

安井食品 (603345)

速冻龙头新征程，厚积淀护新航

买入 (首次)

2023年04月24日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 罗頔影

执业证书: S0600123020009
luody@dwzq.com.cn

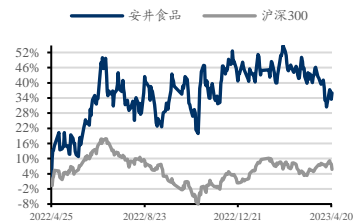
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	9,272	12,175	16,035	19,846
同比	33%	31%	32%	24%
归属母公司净利润 (百万元)	682	1,090	1,396	1,758
同比	13%	60%	28%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.33	3.72	4.76	6.00
P/E (现价&最新股本摊薄)	65.49	40.99	32.02	25.41

关键词: #第二曲线

投资要点

- **复盘安井发展史，优秀的管理层、清晰的战略定位帮助企业行稳致远。**在经营层面上，安井过往 20 余年是一段锐意进取的发展史。我们认为公司能稳扎稳打、实现弯道超车，与其优秀的管理、清晰的战略定位、和高效的执行密不可分。充足的激励为高效管理奠定了良好的基础，帮助企业成就基业长青。在资本市场，安井自 2017 年上市以来已成为十倍股，公司以优异的成绩逐渐被市场认可，认知差消除后，估值中枢整体上移，市场对公司预期愈发充分，股价对业绩的反应也越来越快。
- **在传统主业上，安井产品渠道先行，铸造规模效应壁垒。**速冻行业长期空间广阔，但本质是门 ROE 不高的苦生意，要提升盈利能力与周转效率都对企业管理提出了较高的要求。安井在产品、渠道和供应端都建立起了强有力的优势，帮助企业行稳致远：**1) 产品端：**大单品战略定位准，优秀的综合实力帮助企业提高推新成功率，大单品的成功为企业构筑规模效应提供了强有力的基础。**2) 渠道端：**安井“贴身服务”经销商，经销队伍长期稳定，跟随安井一起成长为大商后资源丰富、忠诚度高、粘性强，对安井的政策执行效率高。渠道力为大单品成功进一步提供了保障，成为企业构筑规模效应的重要前提。**3) 供应链端：**安井“销地产”布局全国 8 省，有效降低了采购成本及运输费用，在供应链端构建了的规模优势成为长期护城河。
- **预制菜新业务空间广阔，寻找大单品是突破关键，安井优势有望复制助推第二曲线新增长。**预制菜空间超 3000 亿元，未来 3-5 年有望保持复合 25% 以上增长。目前仍处于渗透率持续提升阶段，B 端连锁化率的提升+降本增效需求驱动预制菜餐饮端渗透率提升，C 端“便捷化”趋势长期持续驱动 C 端消费习惯的培育。行业格局分散，玩家类型众多，目前仍处于错位竞争阶段。参考速冻企业的成长之路，我们认为大单品或是破局的重点。安井强有力的渠道基础、全国化的生产基地布局和原材料成本优势能部分直接应用于预制菜业务的发展。
- **盈利预测与投资评级：**长期看好速冻食品行业发展。公司渠道 BC 兼顾，生产基地布局完善，速冻火锅料龙头优势愈发凸显，第二增长曲线速冻预制菜持续亮眼表现，中长期逻辑清晰。可比公司我们选取千味央厨、三全食品、立高食品。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 10.9/14.0/17.6 亿元，同增 60%/28%/26%，EPS 分别为 3.72/4.76/6.00 元，对应当前 PE 为 41x、32x、25x，给予“买入”评级。
- **风险提示：**预制菜行业竞争加剧；预制菜新品开发、推广、销售不及预期；原材料价格大幅波动；食品安全事件。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	152.36
一年最低/最高价	112.01/176.54
市净率(倍)	3.97
流通 A 股市值(百万元)	44,686.31
总市值(百万元)	44,686.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	38.39
资产负债率(% ,LF)	25.53
总股本(百万股)	293.29
流通 A 股(百万股)	293.29

相关研究

- 《安井食品(603345): 2021Q3 收入稳健，短期盈利承压》
2021-11-01
- 《安井食品(603345): 2021 年半年报点评: Q2 收入维持快增，看好长期发展》
2021-08-06

内容目录

1. 企业复盘：鉴古知今，透视安井成功之路	5
1.1. 历史复盘：战略定位清晰，行稳方能致远	5
1.2. 成功之基石：充足激励护航高效管理，成就基业长青	9
2. 米面&火锅料：产品渠道先行，铸造规模效应壁垒	11
2.1. 速冻行业：长期空间广阔，破局苦生意需强管理	11
2.2. 产品：大单品战略定位准，推新成功率考验企业内功	14
2.3. 渠道：“贴身服务”支持经销商，渠道执行力高	16
2.4. 供应链：“销地产”布局 8 省，规模优势成为长期护城河	19
3. 预制菜：安井优势有望复制，助推第二曲线新增长	20
3.1. 行业概览：空间大、格局散，大单品或是突破重点	20
3.1.1. 规模：驱动力可看长，C 端发展晚于 B 端	20
3.1.2. 特点：细分赛道多，挖掘大单品更重要	23
3.1.3. 格局：行业容量大，多类型玩家并行	25
3.2. 安井视角：渠道、供应链优势可直接复制，强管理能力从容应对挑战	26
4. 盈利预测及投资建议	27
5. 风险提示	29

图表目录

图 1: 安井食品经营发展历史梳理.....	5
图 2: 安井股价复盘 (单位: 元)	8
图 3: 安井食品市值涨跌归因.....	8
图 4: 安井食品分季度归母净利润 yoy 与 PE (TTM)	8
图 5: 安井股权结构 (截止 22Q3)	9
图 6: 安井核心高管介绍.....	10
图 7: 公司 2019 年限制性股票激励计划.....	10
图 8: 与新宏业、新柳伍总经理的深度绑定.....	10
图 9: 2021 年部分食品行业标的 ROE 及杜邦分析拆分.....	11
图 10: 速冻行业研究框架.....	12
图 11: 国内速冻米面市场规模及增速.....	12
图 12: 国内速冻火锅料市场规模及增速.....	12
图 13: 日本速冻食品家庭&餐饮端消费量对比	13
图 14: 国内速冻食品家庭端&餐饮端消费量占比	13
图 15: 2020 年中国速冻面米食品行业竞争格局.....	14
图 16: 2019 年中国速冻火锅料食品行业竞争格局.....	14
图 17: 安井产品收入结构.....	14
图 18: 大单品战略.....	15
图 19: 大单品收入占比逐年提升.....	15
图 20: 安井产品开发战略.....	15
图 21: 安井 2021 年渠道收入结构.....	16
图 22: 安井在西南地区的“会议营销”.....	17
图 23: 安井某经销门店档口品牌宣传.....	17
图 24: 公司针对不同市场制定的不同经销商管理策略.....	17
图 25: 公司按合作年限划分经销商情况: 长时间合作的经销商为主.....	18
图 26: 安井的“冻二代”经销商	18
图 27: 安井及部分冻品公司经销商平均创收情况.....	18
图 28: 安井产能分布.....	19
图 29: 安井&海欣物流费用率对比	19
图 30: 安井&海欣单位运费对比 (单位: 元/吨)	19
图 31: 速冻预制菜按预制品程度的定义与分类 (暂不考虑非速冻预制菜品类&传统速冻米面、火锅料品类)	20
图 32: 中国预制菜市场规模及预测.....	21
图 33: 日本预制菜发展历程.....	21
图 34: 中日美餐饮连锁化率对比.....	22
图 35: 餐厅各成本占比.....	22
图 36: 餐饮企业使用预制菜后可降本增效.....	22
图 37: 中国预制菜消费者特点.....	23
图 38: 预制菜 C 端需求特点.....	23
图 39: 部分速冻企业的大单品情况.....	23
图 40: 我国餐饮市场菜系分布.....	24
图 41: 2021 年中国预制菜消费者喜爱菜系分布情况.....	24

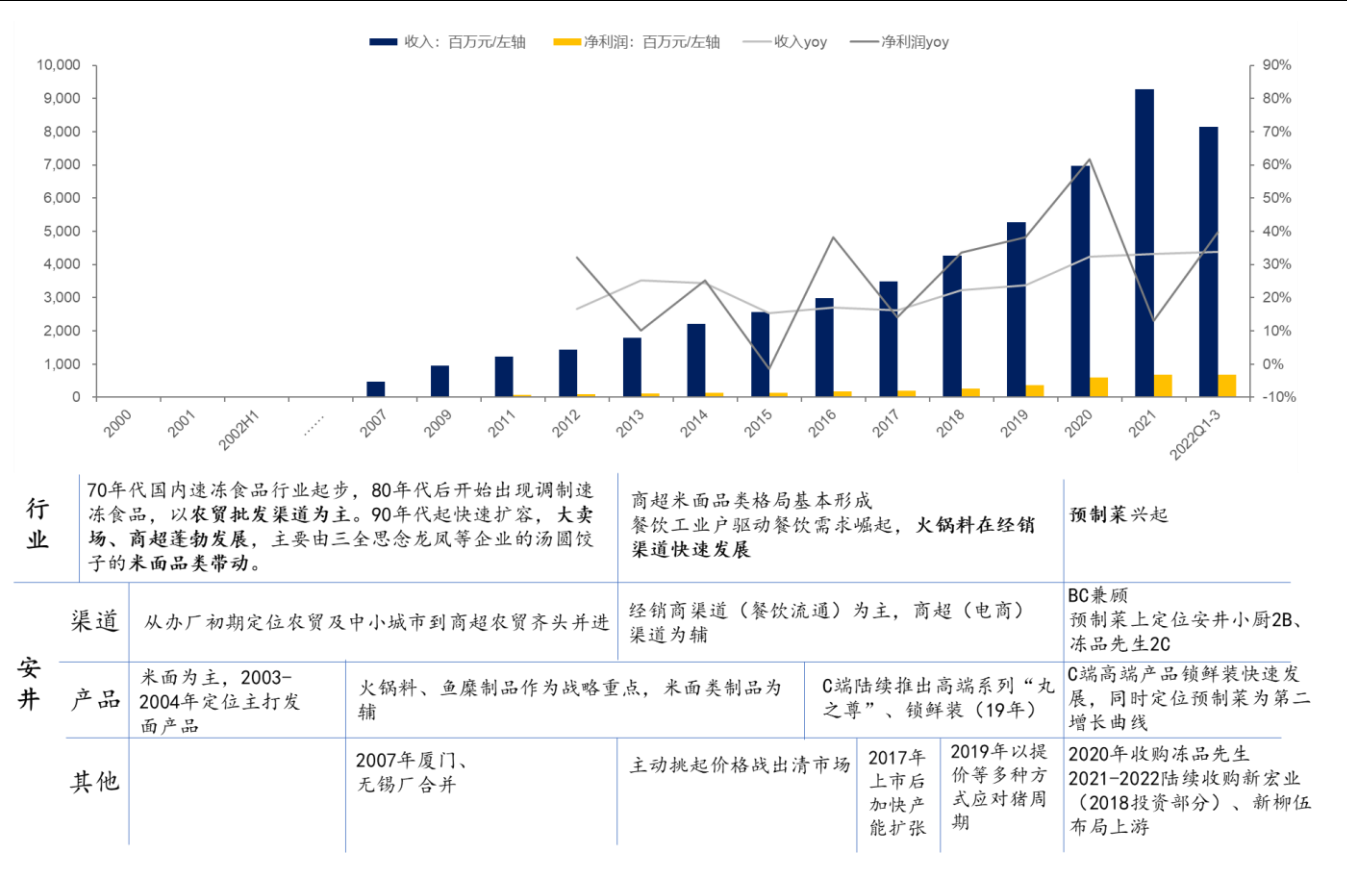
图 42: 本帮菜餐饮店在菜单中增加了酸菜鱼.....	24
图 43: 预制菜行业玩家分类.....	25
图 44: 安井各主体介绍.....	26
表 1: 2021 年线上预制菜畅销榜.....	25
表 2: 安井食品主要业务拆分预测.....	27
表 3: 可比公司估值对比 (估值日 2023/4/20)	29

1. 企业复盘：鉴古知今，透视安井成功之路

1.1. 历史复盘：战略定位清晰，行稳方能致远

安井过往的 20 余年是一段锐意进取的发展史。我们认为公司能稳扎稳打，实现弯道超车，与其优秀的管理、清晰的战略定位、和高效的执行密不可分。

图1：安井食品经营发展历史梳理



数据来源：公司公告、中国知网、东吴证券研究所

(1) 1998-2006年：起步创业期，摸索合适模式、明晰战略定位。

从行业看，90年代起国内速冻行业快速扩容，尤其随着商超、卖场的快速发展，三全、思念等公司以汤圆饺子为突破口迅速占领市场，带动行业高速增长。

从公司看，安井集团前身无锡华顺民生成立、厦门华顺民生分别于1998年、2001年成立。这一时期是公司的起步创业期，经过一段时间的摸索，公司逐渐明确了适合自身的发展模式与战略定位。品牌上，从最早的定位“农贸及中小城市的名牌产品”到2002年调整为“最具特色的二线领先品牌”；渠道上配合走“农村包围城市”的战略，从最早的以农贸市场为根基，开始转向超市卖场扩张，定位为“农贸和超市并存，以农贸养超市”；产品上将自己定位为“点心厂家”，以米面类点心为新品开发的基本方向，避开水饺、馄饨等常规速冻食品。由于战略的不断调整磨合，公司业绩上取得了不错的进步，2001年实现收入2400万元，接近翻倍增长，同时在利润单扭亏为盈。

(2) 2007-2013 年：明确火锅料战略定位，开启快速发展。

从行业看，这一时期速冻行业的主战场仍然在商超渠道，速冻米面全国化扩张，竞争白热化，最终于 2013 年三全收购龙凤为标志，速冻米面类格局基本稳定下来。速冻火锅料则快速发展，火锅料新品不断诞生。

从公司看，2007 年厦门厂和无锡厂合并，当时厦门厂主要为火锅料和鱼糜制品，无锡厂则主要为米面类产品，无锡厂年销售额比厦门更高。而集团总经理张清苗总提出了产品上重新调整战略重点为火锅料、鱼糜制品，并判断火锅料的成熟度与米面制品滞后 5-10 年。经过调整后，火锅料发展迅猛，公司造就了国内的第一颗鱼丸、虾丸、花枝丸等产品，调整当年火锅料销售 2 亿元，第二年即翻倍，第三年达到 6 亿元。业绩增长步入快车道，2007 年安井收入为 4.8 亿元，2013 年达到 17.9 亿元，6 年 CAGR 为 25.5%。

(3) 2014-2017 年：积极竞争，确立龙头地位。

从行业看，速冻米面增速放缓，商超渠道格局较差；餐饮端因租金、人力等成本压力持续加大，对速冻半成品需求加大，同时外卖和火锅品类的快速发展加大了速冻火锅料在 B 端的需求。

从公司看，渠道上公司明确自身优势，定位“经销商渠道（餐饮流通）为主，商超（电商）渠道为辅”。同时在这一阶段，公司积极参与竞争，主动挑动价格战应对市场，并确立自身的龙头地位。2013-2017 年的收入 CAGR 18.2%，增速显著放缓；利润 CAGR 为 18.1%，每年业绩波动较大。

(4) 2018-2019 年：龙头地位确立，以中高端布局 C 端。

从行业看，总体与上一时期类似，但 2019 年的最强猪周期为行业带来了前所未有的挑战与机遇。2019 年，受非洲猪瘟影响，猪价涨幅大、涨速急，2019 年 10 月底全国均价逼近 40 元/公斤关口，为速冻行业带来了较大的成本压力。

从公司看，2017 年公司上市后加速产能扩张，在 B 端龙头地位逐渐稳固后，公司开始转向 C 端布局。在产品上陆续推出“丸之尊”、锁鲜装等中高端产品，为 2020 年业绩爆发奠定基础。这一时期公司应对猪周期的措施再度体现了公司优秀的管理能力和执行效率：2019 年猪价快速上涨，公司通过多种手段加以应对，保证盈利水平的稳健，包括：1) 调整产品结构，尽量少生产猪肉类产品，并将部分采用鸡肉替代等，收入规模较小的猪肉制品短期停产；2) 按照产地价格进行品类的产能调整。利用公司全国产能布局优势，跟随当地原材料价格优势，进行全国产能调整；3) 适当压缩营销费用，比如从广告投入、活动赠品、对经销商的奖励等方面控制成本。公司 2019 年 1-9 月销售费用率 11.98%，同比下降 1.04pct；4) 直接提价，公司分别于 18 年 9 月底、12 月中旬和 19 年 9 月进行三次提价，主要是减少促销和直接提价方式进行，与经销商前期沟通到位，提价传导非常顺利。2017-2019 年的收入 CAGR 22.9%，

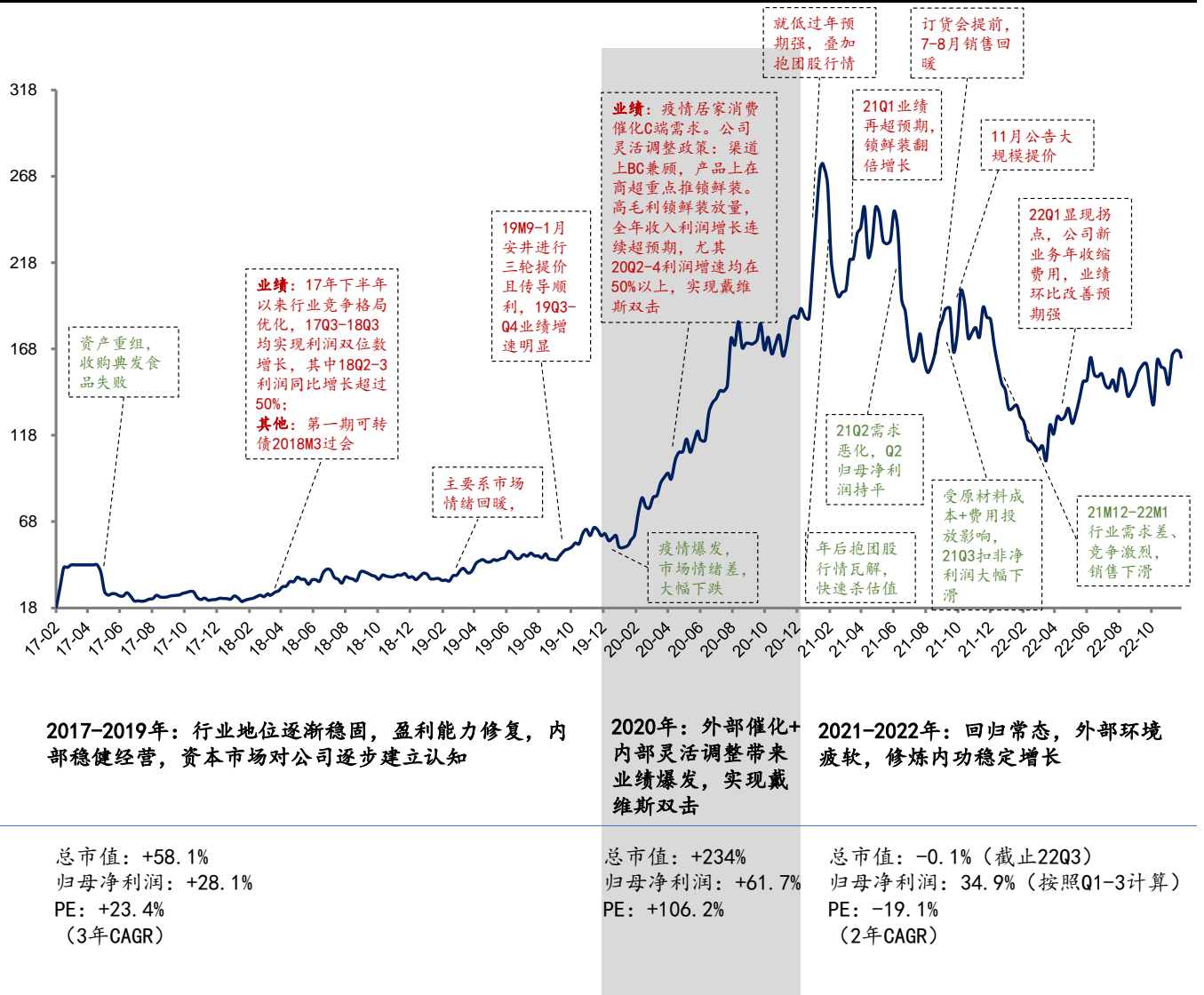
利润 CAGR 为 35.8%，这一时期公司确立龙头地位，同时受益于提价等影响收入、利润增速双双回暖。

(5) 2020 年至今：灵活应对疫情顺势实现产品升级，布局上游、开启预制菜第二增长曲线。

从行业看，一方面，2020 年新冠疫情爆发，一季度 C 端“居家消费”需求爆发，为布局了 C 端的速冻食品企业送去东风。随后受此影响外部消费环境显现疲态，餐饮端需求受到较大影响，速冻火锅料整体降速。另一方面，预制菜则在疫情催化下，成为新风口。

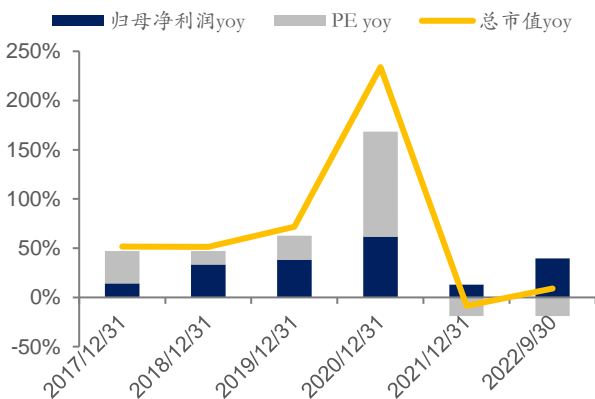
从公司看，公司抓住突发事件带来的机遇，乘势而上，在渠道、产品上都及时进行了战略调整。首先，在 2020 年“居家消费”需求爆发时，安井前期布局的 C 端产品锁鲜装乘势而上，公司在渠道战略上加以调整配合，定位“BC 兼顾”，借助锁鲜装进入 BC 超，不仅弥补了 B 端的负面影响，还进一步扩张了渠道布局，提升了盈利能力。其次，公司扩张品类，明确“三路并进”产品战略，明确将预制菜作为新增长曲线，2021 年公告大额定增，募投资金首次用于对预制菜的产能建设。2020 年收购冻品先生，主要以 OEM 模式进行生产；2021-2022 年陆续完成对新宏业、新柳伍（均主营鱼糜、鱼粉和小龙虾业务）的收购，布局上游原材料的同时扩张小龙虾预制菜品类；2022 年成立安井小厨，自产预制菜。至此，安井对预制菜的布局框架逐渐明朗，冻品先生以 OEM 代工模式生产，主要以川湘菜系预制菜面向 C 端；安井小厨自产模式，以蒸炸点心、调理制品类预制菜面向 B 端为主；新宏业新柳伍则独立运营原有的小龙虾类预制菜。抓住行业风口，稳健布局完成扩张。此外，2021 年消费大环境整体疲软，上游原材料大幅涨价，两头影响下公司业绩承压明显。因此，公司 2022 年调整战略，下调主业收入目标，收缩费用、注重盈利能力的修复，执行落地，2022 年盈利能力显著恢复。2020、2021 以及 2022Q1-3 收入同比增速保持 30%+，利润增速分别为 61.7%、13%、39.6%。

图2: 安井股价复盘 (单位: 元)



数据来源: Wind、公司公告、渠道调研、东吴证券研究所

图3: 安井食品市值涨跌归因



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4: 安井食品分季度归母净利润 yoy 与 PE (TTM)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

安井自 2017 年上市以来已成为十倍股，公司以优异的成绩逐渐被市场认可，预期愈发充分，股价对业绩的反应也越来越快。

(1) 2017-2019 年：资本市场对公司逐步建立认知。从 2017-2019 年 CAGR 看，市值+58.1%，归母净利润+28.1%，PE+23.4%，安井以业绩逐步证明自己，逐步被资本市场认可，估值由于认知差的逐步消解，认可的提升，而显著提高。

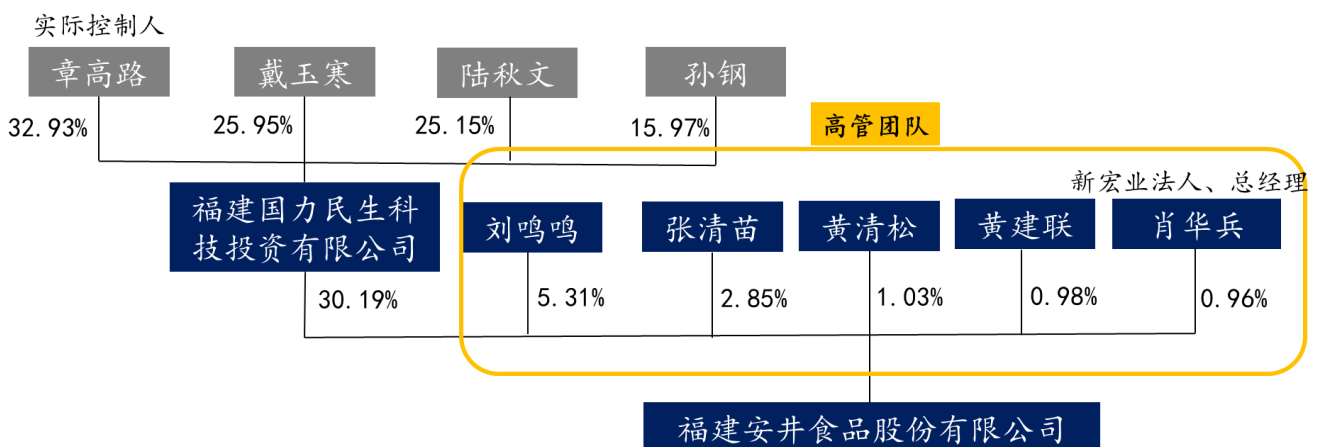
(2) 2020 年：乘东风而上，业绩爆发迎来戴维斯双击。2020 年当年市值+234%，归母净利润+61.7%，PE+106.2%，估值因外部充裕的外资环境，加上公司业绩的持续超预期释放而提升，股价实现戴维斯双击。

(3) 2021-2022 年：估值回归常态，基本上预期愈发充分。从 2020-2022 年 CAGR 看，市值（截止 2022/9/30）-0.1%，归母净利润+34.9%（按照前三季度业绩计算），PE-19.1%。自 2021 年初抱团股行情瓦解后，整体估值回归常态，21Q2-4 收入业绩双承压进一步对估值和股价带来压力。2022 年 Q1 业绩拐点明确，股价一路向上。这一时期市场对安井的认知愈发充分，对业绩反应速度加快，每个月经营层面的波动都被紧密跟踪，估值对基本面的变化更敏感。

1.2. 成功之基石：充足激励护航高效管理，成就基业长青

股权结构稳定，高管团队为职业经理人，权责明晰，持股彰显信心。公司控股大股东福建国力民生科技投资有限公司，实际控制人为章高路。高管团队为职业经理人，大股东给予管理层充分信任与自主性，利于企业高效经营。高管团队均对公司有持股，彰显长期信心，高管团队安井董事长刘鸣鸣持股 5.31%；总经理张清苗持股 2.85%；黄清松、黄建联分管营销和生产的副总，分别持股 1.03%、0.98%。高管内部负责的主要部门划分明确，权责明晰，团队分工协作能力强，灵活高效。

图5：安井股权结构（截止 22Q3）



数据来源：Wind、天眼查、东吴证券研究所

图6: 安井核心高管介绍

姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	个人简历	21年薪 酬: 万元	21年末持 股: 万股
刘鸣鸣	董事长	2014/2/24	男	本科	1962	经济师, 曾任职于黄河国际租赁有限公司、河南建业集团、福建春天房地产有限公司(董事长), 牛津剑桥(总经理)	220	1,387
张清苗	总经理	2014/2/24	男	硕士	1969	厦门大学MBA, 高级经济师, 江南大学食品学院董事。两年海洋渔业公司经历, 后进入华顺民生食品集团(安井前身)长期深耕。2012年获中国食品科学技术学会颁发的“中国方便食品二十年特别贡献奖”。	215	847
黄建联	副总经理	2014/2/24	男	本科	1971	食品工程专业本科学历, 高级工程师。全国水产标准技术委员会水产品加工分技术委员会委员、全国肉禽蛋制品标准化技术委员会委员、厦门市食品安全专家、厦门市食品行业专家库成员、江南大学食品学院专业学位硕士研究生校外合作指导教师、集美大学农业推广硕士食品加工与安全领域专业学位研究生校外实践基地指导教师, 主要负责公司研发工作	137	287
黄清松	副总经理	2014/2/24	男	本科	1968	无锡安井食品营销有限公司董事兼总经理, 曾任无锡华顺食品工业有限公司营销副总经理。	137	299
唐奕	财务总监	2014/2/24	女	本科	1975	高级经济师。曾任无锡新科信特焊材有限公司、无锡力达科技有限公司、无锡工业财务经理。	81	11
梁晨	董事会秘书	2014/2/24	男	硕士	1983	历任公司证券部副经理, 管理部副经理、证券部经理	81	11

数据来源: Wind、东吴证券研究所

注重激励, 以股权绑定公司中高层与收购公司管理层核心利益。公司于2019年对公司中高层管理层推行了股权激励, 该激励方案涉及3名高管, 分别为总经理、董秘和财务总监, 226名中层管理人员和各部门骨干, 中高层骨干平均每人获授2.4万股。截止2021年激励目标全部达成。其次, 公司分别于2021、2022年完成对新宏业、新柳伍的收购, 对2公司进行业绩考核, 以现金奖励超额业绩的同时要求两公司总经理购买安井股票, 并按业绩达成情况分期解锁。公司非常注重激励, 并以股权长期深度绑定团队核心利益, 这有利于公司战略的制定和长期发展的可持续性。

图7: 公司2019年限制性股票激励计划

股权激励对象	获授的限制性股票 数量(万股)	占授予总 数比例	激励方案及业绩考核条件
张清苗: 总经理	54	8.56%	拟授予限制性股票数量为632万股, 合计231人。首次实际授予631万股, 合计229人(2人自愿放弃合计1万股), 价格为26.97元/股。
梁晨: 董事会秘书	15	2.38%	
唐奕: 财务总监	15	2.38%	考核条件均达成 第一个解除限售期: 2019年营业收入值不低于50.26亿元; 第二个解除限售期: 2019-2020年两年累计营业收入值不低于107.75亿元; 第三个解除限售期: 2019-2021年三年累计营业收入值不低于170.785亿元。
中层管理人员及生产、技术、营销骨干(226人)	547	86.68%	
合计	631	100.00%	

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图8: 与新宏业、新柳伍总经理的深度绑定

主体	绑定条款	考核条件
新宏业	总经理肖华兵需以不低于人民币3.5亿元的股权转让款购买安井的股票，且该等股票将自购入之日起锁定。根据业绩承诺达成情况，该等股票将分三期逐步解锁。	2021-2023年的规范净利润分别不低于人民币7,300万元、8,000万元、9,000万元
新柳伍	总经理柳忠虎及柳静应当通过股票交易以不低于第二步收购对价的40%的总价购入安井股份。自购入之日起锁定，不得进行转让。将根据业绩承诺达成情况按协议约定相应分期解锁。	2022-2024年的规范净利润分别不低于人民币7,000万元、8,000万元、9,000万元

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 米面&火锅料：产品渠道先行，铸造规模效应壁垒

2.1. 速冻行业：长期空间广阔，破局苦生意需强管理

速冻行业本质是门苦生意——ROE低，周转为王。对比食品饮料各行业ROE可发现，速冻行业ROE相对低，主因盈利能力较差。进一步拆解，这主要因为：1) 原材料占比偏高，受原材料成本影响较大；2) 运费偏高，速冻食品要求冷链运输，超过一定距离后运费显著增加，早期阶段安井无锡工厂运往大连、北京为的运输成本约占销售额的15%左右，因此开拓远方市场难度较大；3) 速冻行业生产技术壁垒低，部分小厂仅在有限区域内销售，难以完全出清，竞争加剧影响盈利能力；此外，B端需求更为看重价格，品牌溢价低于C端，厂商的议价能力有限。因此速冻企业要提高ROE，周转为王，这包括对产能爬坡、存货的有效管理；并且应建立起成本优势，保障自己盈利能力的同时，形成真正的壁垒，对潜在进入者进行打击。

图9：2021年部分食品行业标的ROE及杜邦分析拆分

	速冻				乳制品	零食		调味品		啤酒		饮料
	安井食品	千味央厨	海欣食品	惠发食品	伊利股份	洽洽食品	盐津铺子	海天味业	中炬高新	青岛啤酒	重庆啤酒	东鹏饮料
ROE(平均)	15.6	11.5	-4.3	-21.9	22.3	20.6	17.4	30.7	17.6	14.5	99.7	38.8
净利率	7.4	6.8	-2.4	-8.5	7.9	15.5	6.8	26.7	15.3	10.8	18.3	17.1
-毛销差	13.0	19.0	6.5	6.0	13.2	21.9	13.6	33.2	26.8	23.1	34.1	24.8
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.3	0.8	1.1	0.8	0.8	0.7	1.2	1.1
权益乘数	1.8	1.5	1.8	2.3	2.2	1.7	2.4	1.4	1.5	2.0	9.0	2.0

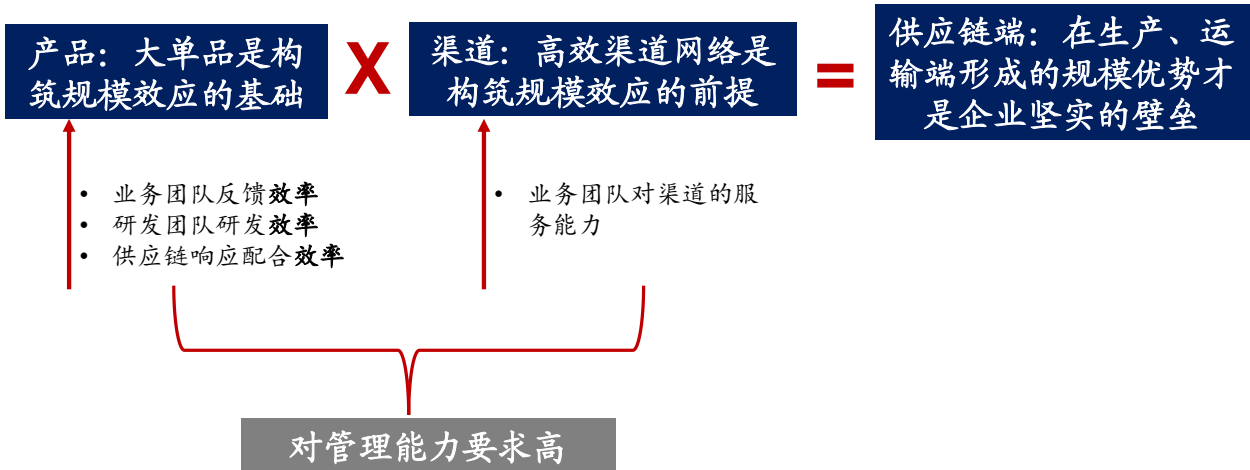
数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：重啤ROE值极高主因2020年重组注入资产（嘉士伯中国）所致，2018-2019年ROE分别为35.00、51.25，高于其他啤酒企业主因分红高导致权益乘数较高、产品净利率相对高所致

产品、渠道端体现效率，为供应链端形成规模优势的壁垒之基础，背后需优秀管理支撑。我们提出对速冻行业的研究框架，整体看，供应链端是真正形成规模优势壁垒的关键，而产品和渠道端则是前提，这背后对企业管理效率、能力提出了较高的要求。首先在产品端，大单品是构筑规模效应的前提，这要求企业业务团队的反馈效率、研发团队的研发效率和供应链响应配合效率（包括采购、生产线磨合等）。其次，有了产品后，需要渠道放大产品规模效应，高效渠道网络是构筑规模效应的基础，渠道较好的执行能力需要企业业务团队有较强的服务和掌控力。最终，在生产、运输端形成规模效应，分

摊固定成本和费用，企业有领先的成本优势，形成自身坚实的壁垒。每一环节都对企业的管理能力提出了较高的要求，需要企业有准确的战略定位和高效的执行力，这不仅需要高管团队深耕行业，对行业有较准确的判断和前瞻性，同时还要搭建起明确的架构，合理的激励以支撑企业的经营效率。

图10: 速冻行业研究框架



数据来源：东吴证券研究所

速冻食品千亿规模，火锅料增长中枢未来有望修复至双位数水平。速冻食品超千亿规模，火锅料制品增速更快。我国速冻食品起步 1970 年代，开始主要是速冻蔬菜、海鲜和肉类，以保鲜为主，后来随着方便型食品需求驱动，越来越多速冻调制食品逐渐被开发，经过多年发展，速冻食品持续保持较快增长。根据 Frost & Sullivan 和观研天下数据，2021 年国内速冻米面、火锅料制品市场规模分别为 782、520 亿元，2016-2021 年 CAGR 分别为 7.1%、6.9%。火锅料整体发展滞后于米面制品，2020 年受疫情“居家消费”影响，米面市场规模增速回升，火锅料制品则受到负面影响。后续随着管控恢复常态化，火锅料制品增速中枢有望修复至双位数水平。

图11: 国内速冻米面市场规模及增速



数据来源：Frost & Sullivan、观研天下数据中心、东吴证券研究所

图12: 国内速冻火锅料市场规模及增速

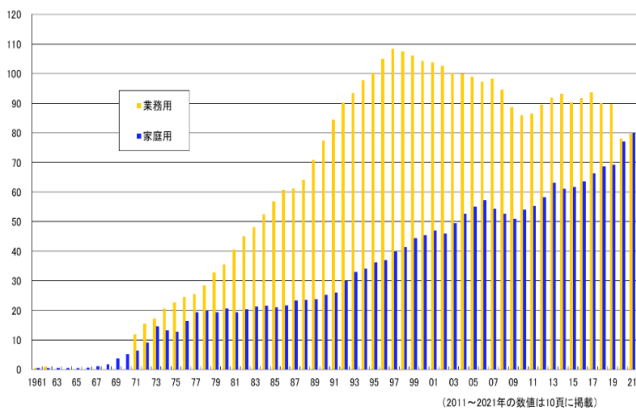


数据来源：Frost & Sullivan、观研天下数据中心、东吴证券研究所

B 端餐饮渠道降本增效需求持续，C 端“便捷化”趋势不改。速冻食品 B、C 端都有持续的驱动力，长期空间较大。**B 端：**速冻食品助力餐饮端产品标准化、去厨师化，降低运营成本、提升营业效率。连锁化率的提升，人工、物业租金成本的上涨，以及消费者对食品安全的重视，使得餐饮 B 端对半成品的需求持续扩大。速冻食品将餐饮门店后厨对原材料的复杂加工环节，提前至上游工业化量产。一是保证了餐饮门店原材料和菜品的品质稳定和标准化口感；二是通过增加部分采购成本，有效降低餐饮运营中人工成本，同时缩短食材加工时间，助力运营效率提升。**C 端：**随着生活节奏的加快，C 端消费者“便捷化”消费趋势逐渐增加，速冻食品行业品类不断扩张，可满足消费者多元化的需求。

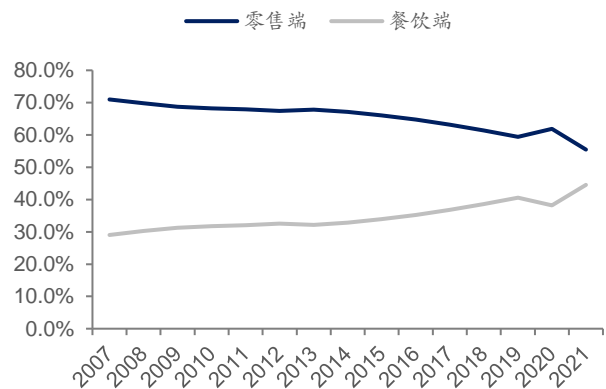
国内速冻食品仍处于 B 端驱动阶段。根据日本冷冻食品协会数据，日本速冻食品经历餐饮驱动——经济放缓——家庭消费复苏的过程，1960-1998 充分享受经济高速增长带来的行业成长潜力，其中餐饮就餐占比的提升也驱动了行业的高增长 90 年代末开始，经济增长乏力逐渐放缓，甚至出现倒退，居民收入及消费力基本没有增长，行业进入 10 年低谷；随着家庭便捷化饮食消费需求兴起，速冻食品因安全、方便、价格适中受到家庭消费者的喜爱，2012 年后行业再次恢复稳健较快增长。根据 Euromonitor 数据统计，2016-2021 年国内速冻食品餐饮渠道收入占比从 35%提升至 45%。长期看，预计餐饮渠道的收入占比会继续提升，速冻食品整体仍处于 B 端需求持续驱动增长阶段。

图13: 日本速冻食品家庭&餐饮端消费量对比



数据来源：日本冷冻食品协会、东吴证券研究所

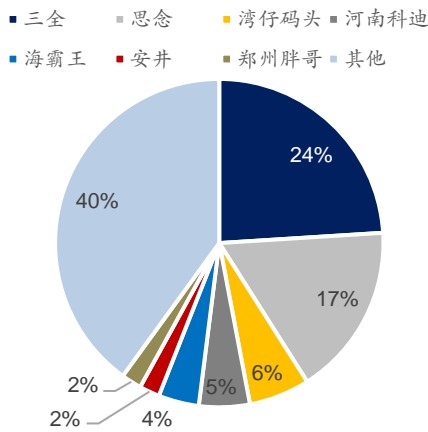
图14: 国内速冻食品家庭端&餐饮端消费量占比



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

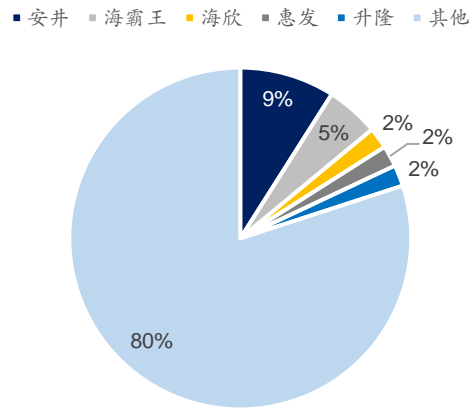
速冻米面格局稳定，火锅料制品集中度提升空间较大。根据华经产业研究院数据，2020 年我国速冻米面制品行业 CR3 三全、思念、湾仔码头合计市占率达到 47%，处于成熟期，格局基本稳定，龙头保持优势，强者恒强。而 2019 年火锅料制品行业 CR3 安井、海霸王、海欣集中度仅 17%，格局较为分散，龙头仍有较大成长潜力。随着其渠道、产品、品牌优势的逐渐加深，龙头公司有望加速收割许多区域性小企业的份额。

图15: 2020年中国速冻面食行业竞争格局



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

图16: 2019年中国速冻火锅料食品行业竞争格局

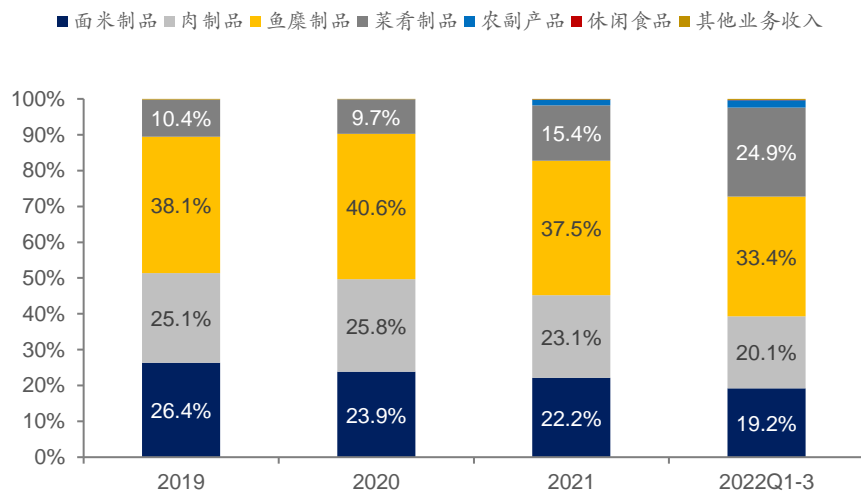


数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

2.2. 产品: 大单品战略定位准, 推新成功率考验企业内功

火锅料制品为主, 预制品发力明显。安井 2021 年实现营收 92.7 亿元, 同比+33.1%, 22Q1-Q3 实现营收 81.6 亿元, 同比+33.8%。分产品结构看, 2021 年 61%收入来自速冻火锅料制品 (38%速冻鱼糜制品及 23%速冻肉制品), 22%收入来自速冻米面制品。预制菜整体发力明显, 收入占比从 2019 年的 10%, 到 2021 年提升了 5pct 至 15%。

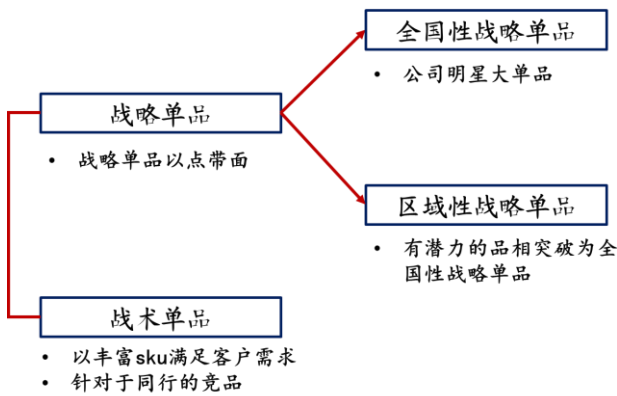
图17: 安井产品收入结构



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

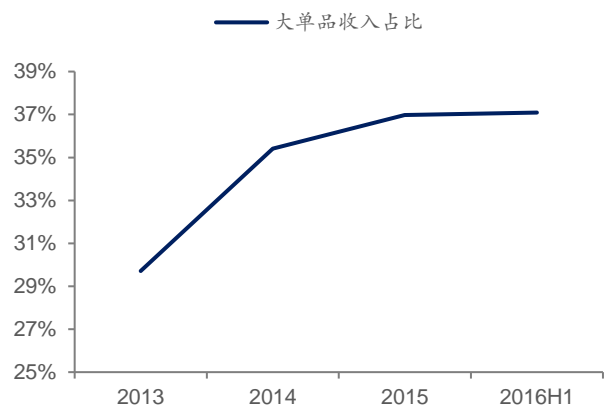
大单品战略定位准, 单品突破是规模效应的重要基础。公司将主要单品分为战略单品和战术单品。根据各地区市场成熟程度和单品竞争态势, 战略大单品进一步划分为“全国性战略单品”和“区域性战略单品”, 战略单品的培养也以点带面, 带动其他单品的销售。在此战略下, 大单品占收入比重不断提升。2013-2016 年大单品收入占比不断提升, 2016H1 大单品收入占比达到 37%。受益于大单品的爆量, 产品规模效应凸显。

图18: 大单品战略



数据来源: 东吴证券研究所

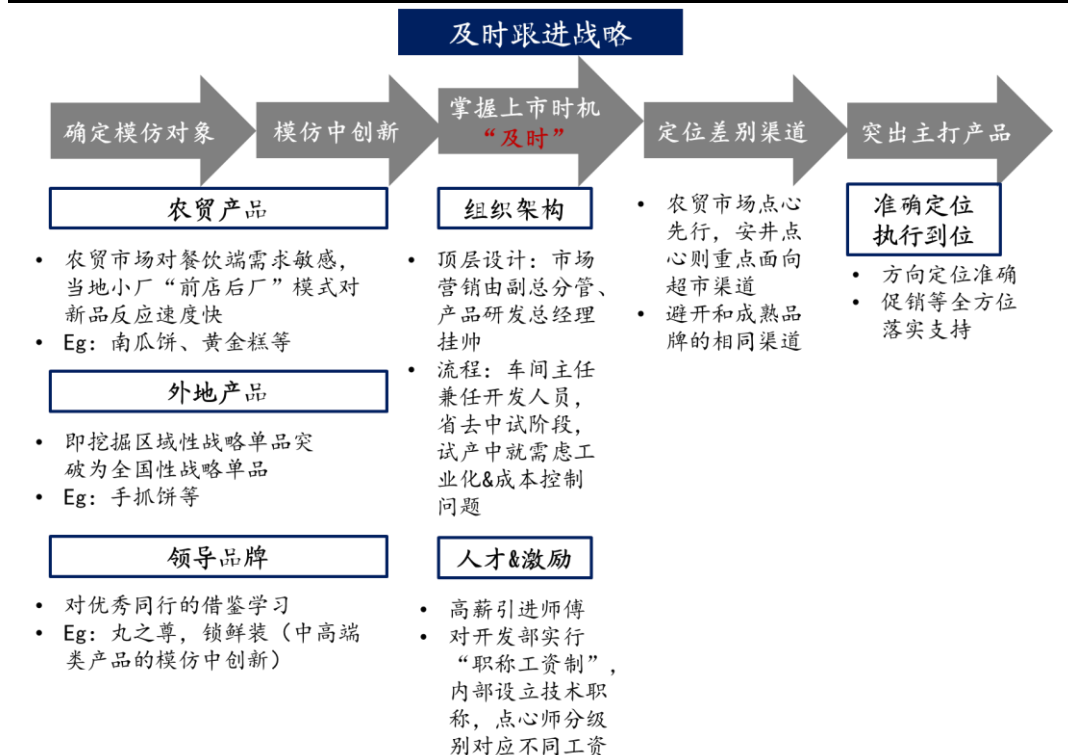
图19: 大单品收入占比逐年提升



数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

大单品战略的成功还需企业深厚内功。一个单品的成功需要天时地利人和,而多个单品的成功则离不开企业较强的综合实力。安井多年来成功推出了手抓饼、锁鲜装、撒尿牛肉丸等多个全国大单品。我们认为这主要来源于公司高效的顶层设计,对研发架构、流程的合理分配以及最终落地的有效执行。以安井研发新品的战略之一及时跟进战略可见一斑。

图20: 安井产品开发战略

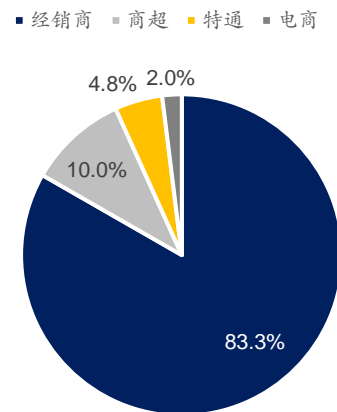


数据来源: 中国知网、东吴证券研究所

2.3. 渠道：“贴身服务”支持经销商，渠道执行力高

安井以经销模式为主，积极布局电商、商超、特通等渠道。从 2021 年安井收入结构看，经销商占比 83%，是公司最主要的渠道。经销商同时面对 B 端与 C 端渠道，终端既包括小 B 餐饮门店，也包括区域 BC 超等。商超渠道占比 10%，主要为公司直销商超客户，包括大润发、沃尔玛等。特通渠道（2021 年改名为特通直营渠道）占比 4.8%，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，此外公司还开拓了包括礼品提货券、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公司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。电商渠道占比 2%，主要受制于速冻食品对运输仓储要求较高，整体占比较低，但公司也正积极布局达人+品牌自播+明星带货，并通过公司自播+经销商直播实现品牌破圈。同时加强与前置仓电商合作，与叮咚买菜、朴朴出品联名产品等。整体看，经销商是公司的重要基石，其余各个渠道安井也正抓住机会积极布局。

图21：安井 2021 年渠道收入结构



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

安井对经销商“贴身支持”，服务能力强。安井对经销商提供的“贴身支持”主要体现在四个方面：1) 帮助打通销售渠道。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，帮助开发下级分销商、零售终端等。2) 利用现代化信息技术，增强经销商便捷化、一体化服务，从而提高渠道运营效率。如协助经销商召开订货会、品鉴会、联谊会等进行“会议营销”，开发 CRM“安井之家”网络操作平台，服务于各地经销商，方便订货、查找信息等。3) 重视品牌培育。除了 C 端零售的广告宣传外，公司在 B 端发展中也重视户外广告宣传、对经销商门店统一的布置等提升公司品牌形象，提高消费者的辨识度，强化品牌形象定位，培养经销商从卖货商到做品牌的意识转化，实现协同成长。4) 营销活动丰富。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。

图22: 安井在西南地区的“会议营销”



数据来源: 公司公众号、东吴证券研究所

图23: 安井某经销门店档口品牌宣传



数据来源: 公司公众号、东吴证券研究所

安井对经销商实施因地制宜的管理策略, 灵活开发不同地区。公司根据不同区域市场的成熟度和渠道结构情况, 制定了不同的经销商客户管理策略, 这一策略使各地经销商获得最优服务体验。各区市场主要被分为: 根据地市场、重点市场和边缘市场。1) 根据地市场: 密集分销, 精耕细作。根据地市场是公司最为成熟、强势的区域, 主要集中在华东地区。这类市场经销体系密度大, 根据渠道不同在同一个批发市场设立多个经销商, 以消灭渠道盲区。同时公司精耕细作, 会定期整合淘汰经销商。2) 重点市场: 重在渠道下沉。重点市场已经较为成熟, 以市县为单位设立经销商, 重在渠道下沉。开始更为精细地市场, 加强经销体系的密度、深度。3) 边缘市场: 采取省市级经销商, 粗放式开拓。边缘市场属于公司的不成熟, 仍处于品牌培育阶段。这类地区多分布于我国西部地区, 公司生产基地仍未布局或布局较早, 运输半径更长、密集分销成本太高。因此多采用省级或地级市的经销商为主。公司通过不断拓展与周边地区商超及餐饮渠道客户的合作, 进一步提高产品和品牌的知名度。这一战略始终贯彻, 早在 21 世纪初, 无锡厂就对苏锡常等周边地区采取密集分销策略实行“精耕细作”, 对外围市场采取经销商和农贸批发经销商并存的办法, 以消除网络盲点为主。

图24: 公司针对不同市场制定的不同经销商管理策略

地区	主要省份	市场属性	渠道特点	2013	2014	2015	2018	2019	2020	2021
华东地区	江苏、福建 浙江、安徽	根据地市场	密集分销	371	293	260	290	293	395	527
	江西	边缘市场	市级代理	13	5	6				
	山东、上海	重点市场	市级代理	30	23	16				
	小计			414	321	282				
华北地区	北京、天津 河北、山西	重点市场	市县代理	47	37	42	59	75	121	170
	内蒙古	边缘市场	市级代理	8	2	4				
	小计			55	39	46				
西南地区	四川、重庆 贵州、云南	边缘市场	省级代理	11	7	13	53	68	122	166
华中地区	湖北、湖南 河南	重点市场	市级代理	39	46	44	69	81	124	181
东北地区	辽宁、吉林 黑龙江	重点市场	市级代理	62	51	58	64	70	88	123
华南地区	广东、海南	重点市场	市级代理	70	52	52	62	67	131	179
西北地区	新疆、陕西 甘肃	边缘市场	省市代理	13	15	12	21	28	52	86
合计				664	531	507	618	682	1033	1432

数据来源：公司公告、东吴证券研究所 注：市场属性系根据 2016 年界定

安井对经销商的强服务+管理下培育出一批高忠诚度的大商,合作时间长、粘性强、执行效率高。根据招股书数据,到 2013-2016H1, 与公司合作 4 年以上的经销商数量和收入占比最高,不少经销商二代愿意承接生意。从经销商收入规模看,安井单个经销商规模远高于同行,2021 年单经销商平均创收 467 万元、2013-2019 年单经销商创收稳定增长,2020 年因大规模扩招覆盖 BC 超的经销商,2021 年因并表影响单经销商创收下滑,但整体水平仍高于同行。因此安井培育出了一批长期稳定合作的经销商,他们资源丰富、忠诚度高、粘性强,对安井的政策执行效率高,夯实了安井的强渠道力。

图25: 公司按合作年限划分经销商情况: 长时间合作的经销商为主

按合作期限划分经销商							
项目		4年以上	3-4年	2-3年	1-2年	1年以内	合计
2016年 1-6月	家数(家)	317	36	33	67	33	486
	销售收入(万元)	94,159	7,574	5,516	6,805	1,102	115,157
	占比	82%	7%	5%	6%	1%	100%
2015	家数(家)	296	44	41	52	74	507
	销售收入(万元)	161,777	11,576	13,995	9,764	7,973	205,085
	占比	79%	6%	7%	5%	4%	100%
2014	家数(家)	274	80	60	59	58	531
	销售收入(万元)	134,152	15,199	9,593	10,735	5,624	175,303
	占比	77%	9%	5%	6%	3%	100%
2013	家数(家)	258	99	138	110	59	664
	销售收入(万元)	88,442	23,798	12,649	7,851	4,100	136,840
	占比	65%	17%	9%	6%	3%	100%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图26: 安井的“冻二代”经销商

安井大商系列|张琪: 创新经销模式, 1年业务暴增10倍!

无锡企划 安井 2018-08-24 10:00

他是澳洲海归, 翻译学硕士, 跨国集团法务部门的高管, 他是安井在南京当地比较有名的冻品大商的二代; 他在不到1年的时间将父母的生意成功转型, 并成为了南京冻品行业非常有代表性的B2B平台, 他是如何做的呢?



▲南京春晨食品创始人兼CEO张琪

与青和食品合作的品牌企业中, 林燕芳也一直居于核心客户, 比如, 在今年6月份举办的安井食品20周年经销商颁奖大会上, 林燕芳就是优秀经销商中的一员。



张琪与林燕芳合影, 图片来源: 受访者供图

开辟线上业务, 促进产品结构调整

有着这样的家庭氛围, 1996年出生的郑义维, 也从小“浸淫于”冻品圈, 对这个行业有着深厚的感情。提货、接单、送货, 成了他在学业之外做得最多的事情。进入家族企业工作, 对他来讲也是顺理成章的事情。

数据来源：公司公告、冷冻食品公众号、东吴证券研究所

图27: 安井及部分冻品公司经销商平均创收情况



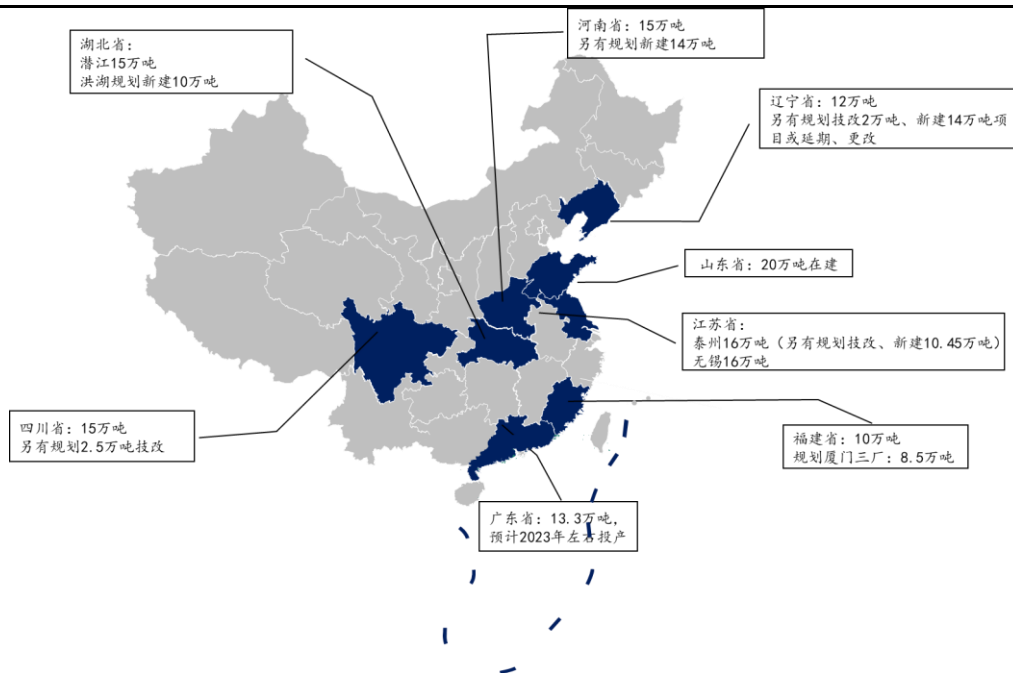
2021年冻品公司经销商平均创收 (单位: 万元)				
安井	海欣	三全	千味央厨	立高(2019年)
467.47	54.25	90.89	78.41	77.82

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.4. 供应链：“销地产”布局 8 省，规模优势成为长期护城河

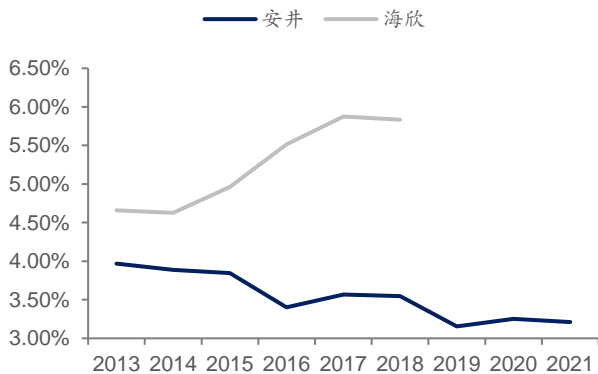
“销地产”模式布局生产基地，降低采购成本及运输费用。原材料成本和运费是速冻行业占比较高的支出。“销地产”模式优点在于：1) 借助当地供应商采购的成本优势，集中培养全渠道通用、全区域适销且具有冠军相的战略大单品，同时打造当地特色产品，提高产品市场占有率。2) 有效节省物流费用。有效缩小运输半径，节省物流费用，公司还可在当地针对第三方物流运输采取按线路公开招标的模式，选取区域性优势较强的物流商，再加之公司的规模优势，议价能力更强，实现运输费用最优化。对比公司与海欣的物流运输费用率及单吨运输成本，安井全国布局优势尽显，2013-2021 年安井运输费用率下降 0.76pct，单吨运输成本下降 13.3%。

图28：安井产能分布



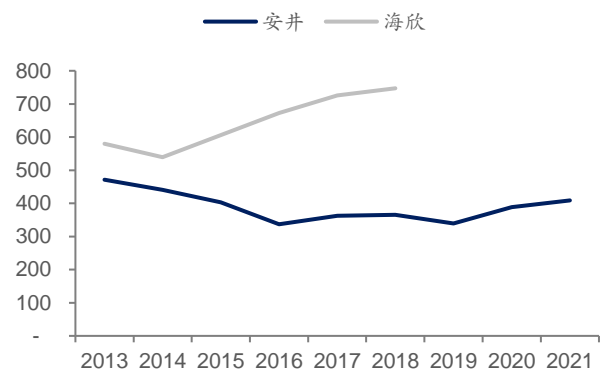
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图29：安井&海欣物流费用率对比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图30：安井&海欣单位运费对比（单位：元/吨）



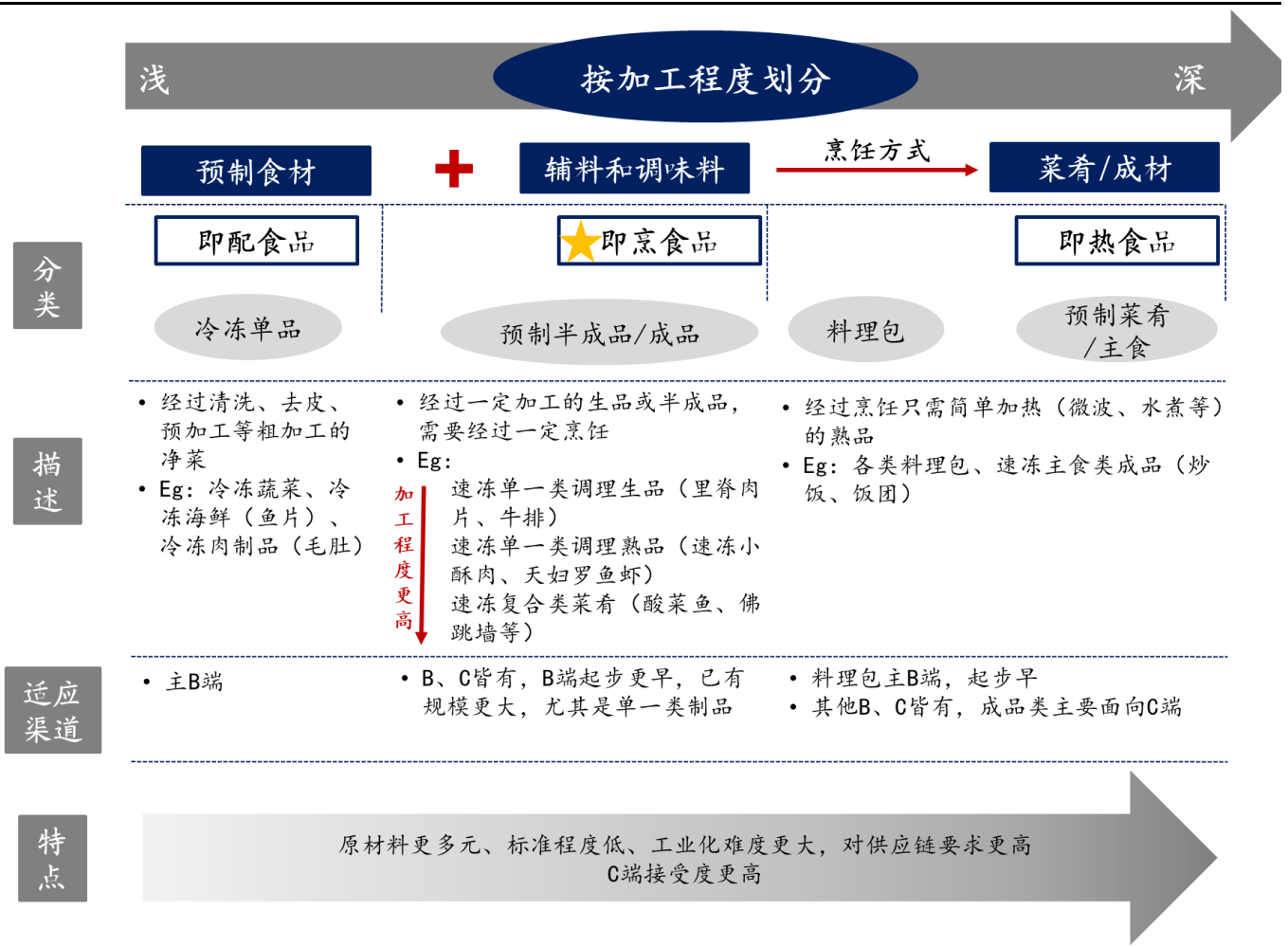
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3. 预制菜：安井优势有望复制，助推第二曲线新增长

3.1. 行业概览：空间大、格局散，大单品或是突破重点

预制菜是食品加工、餐饮业工业化进步的产物。预制菜指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，经分切、搅拌、腌制、成型、调味等预加工而成的成品或半成品。我们仅考虑速冻预制菜，按照预制程度和食用方式将其分为即配、即烹、即热三类产品。它们对供应链生产的要求、适用的渠道不同，目前大多数企业生产的产品属于即烹类别。

图31：速冻预制菜按预制程度的定义与分类（暂不考虑非速冻预制菜品类&传统速冻米面、火锅料品类）

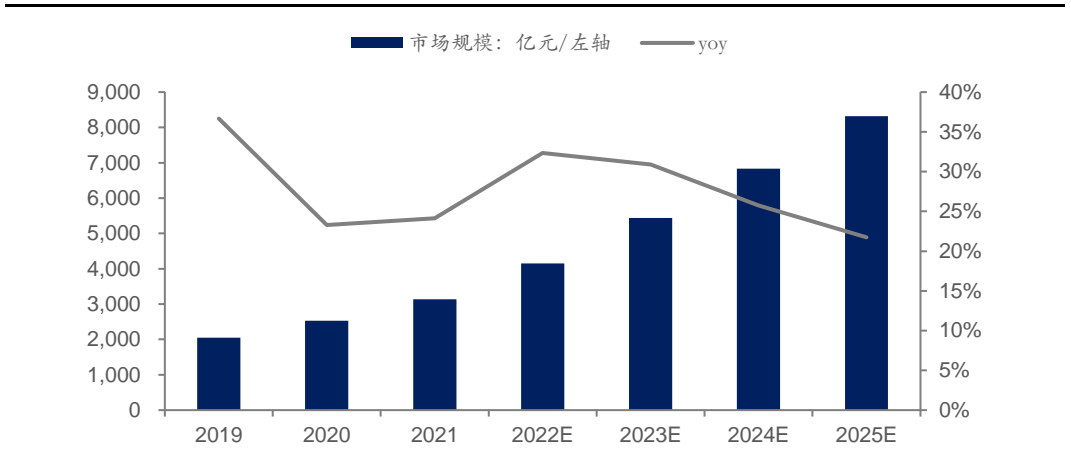


数据来源：东吴证券研究所

3.1.1. 规模：驱动力可看长，C端发展晚于B端

预制菜规模超3000亿元，B端发展更早。根据CCFA数据，2021年国内预制菜市场规模达到3137亿元，2016-2021 CAGR为30%，正处于快速发展时期，预测未来4年市场规模复合增速仍可达到25-30%。目前80%来自于B端消费场景，C端仍处于培育期。

图32: 中国预制菜市场规模及预测

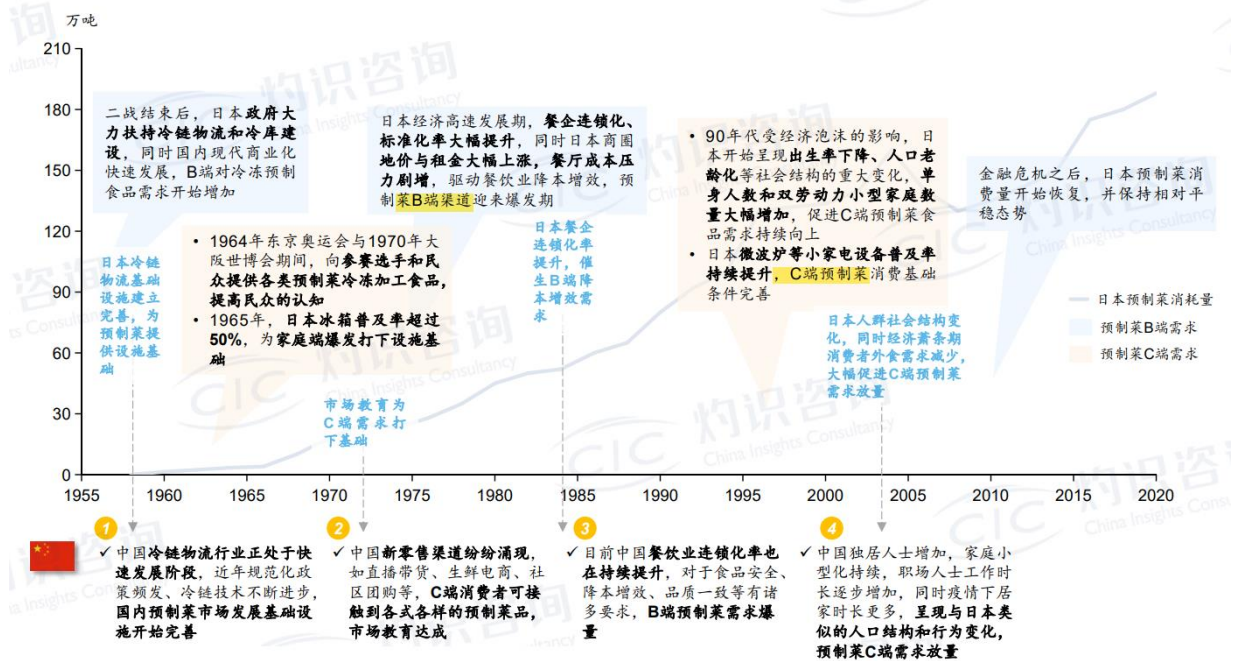


数据来源: CCFA、东吴证券研究所

他山之石: 日本预制菜发展中 C 端滞后于 B 端, 降本增效需求+连锁化率提升催生 B 端爆发, 家庭结构改变+消费习惯培育催生 C 端需求。日本预制菜行业起步于 1950 年。80 年代开始预制菜 B 端渠道迎来爆发期, 这一时期日本经济高速发展, 餐饮连锁化大幅提升, 同时日本商圈地价与租金大幅上涨, 餐厅成本压力剧增, 因此餐饮业降本增效需求驱动 B 端预制菜爆发增长。90 年代日本经济泡沫破灭, 日本社会结构发生变化, 老龄化、单身化和小型家庭化趋势增加, 便捷化消费趋势驱动了 C 端预制菜的需求爆发。对标我国看, B 端预制菜与日本 80 年代发展阶段类似, C 端则刚刚起步, 处于培育阶段。

图33: 日本预制菜发展历程

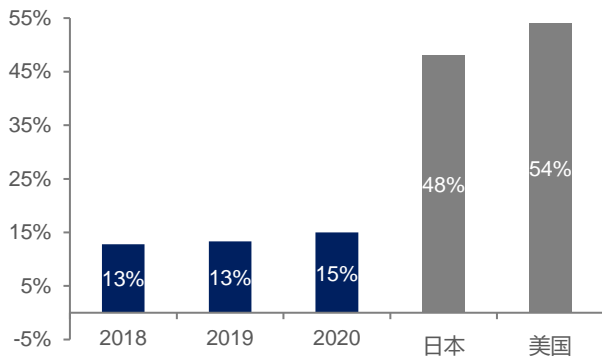
日本的预制菜产业起源于1950s, 经历了B端需求爆发, 再于C端持续渗透的发展历程, 同时鉴于日本居民消费习惯和饮食文化与我国相近, 日本预制菜行业的历史环境、发展阶段等对中国的预制菜产业发展具备参照与学习意义。



数据来源: 灼识咨询、东吴证券研究所

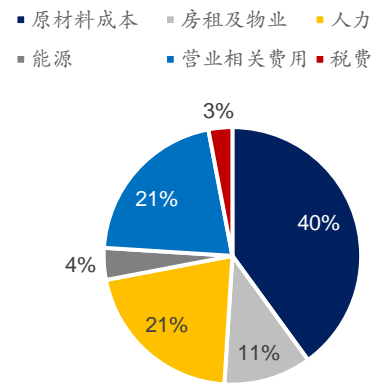
预制菜 B 端驱动因素：餐饮连锁化率的提升以及降本增效需求提升预制菜渗透率。根据 CCFA 数据，国内连锁化率逐年提升，2020 年达到 15%，但对比日本（48%）、美国（54%）仍有较大提升空间。速冻预制菜能满足连锁化率提升过程中对标准化的需求。同时根据中国饭店协会统计，租金及人力成本占比达到 32%，且成本逐年攀升；同时外卖的快速发展也要求餐饮企业提升备菜效率，这催化了 B 端降本增效的需求。根据 CCFA 测算，餐饮企业使用预制菜后可有效提升效率与利润。因此，我们认为连锁化率提升的逻辑与餐饮企业降本增效的需求长期持续存在，预制菜在 B 端的渗透率仍有提升潜力。

图34：中日美餐饮连锁化率对比



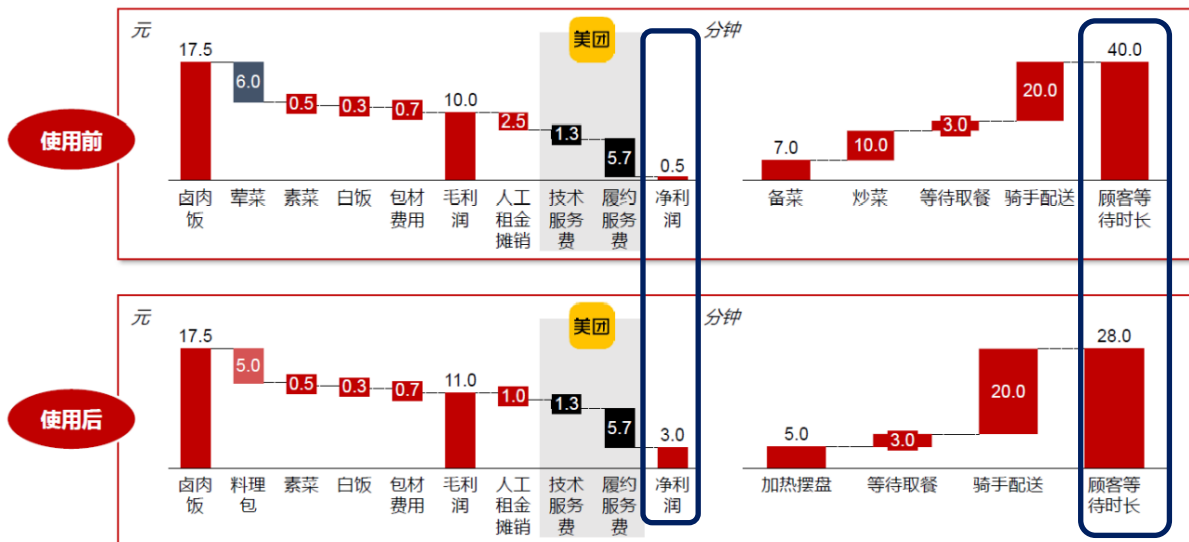
数据来源：CCFA、东吴证券研究所

图35：餐厅各成本占比



数据来源：中国饭店协会、东吴证券研究所

图36：餐饮企业使用预制菜后可降本增效

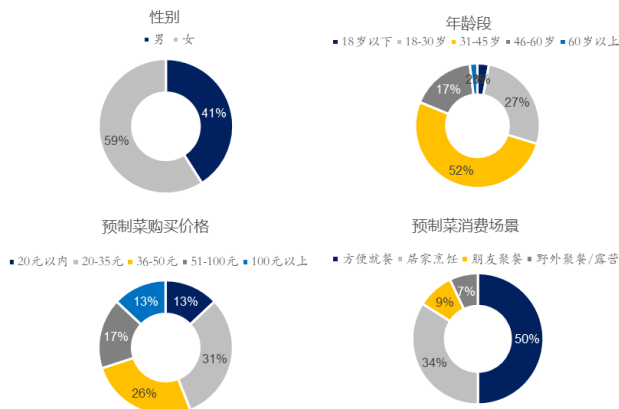


数据来源：CCFA、东吴证券研究所

预制菜 C 端驱动因素：“便捷化”趋势不改。速冻预制菜在 C 端的消费需求与传统速冻食品相似，根据中国预制菜产业联盟统计，国内预制菜消费者主要以 18-45 岁女性为主，购买价格段集中在 20-50 元，“方便”和“居家烹饪”是最主要的消费场景。因此

我们认为 C 端消费需求主要分为两类：1) 小 C，即单身人群的消费需求，主要应用于中餐和晚餐，在这个场景下，预制菜面临与外卖的竞争，在便捷度不如外卖的客观事实下，我们认为这要求预制菜具备较强性价比；2) 大 C，即家庭端消费需求，主要应用于晚餐和家庭宴席，预制菜可作为一餐的补充菜品。不仅使得居家烹饪更为便捷化，同时与外卖相比，家长会更倾向于选择预制菜，消费习惯更易养成。整体看，随着人们生活节奏的加快，便捷化的消费趋势不改将加速培育起人们对预制菜的消费习惯。

图37: 中国预制菜消费者特点



数据来源：中国预制菜产业联盟、东吴证券研究所

图38: 预制菜 C 端需求特点



数据来源：东吴证券研究所

3.1.2. 特点：细分赛道多，挖掘大单品更重要

从企业视角看，比广阔的行业空间更重要的是对大单品的挖掘。复盘速冻企业的成长，我们认为大单品是最重要的突破口。三全思念推出的经典大单品汤圆、水饺、粽子；千味央厨推出油条；安井推出撒尿牛肉丸、千页豆腐、手抓饼等一系列大单品。正是这些大单品推动了企业成长，并且在单品上构建起自身的竞争优势。整体看，速冻食品本质是将节令、季节、区域性单品常规化并加以推广，成为全国化、全年化的产品，因此我们认为面对国内多元化的餐饮市场，企业要发展预制菜的关键在于找到自身大单品。

图39: 部分速冻企业的大单品情况

将节令/季节性/区域性单品常规化加以推广，企业与大单品一起成长

三全

汤圆：15亿元+

水饺：15亿元+

粽子：1-5亿元

千味央厨

油条：1-5亿元

安井

撒尿牛肉丸：5亿元+

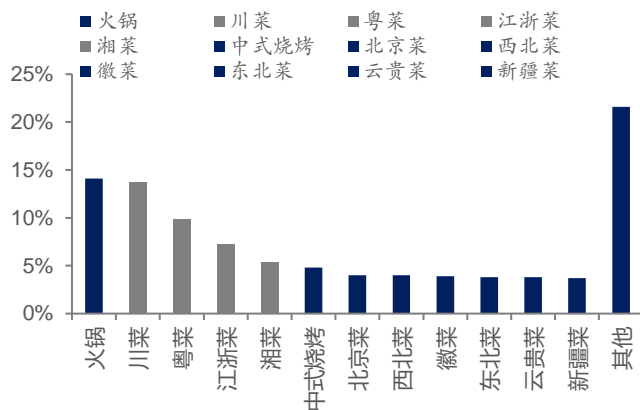
千页豆腐：1-5亿元

手抓饼：1-5亿元

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

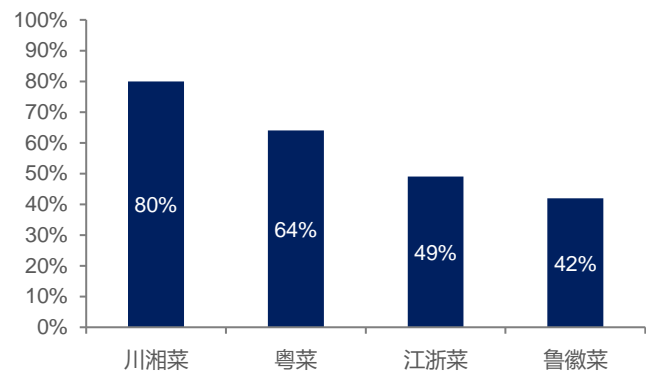
大单品潜力挖掘：餐饮B端具备引领作用。国内餐饮市场菜系多元，寻找大单品难度比国外更大。我们认为，餐饮B端对预制菜大单品的诞生具备引领作用，尤其在大B端，会出现大B突破，带动小B和C端需求的传导链条。例如太二酸菜鱼全国化后，预制酸菜鱼单品放量加快，不仅C端产生了较好的需求（上榜线上预制菜畅销榜），其他餐饮也在菜单中加入了酸菜鱼。对于不是专业做酸菜鱼的餐饮企业来说，预制菜是最优选择，不需要新增厨师，原有厨师学习新菜，也不需要新增采购复杂的原材料，只需购买预制菜包加热，简单调味即可。综上，根据Frost & Sullivan对国内餐饮市场菜系分布以及中国预制菜产业联盟对消费者喜爱菜系的统计，川湘菜、粤菜或是最易诞生大单品的菜系，2021年线上预制菜肴畅销榜也体现了这一点。

图40：我国餐饮市场菜系分布



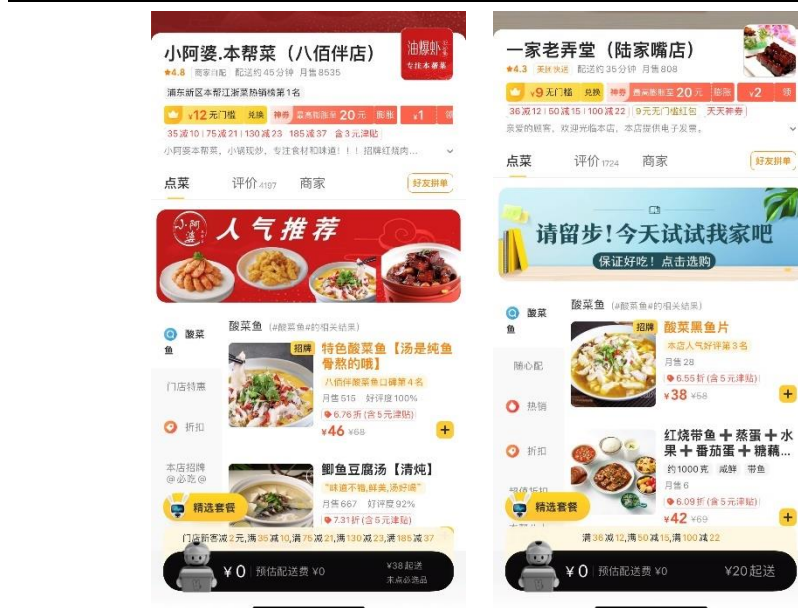
数据来源：Frost & Sullivan、东吴证券研究所

图41：2021年中国预制菜消费者喜爱菜系分布情况



数据来源：中国预制菜产业联盟、东吴证券研究所

图42：本帮菜餐饮店在菜单中增加了酸菜鱼



数据来源：美团外卖 App、东吴证券研究所

表1: 2021 年线上预制菜畅销榜

热销榜单	品类名称	代表品牌
TOP1	小酥肉	美好、理想国、麦子妈
TOP2	水煮牛肉	麦子妈
TOP3	牛大骨	贾国龙
TOP4	椰子鸡火锅	贾国龙、盒马
TOP5	猪肚鸡火锅	如意三宝、叮咚买菜
TOP6	狮子头	正大食品、珍味小梅园、同庆楼
TOP7	佛跳墙	盒马、叮咚买菜、理象国
TOP8	金汤酸菜鱼	麦子妈、正大、冻品先生、叮叮懒人菜
TOP9	预制快手菜套餐	一刻厨神
TOP10	年夜饭礼盒	杏花楼等

数据来源：中国预制菜产业联盟、东吴证券研究所

3.1.3. 格局：行业容量大，多类型玩家并行

预制菜玩家类型多，行业容量大，不同类型企业优势不同，目前仍可错位竞争。目前预制菜行业参与者大体可分为五类，上游农产品企业和下游餐饮、零售企业都往中游进行渗透，与速冻食品和专业预制菜企业共同竞争。我们认为行业容量较大，细分赛道较多，目前不同企业仍可错位竞争；长期看，有大单品基础，较强渠道力和建立起规模优势的企业才能最终胜出。

图43: 预制菜行业玩家分类

企业特点	农产品企业	预制菜制造企业	速冻食品企业	餐饮企业	零售企业（生鲜电商、互联网、超市等）
产品特点	即配、即烹为主，主要系在原有的肉禽类等各類农产品基础上往后再加工	即烹、即热类为主，多数主打几个爆品	即烹、即热类为主	即烹、即热类为主，主要为自家餐饮门店的特色菜	即烹、即热类为主，丰富度通常较高
主要客群	主要面对B端	B、C皆可，过去主要面对B端	主要面对小B和C端	主要面对C端	主要面对C端
生产方式	自有生产	自有生产或OEM代工	自有生产或OEM代工	自建中央厨房或OEM代工	主要为OEM代工或直接与其他企业合作
优势	1) 具备原材料资源和成本优势，供应稳定； 2) B端渠道布局优势	扎根行业多年，生产销售经验丰富	1) 渠道和品牌力相对较强； 2) 擅长打造标准品	1) 品牌认知度有基础； 2) 已有爆品可以推出对应标品，且新品也更容易把握客户喜好	1) 自有渠道，渠道优势强； 2) 直接面向C端消费者可精准把控喜好
劣势	1) 企业缺乏C端基因，品牌消费者认知基础； 2) 渠道相对单一	1) 工厂规模较小，许多仅专注几个品类； 2) 多数企业工厂自动化程度不高； 3) 部分企业缺乏C端认知	1) 缺乏预制菜肴相关生产经验，需要重新打造爆品； 2) 已有品类可能给消费者带来固有印象	1) 渠道能力弱； 2) 依托中央厨房或OEM代工，运营成本较高，产品单价较高	1) 渠道单一； 2) 对第三方工厂依赖度较高，品控等把控能力弱
代表企业	正大集团、双汇、牧原股份、国联水产、圣农发展等	味知香、寻味狮、真滋味、好得睐、绿进等	安井、三全、思念等	全聚德、广州酒家、西贝莜面村等	盒马、叮咚买菜、美团买菜等

原材料成本优势逐渐减弱、对C端适应性变强

数据来源：头豹研究院、灼识咨询、东吴证券研究所

3.2. 安井视角：渠道、供应链优势可直接复制，强管理能力从容应对挑战

安井分别以安井小厨、冻品先生布局预制菜 B、C 端，新宏业、新柳伍相对独立运营小龙虾类预制菜。安井小厨是公司在 2022 年成立的事业部，自产模式，以炸点心、调理制品类预制菜面向 B 端，目前大单品主要为小酥肉。冻品先生是独立品牌，OEM 模式，早期以水发类产品面向 B 端为主，2022 年重新定位主要以川湘菜系预制菜面向 C 端，C 端大单品主要为酸菜鱼。新宏业和新柳伍则仍相对独立地运营小龙虾类预制菜，包括调味小龙虾、虾尾和虾仁，目前渠道仍以餐饮为主，2022 年新开拓盒马等新零售渠道，打开 C 端市场。

图44：安井各主体介绍

	传统主业	安井小厨	冻品先生	新宏业	新柳伍	英国功夫食品
主要品类	速冻火锅料、速冻米面、部分速冻菜肴	预制菜		鱼糜、鱼粉和小龙虾		速冻米面、火锅料、菜肴
2022H1收入	42e	2022Q3开始铺货	2.1e	9.1e	暂未披露	4000+w
2022H1利润	4e		280w	6100w		
主要大单品	年化5e+：锁鲜装、撒尿牛肉丸 年化1-5e：虾滑、千页豆腐、手抓饼	年化1e+：小酥肉	年化1e+：酸菜鱼 年化0.5-1e：香酥藕盒、黑鱼片等	小龙虾分为虾尾、调味小龙虾和虾仁，其中虾尾过半，虾仁最少大概在10%左右		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

如何看待预制菜作为安井的第二增长曲线？首先，速冻米面和火锅料制品都逐渐步入成长后期，增速放缓。而预制菜仍处于快速渗透阶段，因此我们认为，将预制菜作为企业的第二曲线能有效承接公司未来的成长。其次，速冻预制菜与速冻米面、火锅料属

于同一行业的再延伸，原材料和产线可部分共用，企业的部分优势可直接复制于新业务，而不是完全从 0 开始的陌生玩家。最后，即烹、即热类预制菜的加工附加值高于速冻米面、火锅料，尤其是 C 端预制菜，未来有望提升企业整体的盈利能力。

如何看待安井能力的复制？通过对安井二十余年成长史的复盘，我们认为企业优秀的管理层是成功的重要基础，这能为新业务的稳步发展高效护航。同时在这个过程中，安井已经建立起的渠道力和供应链优势都是可以直接赋能于预制菜领域。1) 渠道力：公司长期稳定的经销商队伍忠诚度高，一方面已有的部分小 B 资源更易于预制菜的销售；另一方面长期稳定的经销商对公司粘性强、忠诚度高能帮助公司“力往一处使”，在推新、铺货时执行力更强、效率更高。2) 供应链：在生产基地上，公司在全国 8 省的布局能有效降低运输费用，同时销地产模式也能更好的洞察当地需求，快速反馈，有利于提高大单品的挖掘。在原材料上，安井是全国淡水鱼糜最大的单体采购企业，收购新宏业、新柳伍后对鱼糜供应链的掌控性更强，企业在开发水发、鱼类预制菜时原材料端享有一定的成本优势。

4. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入 122/160/198 亿元，同比增速+31%/32%/24%。分拆业务如下：

- 1) **速冻面米制品**：速冻面米行业进入成长中后期阶段，品类增速或逐年放缓，我们预计面米制品 2022-2024 年营业收入 24/29/34 亿元，同比增速-19%/19%/18%，预期随着面粉等原材料成本回落，2023 年毛利率提升至 24.8% 左右。
- 2) **速冻火锅料制品**：公司在火锅料制品行业龙头地位稳固，2021-2022 年受疫情影响，餐饮 B 端需求放缓，C 端锁鲜装贡献了主要增长，预期 2023 年增速回升而后保持相对稳定，我们预计火锅料制品 2022-2024 年营业收入 63/75/88 亿元，同比增速+12%/20%/17%，2023 年毛利率维持在 25.5% 左右
- 3) **速冻菜肴制品**：公司以安井小厨、冻品先生等多部门共同发力预制菜板块，菜肴制品正处于高速成长的放量阶段，我们预计菜肴制品 2022-2024 年营业收入 32/51/71 亿元，同比增速 127%/57%/38%，预期随着冻品先生 C 端产品占比提升，安井小厨大单品逐步放量摊薄固定成本，毛利率逐年稳步提升，2022-2024 年毛利率为 15%/17%/18%。

表2：安井食品主要业务拆分预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
--	------	------	------	-------	-------	-------

总营业收入 (亿元)	52.67	69.65	92.72	121.75	160.35	198.46
yoy	23.66%	32.25%	33.12%	31.30%	31.71%	23.77%
毛利	13.57	17.89	20.51	27.20	35.58	44.18
毛利率(%)	25.8%	25.7%	22.1%	22.3%	22.2%	22.3%
1 速冻面米制品						
销售收入 (亿元)	13.88	16.62	20.54	24.39	28.92	34.13
yoy	26.4%	20%	24%	19%	19%	18%
毛利	3.99	4.62	4.95	5.96	7.18	8.47
毛利率(%)	28.8%	27.8%	24.1%	24.5%	24.8%	24.8%
2 速冻火锅料制品						
收入	33.25	46.23	56.20	62.82	75.40	88.15
yoy	20%	39%	22%	12%	20%	17%
毛利	7.99	11.76	13.22	15.93	19.19	22.52
毛利率(%)	24.0%	25.4%	23.5%	25.4%	25.5%	25.5%
2.1 速冻肉制品						
销售收入 (亿元)	13.20	17.98	21.42	23.80	28.50	32.73
yoy	10.5%	36.2%	19.2%	11%	20%	15%
毛利	3.01	4.45	5.34	6.19	7.31	8.28
毛利率(%)	22.8%	24.8%	24.9%	26.0%	25.7%	25.3%
2.2 速冻鱼糜制品						
销售收入 (亿元)	20.04	28.26	34.78	39.02	46.90	55.42
yoy	28%	41%	23%	12%	20%	18%
毛利	4.98	7.31	7.89	9.74	11.88	14.24
毛利率(%)	24.9%	25.9%	22.7%	25.0%	25.3%	25.7%
3 速冻菜肴制品						
销售收入 (亿元)	5.46	6.73	14.29	32.48	51.10	70.61
yoy	38%	23%	112%	127%	57%	38%
毛利	1.57	1.48	2.03	4.99	8.52	12.41
毛利率(%)	28.8%	22.0%	14.2%	15.4%	16.7%	17.6%
4 农副产品						
销售收入 (亿元)			1.48	1.69	4.53	5.12
yoy				14%	168%	13%
毛利			0.23	0.22	0.59	0.67
毛利率(%)			15.8%	13%	13%	13%
5 休闲食品						
销售收入 (亿元)			0.03	0.18	0.22	0.27
yoy					20%	25%
毛利			0.01	0.02	0.03	0.04
毛利率(%)			17.5%	10%	15%	15%
6 其他业务收入						
销售收入 (亿元)	0.08	0.07	0.18	0.18	0.18	0.18

yoy	155%	-14%	151%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	0.01	0.03	0.07	0.07	0.07	0.07
毛利率(%)	16%	40%	39%	40%	40%	40%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

长期看好速冻食品行业发展。公司渠道 BC 兼顾，生产基地布局完善，速冻火锅料龙头优势愈发凸显，第二增长曲线速冻预制菜持续亮眼表现，中长期逻辑清晰。可比公司我们选取千味央厨、三全食品、立高食品。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 10.9/14.0/17.6 亿元，同增 60%/28%/26%，EPS 分别为 3.72/4.76/6.00 元，对应当前 PE 为 41x、32x、25x，给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值对比 (估值日 2023/4/20)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
001215.SZ	千味央厨	70.88	61.4	1.02	1.18	1.63	2.15	69.5	60.1	43.5	33.0
002216.SZ	三全食品	15.89	139.7	0.73	0.88	0.99	1.10	21.8	18.1	16.1	14.4
300973.SZ	立高食品	93.55	158.4	1.67	0.97	1.81	2.56	56.0	96.4	51.7	36.5
605089.SH	味知香	66.80	66.8	1.33	1.48	1.92	2.38	50.2	45.1	34.8	28.1
	平均								49.4	54.9	36.5
603345.SH	安井食品	152.36	446.9	2.33	3.72	4.76	6.00	65.5	41.0	32.0	25.4

数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

预制菜行业竞争加剧：预制菜行业进入快速发展阶段，不断吸引新玩家进入参与竞争。因此行业竞争加剧、格局变差可能会导致行业价格战等现象发生，影响到公司盈利能力。

预制菜新品开发、推广、销售不及预期：公司预制菜正处于不断推新、开发客户放量阶段，预制菜行业目前大单品相对缺乏。因此，如果公司新品研发及推广不及预期将对公司业绩造成不利影响。

原材料价格大幅波动：原材料在公司成本中占比较高，原材料如果涨价急、幅度大易对公司盈利能力造成不利影响。

食品安全事件：食品安全事件对于食品饮料任何行业来都具备毁灭性打击。公司产品 BC 渠道兼顾，一旦发生食品安全事故，公司的业绩将受到极大影响。

安井食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,361	10,515	12,361	13,907	营业总收入	9,272	12,175	16,035	19,846
货币资金及交易性金融资产	1,200	5,876	6,358	6,363	营业成本(含金融类)	7,221	9,455	12,476	15,428
经营性应收款项	635	906	1,320	1,666	税金及附加	59	82	104	129
存货	2,414	3,616	4,548	5,733	销售费用	849	889	1,235	1,508
合同资产	0	0	0	0	管理费用	320	402	513	615
其他流动资产	112	116	136	145	研发费用	88	91	128	159
非流动资产	4,411	5,385	5,929	6,851	财务费用	1	-61	-102	-112
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	43	55	72	89
固定资产及使用权资产	2,909	3,528	4,072	4,994	投资净收益	99	24	32	40
在建工程	316	316	316	316	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	500	525	525	525	减值损失	-15	-10	-5	0
商誉	462	792	792	792	资产处置收益	-2	0	0	0
长期待摊费用	29	29	29	29	营业利润	860	1,386	1,780	2,247
其他非流动资产	195	195	195	195	营业外净收支	19	19	19	19
资产总计	8,771	15,900	18,290	20,757	利润总额	879	1,405	1,799	2,266
流动负债	3,150	3,752	4,738	5,435	减:所得税	193	308	394	496
短期借款及一年内到期的非流动负债	275	375	375	375	净利润	687	1,097	1,405	1,770
经营性应付款项	1,652	2,025	2,653	3,004	减:少数股东损益	5	7	9	12
合同负债	263	284	374	463	归属母公司净利润	682	1,090	1,396	1,758
其他流动负债	961	1,069	1,336	1,594	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.33	3.72	4.76	6.00
非流动负债	477	477	477	477	EBIT	765	1,311	1,650	2,096
长期借款	141	141	141	141	EBITDA	1,015	1,717	2,106	2,674
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.12	22.34	22.19	22.26
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	7.36	8.95	8.70	8.86
其他非流动负债	331	331	331	331	收入增长率(%)	33.12	31.30	31.71	23.77
负债合计	3,628	4,229	5,215	5,912	归母净利润增长率(%)	13.00	59.78	28.02	25.99
归属母公司股东权益	5,073	11,593	12,988	14,747					
少数股东权益	70	78	87	98					
所有者权益合计	5,144	11,670	13,075	14,845					
负债和股东权益	8,771	15,900	18,290	20,757					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	538	496	1,444	1,461	每股净资产(元)	20.76	39.53	44.28	50.28
投资活动现金流	-216	-1,337	-949	-1,441	最新发行在外股份(百万股)	293	293	293	293
筹资活动现金流	-76	5,517	-14	-14	ROIC(%)	11.72	11.53	10.00	11.30
现金净增加额	244	4,676	481	5	ROE-摊薄(%)	13.45	9.40	10.74	11.92
折旧和摊销	251	406	456	578	资产负债率(%)	41.36	26.60	28.51	28.48
资本开支	-908	-1,361	-981	-1,481	P/E(现价&最新股本摊薄)	65.49	40.99	32.02	25.41
营运资本变动	-407	-986	-384	-843	P/B(现价)	7.34	3.85	3.44	3.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

