

# 安井食品 (603345)

## 日新月异，速冻龙头的无疆域扩张

公司发布 2020 年业绩预告，公司预计全年实现营业收入 69.65 亿元，同比增长 32.24%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.00 亿元，同比增长 60.86%

社会效率的不断升级将带来速冻行业的快速生长。我们认为在消费时钟背景下，需牢牢把握消费升级和效率提升两条主线。消费者对于便捷化的需求使得速冻食品行业近年来持续升温，13-18 年复合增速达 10.2%，实现快速增长。17 年我国速冻食品人均消费量仅有 9kg，不足日本的一半（17 年日本人均消费量为 22.5kg），仍有较大发展空间。我国 B 端连锁化的加速带来速冻行业的天花板的快速拉高；C 端家用生活品质提升的需求，给小包装高端化留出空间，行业盈利能力提升有望加速。

细人干粗活，安井人开辟行业新浪潮。1) 公司股权结构清晰，高管均在安井工作多年，经验丰富，持有较高比例公司股份，与公司利益高度一致。2019 年公司完成了上市之后首次股权激励方案，进一步提高了公司高管和核心骨干的积极性。2) 公司爆品思维的新品推广模式运作成熟，不断推出新品，带来收入高增长。公司持续推出中高端产品，产品结构逐步升级，小包装和锁鲜装渗透率不断提升。此外，公司产能建设持续推进，“销地产”助力全国化扩张。3) 公司大力推进品牌建设，品牌知名度持续提升，牢牢占领心智高地。4) 公司采取 BC 兼顾渠道策略，精细化管理带来强势渠道能力。

埋下一颗种子，“冻品先生”承载公司发展二次曲线。2010 年起，随着速冻技术的发展，国产速冻设备和冷链运输车辆的推广大幅降低了企业物流配送成本，企业的辐射范围扩大，预制菜行业内优质公司开始涌现。由于疫情的出现，火锅烧烤食材超市开始进入消费者视线，渗透率不断提升，疫情期间大多火锅烧烤食材超市的销售量突破平时的 200%，在家庭式火锅消费习惯逐步培育下，我们认为一站式火锅烧烤食材超市或将成为未来发展趋势。公司顺应行业发展趋势，于 2018 年下半年推出定位餐饮食材类的子品牌“冻品先生”，今年在冻品先生餐厨食材加盟店开业后，公司菜肴制品板块营收有望实现高速增长，成为公司的第二增长曲线。

**盈利预测：**预计公司 2020-2022 年实现营收 69.65/88.69/109.23 亿元，同比 +32.24%/27.33%/23.17%，实现归母净利润 6.00/7.75/10.48 亿元，同比 +60.82%/29.1%/35.22%，EPS 分别为 2.46/3.17/4.29 元。根据可比公司估值，我们给予公司 2021 年 2.7 倍 PEG 估值，对应目标价在 249 元，股价上涨空间 23%，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险、原材料价格波动风险、产能扩张不及预期风险。

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	202.38 元
目标价格	249 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	244.42
流通 A 股股本(百万股)	240.34
A 股总市值(百万元)	49,466.60
流通 A 股市值(百万元)	48,640.08
每股净资产(元)	13.57
资产负债率(%)	48.59
一年内最高/最低(元)	283.99/73.14

### 作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
薛涵	联系人
xuehana@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,259.09	5,266.66	6,964.83	8,868.54	10,923.17
增长率(%)	22.25	23.66	32.24	27.33	23.17
EBITDA(百万元)	524.67	677.31	858.15	1,090.46	1,452.33
净利润(百万元)	270.26	373.34	600.41	775.11	1,048.10
增长率(%)	33.50	38.14	60.82	29.10	35.22
EPS(元/股)	1.11	1.53	2.46	3.17	4.29
市盈率(P/E)	172.73	125.04	77.75	60.23	44.54
市净率(P/B)	22.79	17.01	13.98	12.04	10.14
市销率(P/S)	10.96	8.86	6.70	5.26	4.27
EV/EBITDA	14.82	18.99	52.34	40.95	29.62

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 效率不休，速冻不止.....	5
1.1. 社会效率的不断升级将带来速冻行业的快速生长.....	5
1.2. B 端连锁化的加速带来速冻行业的天花板的快速拉高.....	6
1.3. C 端家用生活品质提升的需求，给小包装高端化留出空间.....	8
2. 细人干粗活，安井人开辟行业新浪潮.....	9
2.1. 做好每一件小事，安井配得上后来者居上.....	9
2.1.1. 历史发展迅速，目前稳定增长.....	9
2.1.2. 核心管理层人员稳定、经验丰富、利益与公司高度一致.....	9
2.2. 凝聚产品上每一次创新和突破，沉淀行业中难能可贵的探索.....	10
2.2.1. 爆品思维的新品推广模式运作成熟，不断推出新品，带来收入高增长.....	10
2.2.2. 产能建设逐步推进，“销地产”助力全国化扩张.....	13
2.3. 品牌建设常抓不放，牢牢占领心智高地.....	15
3. 埋下一颗种子，“冻品先生”承载公司发展二次曲线.....	16
3.1. 速冻火锅料赛道景气度高，集中度有望提升.....	16
3.2. 预制菜行业万亿规模可期.....	18
3.3. 前瞻布局预制菜领域，冻品先生 BC 双轮驱动可期.....	19
4. 多元化渠道的搭建，为安井航母保驾护航.....	20
4.1. 渠道的精细化管理是多元化的基础.....	20
4.2. 线上发力，把握消费趋势的脉搏.....	23
4.3. 餐饮渠道的建设是行业公司未来的胜负手.....	23
5. 盈利预测.....	25
6. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1： 外卖行业交易规模及增速.....	5
图 2： 我国速冻食品行业规模及增速.....	5
图 3： 2017 年我国速冻食品人均消费量仅有 9kg，不足日本一半.....	5
图 4： 日本速冻食品人均消费量.....	5
图 5： 速冻行业规模（亿元）.....	6
图 6： 2017 年速冻行业格局.....	6
图 7： 速冻食品行业在餐饮渠道上供应产品的性质属于半成品，处于餐饮供应链上游.....	6
图 8： 2019 年餐饮行业收入 46721 亿元，10-19 年 CAGR 达 11.4%.....	7
图 9： 就业人员平均工资:住宿和餐饮业（元）.....	7
图 10： 2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍.....	7
图 11： 我国餐饮行业较为分散，集中度不高.....	7
图 12： 我国餐饮行业连锁化率不高，提升空间较大.....	7

图 13: 外卖市场受益于生活节奏加快, 15-19 收入 CAGR 达 23.6%.....	8
图 14: 复合调味料市场受益于生活节奏加快 .....	8
图 15: 日本速冻食品人均消费量和女性就业率趋势基本保持一致(注: 左轴为就业率, 右轴为消费量) .....	8
图 16: 安井发展历程.....	9
图 17: 股权结构(截止 2020 年 12 月 11 日) .....	10
图 18: 安井各个产品增速(亿元) .....	11
图 19: 安井产品结构(截止 2019 年 12 月 31 日) .....	11
图 20: 火锅料制品销售收入增长额及新品销售收入增长额 .....	11
图 21: 速冻米面制品销售收入增长额及新品销售收入增长额.....	11
图 22: 大单品实现销售收入占营业收入比例 .....	12
图 23: 销售收入增加额、大单品销售收入增加额及占比 .....	12
图 24: 安井高端产品丸之尊.....	12
图 25: 安井锁鲜装产品.....	12
图 26: 安井 13-19 年营业收入 CAGR 达到 20%(亿元) .....	13
图 27: 安井 2011-2019 归母净利润及同比增速(亿元) .....	13
图 28: 安井工厂全国布局 .....	13
图 29: 安井产能扩张迅速, 13-19 年产能 CAGR 达 26.7%.....	13
图 30: 原材料收购价(万元/吨) .....	14
图 31: 原材料采购成本占比(截止 2019 年 12 月 31 日) .....	14
图 32: 2018 年猪肉吨数不到鸡肉 50%, 可替代空间大(吨) .....	14
图 33: 安井平均每吨运费和其他费用呈下降趋势(元/吨)(左轴为运费) .....	14
图 34: 安井冠名美食迷你剧《情绪料理 2》及央视《你好生活》 .....	15
图 35: 安井“海陆空”三维立体品牌营销 .....	15
图 36: 可比公司销售费用率.....	15
图 37: 2017 年我国火锅餐厅共 60.1 万家, 13-17 复合增速为 10.3%.....	16
图 38: 火锅行业收入在中餐行业收入中占比 13.7% .....	16
图 39: 14-18 年火锅行业收入 CAGR 达 11%.....	16
图 40: 2018 年我国便利店实现销售额 2264 亿元、同比增长 19%.....	17
图 41: 2018 年我国便利店门店数量达到 12.2 万家、同比增长 14% .....	17
图 42: 2018 年我国速冻火锅料产值约 460 亿 .....	17
图 43: 安井火锅料收入持续增加, 市占率稳定提升 .....	17
图 44: 速冻火锅料 CR5 仅为 15%, 安井市占率 5%居于行业第一 .....	17
图 45: 我国预制菜行业发展历程 .....	18
图 46: 日本及美国即食食品市场规模.....	18
图 47: 2021 年 1 月 30 日, 冻品先生厦门首家门店隆重开业 .....	19
图 48: 冻品先生厦门首家门店 .....	19
图 49: 冻品先生部分产品 .....	20
图 50: 公司菜肴制品营收及增速 .....	20
图 51: 公司分业务毛利率 .....	20
图 52: 安井四种销售模式 .....	21

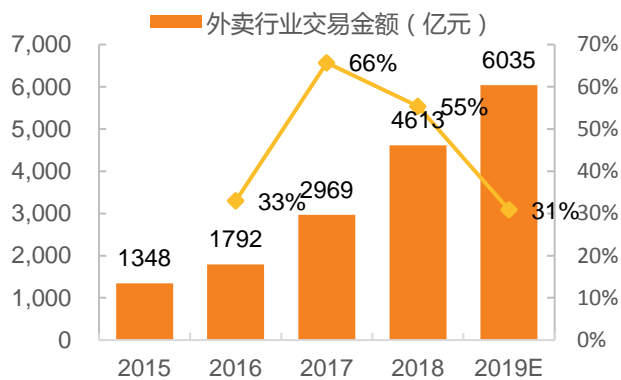
图 53: 安井以经销商渠道为主 .....	21
图 54: 公司营销网络 (2016 年) .....	21
图 55: 分区域经销商数量 .....	22
图 56: 分区域收入占比 .....	22
图 57: 安井经销商新增及撤销个数 (右轴为撤销经销商平均收入) .....	23
图 58: 安井 2019 年销售人员 2705 个 .....	23
图 59: 电商渠道占比 .....	23
图 60: 我国速冻食品行业规模及增速 .....	24
图 61: 速冻食品销售渠道分为餐饮渠道和家庭渠道 .....	24
图 62: 2017 年日本和发达国家速冻食品餐饮渠道占比 .....	24
图 63: 安井餐饮渠道部分合作客户 .....	25
图 64: 安井以餐饮流通渠道为主, 率先占据优质赛道 (截止 2018 年 12 月 31 日) .....	25
表 1: 公司高管简介 .....	10
表 2: 首次授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况 .....	10
表 3: 安井新品 .....	12
表 4: 安井在建产能项目可保证 2020 年释放约 13 万吨产能 .....	14
表 5: 国内半成品公司 .....	19
表 6: 公司不同区域市场特征及管理策略 (2016 年) .....	22
表 7: 业绩拆分 .....	25
表 8: 可比公司估值 .....	26

## 1. 效率不休，速冻不止

### 1.1. 社会效率的不断升级将带来速冻行业的快速生长

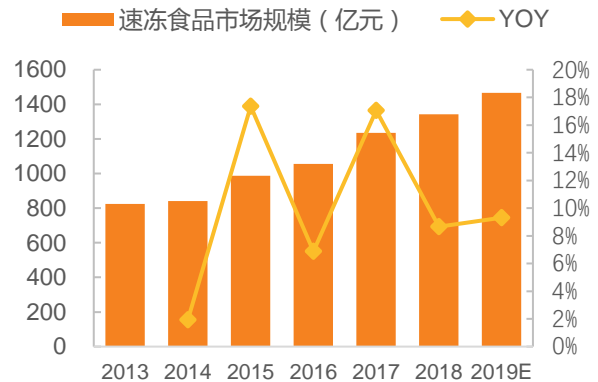
在 2020 年度策略报告中，我们阐述了“中国消费百年时钟”理论，并指出当前我国处于第三消费时代。在这一阶段，消费进入存量阶段，处在“调结构”的初级阶段。**我们认为在消费时钟背景下，除消费升级外，还需牢牢把握效率提升主线。**伴随着人们生活节奏的加快和压力的增加，消费已经呈现出便捷化的趋势，各种提升效率的新业态不断出现，例如外卖、盒马、Amazon-Go 等，都在不同程度满足了消费者便利性的追求。据英敏特，43%的中国送餐服务用户以叫外卖的方式节省时间，这也说明消费者对于便捷化的需求高。2015-2019 年，外卖行业交易规模复合增速达 45%。另一方面，一批年轻的消费者缺乏烹饪经验，愿意选择自热火锅、速冻食品等产品来满足其对烹饪、热食的需求。**消费者对于便捷化的需求使得速冻食品行业近年来持续升温，13-18 年复合增速达 10.1%，实现快速增长。**

图 1：外卖行业交易规模及增速



资料来源：Trustdata、前瞻产业研究院、天风证券研究所

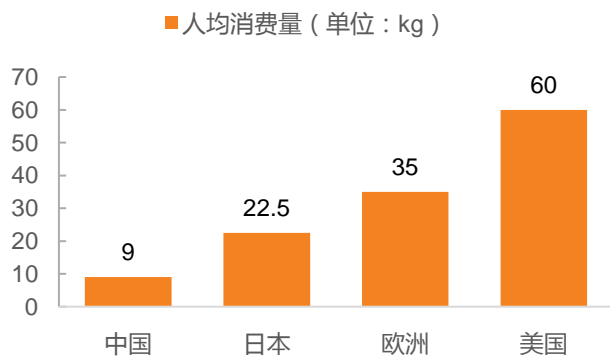
图 2：我国速冻食品行业规模及增速



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

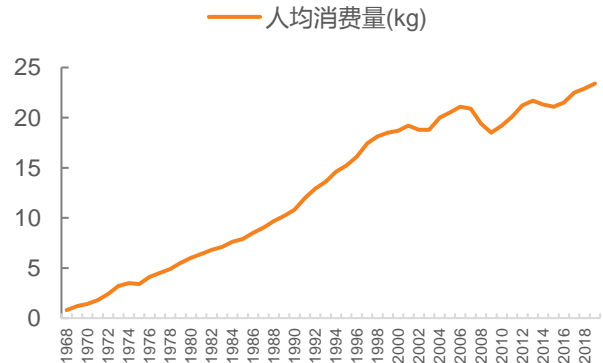
人均消费量较低，我国速冻食品行业空间大。日本速冻食品人均消费量从 1974 年的 3.5kg 上升到 2018 年 22.9kg，而我国女性就业率高于日本，17 年我国速冻食品人均消费量仅有 9kg，不足日本的一半（17 年日本人均消费量为 22.5kg），与欧美发达国家更是相距甚远，欧洲人均消费量为 35kg、美国人均 60kg。我国速冻食品 2017 年市场规模为 1235 亿元，仅对比于日本目前的人均消费量，预计我国人均消费量 2030 年可以翻倍，则我国速冻食品行业空间可超 2470 亿元，其中按照一般发达国家渠道占比（餐饮渠道：家庭渠道=60%:40%）来看，则餐饮渠道约 1482 亿元、家庭渠道约 988 亿元空间。

图 3：2017 年我国速冻食品人均消费量仅有 9kg，不足日本一半



资料来源：中国食品工业协会、中国报告网、天风证券研究所

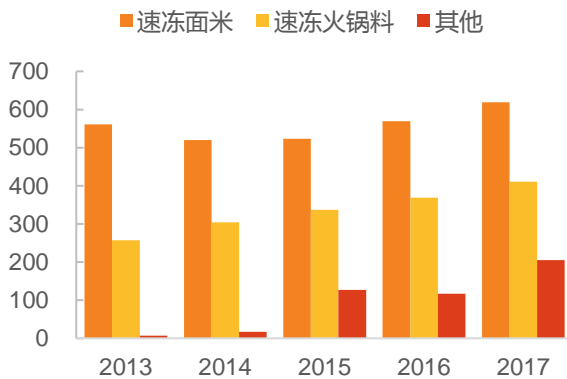
图 4：日本速冻食品人均消费量



资料来源：日本冷冻食品协会、天风证券研究所

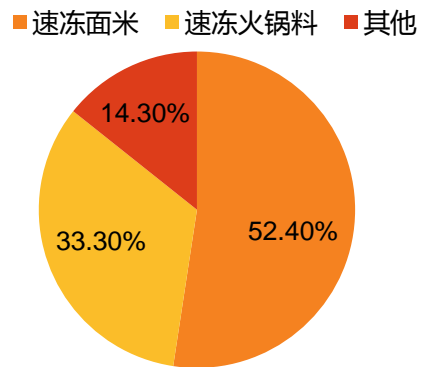
**社会效率提升持续拉动行业创新与增长。**我国速冻食品目前主要包括速冻火锅料、速冻面米、以及其他速冻制品（速冻菜肴、半成品等），分品类看，速冻面米和速冻火锅料为两大主要品类，2017 年规模分别约 619 亿和 411 亿元，5 年 CAGR 约为 2.5%和 12.5%。速冻米面行业较为成熟，CR3 占比约 64%，增速开始放缓，但由传统的汤圆水饺品类向馒头、手抓饼等发面类产品的升级趋势将带来行业需求增量；伴随火锅行业的发展以及家用火锅底料的出现，速冻火锅料近年来增速较快，我们预计三到五年复合增速在 15%左右；社会效率的进一步提升催生了中央厨房需求，加速了预制菜行业的发展，近两年实现快速崛起。目前我国共有超过 6.9 万家企业名称或经营范围包含“速冻、预制菜、预制食品、半成品食品、即食、净菜”的企业，速冻半成品成为速冻行业的新增长点及未来发展的新趋势。

图 5：速冻行业规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、天风证券研究所

图 6：2017 年速冻行业格局

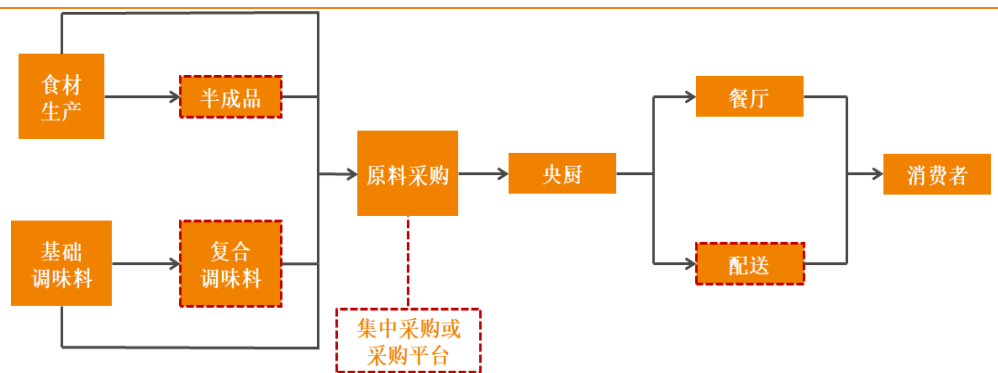


资料来源：立鼎产业研究网、天风证券研究所

### 1.2. B 端连锁化的加速带来速冻行业的天花板的快速拉高

**速冻食品行业在餐饮渠道上供应产品的性质属于半成品，处于餐饮供应链上游。**餐饮供应链包括从食材生产到消费者的整条产业链，包含上游原料生产、采购、央厨、餐厅或配送消费。目前由于餐饮连锁化率的不断提升，对产业链的运营效率提出了更高的要求，各个环节之间的关系在逐步拉近，如央厨需求从原始食材到半成品，从基础调味料到复合调味料，包括从统一采购平台的兴起，央厨到消费者之间的配送，均将各个环节的联系变得更加紧密。同其他环节相比，速冻食品产品差异度较小，增速最快，可迅速拉高行业天花板。

图 7：速冻食品行业在餐饮渠道上供应产品的性质属于半成品，处于餐饮供应链上游

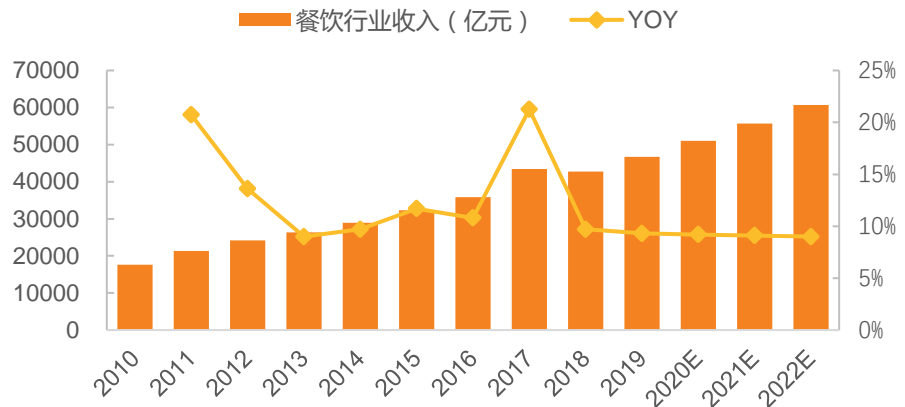


资料来源：天风证券研究所

**餐饮行业的快速发展拉动了对速冻食品的需求，人工成本&租金&食材供应标准的持续提升进一步拉动需求。**根据 Frost & Sullivan 数据，我国餐饮行业 2019 年收入 46721 亿元，同比增长 9.3%，2010-2019 年 CAGR 达 11.4%，预计 2020-2022 年增速继续保持在 9%以上。餐饮行业食材成本约占比 30%-40%，餐饮行业的快速发展带动了对速冻食品食材的需求。根据中国饭店协会发布的《2019 中国餐饮业年度报告》，原材料、销售管理财务费用、以及人力成本在餐饮行业成本中占比最大，目前原材料、房租和人力成本是近几年是上升最快的三大成本。2019 年住宿&餐饮行业平均工资是 2009 年工资的 2.5 倍，2019 年北京广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍，工资成本和租金的上升导致餐饮行业出现去大厨化现

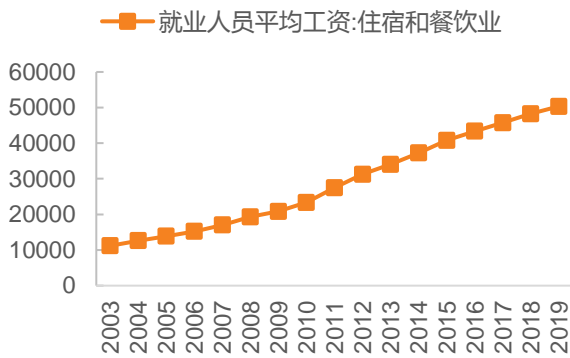
象、以及减少后厨面积，选择使用菜肴半成品。

图 8：2019 年餐饮行业收入 46721 亿元，10-19 年 CAGR 达 11.4%



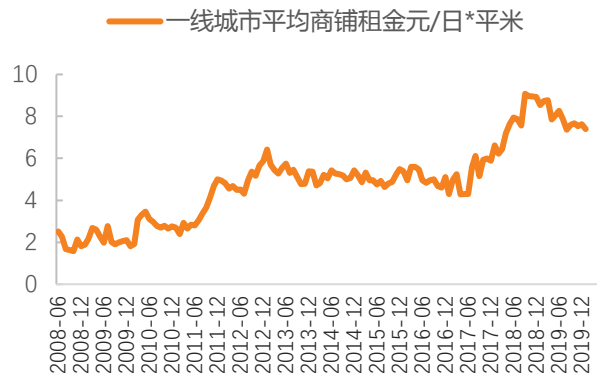
资料来源：Frost & Sullivan、天风证券研究所

图 9：就业人员平均工资:住宿和餐饮业（元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

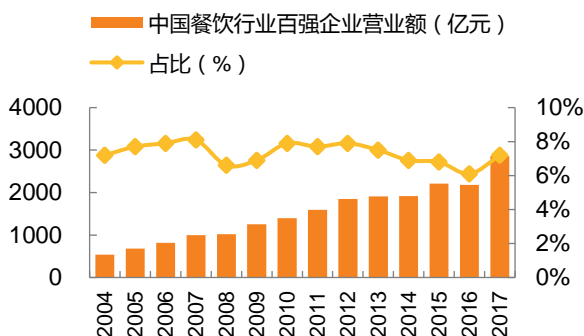
图 10：2019 年北上广深平均商铺租金是 2008 年的 3 倍



资料来源：Wind、天风证券研究所

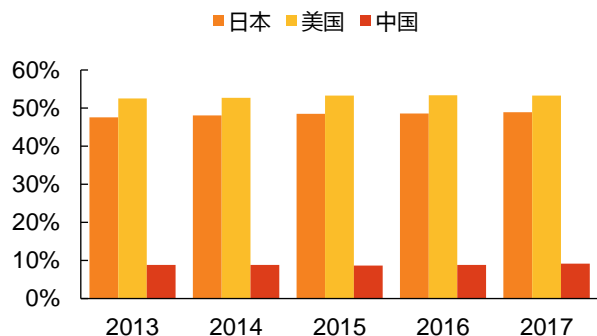
我国餐饮行业连锁化率增长空间较大，有望进一步拉高速冻行业天花板。根据中国烹饪协会发布的《中国餐饮百强企业和餐饮五百强门店分析报告》，标准化程度高、可复制性强的休闲餐饮（包括快餐）和火锅拥有最高的营收增速，2018 年，51%的百强企业以直营+特许的方式扩大连锁规模，餐饮企业连锁化动力较强，通过成为连锁企业需要进行标准化扩张以实现规模效应从而降低成本。餐饮龙头扩张过程中提高连锁化率伴随着对食材供应标准的提高，而速冻半成品厂商具备成本优势、标准化程度高，大量使用速冻半成品可以有效满足餐饮行业的需求。对比美国和日本，我国餐饮行业的连锁化率仍较低，随着未来餐饮市场的不断成熟，连锁化率提升空间仍较大，有望进一步拉高速冻行业的天花板。

图 11：我国餐饮行业较为分散，集中度不高



资料来源：中国烹饪协会，中华商业信息网等，天风证券研究所

图 12：我国餐饮行业连锁化率不高，提升空间较大

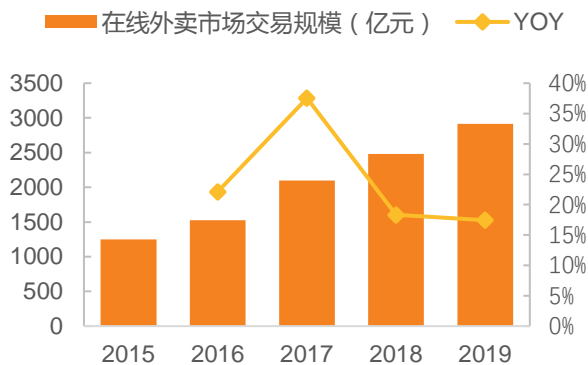


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 1.3. C 端家用生活品质提升的需求，给小包装高端化留出空间

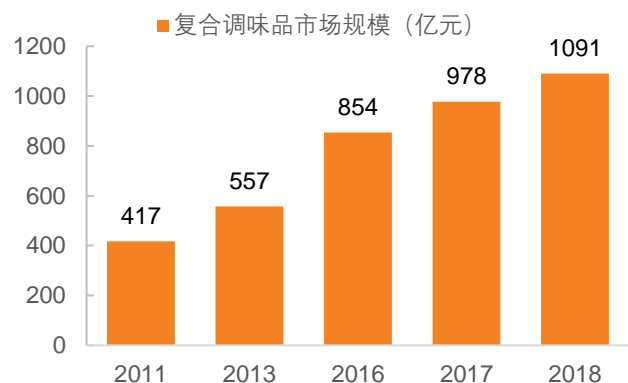
生活节奏的加快，拉动了对外卖、复合调味料以及速冻食品的需求。工作繁忙是当今社会的普遍现象，进而导致生活节奏加快，减少了居家做饭的频次，拉动了消费者对外卖的需求，在近几年中已经成为了人们的主流生活方式之一，“懒人经济”成为了一种经济现象。外卖虽然发展迅速，但是目前人们逐渐重视饮食安全、健康，相比于外卖而言、复合调味料和速冻食品更加安全和健康，符合如今的消费观念；相比于购置原材料做饭而言，复合调味品和速冻食品又具备易加工的特点，可以满足消费者快速煮饭的需求。所以我们认为生活节奏加快继续拉动外卖增长后，亦会拉动对复合调味品和速冻食品的需求。

图 13：外卖市场受益于生活节奏加快，15-19 收入 CAGR 达 23.6%



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 14：复合调味料市场受益于生活节奏加快

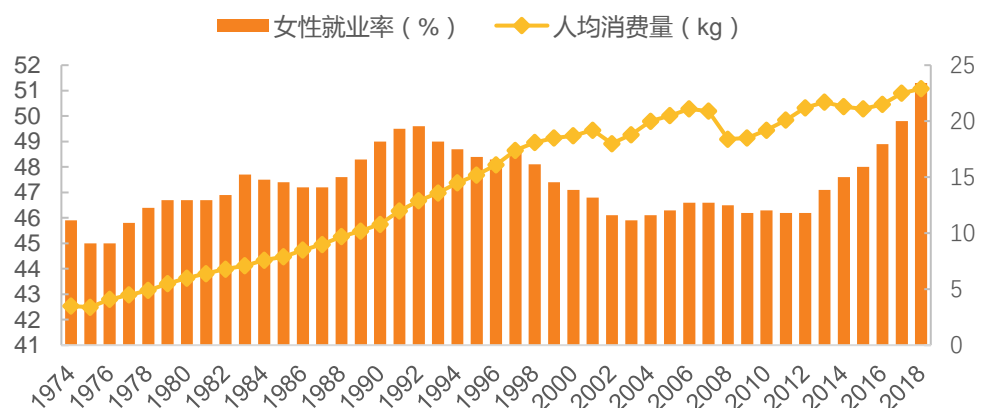


资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

现代女性就业率上升，带动了速冻食品的家庭渠道消费量的另一个重要原因。现代女性参与工作的比率日益升高，导致从事家务时间减少，导致了消费者加大了对速冻食品的消费量。根据日本经验来看，女性就业率起伏和速冻食品人均消费量基本保持一致，从上世纪 70 年代一直到 90 年代是日本经济高速发展时期，女性就业率和人均消费量同时升高；90 年代后日本进入经济萧条时期，就业率和人均消费量均下降，到 2000 年后又逐渐恢复上升。

此外，根据统计局《中国儿童发展纲要(2011-2020 年)》和《中国妇女发展纲要(2011-2020 年)》，2017 年小学学龄女童净入学率为 99.9%，与男童基本持平，九年义务教育人口覆盖率已达 100%。女性接受高等教育水平比重继续上升，与 2010 年比，2017 年普通本专科女生占全部本专科女生 52.5%，提高 4.7 个百分点；女研究生占 48.4%，提高 0.6 个百分点。预计未来女性参与社会工作的比例将会进一步提升。

图 15：日本速冻食品人均消费量和女性就业率趋势基本保持一致（注：左轴为就业率，右轴为消费量）



资料来源：Wind、日本冷冻食品协会、天风证券研究所



**生活品质提升，小包装高端化未来可期。**伴随居民人均可支配收入由 2013 年的 18311 元上涨到 2019 年的 30733 元，在满足了基本生活需求之后，收入的上涨使得人们对生活品质有了更高的需求，进而催生出高端化需求。过去速冻火锅料行业主要以大包装及散装为主，行业壁垒较低，品牌化率低且毛利率低。近年来，伴随小包装和锁鲜装的出现，行业品牌化率开始提升，行业盈利能力提升或将加速。

## 2. 细人干粗活，安井人开辟行业新浪潮

### 2.1. 做好每一件小事，安井配得上后来者居上

#### 2.1.1. 历史发展迅速，目前稳定增长

**2005 年以前，粗放式发展。**速冻食品萌芽于 20 世纪八九十年代，当时的产品以经过简单加工或没有加工的肉制品为主，在 2005 年以前的这一阶段产生了一批行业龙头企业，传统的速冻面食产品如水饺、汤圆、粽子等立足于饮食习惯在消费者中广受欢迎，行业集中度较高。安井食品于 2001 年成立，当时处在初创期，主要是通过经销出售速冻食品而进入该行业，2004 年，华南最大速冻食品生产基地厦门华顺民生成立，公司正式加入速冻食品生产经营。

**2005-2013 年，快速增长。**这一阶段国内经济高速发展，在这一阶段安井食品采取差异化策略获得快速成长，一方面安井在行业迅速增长之前早布局大幅度扩产，2005 年 12 月华东最大速冻食品生产基地无锡华顺民生成立；另一方面，在其他企业专注传统速冻面食制品，追求商超渠道下沉时，安井食品另辟蹊径，开发速冻鱼糜制品用作火锅材料，布局餐饮流通渠道，这一策略顺利避开了竞争对手，享受到行业增长红利。

**2013-至今，稳定发展。**这一阶段行业增速依然较高，但行业格局逐渐整合集中。安井食品在这一阶段仍然采取密集扩产的策略，大线快跑的生产组织模式，截至 2019 年产量达到 51 万吨，通过以产带销方式与竞争者拉开差距，成长为速冻食品行业龙头。就未来速冻食品的行业发展来看，管理层的眼光与该策略的结合将继续为安井食品带来增长的动力。

图 16：安井发展历程

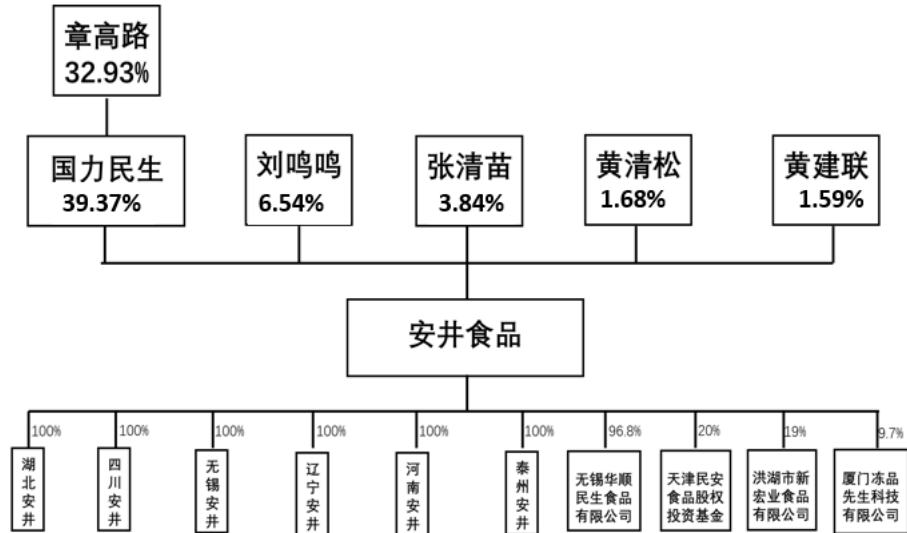


资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 2.1.2. 核心管理层人员稳定、经验丰富、利益与公司高度一致

**安井股权结构清晰，公司核心管理层均为职业经理人，积极性高。**公司控股股东为新疆国力民生股权投资有限公司，持有 39.37% 股权，公司实际控制人章高路持有国力民生 32.93% 股权；董事长刘鸣鸣、总经理张清苗、生产副总黄清松、销售副总黄建联均为职业经理人，在安井工作多年，将公司发展当作自身最大事业，经验丰富，并分别持有公司 6.54%、3.84%、1.68%、1.59% 的股份，与公司利益高度一致。

图 17: 股权结构 (截止 2020 年 12 月 11 日)



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 1: 公司高管简介

姓名	职务	年龄	学历	主要经历
刘鸣鸣	董事长	59	本科	经济师、厦门市惠融科技投资有限公司执行董事及总经理、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
张清苗	总经理	52	硕士	高级经济师、厦门市经济师协会会长、曾任无锡华顺食品工业有限公司总经理
黄清松	销售副总	53	本科	曾任无锡华顺食品工业有限公司营销副总经理

资料来源: Wind, 天风证券研究所

**2019 年上市首次实施股权激励, 加强绑定核心团队。**2019 年 10 月公司发布上市后首次限制性股票激励计划, 拟授予的限制性股票数量为 663 万股 (后调整为 632 万股), 占本激励计划草案公告时公司股本总额 23007 万股的 2.88%。授予的激励对象总人数为 233 人 (后调整为 231 人), 包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、生产骨干、技术骨干及营销骨干。解除限售考核目标为 2019 年营业收入值不低于 50.26 亿元、2019-2020 年两年累计营业收入值不低于 107.75 亿元、2019-2021 年三年累计营业收入值不低于 170.785 亿元。股权激励方案彰显管理层长期发展信心, 进一步提高了公司高管和核心骨干的积极性, 助力公司长期发展。

表 2: 首次授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
张清苗	董事、总经理	54	8.17%	0.23%
梁晨	董事会秘书	15	2.27%	0.07%
唐奕	财务总监	15	2.27%	0.07%
中层管理人员及生产、技术、营销骨干(226 人)		547.00	547	82.78%
预留部分		30.00	29.8	4.51%
合计		663.00	660.8	100.00%

资料来源: Wind、天风证券研究所

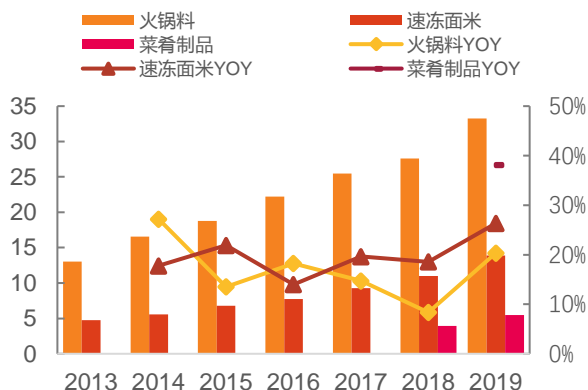
## 2.2. 凝聚产品上每一次创新和突破, 沉淀行业中难能可贵的探索

### 2.2.1. 爆品思维的新品推广模式运作成熟, 不断推出新品, 带来收入高增长

公司目前产品结构以火锅料为主, 速冻米面次之, 18 年新设速冻菜肴制品, 2019 年各项收入分别为 33 亿元、14 亿元、5 亿元, 分别占比 63%、26%、10%。公司目前经营策略为

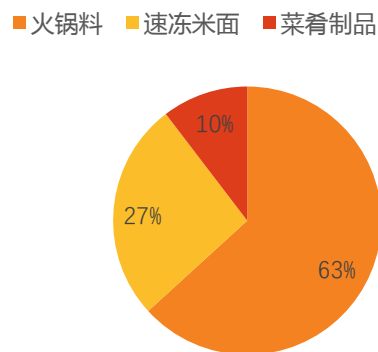
“三剑合璧、餐饮发力”，根据不同消费人群的特点，不断推出适合餐饮渠道的新品。公司新品销售增长对营业收入的增长起到重要作用，2015年，公司火锅料制品销售收入增长额占新品销售收入增长额48%，速冻米面占比高达71%，这主要是由于公司持续不断推出适销对路的新品，保证新品上市即有足够的口碑效应。2019年，公司已有产品300多种，多年来坚持研发投入，根据市场需求的变化不断推出新产品，紧跟市场潮流。

图 18：安井各个产品增速（亿元）



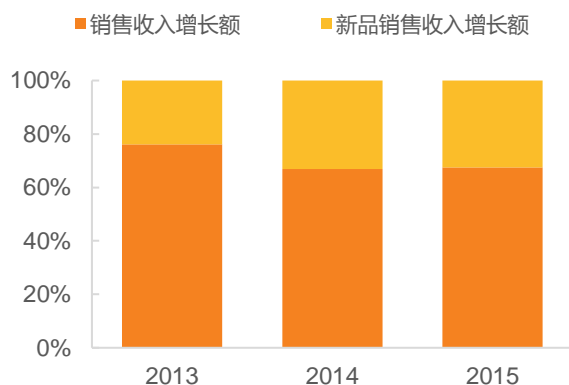
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：安井产品结构（截止 2019 年 12 月 31 日）



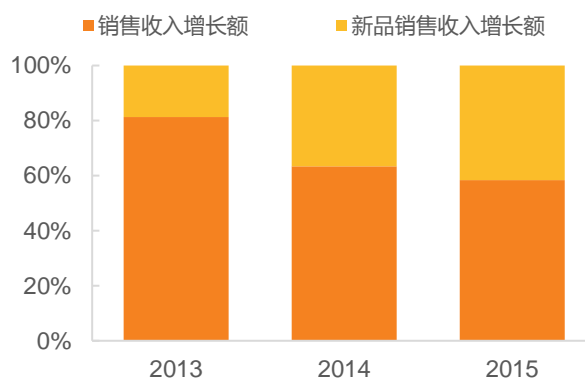
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：火锅料制品销售收入增长额及新品销售收入增长额



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

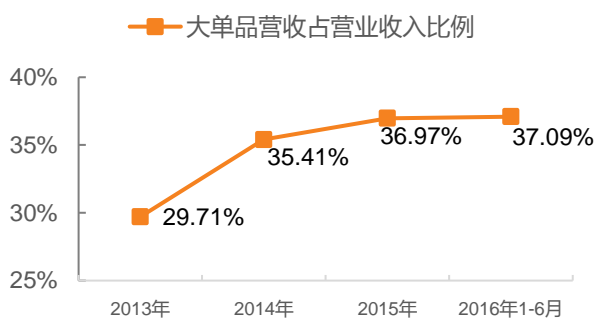
图 21：速冻米面制品销售收入增长额及新品销售收入增长额



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**爆品思维的新品推广模式运作成熟，以点带面成效显著。**公司在新品营销策略上承继了“大单品战略”理念，坚持每年集中全部资源聚焦培养 1-2 个“战略大单品”，战略单品通常符合“全渠道通用、全区域适销”标准，且具有冠军相的产品，这种战略大单品的培育要求全部大经销商均必须无条件配合推广，保证新品上市得到足够重视和资源倾斜，战略大单品的培育策略有效带动了公司及主要经销商销售的持续增长。大单品如撒尿肉丸、干叶豆腐、霞迷饺等，均为公司带来高额收入，新品成功推广也间接带动原有产品的销售提升，以点带面成效显著，从而进一步推动公司销售增长。

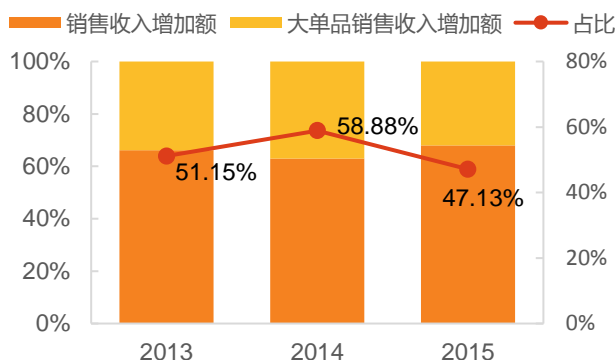
图 22：大单品实现销售收入占营业收入比例



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

注：大单品包括：霞迷饺、撒尿肉丸、千夜豆腐、爆汁鱼丸、烧烤香及烤鱼棒、手抓饼、太湖燕饺、烧鱼板、迷你系列、紫薯包、脆排、红糖馒头

图 23：销售收入增加额、大单品销售收入增加额及占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**产品结构逐步升级，小包装和锁鲜装渗透率不断提升。**伴随着消费者口味偏好的更新变化，需要速冻火锅料厂商及时跟上消费者变化的节奏，不断推出新产品，目前火锅行业呈现出高端化趋势，公司在已有产品的基础上，开辟中高端产品，2018 年，公司推出高端品牌“丸之尊”，内容不断丰富，迎合市场需求，同时有利于提升毛利率。“丸之尊”系列高端产品取得不俗战绩，公司高端系列年销售额突破亿元规模。此外，公司于 2019 年推出真空锁鲜装，向家庭市场发力，引领行业再升级。在速冻米面板块，公司绕开水饺汤圆，瞄准发面点心板块，做大做强发面点心，近年推出的手抓饼、红糖馒头、流沙包、核桃包等均成为热销品。在发展速度较快的速冻菜肴板块，公司推出副品牌“冻品先生”，其中天妇罗鱼、天妇罗虾、香脆藕盒、香炸藕条均为新产品，前景可期。

表 3：安井新品

年份	新品
2012	红糖馒头、紫薯包、烧烤香系列、烧鱼板、太湖燕饺、手抓饼
2013	霞迷饺
2014	迷你系列、脆排
2015	火龙鱼果、Q 鱼板、鱼卷系列、老面馒头系列、鱼豆干、三片两肠组合
2016	仿龙虾排、紫薯糯米球
2017	小龙虾、核桃包
2018	天妇罗鱼、天妇罗虾、香脆藕盒、香炸藕条、蛋饺、鲢鱼头、洪湖诱惑
2019	真空锁鲜装、蒸煎饺、桂花糕、小油条

资料来源：安井年报、招股说明书、冷冻食品网、天风证券研究所

图 24：安井高端产品丸之尊



资料来源：淘宝-anjoy 安井旗舰店，天风证券研究所

图 25：安井锁鲜装产品



资料来源：淘宝-anjoy 安井旗舰店-，天风证券研究所



产，二期预计 2021 年下半年投产。根据安井产能计划，我们预计 2020 年无锡和河南新厂约增加产能 13 万吨，总产能以速冻火锅料为主。我们预计 2020 安井产能将达 60.5 万吨，同比约增加 27.4%。

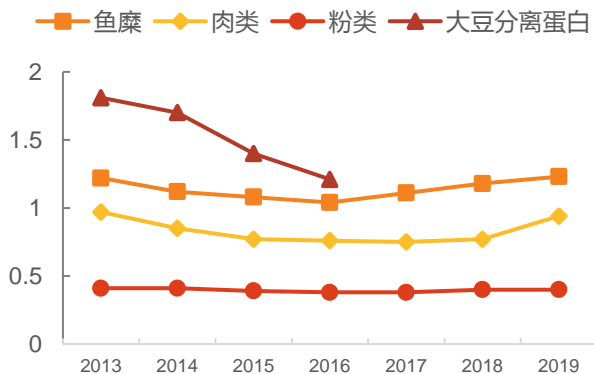
表 4：安井在建产能项目可保证 2020 年释放约 13 万吨产能

新建产能项目	2016 年	2018 年
厦门		
无锡	扩建年产 4.5 万吨速冻调制食品项目	新建年产 7 万吨速冻食品新厂项目（预计 2020 年投产）
泰州	新建年产 16 万吨速冻调制食品项目	
辽宁		
四川	新建 15 万吨速冻食品项目（2019 年投产）	
河南		新建年产 15 万吨速冻食品项目（2020 年一期投产）
湖北		新建年产 15 万吨速冻食品项目（预计 2021 年投产）

资料来源：Wind、天风证券研究所

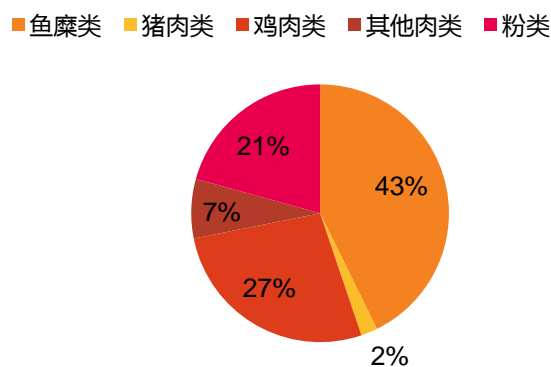
较大的产能使得安井有一定的规模优势，供应效率逐年上升。虽然近年肉类原材料价格不断上升，但是由于公司需求量不断增加，2013-2016 公司重要原材料之一的鱼糜平均收购价格由 1.22 万元/吨连续下降至 1.04 万元/吨，2018-2019 年由于鱼糜成本上涨，收购价格持续提升至 1.23 万元/吨。肉类收购价格 2013-2017 年连续下降，2019 年肉类价格持续提升，肉类采购价上升至 0.94 万元/吨。自猪瘟以来公司减少猪肉使用占比，提高鸡肉使用量，2019 年猪肉采购成本同比下降 83.87%，占主要原材料成本由 2018 年的 16.8%降至 2%，削弱猪肉价格对公司成本的影响。随着全国工厂的布局，安井每吨运费 13-19 年呈下降趋势，此外，13-19 年安井每吨其他费用（销售费用+管理费用-运费-广告宣传费）由 1532 元/吨降至 982 元/吨，显示其供应效率的不断提升。

图 30：原材料收购价（万元/吨）



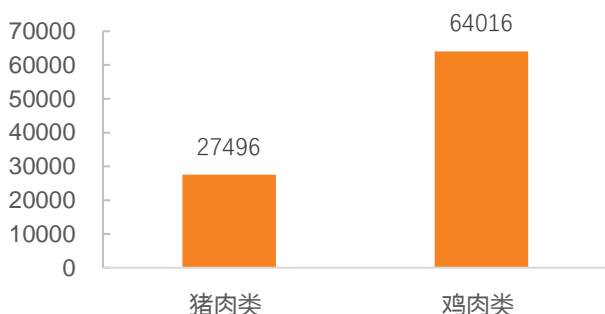
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：原材料采购成本占比（截止 2019 年 12 月 31 日）



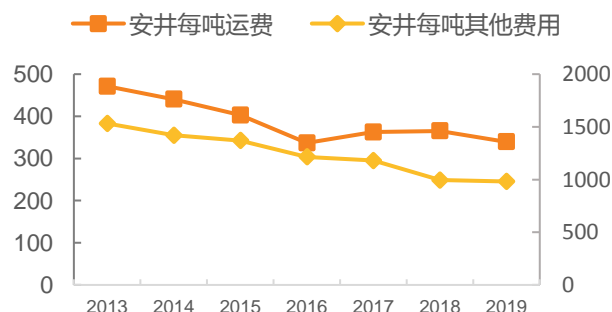
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 32：2018 年猪肉吨数不到鸡肉 50%，可替代空间大（吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 33：安井平均每吨运费和其他费用呈下降趋势（元/吨）（左轴为运费）



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2.3. 品牌建设常抓不放，牢牢占领心智高地

速冻食品产品多样性强，日常消费频率高，在速冻米面品类中，三全、思念、湾仔码头品牌力较强，而速冻火锅料地域性强，品牌众多，未出现具有强竞争优势的品牌。近年来，安井在商超积极布局，并通过各类营销活动提升在消费者心中的认知度。根据 CNPP 大数据，中国速冻食品品牌排行榜中，第 1 是三全食品，第 3 为安井，品牌力提升显著，我们认为未来速冻火锅料行业或将出现一超多强的竞争格局。

**大力推进品牌建设，品牌知名度持续提升。**2018 年 11 月，公司冠名美食迷你剧《情绪料理 2》，从视觉营销拥抱互联网新内容营销，公司用旗下高端新品牌“丸之尊”作为主力宣传品牌，配置明星+主播+网红大 V 阵容，实现线上线下的多维度宣传；进入 2019 年，公司专注于利用交通媒体提升品牌曝光度，通过冠名厦门地铁、耕耘厦门城市公交车身、路名牌广告、冠名厦航飞机，打造“海陆空”立体化品牌营销；2019 年下半年公司推出锁鲜装产品后，12 月通过冠名央视综艺频道热播的《你好生活》成为节目甄选品牌，节目中聚焦家庭消费的安井锁鲜装开拓市场，多次强调健康便捷形象，进一步增强品牌知名度。

图 34：安井冠名美食迷你剧《情绪料理 2》及央视《你好生活》



资料来源：食安中国网，天风证券研究所

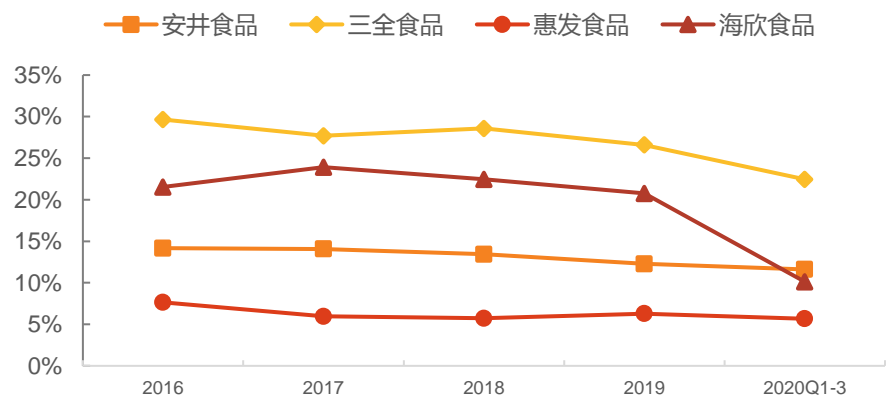
图 35：安井“海陆空”三维立体品牌营销



资料来源：食安中国网，天风证券研究所

**销售费用投入持续较高，加快品牌势能建设。**从销售费用投入来看，同主要以商超销售为主的三全食品及海欣食品相比，公司费用率较低。但自公司大力发展 C 端以来，销售费用持续投入，2020 年前三季度在行业销售费用率均下滑时，公司销售费用率仍保持在较高水位，看好公司品牌力的进一步提升。

图 36：可比公司销售费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 埋下一颗种子，“冻品先生” 承载公司发展二次曲线

#### 3.1. 速冻火锅料赛道景气度高，集中度有望提升

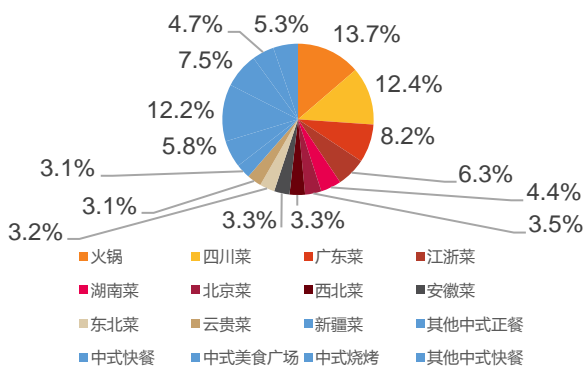
火锅行业由于具备易标准化、高自由度和社交功能而广受消费者青睐，高于中餐行业整体增速。根据 Frost & Sullivan 数据，2013 年我国共有火锅餐厅 40.6 万家，2017 年增至 60.1 万家，13-17 火锅餐厅扩张的复合增速为 10.3%，预计 17-22 年复合增速可以保持在 8.3% 左右，2022 年门店数达到 89.6 万家。2018 年火锅行业收入 4814 亿，在中餐行业收入中占比 13.7%，高于其他细分行业，其次为四川菜（12.4%）、广东菜（8.2%）、江浙菜（6.3%）。14-18 年火锅收入 CAGR 达 11%，高于 14-18 年整体中餐行业 9.4% 的增速。考虑到火锅行业的高景气度，根据 Frost & Sullivan 数据，预计到 2022 年火锅行业收入可以突破 7000 亿，复合增速为 9.8%。

图 37：2017 年我国火锅餐厅共 60.1 万家，13-17 复合增速为 10.3%



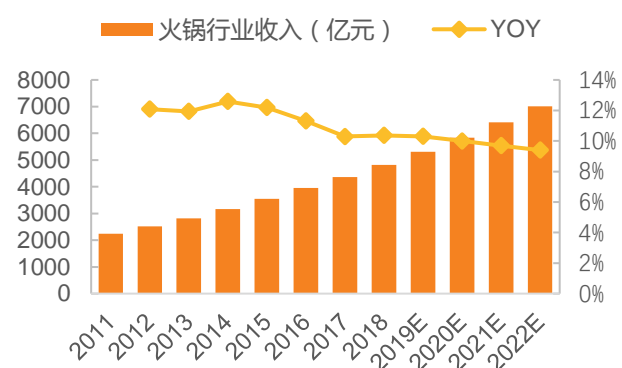
资料来源：Frost & Sullivan、天风证券研究所

图 38：火锅行业收入在中餐行业收入中占比 13.7%



资料来源：Frost & Sullivan 天风证券研究所

图 39：14-18 年火锅行业收入 CAGR 达 11%

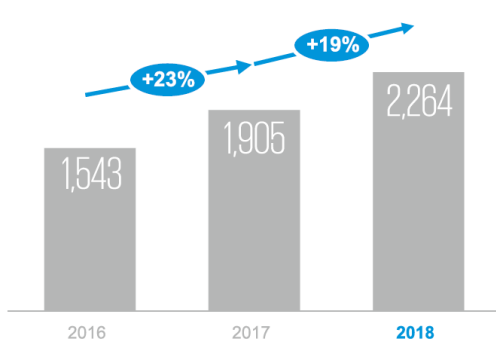


资料来源：Frost & Sullivan、天风证券研究所

速冻火锅料具有休闲食品属性，受益于便利店的高速扩张，需求会进一步增长。速冻火锅料拥有一定的休闲食品属性，可以广泛用于便利店关东煮，以及麻辣烫、烧烤等餐饮形式，应用场景非常丰富。受益于现代化城市生活节奏加快，便利店得到高速发展，根据毕马威和中国连锁经营协会出版的《2019 年中国便利店发展报告》数据，2018 年我国便利店实现销售额 2264 亿元、同比增长 19%，门店数量达到 12.2 万家、同比增长 14%。目前我国便利店主要集中于一二线城市，拥有很大的成长空间，由于速冻火锅料是便利店关东煮的主要原材料，便利店的扩张也将为火锅料带来新的增量需求。

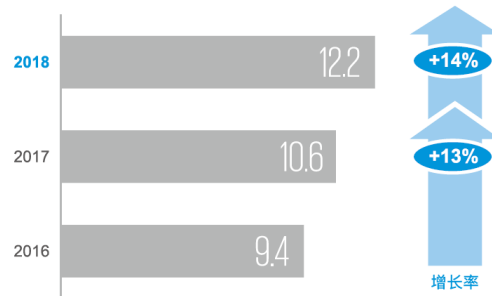


图 40：2018 年我国便利店实现销售额 2264 亿元、同比增长 19%



资料来源：毕马威、中国连锁经营协会、天风证券研究所

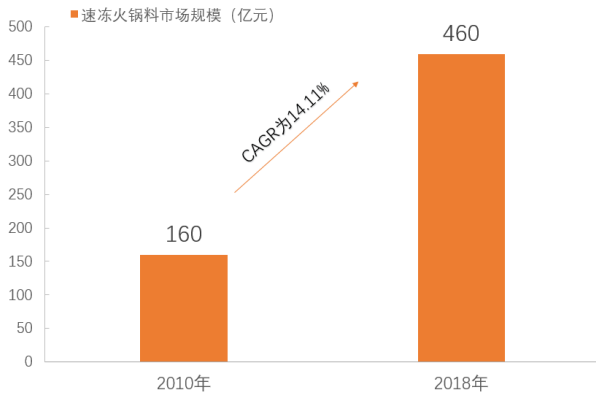
图 41：2018 年我国便利店门店数量达到 12.2 万家、同比增长 14%



资料来源：毕马威、中国连锁经营协会、天风证券研究所

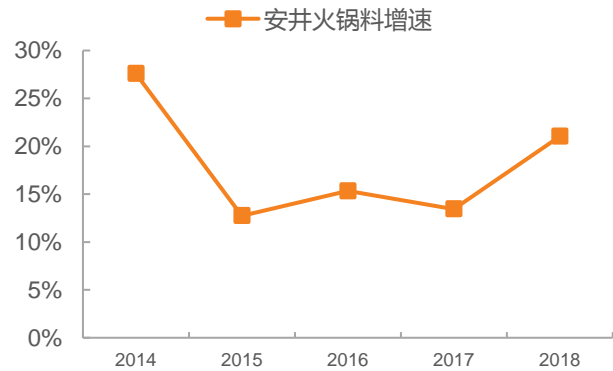
**速冻火锅料竞争格局较为分散，未来市占率有望加速提升。**根据中国报告网，2018 年我国速冻火锅料产值约 460 亿，同比增长 11.92%，10-18 年 CAGR 达 14.11%。由于餐饮渠道受火锅和关东煮等消费场景的较大需求拉动，我们预计火锅料餐饮渠道 2018-2022 复合增速可以达到 13%。而与餐饮渠道相比，家庭渠道增速较低约为 8%。目前国内火锅料市场竞争格局分散，前五位分别是安井、海霸王、海欣、惠发、升隆，CR5 仅为 15%，其中安井以火锅料 27.6 亿元、占据 5% 的市场份额，居于火锅料行业第一地位。近年伴随着安井全国市场的布局，安井火锅料增速高于行业增速，未来市占率有望稳定提升。

图 42：2018 年我国速冻火锅料产值约 460 亿



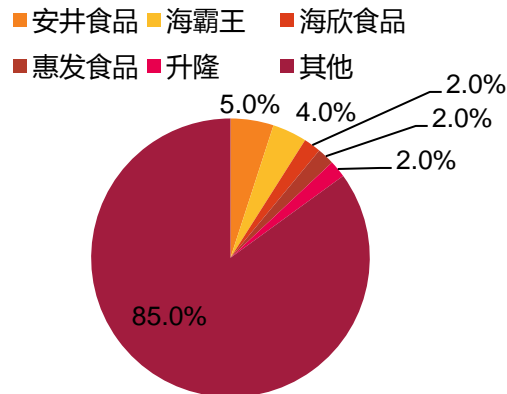
资料来源：中研网、中国报告网、天风证券研究所

图 43：安井火锅料收入持续增加，市占率稳定提升



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 44：速冻火锅料 CR5 仅为 15%，安井市占率 5%居于行业第一

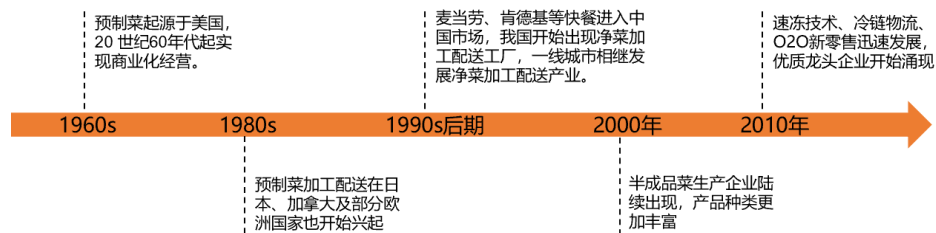


资料来源：Wind、中国报告网、天风证券研究所

### 3.2. 预制菜行业万亿规模可期

20 世纪 90 年代后期，随麦当劳、肯德基等快餐店的进入，我国开始出现净菜加工配送工厂，2000 年前后，我国陆续出现了半成品菜生产企业，通过对肉禽和水产等原材料的进一步加工，提供了比净菜更加丰富的产品种类并进一步精简了客户的烹饪环节。受限于早期冷冻技术和冷链运输的高成本，半成品菜行业在发展初期存在销售区域小、企业数量多、集中度低的特点，行业内规模以上企业较少。2010 年起，随着速冻技术的发展，国产速冻设备和冷链运输车辆的推广大幅降低了企业物流配送成本，企业的辐射范围扩大，行业内优质公司开始涌现。

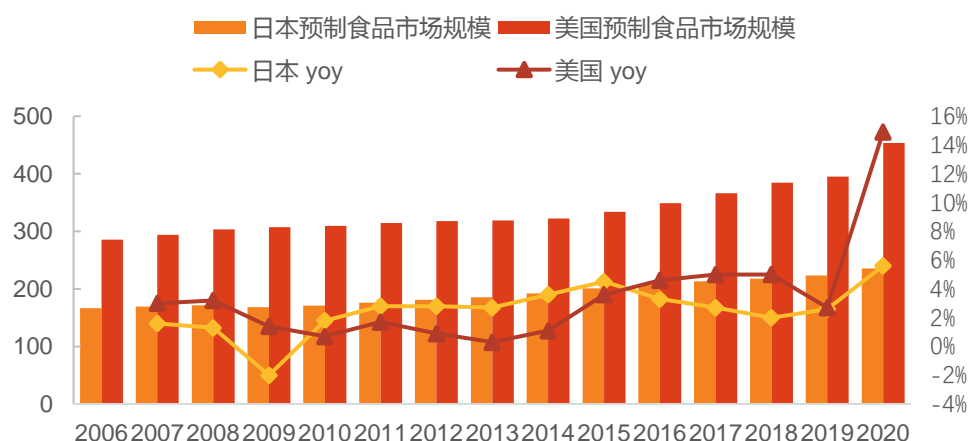
图 45：我国预制菜行业发展历程



资料来源：味知香招股说明书、天风证券研究所

从发达国家发展历程来看，半成品市场发展较早，目前已经较为成熟，2020 年，美国/日本市场规模已达 454/236 亿美元，2017 年日本速冻食品消费中调理半成品占比已达到 66.4%，已成为餐食消费产品中的绝对主力。而我国速冻食品市场主要产品仍以水饺、汤圆等米面类产品为主，主要企业包括三全、思念等，品类较为单一，2019 年我国餐饮食材规模约 1.4-1.6 万亿元，从行业驱动因素来看，随着经济发展、消费升级、生活节奏加快、外卖团餐兴起、冷链运输、大数据等多因素叠加发展，我国预制菜行业供需增长，市场迅速扩容。根据 2020 年天猫数据，预制菜销量同比增长 111%，自热火锅等新式方便速食在天猫上的销售增长超过 50%，预制菜需求呈快速增长趋势。长期来看，随着我国预制菜行业占比达到 60% 以上，有望实现 3 万亿元以上规模，未来存有较大发展空间。

图 46：日本及美国即食食品市场规模



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

**国内肉制品及速冻食品企业纷纷布局，一站式火锅烧烤食材超市发展空间大。**味知香和好得睐均属于国内全国半成品菜行业早期进入者，目前均已在国内开设门店近 1000 家，且产品品类丰富，涵盖数百种中式菜品；肉制品公司如双汇发展成立餐饮事业部，定制餐调作为未来发展的主线之一，以肉类为基，推出各式标准化菜品；速冻食品公司如思念旗下的干味央厨，以速冻米面餐饮标准化产品为主，并不断创新产品，近年来发展迅速；在快节奏生活下，一站式火锅烧烤食材超市为消费者提供了尽可能便利的家庭式火锅体验。由

于疫情的出现，火锅烧烤食材超市开始进入消费者视线，渗透率不断提升，疫情期间大多火锅烧烤食材超市的销售量突破平时的 200%，在家庭式火锅消费习惯逐步培育下，我们认为一站式火锅烧烤食材超市或将成为未来发展趋势。

表 5：国内半成品公司

公司	简介	产品
苏州味之香食品股份有限公司	半成品菜肴行业龙头，目前全国半成品研发、制造规模较大的企业之一，全国各地开设味之香门店 1000 余家。	建立了以“味知香”和“饕玉”两大品牌为核心的产品体系。公司包括牛肉类、水产家禽类、猪肉类、小炒类五大类产品线，涵盖数百种菜品。
山东龙大肉食品股份有限公司	肉食品屠宰与深加工行业的龙头企业，业务涵盖：生猪养殖、屠宰分割、熟食制品、食品安全检测、国际贸易等肉食品产业链上下游。	公司熟食事业部将“打造餐饮行业中央厨房第一品牌”作为渠道策略，推出了椒香酥肉、超燃里脊肉、泡菜五花肉、藤椒猪排等多款产品，成功开发阿香米线、海底捞等众多优质客户。
郑州千味央厨食品股份有限公司	国内知名的餐饮渠道速冻米面制品提供商，致力于为餐饮企业提供定制化、标准化的速冻食品以及相关餐饮后厨解决方案。	为餐饮企业（酒店、团体食堂、乡厨等）提供定制化和标准化的速冻米面制品，按照加工方式可分为油炸类、蒸煮类、菜肴类及其他四大类。
苏州市好得睐食品科技有限责任公司	全国半成品菜行业早期进入者，在江浙沪等大中型城市开设近 1000 家专卖店。	产品涵盖炒菜类、煎炸类、烧烤类、煲汤类、面点类等多系列多种产品。
锅圈食汇	一站式火锅烧烤食材超市连锁品牌。产品涵盖火锅、烧烤、中餐预制菜等多个品类。20 年，门店网点渗透至 327 个地级市，全国门店 5000+。	目前品牌产品 SKU 达 400 余款，共有十二大系列产品：底料蘸酱类、底料小吃类、牛羊肉类、川渝特色类、丸滑类、烧烤系列等

资料来源：各公司官网、公告，冷冻食品网，天风证券研究所

### 3.3. 前瞻布局预制菜领域，冻品先生 BC 双轮驱动可期

公司顺应行业发展趋势，于 2018 年下半年推出定位餐饮食材类的子品牌“冻品先生”。2019 年 5 月，安井集团旗下厦门冻品先生科技有限公司成立，2020 年 10 月，安井公告称拟成立子公司开发火锅周边产品，并收购厦门冻品先生科技有限公司部分资产及全面承接相关业务，推出冻品先生餐厨食材加盟店，加强终端布局，从火锅食材到底料、蘸料，从早餐面点主食到半成品菜肴，一应俱全。2021 年 1 月，冻品先生厦门首家门店开业，开业两天营业额超 7 万元。目前，冻品先生加盟店已在厦门、台州、北京、贺州、苏州、铜仁等城市开业运营。

图 47：2021 年 1 月 30 日，冻品先生厦门首家门店隆重开业



资料来源：冻品先生官方公众号、天风证券研究所

图 48：冻品先生厦门首家门店



资料来源：冻品先生官方公众号、天风证券研究所

目前，冻品先生以“BC 合力，双轮驱动”为策略，依靠自身对食材的精准理解，在聚焦火锅食材、调理产品、预制菜肴基础上，通过整合上游数千家零散食材加工厂，为餐饮和家庭渠道提供物超所值，适销对路的火锅和餐饮食材。公司主要拳头产品有三大系列 30 多种产品，包括火锅食材、调理产品和预制菜肴。其中火锅食材有千层、毛肚，鸭肠，滑牛肉，孜然嫩羊肉等；调理产品有蚝油牛柳、雪花牛仔粒、牛仔骨，蒜香骨等；预制菜肴有酸菜鱼，金汤鱼，牛肉羹，牛肉滑，香辣牛杂等，覆盖广泛且产品创新力强。

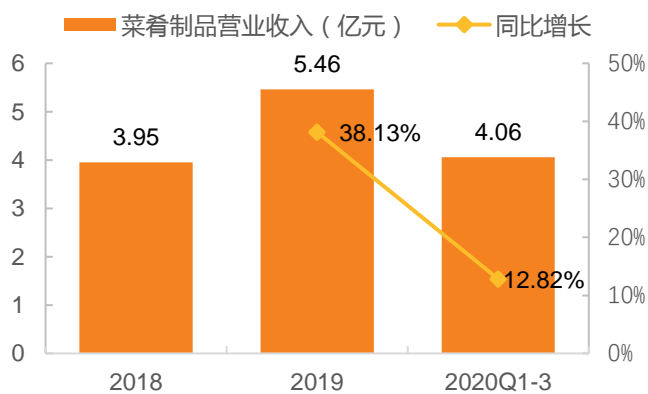
图 49：冻品先生部分产品



资料来源：冻品先生官网、天风证券研究所

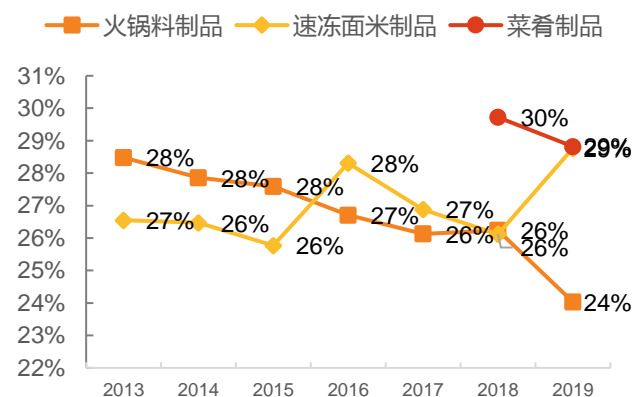
2018 年，公司推出预制菜肴品类，当年营收实现 3.95 亿，随后实现稳步增长，2019 年营收实现同比增长 38%，2020 年在疫情影响下，前三季度仍实现了 13% 的同比增长，今年在国内疫情逐步控制下以及冻品先生餐厨食材加盟店开业后，菜肴制品板块营收有望实现高速增长。从盈利能力来看，目前菜肴制品的盈利能力高于火锅料制品以及速冻米面制品，2018/2019 年毛利率分别为 30%/29%。

图 50：公司菜肴制品营收及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 51：公司分业务毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

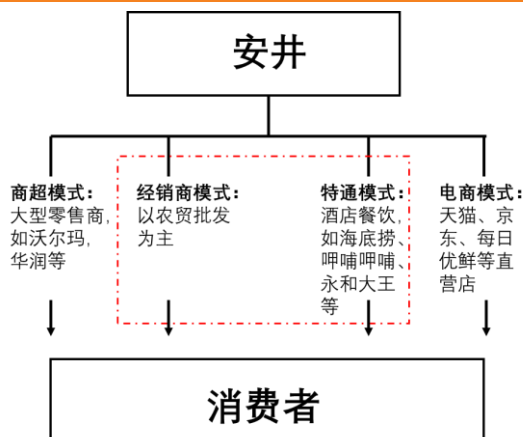
## 4. 多元化渠道的搭建，为安井航母保驾护航

### 4.1. 渠道的精细化管理是多元化的基础

公司以经销商模式为主，采取 BC 兼顾渠道策略，渠道建设完备。公司产品通过四种模式销售：经销商模式、特通模式、商超模式、电商模式，2019 年营销网络涉及经销商及大型商超近 600 多个，包括沃尔玛、永辉、大润发、家乐福、麦德龙等著名连锁超市，以及呷哺呷哺、海底捞等特通餐饮客户，进而形成辐射全国的营销网络。公司主要以经销商模式为主，2019 年收入占比 85%，经销商数量为 682 家，截至 2020 年三季度，公司新增经销

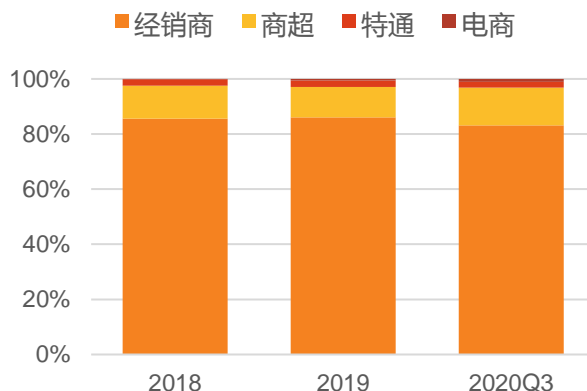
商 274 家至 956 家。此外，近年来公司大力发展 C 端渠道，采取 BC 兼顾渠道策略，渠道收入占比由 2018 年的 12% 上升至 20 年 Q3 的 14%，渠道建设完备。

图 52：安井四种销售模式



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 53：安井以经销商渠道为主



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 54：公司营销网络（2016 年）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**实施渠道精细化管理，带来强势渠道能力，是安井的核心竞争力。**公司目前主要渠道为经销商，建立了适合自身发展的“贴身支持”经销模式：通过协助经销商开发分销商、销售终端，打通销售渠道的支持；通过协助经销商召开各种订货会，增加渠道粘度的支持；通过户外广告宣传或对经销商门店进行生动化布置，提升品牌拉动销售的支持；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，丰富营销活动促进销售的支持。此外，公司对主要销售区域的经销商均配备业务人员参与到产品的市场开拓、维护中，协助经销商进行重点突破，做细做专。2020 年，公司主要帮助支持经销商开拓 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，经销商忠诚度较高。

公司根据不同区域市场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：1) 在市场开拓较为粗放的不成熟市场和偏远地区的边缘市场，采取省市级经销商。2) 在成熟区域的重点市场，采取渠道下沉管理策略，以市县为单位设立经销商。3) 在成熟的根据地市场，采取密集分销管理策略，并通过规格区隔、渠道区隔等方式来加以保护经销商，同一地区密集设立经销商并定期整合淘汰。江苏、福建等市场，作为公司生产基地所在地，品牌较为强势，公司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，最大程度精耕细作。

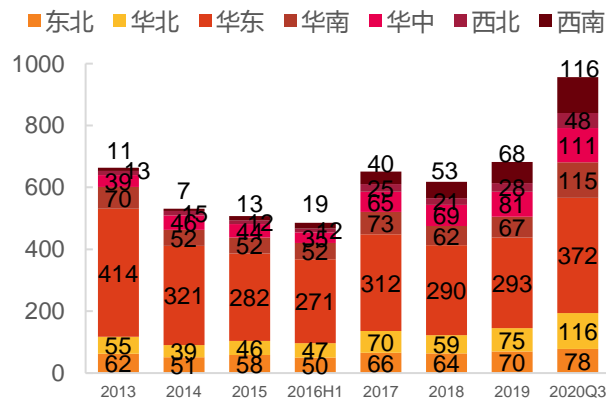
表 6：公司不同区域市场特征及管理策略（2016 年）

地区	主要省份	市场属性	渠道特点
华东地区	江苏、福建、浙江、安徽	根据地市场	密集分销
	江西	边缘市场	市级代理
	山东、上海	重点市场	市级代理
华北地区	北京、天津、河北、山西	重点市场	市县代理
	内蒙古	边缘市场	市级代理
西南地区	四川、重庆、贵州、云南	边缘市场	省级代理
华中地区	湖北、湖南、河南	重点市场	市级代理
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	重点市场	市级代理
华南地区	广东、海南	重点市场	市级代理
西北地区	新疆、陕西、甘肃	边缘市场	省市代理

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

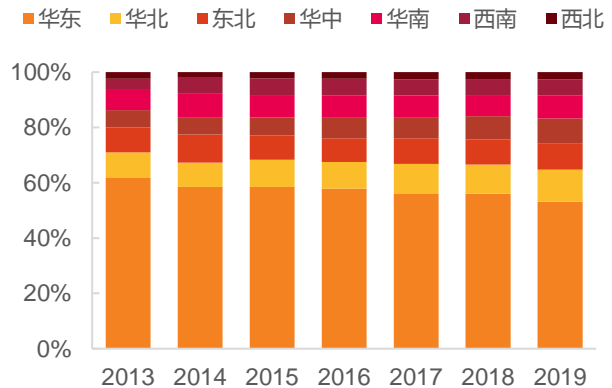
分区域来看，根据地成熟市场经销商密集分销数量最多；边缘市场省级代理为主，经销商数量较少；重点市场渠道下沉经销商数量居中。其次，为实现销售稳步增长健康发展，公司持续对已有经销商进行评估整合，及时淘汰缺乏忠诚度和实力较小的经销商，支持与经营理念趋同的经销商做大做强，使经销商质量得以不断提升。13-19 年撤销的经销商平均年收入由 12.3 万元增加至 64.1 万元，扶持大商，要求标准逐年上升，目前经销商实力强劲。此外，公司对销售团队进行精简优化，由 2017 年的 3388 精简至 2018 年的 2465 个，与三全食品接近（2916 个），远高于海欣食品（507 个）、惠发食品（240 个），2019 年增至 2705 个。庞大的经销商和销售人员数量，给安井带来强势的渠道能力，将产品迅速铺向市场。

图 55：分区域经销商数量



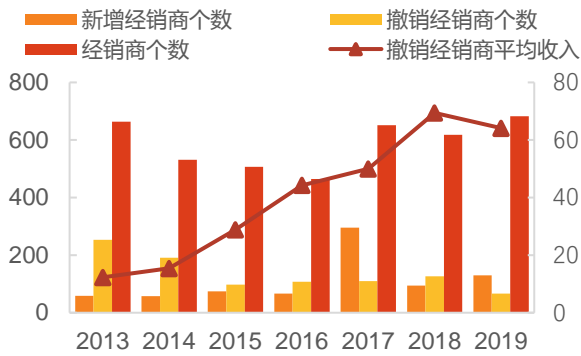
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 56：分区域收入占比



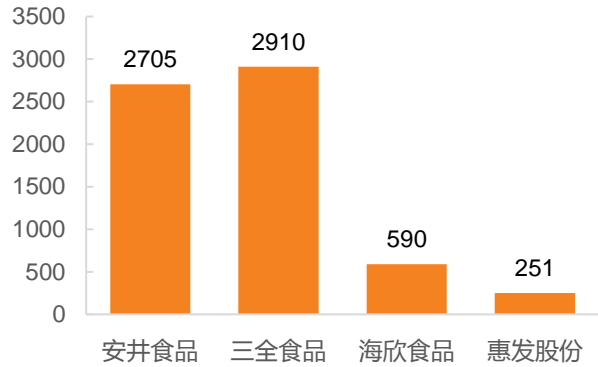
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 57：安井经销商新增及撤销个数（右轴为撤销经销商平均收入）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 58：安井 2019 年销售人员 2705 个

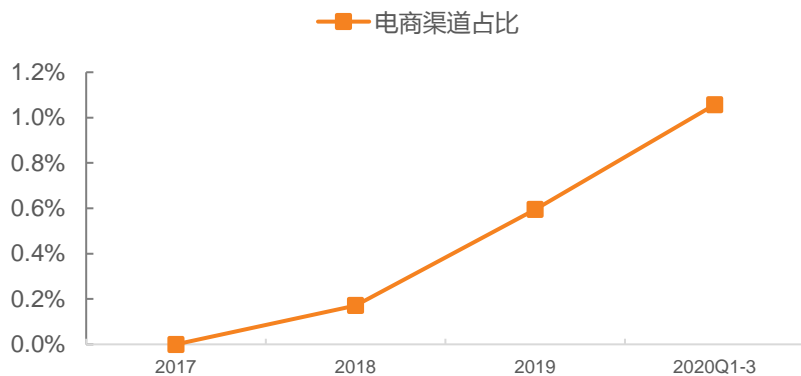


资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4.2. 线上发力，把握消费趋势的脉搏

**渠道拓展多元化，积极拓展电商渠道。**随着电商和新媒体的兴起，线上渠道成为产品走量的重要抓手。据国家统计局，我国实物商品网上零售额占社零总额的比值从 15 年初的 8.3% 快速增长至 19 年 20.4%，且该占比或将继续上升。电商平台一方面能够获取新的需求，另一方面，也起到了产品宣传的作用。安井销售渠道主要以经销商为主，自 18 年起，公司开始打造以“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”的渠道策略组合模式，加强线上销售拓展，2019 年电商营业收入 3,131.76 万元，同比大幅增长 329.86%，2020 年前三季度电商渠道提升 151.36% 至 4740 万元，占比逐年上升。

图 59：电商渠道占比



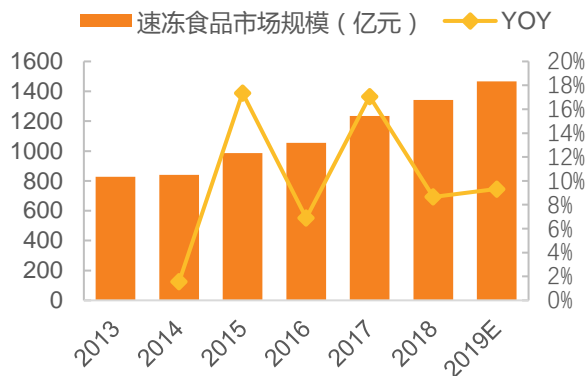
资料来源：Wind、天风证券研究所

目前我国已经进入新零售时代，新零售是电商和线下平台的产物，目前主要针对高级城市。对于低线城市，物流和电商平台加速下沉，使得低线消费者面对的供给来源激增，加剧了品牌化的竞争。低线消费者充分享受电商和物流发展带来的红利，大量的品牌商通过电商和物流渗透到三四线城市，加速了低线消费者品牌化的进程。2020 年 9 月，公司与每日优鲜在北京正式签署战略合作协议，将在渠道拓展、品牌建设、消费者建设等领域展开深度合作，把握消费新趋势。

## 4.3. 餐饮渠道的建设是行业公司未来的胜负手

**我国速冻食品行业处于稳定增长阶段，餐饮渠道是发力重点。**2018 年我国速冻食品行业规模为 1342 亿元，同比增长 8.7%，13-18 年复合增速达 10.2%，正处于稳定增长阶段。速冻食品销售渠道分为餐饮渠道和家庭渠道，餐饮渠道主要为农贸市场批发和厂家经销商直供，家庭渠道主要为商超。两种渠道各有其侧重点，餐饮渠道客户看重产品性价比、标准化以及厂商的供应效率，而家庭渠道客户更在乎品牌力、在乎产品是否能满足饮食习惯上的需要。目前餐饮行业发展较为迅速，并且由于餐饮行业的社交属性，我们认为餐饮行业的消耗量会超过家庭的消耗量，速冻食品龙头企业未来或将目光更多的聚焦在餐饮渠道。

图 60：我国速冻食品行业规模及增速



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

图 61：速冻食品销售渠道分为餐饮渠道和家庭渠道

**2B:**  
餐饮渠道

产品性价比  
标准化  
供应效率

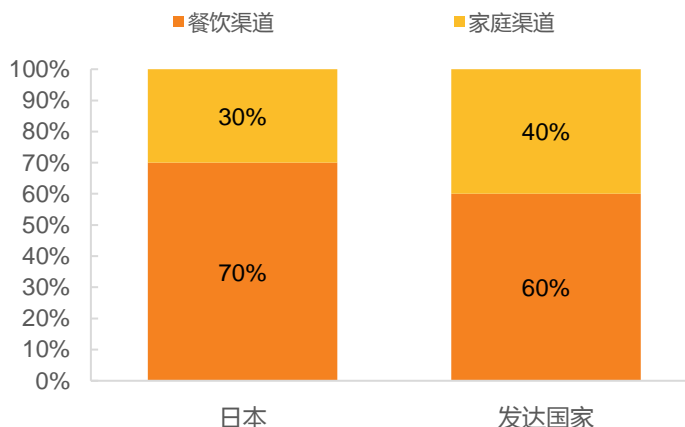
**2C:**  
家庭渠道

品牌力  
满足饮食习惯  
口味

资料来源：天风证券研究所

我国速冻食品行业餐饮渠道占比低，对比日本有很大上升空间。目前在中国，速冻食品的主要销售渠道是商超和大卖场，主要集中在家庭消费。而在发达国家，速冻食品在餐饮消费中占比 60%以上，饮食文化和我国相似的日本更是达到 70%。随着速冻食品行业的竞争日益加剧，依附于零售终端的销售模式，已难以满足速冻食品企业的快速发展，加大对餐饮渠道的开发力度，将是业内各企业的迫切之选，我国餐饮渠道上升潜力仍有很大。此外，速冻食品进餐饮渠道，除了传统的火锅店、饺子店，速冻鱼糜制品、速冻肉制品还先后打入了关东煮、麻辣香锅、麻辣烫等餐饮业态，在外卖餐饮中需求快速增长，特别在麻辣烫、烧烤、冒菜、速食便当等餐饮形态中使用广泛，渗透率将不断提升。

图 62：2017 年日本和发达国家速冻食品餐饮渠道占比



资料来源：中商情报、天风证券研究所

公司始终坚持“餐饮流通渠道为主，商超电商渠道为辅”的渠道策略，目前与包括呷哺呷哺、杨国福麻辣烫、海底捞、永和大王、真功夫等在内的国内多家餐饮客户建立了合作关系。由于公司长期耕耘餐饮渠道，受益于餐饮产业链的快速发展，公司收入和净利润实现高速增长。2018 年公司经销商模式和特通模式收入分别占比 85.5%、2.2%，未来伴随餐饮行业的快速发展以及连锁化率的提升，公司餐饮渠道上升潜力仍然较大。

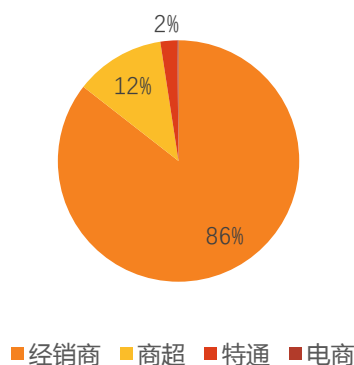


图 63：安井餐饮渠道部分合作客户



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 64：安井以餐饮流通渠道为主，率先占据优质赛道（截止 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 盈利预测

我们假设：

1. 随着小包装化率的提升以及锁鲜装渗透率的不断提升，速冻火锅料毛利率持续上行。
2. 随着预制菜肴行业的发展，公司“冻品先生”有望迎来快速发展。
3. 伴随新建产能的逐步投产，公司产销量有望稳步上行，带来收入的持续增长。

表 7：业绩拆分

分产品	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,484	4,259	5,267	6,965	8,869	10,923
yoy	16%	22%	24%	32%	27%	23%
火锅料	1,883	2,038	2,526	3,246	4,070	4,938
yoy	15%	8%	20%	35%	29%	24%
面米	926	1,098	1,388	1,769	2,208	2,703
yoy	20%	19%	26%	27%	25%	22%
其他（菜肴）		398	546	692	852	1,041
yoy			37%	27%	23%	22%
营业成本（百万元）	2,569	3,130	3,903	4,907	6,072	7,346
火锅料	1,883	2,038	2,526	3,246	4,070	4,938
yoy	16%	8%	24%	29%	25%	21%
面米	677	812	989	1,191	1,430	1,716
yoy	22%	20%	22%	21%	20%	20%
其他（菜肴）		281	389	469	572	693
yoy			38%	21%	22%	21%
毛利率	26%	27%	26%	30%	32%	33%
火锅料	26%	26%	24%	28%	30%	31%
面米	27%	26%	29%	33%	35%	37%
其他（菜肴）	0%	29%	29%	32%	33%	34%

资料来源：wind、天风证券研究所

预计公司 2020-2022 年实现营收 69.65/88.69/109.23 亿元，同比+32.24%/27.33%/23.17%，实现归母净利润 6.00/7.75/10.48 亿元，同比+60.82%/29.1%/35.22%，EPS 分别为 2.46/3.17/4.29 元。根据速冻行业可比公司三全食品、海欣食品、惠发食品，2021 年平均 PEG 估值为 2.73 倍，给予公司 2021 年 2.7 倍 PEG 估值，对应目标价在 249 元，股价上涨空间 23%，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 8：可比公司估值

公司代码	可比公司	PEG (18A)	PEG (19A)	PEG (20E)	PEG(21E)	PEG(22E)
002216.SZ	三全食品	1.39	0.45	0.10	7.43	1.34
603536.SH	惠发食品	-	-	0.47	0.07	0.35
002702.SZ	海欣食品	0.24	-	0.06	0.69	0.77
平均值					2.73	

资料来源：wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

**食品安全风险：**食品安全事件的爆发对公司的名誉会带来较大的影响。

**原材料价格波动风险：**原材料价格波动会对公司成本带来较大影响。

**产能扩张不及预期：**突发事件影响公司产能扩张，使得业绩不及预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	792.43	755.84	1,216.71	1,499.23	3,068.93
应收票据及应收账款	116.94	169.38	230.14	260.93	347.49
预付账款	25.34	34.48	54.01	46.43	75.71
存货	1,162.86	1,733.13	1,487.65	2,612.07	2,237.33
其他	626.47	638.56	932.07	923.23	834.26
<b>流动资产合计</b>	<b>2,724.04</b>	<b>3,331.40</b>	<b>3,920.59</b>	<b>5,341.89</b>	<b>6,563.71</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,383.60	1,514.25	1,651.41	1,725.58	1,748.94
在建工程	178.39	483.00	325.80	243.48	176.09
无形资产	103.22	149.52	143.49	137.46	131.42
其他	174.01	206.37	111.75	124.83	133.89
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,839.22</b>	<b>2,353.15</b>	<b>2,232.45</b>	<b>2,231.34</b>	<b>2,190.34</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,563.26</b>	<b>5,684.55</b>	<b>6,153.04</b>	<b>7,573.24</b>	<b>8,754.06</b>
短期借款	434.18	340.09	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	952.06	1,230.03	1,525.57	1,842.49	2,257.52
其他	666.50	1,174.77	1,048.23	1,555.13	1,645.97
<b>流动负债合计</b>	<b>2,052.73</b>	<b>2,744.89</b>	<b>2,573.80</b>	<b>3,397.61</b>	<b>3,903.49</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	354.13	0.00	118.04	157.39	91.81
其他	108.41	196.01	122.33	142.25	153.53
<b>非流动负债合计</b>	<b>462.54</b>	<b>196.01</b>	<b>240.38</b>	<b>299.64</b>	<b>245.34</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,515.28</b>	<b>2,940.89</b>	<b>2,814.18</b>	<b>3,697.26</b>	<b>4,148.83</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.04	236.38	244.42	244.42	244.42
资本公积	595.13	1,267.66	1,267.66	1,267.66	1,267.66
留存收益	1,686.76	2,677.46	3,094.44	3,631.56	4,360.80
其他	(449.95)	(1,437.84)	(1,267.66)	(1,267.66)	(1,267.66)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,047.98</b>	<b>2,743.66</b>	<b>3,338.86</b>	<b>3,875.98</b>	<b>4,605.23</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,563.26</b>	<b>5,684.55</b>	<b>6,153.04</b>	<b>7,573.24</b>	<b>8,754.06</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	270.26	373.34	600.41	775.11	1,048.10
折旧摊销	121.87	149.11	86.07	94.19	100.06
财务费用	20.18	15.94	8.21	8.69	10.13
投资损失	(14.32)	(11.95)	(11.04)	(12.44)	(11.81)
营运资金变动	(323.46)	575.73	61.63	(308.13)	855.97
其它	221.33	(525.59)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>295.85</b>	<b>576.57</b>	<b>745.28</b>	<b>557.42</b>	<b>2,002.45</b>
资本支出	409.28	535.51	133.68	60.08	38.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,109.33)	(1,103.24)	(182.63)	(127.65)	(76.91)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(700.05)</b>	<b>(567.73)</b>	<b>(48.96)</b>	<b>(67.56)</b>	<b>(38.19)</b>
债权融资	788.31	340.09	118.04	157.39	91.81
股权融资	129.16	369.89	170.02	(8.69)	(10.13)
其他	(261.05)	(740.86)	(523.52)	(356.03)	(476.25)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>656.42</b>	<b>(30.89)</b>	<b>(235.46)</b>	<b>(207.33)</b>	<b>(394.57)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>252.22</b>	<b>(22.04)</b>	<b>460.86</b>	<b>282.53</b>	<b>1,569.69</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4,259.09</b>	<b>5,266.66</b>	<b>6,964.83</b>	<b>8,868.54</b>	<b>10,923.17</b>
营业成本	3,129.92	3,909.79	4,906.99	6,072.36	7,346.22
营业税金及附加	35.59	38.74	58.65	71.34	86.73
营业费用	572.10	646.97	835.78	1,285.94	1,529.24
管理费用	118.95	151.92	292.52	291.99	421.53
研发费用	68.38	74.52	106.56	159.63	196.62
财务费用	16.02	7.62	8.21	8.69	10.13
资产减值损失	6.66	0.38	3.29	3.44	2.37
公允价值变动收益	0.00	4.95	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.32	11.95	11.04	12.44	11.81
其他	(38.17)	(48.22)	(22.08)	(24.87)	(23.62)
<b>营业利润</b>	<b>335.33</b>	<b>468.05</b>	<b>763.87</b>	<b>987.59</b>	<b>1,342.14</b>
营业外收入	15.19	19.74	15.62	16.85	17.40
营业外支出	3.34	3.69	2.49	3.18	3.12
<b>利润总额</b>	<b>347.17</b>	<b>484.10</b>	<b>776.99</b>	<b>1,001.26</b>	<b>1,356.42</b>
所得税	76.92	110.76	176.58	226.15	308.32
<b>净利润</b>	<b>270.26</b>	<b>373.34</b>	<b>600.41</b>	<b>775.11</b>	<b>1,048.10</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>270.26</b>	<b>373.34</b>	<b>600.41</b>	<b>775.11</b>	<b>1,048.10</b>
每股收益(元)	1.11	1.53	2.46	3.17	4.29

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.25%	23.66%	32.24%	27.33%	23.17%
营业利润	33.11%	39.58%	63.20%	29.29%	35.90%
归属于母公司净利润	33.50%	38.14%	60.82%	29.10%	35.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.51%	25.76%	29.55%	31.53%	32.75%
净利率	6.35%	7.09%	8.62%	8.74%	9.60%
ROE	13.20%	13.61%	17.98%	20.00%	22.76%
ROIC	21.23%	19.61%	38.18%	49.14%	56.47%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.12%	51.73%	45.74%	48.82%	47.39%
净负债率	-0.20%	-15.15%	-32.91%	-34.62%	-64.65%
流动比率	1.33	1.21	1.52	1.57	1.68
速动比率	0.76	0.58	0.95	0.80	1.11
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	36.77	36.79	34.87	36.12	35.91
存货周转率	4.33	3.64	4.32	4.33	4.50
总资产周转率	1.09	1.03	1.18	1.29	1.34
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.11	1.53	2.46	3.17	4.29
每股经营现金流	1.21	2.36	3.05	2.28	8.19
每股净资产	8.38	11.22	13.66	15.86	18.84
<b>估值比率</b>					
市盈率	172.73	125.04	77.75	60.23	44.54
市净率	22.79	17.01	13.98	12.04	10.14
EV/EBITDA	14.82	18.99	52.34	40.95	29.62
EV/EBIT	18.95	24.01	58.17	44.82	31.81

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com