕	400	12.9
	桂花糕	300	12.9
	黄金糕	250	12.9
	肉松卷	800	31.8
	米汉堡	150	8.9
	奶白馒头	250	16.8
	手撕红糖馒头	510	15.9
	紫薯卷	400	15.9
	窝窝头	800	21.8
煎炸类	葱油花卷	1000	22.8
	蒸煎饺	280	29.8
	桶装原味手抓饼	4500	34.6
	桶装原葱香味手抓饼	2250	36.6
	葱香味手抓饼	900	20.5
	酥皮馅饼	300	13.3
	微波馅饼	560	22.3
	香脆油条	450	22.3
	红糖糍粑	237	12.8
	月亮虾饼	250	35.9
	爆浆糍粑	300	17.8
豆沙南瓜饼	320	22.3	
香芋地瓜丸	420	22.3	

资料来源：天猫、国元证券研究所整理

注：使用天猫 2023 年 3 月 17 日预计到手价。

“产地研”模式下，推新快。公司总部负责新品立项和策划，不同生产基地分别负责某一品类的新品研发，确保新品能够批量密集上市。

表 9：公司持续推出新品

类别	2021	2020	2019	2018	2017	2016
火锅料	香肠系列、鱼子虾滑、虾仁福袋、牛筋肉丸，“锁鲜装 3.0”	“锁鲜装 2.0”	“锁鲜装 1.0”	丸之尊、啵啵肠	中高端火锅料	
面食制品	微波馅饼、奶白馒头	微波馅饼、烧麦	馅饼	蒸煎饺、桂花糕、小油条	蛋饺、流沙包、核桃包、手抓饼	紫薯糯米球、蛋饺、红糖馒头、红糖发糕、米发糕、核桃包
菜肴制品	水煮牛肉、糖醋里脊、咖喱鸡肉、翡翠虾仁、宫保鸡丁	酥肉、梅菜扣肉、佛跳墙、蒜香骨、扇子骨、牛仔骨、酸菜鱼	虾滑	小酥肉、香炸藕条		

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

新品推广方面，公司秉持“单品突破、单品夺冠、单品称霸”的大单品战略。公司坚持每年集中全部资源聚焦培养 1-2 个“战略大单品”，该战略单品是通常符合“全渠道通用、全区域适销”标准，且具有冠军相的产品，公司要求全部大经销商均必须无条件配合推广。当前公司火锅料新品聚焦火山石烤肠系列；面点新品聚焦爆浆糍粑；冻品先生聚焦酸菜鱼；安井小厨聚焦小酥肉。公司通过新品聚焦、爆品系列化，实现不同品类大单品的协同效应。

图 26：公司当前主推新品



资料来源：天猫、国元证券研究所整理

4.1.2 鱼糜、肉类为主要原材料，布局上游稳定原料供应

公司原材料成本占比高，原料价波动对毛利率影响较大。公司原材料包括鱼糜、肉类、粉类及大豆分离蛋白等，从 2021 年采购金额看，冷冻鱼糜、鸡肉、猪肉排名前三。2021 年公司原材料成本占营业成本的比重为 70.36%，占收入的比重为 54.80%。根据公司公告，2017-2019 年原材料价格每上涨 1%，毛利率下降约 0.6%，每上涨 5%，毛利率下降约 2.8%。

表 10：公司各类产品直接材料成本占其营业成本的比重（%）

序号	类别	2021 年	2020 年
1	鱼糜制品	78.29%	79.26%
2	肉制品	78.04%	80.54%
3	面食制品	62.40%	63.52%
4	菜肴制品	51.76%	61.59%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 11：原材料价格变动对各业务毛利率影响敏感性分析

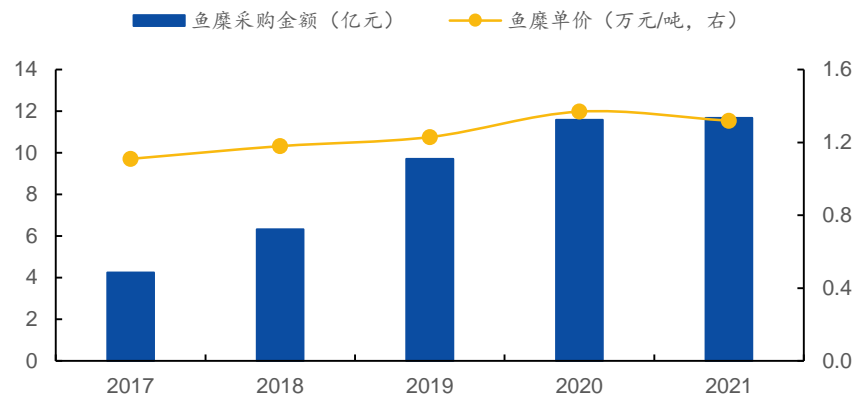
序号	项目	影响主营业务毛利率百分点 (pct)		
		2019 年	2018 年	2017 年
价格上升 1%				
1	速冻鱼糜制品	0.28	0.27	0.28
2	速冻肉制品	0.19	0.2	0.21
3	速冻面食制品	0.2	0.19	0.19
-	合计	-0.57	-0.56	-0.57
价格上升 5%				
1	速冻鱼糜制品	1.39	1.3	1.33
2	速冻肉制品	0.92	0.98	1.02
3	速冻面食制品	0.97	0.91	0.93
-	合计	-2.84	-2.8	-2.86

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司前瞻性布局淡水鱼糜原料。冷冻鱼糜早期原料以海水鱼为主，相比海水鱼资源，我国淡水鱼资源更加丰富，随着海洋鱼糜资源的减少和捕捞成本上升，公司提前布局淡水鱼糜，积极探索淡水鱼糜替代技术，同时在淡水鱼资源丰富的武汉等地建设生产基地，保障原材料的充足供应和价格稳定。2018 年公司参股新宏业，并于 2021/2022 年相继实现对新宏业、新柳伍的控股，控制上游原料，进一步保障了公司淡水鱼糜的稳定供给，以及支撑公司规模扩张。

公司冷冻鱼糜采购价格较为平稳。根据公司公告，2013-2016 年冷冻鱼糜市场价格持续下跌，2017 年来略有上升。2021 年公司冷冻鱼糜采购金额为 11.69 亿元；采购单价为 1.32 万元/吨，2017-2021 年采购单价分别同比+6.31%、+4.24%、+11.38%、-3.65%，相较肉类原材料其价格整体保持平稳。

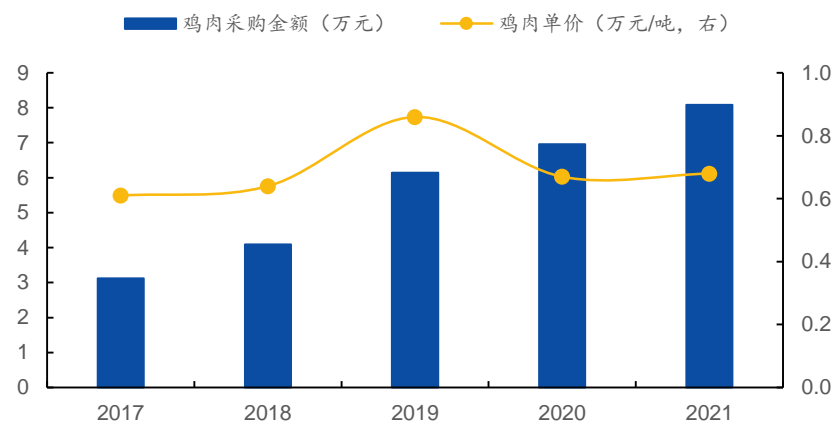
图 27：鱼糜采购金额及单价变化



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

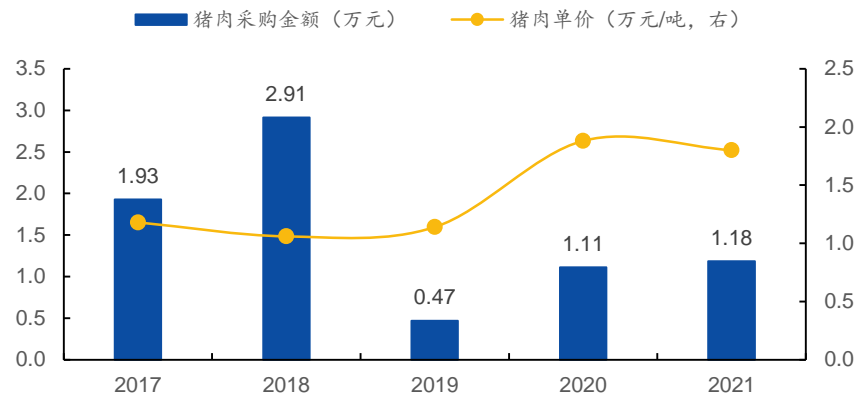
肉价波动是原材料价波动的主要因素。2021 年公司鸡肉采购金额为 80,825.91 万元；采购单价为 0.68 万元/吨，2018-2021 年单价分别同比 +4.92%/+34.38%/-22.09%/+1.49%。2021 年公司猪肉采购金额为 11,842.99 万元；采购单价为 1.80 万元/吨，2018-2021 年单价分别同比 -10.17%/+7.55%/+64.91%/-4.26%。鸡肉、猪肉采购价格波动幅度较大。

图 28：鸡肉采购金额及单价变化



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 29：猪肉采购金额及单价



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.1.3 公司成功构筑冷链壁垒

冷链资源限制销售半径，行业龙头安井构筑冷链壁垒。由于速冻食品的生产、运输、储藏和销售都必须保持在低温环境，冷链物流资源成为限制速冻食品厂家销售半径和销售规模的重要因素。现有的大型厂商与冷链物流企业经过长期合作已形成相对稳固的合作关系，第三方冷链资源有限且初始成本较大的情形下，新进企业打破现有格局难度大，以安井为代表的老牌龙头构建了稳定的冷链壁垒。公司通过“短途自有车辆+干线第三方物流”方式，保障及时、有效供货。

表 12：公司物流运输效率

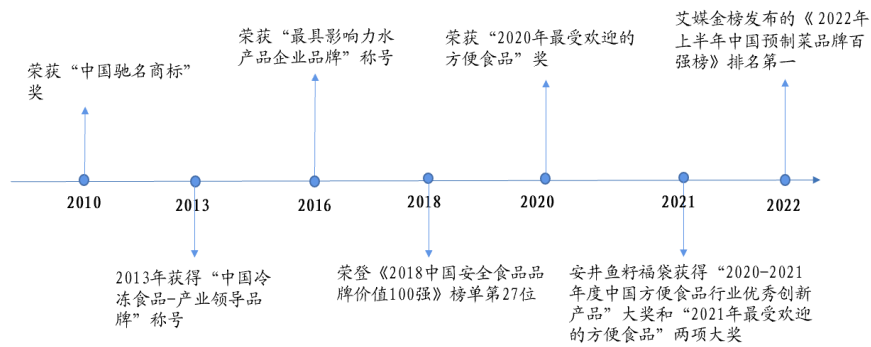
陆运		海运		
区域	运输效率	船期	港口	运输效率
厦门	下达需求指令 24 小时内 80% 车辆到位，48 小时内全部车辆到位	3-4 天	泉州港、漳州港、厦门港	24 小时内，单次发货量 20 条柜，合计 50,000 箱货
无锡	江浙沪区域不超过 24 小时，外围区域不超过 48 小时			

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.2 重视品牌建设，多渠道宣传品牌文化

公司定位于“传承中华美食、传递健康快乐”，重视品牌建设，致力提高品牌知名度和美誉度。成立二十余年以来，公司多次获得各类品牌荣誉，2022 年在艾媒金榜发布的《2022 年上半年中国预制菜品牌百强榜》排名第一，并以 440 亿元的市值上榜《2022 胡润中国 500 强》。

图 30：品牌荣誉图



资料来源：公司公告、公司官网、国元证券研究所整理

全渠道传播品牌文化。公司针对商超的营销方式主要是以健康饮食为品牌诉求，指定全年推广活动，通过宣传“品牌主题”“饮食文化”等加强品牌形象的宣传活动，提升知名度。在电商和新零售渠道，公司积极挖掘新阵地、新客群、新模式，与电商达人账号合作抢滩抖音、快手等直播平台进行营销；持续进行新媒体营销，通过布局达人+品牌自播+明星带货方式实现营销；打造新媒体矩阵，推动品牌年轻化发展。

图 31：安井中秋活动



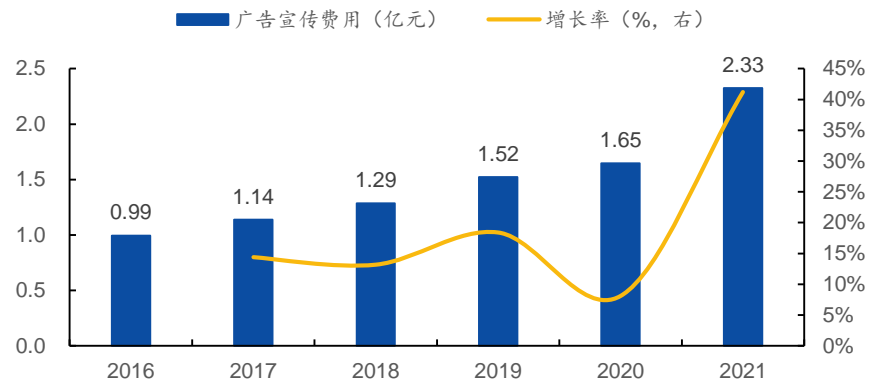
资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

图 32：安井双十一抖音营销



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

图 33：公司广告宣传费用



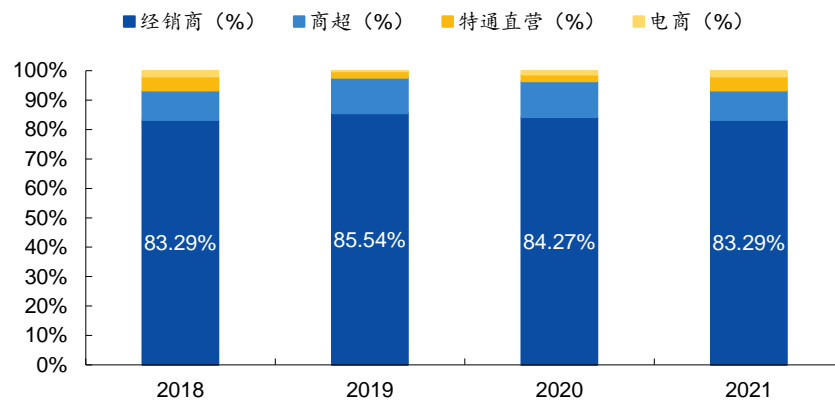
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.3 BC 兼顾、全渠发力

4.3.1 经销商渠道是公司最主要渠道

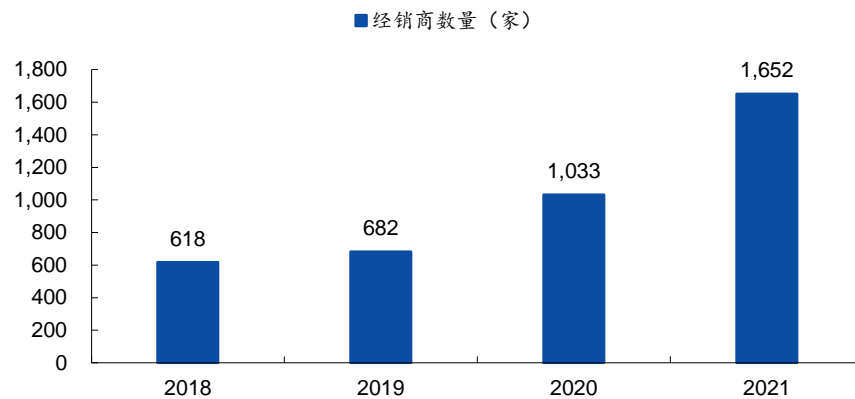
公司经销商渠道收入占比 7 成以上。2022H1，公司经销商/商超/特通直营/电商渠道收入分别为 77.23/9.23/4.45/1.82 亿元，同比+31.57%/+9.53%/+173.41%/+101.65%，以上各渠道营收占比分别为 83.29%/9.95%/4.80%/1.97%，同比分别-0.99/-2.14/+2.46/+0.67pct。

图 34：公司分渠道收入占比变化情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司对经销商进行渠道整合。截至 2021 年末，公司共有经销商 1,652 家(+59.92%)，2021 年新增/减少经销商 738/119 家。2021 年，不考虑当年新增和减少的经销商，公司单个经销商销售收入为 783.00 万元 (-9.67%)。公司营销网络遍布全国，营销中心下设上海、南京、合肥、厦门、北京五大分公司，并在全国其他主要城市设置联络处，提供销售支持、保证及时响应。

图 35：公司经销商数量


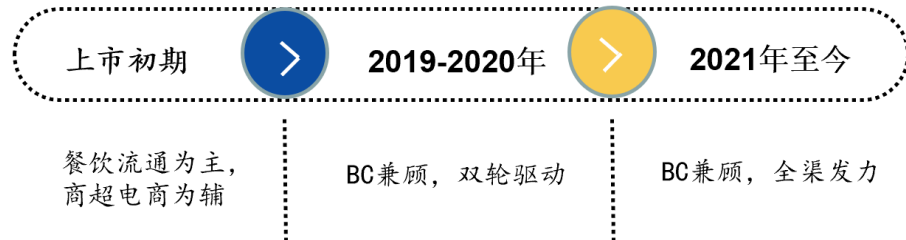
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

2020 年以前 B 端收入占比约 7 成，C 端占比提升。根据公司公告，2020 年以前，公司有 7 成业务在 B 端，因家庭火锅消费频次增加、2020-2022 年期间餐饮消费场景受损等原因，公司 C 端收入占比提升。公司“BC 兼顾”，兼具传统餐饮、卖场渠道和新零售渠道影响力，产品上可以通过包装、配方的微调实现 BC 比例切换，应对市场变化风险的能力强大。

4.3.2 灵活响应市场，适时调整渠道策略

公司对市场变化反应及时，灵活响应，总能根据市场需求及时调整渠道策略：

- 1) 上市初期，公司渠道策略为“餐饮流通为主，商超电商为辅”，积极扩大传统产品的市场占有率。
- 2) 2019 年，公司提出“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道策略，加大超市、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发，在原有基础上，加大对 BC 超市渠道经销商的开发。
- 3) 2021 年，公司渠道策略调整为“BC 兼顾，全渠发力”。随着家庭端消费火锅料的频次增加，火锅料行业整体呈现 B 端 C 端兼顾发展的趋势；速冻面米制品出现在家庭餐桌的频率提升；餐饮企业降本增效和居民对便捷性食品的需求增加，市场对预制菜肴的接受度提升。公司及时适应行业和市场变化，调整渠道策略，在具备优势的 B 端渠道保持竞争力；在 C 端渠道持续扩张的同时，通过高端产品迅速抢占行业制高点，通过产品结构升级提高企业盈利能力，引领行业升级换代。

图 36：安井食品渠道策略变化


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.3.3 经销模式贴身支持，直营渠道开发加速

公司销售模式可分为经销模式、商超模式、特通直营模式、电商模式和新零售模式。

- 1) 经销模式：**经销模式是公司最主要的销售模式，对所有经销商均为买断式销售，基本特点表现为“贴身支持”，主要形式包括公司帮助经销商开拓 C 端超市、菜场等终端，协助经销商开设线上直播间等新兴营商模式。
- 2) 商超模式：**公司针对商超的销售模式可分为基于供销合同的标准销售和寄售代销两种模式。在营销支持上，公司制定风格统一的全年推广计划，并协助商超开展形式多样的终端促销。目前，公司商超客户主要包括大润发、永辉、沃尔玛、苏果、物美、家乐福、华润万家、联华华商、河南大张、中百、天虹、家家悦、大统华、步步高、郑州丹尼斯、新华都、世纪联华、麦德龙、南阳万德隆、盒马鲜生等连锁大卖场。
- 3) 特通直营：**特通直营渠道模式的目标客户主要覆盖休闲食品、大型连锁餐饮、酒店、中大型企业团购等领域。目前，公司与包括呷哺呷哺、海底捞、形德莱、永和大王等在内的国内多家餐饮客户，与湖北旭乐、浙江瑞松、浙江渔福等休闲食品类上市公司上游供应链企业，及锅圈食汇等新零售客户均建立了长期合作关系。同时，公司积极探索礼品提货券、电子提货券和各类新型直营模式等，通过定制化产品和高端礼盒打造面向全国范围内大机构大企业和 B 端大客户的特通直营体系。
- 4) 电商模式和新零售模式：**公司抢滩抖音、快手等兴趣电商，聚焦“货找人”思维进行场景营销；在京东、天猫等电商平台也继续深挖潜力；同时加强与前置仓电商合作，与叮咚买菜、朴朴出品联名产品，获得平台推广流量倾斜。

表 13: 公司对经销商“贴身支持”的四个表现

序号	措施	具体表现
1	打通销售渠道的支持	协助经销商开发分销商、销售终端，构建完善的销售网络
2	增加渠道粘度的支持	协助经销商召开各种订货会，通过邀请分销商及终端客户到场，以及推出差异化的产品组合及优惠的促销力度刺激产品的销量，并巩固各级客户的合作关系
3	提升品牌拉动销售的支持	通过户外广告宣传或对经销商门店进行生动化布置，并派专人指导监督，保证公司在品牌传播形象上的统一性，方便消费者记忆，达到传播的叠加效果
4	丰富营销活动促进销售的支持	通过开展主题活动、有奖销售等终端促销活动增强与消费者间的互动，拉近产品与消费者的距离，促进经销商、销售终端的销量增长

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

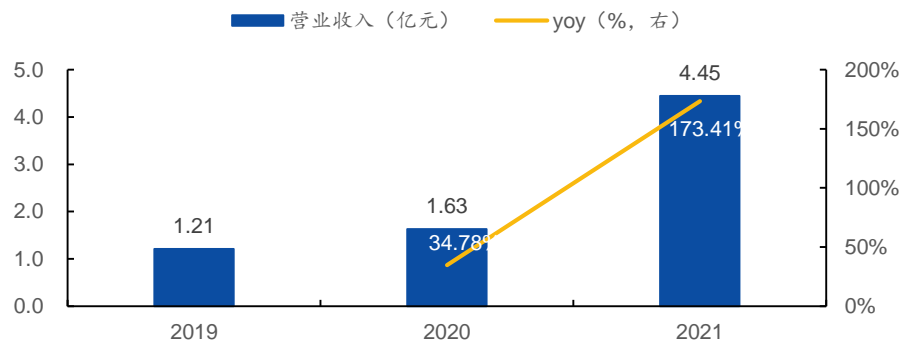
图 37: 公司部分主要商超客户



资料来源：公司公告、各公司官网、国元证券研究所整理

特通直营渠道开发加速。2021 年公司成立直营部，与原特通渠道合并为特通直营渠道，并对部分经销商客户进行渠道整合。2021 年公司特通直营渠道营收同比增长 173.41%。

图 38: 公司特通直营渠道收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.4 管理团队稳定，经验丰富

管理团队经验丰富，核心管理层稳定。公司董事会及管理层深耕速冻食品行业，多位核心团队成员在公司任职十余年，具有丰富的管理经验，深入了解公司及行业，董事会及管理层构成稳定。

表 14：公司董事会及高管情况

序号	姓名	职务	性别	年龄	工作经历
1	刘鸣鸣	董事长	男	61	曾在郑州工业大学土木工程系任教，曾任黄河国际租赁有限公司部门经理、河南建业集团总经理助理、福建春天房地产有限公司董事长、牛津剑桥总经理
2	章高路	副董事长	男	47	任国力民生首席经济学家、任航天工业发展股份有限公司董事
3	张清苗	董事/总经理	男	54	曾任无锡华顺食品工业有限公司总经理
4	边勇壮	董事	男	69	任国力民生首席经济学家、航天产业投资基金管理有限公司董事
5	黄建联	副总经理	男	52	曾任厦门金冠顺食品公司厂长、福州馥华食品有限公司厂长
6	黄清松	副总经理	男	55	曾任无锡华顺食品工业有限公司营销副总经理
7	唐奕	财务总监	女	48	曾任无锡新科信特焊材有限公司、无锡力达科技有限公司、无锡华顺食品工业有限公司财务经理、洪湖市新宏业食品有限公司监事
8	梁晨	董事会秘书	男	40	历任华顺民生证券部副经理、管理部副经理、证券部经理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

安井食品盈利预测的重要假设如下：

速冻火锅料及面米制品板块：

1) 量端：短期来看，随着消费场景修复，餐饮端需求有望改善；中长期来看，随着下游餐饮连锁化率提升、家庭端火锅消费、速冻半成品消费频次提升，公司鱼糜制品、肉制品、速冻面米制品销量预计保持稳健增长。

2) 价端：随着主动提价和产品结构持续高端化，公司产品单价预计逐年提升。

3) 我们预计 2022/2023/2024 年公司面米制品收入增速为 21.06%/16.11%/15.90%，肉制品收入增速为 8.44%/11.45%/11.09%，鱼糜制品收入增速为 12.09%/19.33%/18.44%。

预制菜肴板块：

1) 量端：短期看，随着公司产能提升和顺利切入相应市场，销量有望较快增长；长期看预制菜行业尚处于发展早期，潜力大、集中度低，公司产品力突出，渠道优势强劲，核心单品有望持续放量。

2) 价端：随着主动提价和产品结构优化，公司产品单价预计小幅增长。

3) 我们预计 2022/2023/2024 年公司预制菜肴制品收入增速为

130.37%/56.77%/36.70%。

表 15：安井食品盈利预测拆分

项目	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,266.66	6,965.11	9,272.20	12,166.09	15,464.59	18,970.59
增速（%）	-	32.25%	33.12%	31.21%	27.11%	22.67%
毛利率（%）	25.76%	25.68%	22.12%	23.04%	23.19%	23.42%
面食制品						
营业收入（百万元）	1,387.93	1,661.66	2,053.85	2,486.47	2,886.96	3,346.12
增速（%）	-	19.72%	23.60%	21.06%	16.11%	15.90%
销量（万吨）	14.36	16.04	19.81	22.92	26.35	30.24
增速（%）	20.39%	11.72%	23.44%	15.73%	14.95%	14.78%
单价（万元/吨）	0.97	1.04	1.04	1.08	1.10	1.11
增速（%）	-	7.17%	0.13%	4.61%	1.01%	0.98%
毛利率（%）	28.77%	27.80%	24.08%	27.36%	26.57%	26.70%
肉制品						
营业收入（百万元）	1,320.17	1,797.58	2,142.02	2,322.72	2,588.59	2,875.54
增速（%）	-	36.16%	19.16%	8.44%	11.45%	11.09%
销量（万吨）	10.88	13.49	15.97	17.19	19.06	21.11
增速（%）	7.04%	23.98%	18.38%	7.65%	10.87%	10.72%
单价（万元/吨）	1.21	1.33	1.34	1.35	1.36	1.36
增速（%）	-	9.83%	0.66%	0.73%	0.52%	0.33%
毛利率（%）	22.79%	24.75%	24.91%	24.95%	26.29%	25.80%
鱼糜制品						
营业收入（百万元）	2,004.43	2,825.91	3,477.84	3,898.35	4,651.88	5,509.76
增速（%）	-	40.98%	23.07%	12.09%	19.33%	18.44%
销量（万吨）	17.34	21.73	26.35	29.12	34.41	40.41
增速（%）	22.22%	25.31%	21.24%	10.54%	18.17%	17.43%
单价（万元/吨）	1.16	1.30	1.32	1.34	1.35	1.36
增速（%）	-	12.51%	1.51%	1.40%	0.98%	0.86%
毛利率（%）	24.85%	25.87%	22.68%	23.49%	22.94%	23.33%
菜肴制品						
营业收入（百万元）	545.89	672.85	1,429.19	3,292.37	5,161.57	7,055.99
增速（%）	-	23.26%	112.41%	130.37%	56.77%	36.70%
销量（万吨）	6.36	7.09	10.70	17.98	26.58	35.60
增速（%）	25.78%	11.53%	50.91%	68.01%	47.88%	33.93%
单价（万元/吨）	0.86	0.95	1.34	1.83	1.94	1.98
增速（%）	-	10.51%	40.76%	37.11%	6.01%	2.07%
毛利率（%）	28.82%	21.97%	14.21%	18.09%	20.10%	21.06%
其他						
营业收入（百万元）	8.23	7.12	169.30	166.19	175.60	183.18
增速（%）	-	-13.53%	2278.06%	-1.84%	5.66%	4.32%
毛利率（%）	15.57%	40.22%	18.26%	19.01%	19.23%	19.44%

资料来源：Wind、Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

公司是速冻火锅料龙一，产品力及品牌力遥遥领先，布局并发力预制菜业务，打造第二增长极。我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 10.65/13.72/17.11 亿元，增速 56.16%/28.74%/24.75%，对应 4 月 18 日 PE 42/33/26 倍（市值 451 亿元），给予“买入”评级。

表 16：可比公司估值情况

序号	公司名称	总市值	归母净利润（亿元）						PE		
		（2023.4.18）	2022E	增速	2023E	增速	2024E	增速	2022E	2023E	2024E
1	安井食品	451	10.65	56.16%	13.72	28.74%	17.11	24.75%	42.31	32.86	26.34
2	味知香	70	1.48	19.37%	1.92	17.59%	2.38	16.63%	47.16	36.17	29.20
3	三全食品	144	7.74	16.03%	8.70	16.55%	9.71	15.07%	18.58	16.53	14.82
4	千味央厨	61	1.01	25.39%	1.40	25.13%	1.83	23.16%	60.14	43.16	33.14

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期（180 天）。

6.风险提示

食品安全风险、原材料价格上涨风险、政策调整风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4158.91	4360.75	8497.01	7370.74	9186.02
现金	832.08	1145.12	4555.88	2402.76	3141.75
应收账款	349.69	540.98	624.12	793.33	973.19
其他应收款	9.69	21.69	22.70	32.52	37.64
预付账款	83.34	92.37	119.78	151.95	185.84
存货	1691.41	2414.09	3082.22	3897.07	4753.33
其他流动资产	1192.70	146.50	92.32	93.11	94.27
非流动资产	2937.54	4410.72	6974.15	9803.79	9969.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2034.85	2899.09	5701.99	8490.32	8687.95
无形资产	202.25	500.06	535.01	569.30	581.61
其他非流动资产	700.44	1011.57	737.16	744.17	699.57
资产总计	7096.46	8771.47	15471.16	17174.52	19155.15
流动负债	2509.13	3150.41	3412.69	3973.21	4598.13
短期借款	207.86	256.33	232.10	244.22	238.16
应付账款	1068.97	1410.95	1881.56	2353.93	2899.20
其他流动负债	1232.30	1483.12	1299.03	1375.07	1460.77
非流动负债	903.45	477.27	319.77	322.44	325.99
长期借款	0.00	141.11	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	903.45	336.17	319.78	322.44	325.99
负债合计	3412.58	3627.68	3732.46	4295.65	4924.12
少数股东权益	0.07	70.37	77.46	86.60	97.99
股本	236.67	244.42	293.31	293.31	293.31
资本公积	1455.71	2419.92	8005.61	8005.61	8005.61
留存收益	2013.87	2514.72	3409.37	4493.36	5834.12
归属母公司股东权益	3683.81	5073.42	11661.23	12792.28	14133.04
负债和股东权益	7096.46	8771.47	15471.16	17174.52	19155.15

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	664.89	538.20	920.55	1486.07	2054.76
净利润	603.80	686.80	1072.59	1380.81	1722.51
折旧摊销	180.63	247.55	385.91	653.71	834.57
财务费用	4.07	0.68	-46.80	-63.73	-49.53
投资损失	-17.56	-98.51	-10.88	-9.32	-11.01
营运资金变动	-115.10	-465.62	-506.51	-520.58	-487.95
其他经营现金流	9.05	167.31	26.24	45.17	46.17
投资活动现金流	-1219.57	-216.46	-2894.80	-3474.40	-988.89
资本支出	696.38	911.90	2900.42	3422.53	959.10
长期投资	551.50	-1069.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	28.31	-373.57	5.62	-51.87	-29.79
筹资活动现金流	643.98	-75.78	5385.00	-164.79	-326.89
短期借款	-132.22	48.47	-24.24	12.12	-6.06
长期借款	0.00	141.11	-141.11	0.00	0.00
普通股增加	0.30	7.75	48.88	0.00	0.00
资本公积增加	188.05	964.21	5585.69	0.00	0.00
其他筹资现金流	587.85	-1237.31	-84.22	-176.91	-320.83
现金净增加额	89.16	244.47	3410.76	-2153.11	738.98

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6965.11	9272.20	12166.09	15464.59	18970.59
营业成本	5176.47	7221.27	9363.46	11878.48	14528.18
营业税金及附加	44.80	58.68	93.68	120.62	147.97
营业费用	644.18	848.66	891.77	1133.55	1384.85
管理费用	296.08	319.50	419.73	535.07	654.49
研发费用	73.52	87.79	100.33	118.02	123.88
财务费用	4.07	0.68	-46.80	-63.73	-49.53
资产减值损失	-0.40	-10.90	-17.99	-19.21	-19.03
公允价值变动收益	2.52	0.12	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.56	98.51	10.88	9.32	11.01
营业利润	774.78	860.39	1369.74	1768.08	2206.67
营业外收入	10.49	22.03	17.42	16.65	18.70
营业外支出	3.90	3.03	3.54	3.49	3.35
利润总额	781.38	879.40	1383.63	1781.24	2222.02
所得税	177.57	192.59	311.04	400.42	499.51
净利润	603.80	686.80	1072.59	1380.81	1722.51
少数股东损益	0.00	4.51	7.09	9.13	11.39
归属母公司净利润	603.80	682.30	1065.49	1371.68	1711.12
EBITDA	959.48	1108.62	1708.86	2358.06	2991.71
EPS (元)	2.55	2.79	3.63	4.68	5.83

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	32.25	33.12	31.21	27.11	22.67
营业利润(%)	65.53	11.05	59.20	29.08	24.81
归属母公司净利润(%)	61.73	13.00	56.16	28.74	24.75
获利能力					
毛利率(%)	25.68	22.12	23.04	23.19	23.42
净利率(%)	8.67	7.36	8.76	8.87	9.02
ROE(%)	16.39	13.45	9.14	10.72	12.11
ROIC(%)	21.27	14.06	13.05	11.80	14.12
偿债能力					
资产负债率(%)	48.09	41.36	24.13	25.01	25.71
净负债比率(%)	6.13	11.46	6.22	5.69	4.84
流动比率	1.66	1.38	2.49	1.86	2.00
速动比率	0.98	0.61	1.58	0.87	0.96
营运能力					
总资产周转率	1.09	1.17	1.00	0.95	1.04
应收账款周转率	25.27	20.36	20.88	21.82	21.48
应付账款周转率	4.93	5.82	5.69	5.61	5.53
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.06	2.33	3.63	4.68	5.83
每股经营现金流(最新摊薄)	2.27	1.83	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	12.56	17.30	39.76	43.61	48.18
估值比率					
P/E	74.66	66.07	42.31	32.86	26.34
P/B	12.24	8.89	3.87	3.52	3.19
EV/EBITDA	46.21	40.00	25.95	18.80	14.82

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188