

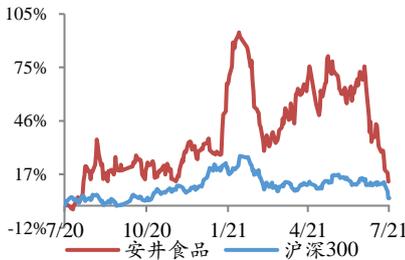
## 好风凭借力，速冻老兵迎战新征程

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-07-28

收盘价(元)	162.87
近12个月最高/最低(元)	279.95/140.97
总股本(百万股)	244
流通股本(百万股)	240
流通股比例(%)	98.33
总市值(亿元)	398
流通市值(亿元)	391

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

### 分析师：王萌

执业证书号：S0010521020001

电话：13919804701

邮箱：wangmeng@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

- **投资建议：**公司占据 B 端速冻食品高成长赛道，优质的管理层和稳定的经销商共筑龙头壁垒，未来看好其在预制菜肴领域的发力。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.94/10.06/12.38 亿元，同比增长 31.6%/26.6%/23.1%，对应 EPS 分别为 3.25/4.11/5.06 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 50.1、39.6 和 32.2 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **好赛道：速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口。**速冻食品行业空间广阔，根据中商产业研究院预测，至 2025 年国内速冻食品市场规模将达到 3300 亿元。随着社会结构变化推动 C 端零售市场快速扩容，中央厨房与冷链物流助力 B 端餐饮连锁化发展，预计速冻食品行业未来将保持 10% 以上的增速。预制菜肴可有效为餐饮企业节约成本，成为行业新焦点，安井食品作为行业龙头，拥有较深的产业理解和较强的产品、渠道壁垒，有望受益行业快速发展。
- **管理力：二十载坚守速冻食品行业，职业经理人团队优质专业。**公司由专业优质的职业经理人团队担任公司高管，管理层长期稳定，深耕行业二十余载，是公司长治久安的基石。公司实行控制权与经营权分离，通过稳定集中的管理层持股来降低代理成本，深度绑定利益。同时，公司实行股权激励计划，进一步提高公司整体业务部门的经营效率。
- **产品力：火锅料及面米制品增长稳健，预制菜肴领域大有可为。**公司主营业务速冻火锅料制品与速冻面米制品拥有行业引领地位，近年来不断推出“丸之尊”、“锁鲜装”等高毛利大单品，带动公司产品结构升级。2019 年成立“冻品先生”，以“双剑合并，三路并进”、“主食发力、主菜上市”为指导思想积极介入预制菜肴领域。未来计划将在预制菜肴端秉承爆品思维推出更多适销对路的大单品，新领域的拓展未来可期。产品策略上，公司以新品研发持续推进产品结构不断升级，“战略大单品”促进销售增长，“高质中高价”定价策略打造差异竞争力。
- **渠道力：BC 兼顾，双轮驱动，贴身支持经销商构筑渠道壁垒。**公司采用“BC 兼顾，双轮驱动”渠道策略，BC 端同步发力，持续推动渠道优化。经销商覆盖全国，2021Q1 已达 1123 家。公司建立了适合自身发展的以“贴身支持”为核心的经销管理体系，为经销商提供灵活的政策和支持，积累了一批稳定且忠诚度高的经销商，构建公司极强的渠道壁垒。
- **产能力：“销地产”策略优化供应链，产能扩张支撑未来发展。**公司目前拥有 8 大生产基地和 10 个工厂，2020 年设计产能 57.83 万吨，实际产量 60.58 万吨，产能利用率 104.75%，产能利用率维持在较高水平。公司 2021 年公布 57.4 亿定增方案，支撑整体产能新增 76.25 万吨，预计未来 5 年产能 CAGR 约 20%。产能扩张缓解产销矛盾，有利于完善全国化布局，为未来发展打下坚实基础。
- **风险提示**  
行业竞争加剧、原材料价格上涨、食品安全问题、预制菜肴发展不及预期的可能性。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6965	9035	10909	13583
收入同比 (%)	32.2%	29.7%	20.8%	24.5%
归属母公司净利润	604	794	1006	1238
净利润同比 (%)	61.7%	31.6%	26.6%	23.1%
毛利率 (%)	25.7%	27.8%	27.8%	27.4%
ROE (%)	16.4%	15.9%	17.1%	17.8%
每股收益 (元)	2.61	3.25	4.11	5.06
P/E	78.08	50.11	39.59	32.16
P/B	12.80	7.99	6.76	5.73
EV/EBITDA	50.25	33.06	26.82	22.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

一、速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口 .....	6
1.1 速冻食品行业空间广阔，人均消费量提升空间大 .....	6
1.1.1 速冻火锅料行业借力泛火锅业态的发展，持续高增长 .....	8
1.1.2 速冻面米行业集中度高，多元化、差异化成为新的增长点 .....	11
1.1.3 速冻菜肴行业未来可期，餐饮标准化打开成长空间 .....	13
1.2 社会效率提升带动速冻食品行业快速增长 .....	13
1.2.1 社会结构变化推动零售端市场快速扩容 .....	15
1.2.2 中央厨房与冷链物流助力餐饮连锁化发展 .....	16
二、管理+产品+渠道+产能，龙头高铸护城河 .....	19
2.1 二十载坚守速冻食品行业，职业经理人团队优质专业 .....	19
2.2 火锅料及面米制品增长稳健，预制菜肴领域未来可期 .....	22
2.3 BC 兼顾，双轮驱动，贴身支持经销商构筑渠道壁垒 .....	26
2.4 “销地产”策略优化供应链，产能扩张支撑未来发展 .....	27
三、龙头优势显著，财务指标领先行业 .....	30
3.1 营收增速持续跑赢，利润增速稳中有升 .....	30
3.2 多管齐下，毛利率维持稳定 .....	31
3.3 规模优势，显著降低费用率 .....	32
3.4 手握高质量现金流，周转情况表现优异 .....	33
3.5 净资产收益率领先行业水平 .....	33
四、盈利预测与估值 .....	34
五、风险提示 .....	35
财务报表与盈利预测 .....	36

## 图表目录

图表 1 我国速冻食品市场规模	6
图表 2 我国速冻食品市场规模预测	6
图表 3 我国速冻食品市场产品分布	6
图表 4 速冻产品主要分类	7
图表 5 2017 年世界上主发达要国家、地区冷冻食品人均消费量 (KG/人)	7
图表 6 日本速冻食品市场竞争格局	8
图表 7 我国速冻食品市场竞争格局	8
图表 8 火锅与其他中式餐饮市场规模	9
图表 9 泛火锅业产品	9
图表 10 速冻火锅料市场规模	9
图表 11 速冻肉产品/速冻鱼糜产品	9
图表 12 速冻调制品竞争情况	10
图表 13 鱼糜制品原料结构 (万吨)	10
图表 14 速冻鱼糜制品加工量	11
图表 15 速冻鱼糜制品单价	11
图表 16 速冻肉制品产量	11
图表 17 速冻肉制品单价	11
图表 18 速冻面米市场规模及增速	12
图表 19 速冻面米市场竞争情况	12
图表 20 速冻面食创新思路	12
图表 21 年夜饭相关产品 2019-2020 增长情况	13
图表 22 住宿和餐饮城镇私营单位就业人员平均工资	13
图表 23 速冻食品产业链结构图	14
图表 24 速冻食品行业受原料端影响	14
图表 25 速冻食品分销比例	14
图表 26 我国城镇化率	15
图表 27 劳动力人口占比	15
图表 28 我国家庭规模 (人/户)	16
图表 29 中日女性就业率对比	16
图表 30 外卖市场规模 (亿元)	16
图表 31 新中产月平均下厨次数 (次)	16
图表 32 中式餐饮市场规模	17
图表 33 我国餐饮连锁化率	17
图表 34 OEM 代工模式优势	18
图表 35 使用代工半成品菜肴成本分析	18
图表 36 我国食品冷链物流需求量 (亿吨)	19
图表 37 我国冷库容量与冷链运输车保有量	19
图表 38 公司发展历程	20
图表 39 公司股权结构图	21
图表 40 优质专业的职业经理人团队	21
图表 41 首次授予限制性股票分配情况	22

图表 42 公司近十年主营业务收入及增速	22
图表 43 公司近十年归母净利润及增速	22
图表 44 公司近十年细分主营业务收入	23
图表 45 公司近十年细分毛利率	23
图表 46 主营业务双剑合璧，三路并进	23
图表 47 公司产品矩阵	24
图表 48“冻品先生”产品矩阵	25
图表 49 公司新产品研发矩阵	26
图表 50 公司近四年各地经销商数量	27
图表 51 公司近四年销售渠道营业收入占比	27
图表 52 公司近五年产能情况	27
图表 53 公司产能全国布局图	28
图表 54 公司 2021 年定增资金及投资项目	29
图表 55 公司产能全国布局规划表	29
图表 56 安井食品营业总收入后来居上，超越对手	30
图表 57 安井食品营业收入增速显著高于竞争对手	31
图表 58 安井食品净利润增速稳中带升	31
图表 59 安井毛利率保持高度稳定	31
图表 60 安井食品速冻鱼糜制品毛利率	32
图表 61 安井食品肉制品毛利率	32
图表 62 速冻火锅料销售均价对比	32
图表 63 面米制品销售均价对比	32
图表 64 安井的销售费用率仅略高于海欣	33
图表 65 安井的管理费用率仅略高于三全	33
图表 66 可比公司经营性现金流对比 (单位: 百万元)	33
图表 67 安井存货周转天数高于同行业其他公司	33
图表 68 安井销售应收账款周转天数低于同行业其他公司	33
图表 69 安井 ROE 稳中有升	34
图表 70 公司收入预测	34

## 一、速冻食品千亿空间，预制菜肴站上风口

### 1.1 速冻食品行业空间广阔，人均消费量提升空间大

速冻食品是以米、面、杂粮为主要原料，肉类、蔬菜等为辅料，经过适当的前期处理与加工，在低温快速冻结后制成的各类主、副食品。此类产品通常需要在-18°C下储藏、运输、销售，才能最大程度抑制微生物活性，保持食物营养与风味。近年来，受益于冷链运输能力的改善与消费结构升级转型，行业驱动力不断增强，市场规模高速扩张。2013年我国速冻食品市场规模约为828亿元，2019年增长到1400亿元，7年内CAGR达9.14%。预计未来五年将进入高速发展期，保持13%以上的增速，根据中商产业研究院预测，至2025年国内速冻食品市场规模将达到3300亿元。

图表 1 我国速冻食品市场规模



图表 2 我国速冻食品市场规模预测



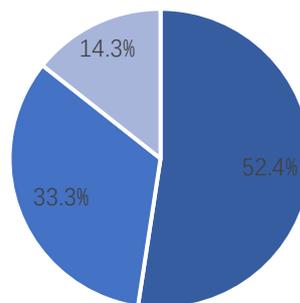
资料来源: Frost Sullivan, 华安证券研究所

资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

随着速冻技术的不断发展完善，业内产品进一步丰富、覆盖面不断扩大。作为消费者日常生活所需，市场主要以消费者需求为导向，在技术投入上采用层次化研发战略，不断精细自身产品矩阵，满足不同收入层级、不同饮食偏好的客户需求；在工艺上不断优化改进，逐渐形成规模化、标准化的生产过程，降低成本。在这个过程中，业务线进一步细化，衍生出更多的产品。当前，我国速冻食品市场主要由速冻面米制品、速冻火锅料、速冻其他制品构成，比例分别为52.4%，33.3%，14.3%。当前速冻面米制品占据半壁江山，速冻火锅料、速冻其他制品占比正逐渐扩大。

图表 3 我国速冻食品市场产品分布

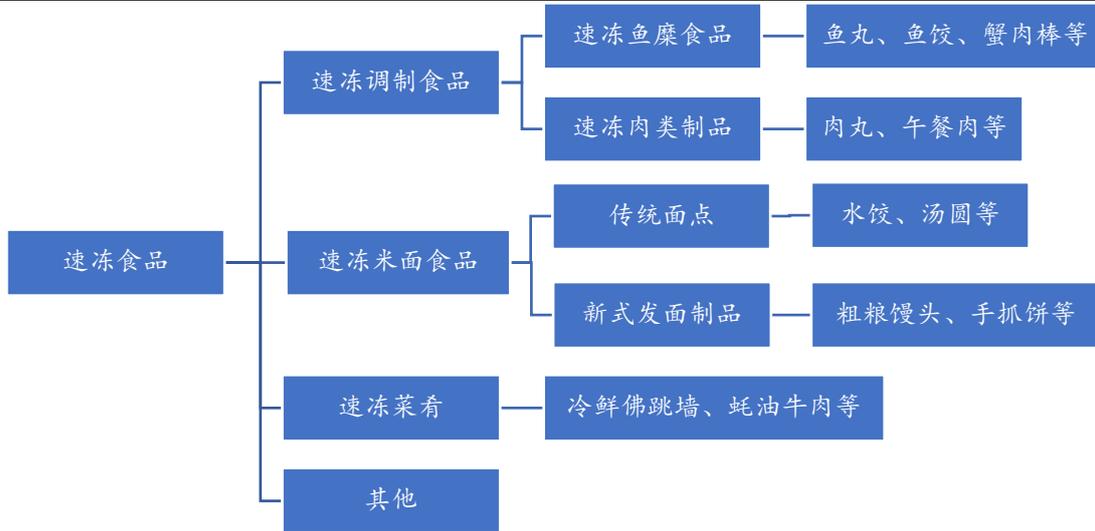
■ 速冻米面制品 ■ 速冻火锅料 ■ 速冻其他制品



资料来源: 中商情报网, 华安证券研究所

基于国内消费者的饮食偏好与行业发展现状，本报告将主要研究方向放在速冻火锅料（速冻鱼糜制品、速冻肉制品）、速冻面米制品与速冻菜肴上。其中，鱼糜制品主要包括：鱼丸、鱼饺、蟹肉棒等；速冻肉制品主要包括：肉丸、肉饼、午餐肉等；速冻面米制品主要包括传统的水饺、汤圆，和新式的发面制品等；速冻菜肴则主要包括市面上的常见菜品，如港式虾饺、佛跳墙、蚝油牛肉等各菜系产品。

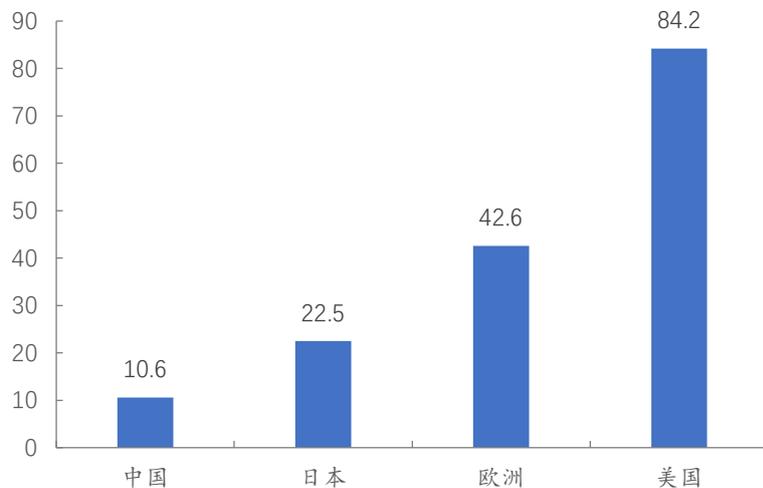
图表 4 速冻产品主要分类



资料来源：华安证券研究所整理

当前，我国速冻产品人均消费量与世界上主要发达国家、地区相比，仍存在较大的差距。2017 年我国人均消费量为 10.6kg，而与我国地缘相近、饮食习惯相似的日本人均消费量为 22.5kg，足足有 2 倍差距，而欧洲、美国则分别达到 42.6kg、84.2kg，人均消费量差距更加巨大。究其原因，需求端的差异主要来自城市化的程度与生活节奏的差异，供给端主要来自冷链链条各个环节能耗、技术的差异。随着我国人均可支配收入不断提高、城镇化进程不断推进、物流企业大力布局冷链物流，国内冷冻食品的产品结构必然将不断得到优化，以适应各地区饮食习惯与发展情况。人均消费量将不断提升，向发达地区的消费结构收敛。

图表 5 2017 年世界上主发达要国家、地区冷冻食品人均消费量 (kg/人)



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

除人均消费量与发达地区存在较大差距外，国内市场集中度也存在较大的提升空间。据日经产业新闻数据，日本速冻食品市场 CR3 达 59%，CR5 达 79.2%。而我国 CR3 为 41%，CR5 为 48%。可以发现国内大量的小微企业占据了一半以上的市场空间。从市占率角度看，国内行业龙头三全食品占据 19% 的市场空间，而日本行业龙头元大洋则占据 23.7% 的市场空间，行业龙头市占率差距为 4.7%。除龙头外，市占率规模逐步拉大，行业内的第二名市场规模差距达 12.4%。从产品结构角度看，以速冻火锅料作为主要产品的安井食品、海霸王市占率分别为 5%、2%，而日冷（主营业务为冷冻调制肉制品）市占率为 23.4%，日本水产（主要业务包括冷冻调制鱼糜）市占率为 8.5%，我国在此细分领域市占率差距仍较大。而在速冻面米领域，国内三全食品、思念食品市占率分别达到 19%、11%，日本 Table Mark（主营业务主要为速冻面米食品）的市占率为 11.7%。在此细分领域国内市占率相对较高，可见我国的速度面米制品已进入红海竞争阶段。

图表 6 日本速冻食品市场竞争格局

图表 7 我国速冻食品市场竞争格局



资料来源：日经产业新闻，华安证券研究所

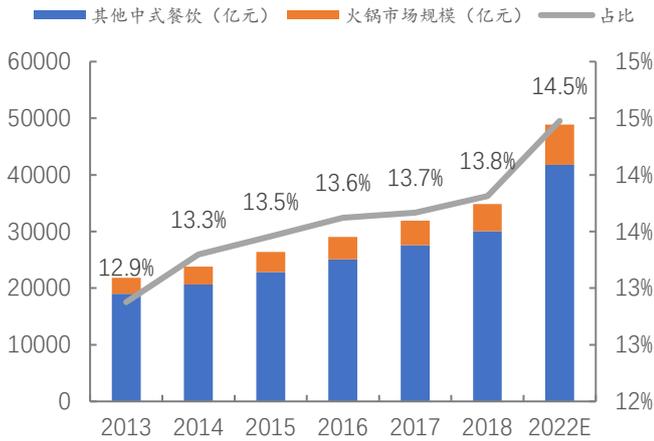
资料来源：欧瑞咨询，华安证券研究所

### 1.1.1 速冻火锅料行业借力泛火锅业态的发展，持续高增长

火锅作为川菜的重要代表，具有麻、辣、鲜、香的特点，老少咸宜，深受青睐。据海底捞招股说明书，当前火锅行业市场集中度仍然较低，CR5 的市场份额仅为 7.3%。相较于其他菜系餐饮店，火锅产业行业准入门槛低。其并不依赖于技术精湛的厨师团队，不需要复杂的后厨加工手段。因此，在人工上大大减少了耗费，且火锅原料大多可从市场上直接购入，原料周转速度快，并不压占大量资金。除川渝地区本地出名的市井火锅店外，我国各省市出名的火锅店主要还是海底捞、德庄、呷哺呷哺、小龙坎、刘一手为代表的连锁品牌。

火锅市场规模正在不断扩大，2013 年市场规模为 2813 亿元，2018 年市场规模为 4814 亿元，CAGR 约为 11.3%，同期中式餐饮总体 CAGR 约为 10.1%，相对而言火锅市场规模增长较快。从整体来看，火锅占中式餐饮整体市场规模的 12% 左右，自 2013 年以来占比不断提升，预计 2022 年将达到 7077 亿元，占比提升至 14.5%。火锅作为快速扩张的餐饮细分领域之一，也带动了泛火锅业态，如麻辣拌、麻辣香锅、麻辣烫等产品的迅速发展。此类产品除在制作工艺与口味上与火锅具有一定差距外，在原料采购上极其相似。

图表 8 火锅与其他中式餐饮市场规模



资料来源: 海底捞招股说明书, 华安证券研究所

图表 9 泛火锅业产品

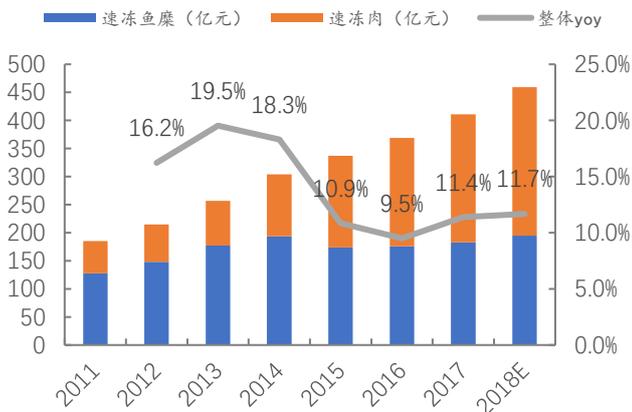


资料来源: 华安证券研究所整理

速冻火锅料主要分为速冻鱼糜制品与速冻肉制品, 味道鲜咸, 符合当代年轻人对于多样、刺激口感的选择。据立鼎产业研究的问卷报告显示: 在口味偏好上, 咸鲜味最受消费者青睐, 约占调查样本的 23.3%; 其次, 约 17.2% 的消费者偏好麻辣口味, 此两种口味占调查样本的比例达到 40.5%, 在我国拥有最庞大的消费人群。速冻肉制品与速冻鱼糜制品, 在原料上本就具有咸、鲜、香的特性, 在经过大量调味料加工后, 风味更加突出, 进一步刺激食用者的味蕾, 为消费者所热爱。因此, 在 toB 与 toC 业务两端, 速冻火锅料均有广阔的市场前景, 其必然能在下游产品创新与竞争中享受到扩张红利。

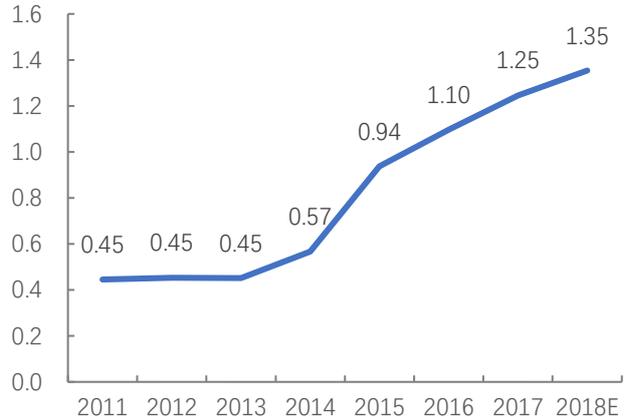
2011 至 2017 年, 速冻火锅料市场规模从 185 亿元上升到 411 亿元, CAGR 达 14.3%。在内部产品结构中, 速冻肉制品的占比逐渐上升, 并在 2015 年超越速冻鱼糜制品。具体来看, 速冻鱼糜制品市场规模在 2014 年达到巅峰 194 亿元后小幅下滑, 并逐渐恢复至 2017 年的 183 亿元。速冻肉制品市场规模不断扩大, 复合 CAGR 达 21%, 由 2011 年的 57 亿元上升至 2017 年的 228 亿元。

图表 10 速冻火锅料市场规模



资料来源: 华经情报网, 华安证券研究所

图表 11 速冻肉产品/速冻鱼糜产品

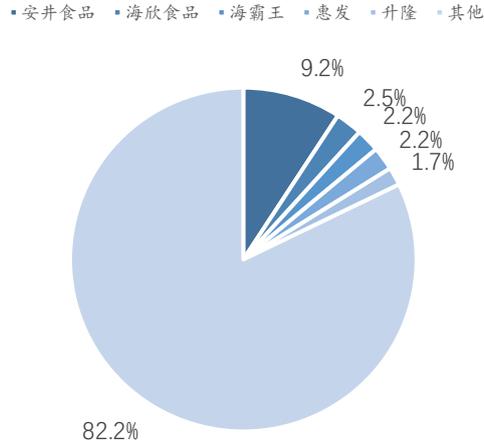


资料来源: 欧瑞咨询, 华安证券研究所

当前, 速冻火锅料市场集中度仍然较低, CR3 为 13.9%, CR5 为 17.8%, 82.2% 市场空间被大量分散的小型企业所分割, 龙头安井食品仅占有 9.2% 的规模, 海欣食品、海霸王、惠发等家喻户晓的速冻制品企业分别占有 2.5%, 2.2%, 2.2% 的市场

空间，与龙头企业相比，仍然有较大差距，市场空间亟待进一步整合。

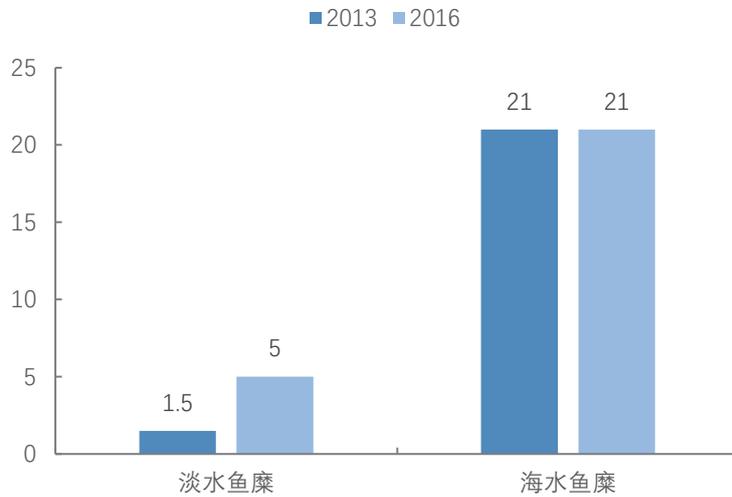
图表 12 速冻调制品竞争情况



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

速冻鱼糜制品的原料主要有淡水鱼糜、海水鱼糜两种。随着我国渔业法对捕捞限额的约束，引导捕捞渔民退捕转产，推进水产健康养殖，鱼糜原料出现淡水化的转变趋势。2013年至2016年，在保持原料供应的前提下，原料内部结构出现了变化，淡水鱼糜由1.5万吨上升到5万吨，占原材料比由7%上升到19%。

图表 13 鱼糜制品原料结构 (万吨)



资料来源：中国水产养殖网，华安证券研究所

速冻鱼糜制品加工量由2012年117万吨上升至2018年145万吨，CAGR为3.64%，增长幅度较为平稳。而速冻鱼糜制品单价波动变化较大，2013至2016年，受上游海水鱼糜原料转换与中游厂商扩张的影响，速冻鱼糜成本价格持续下降，2017年价格触底回升，逐渐转入上升趋势。

图表 14 速冻鱼糜制品加工量



资料来源：中国渔业统计年鉴，华安证券研究所

图表 15 速冻鱼糜制品单价



资料来源：中国渔业统计年鉴，华安证券研究所

速冻调制肉制品是以鲜、冻畜禽肉及畜禽副产品为主要原料，经清洗、配料后，用相关加工工艺调制（或加热成熟），采用速冻工艺（产品热中心温度 $\leq -18^{\circ}\text{C}$ ），在低温状态下贮存、运输和销售的预包装食品。

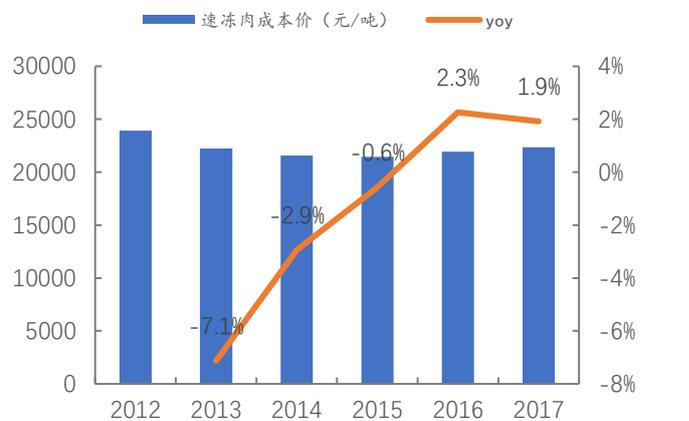
我国速冻肉制品市场规模正在逐步放大，行业处于高速成长期。2012年，我国速冻肉制品产量为28万吨，2017年达到102万吨，CAGR达29%。但速冻肉制品单价仍然保持较稳定的增长趋势，这符合业内企业较为分散，市场竞争激烈的市场情况。随着速冻鱼糜产品增速放缓，速冻肉制品展现出了强劲的增长动力，将是未来几年产品创新、品质提升的集中地。

图表 16 速冻肉制品产量



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 速冻肉制品单价

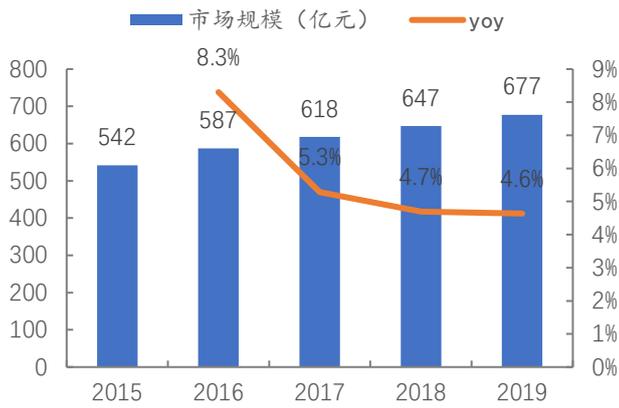


资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

### 1.1.2 速冻面米行业集中度高，多元化、差异化成为新的增长点

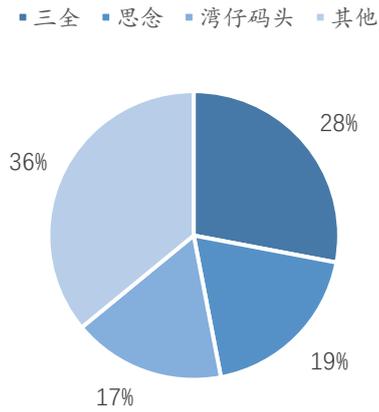
速冻面米市场不同于速冻火锅料市场，出现了以火锅为代表的具有极强传播力的餐饮文化带动市场进一步繁荣。速冻面米市场已经发展到较为成熟的阶段，市场规模由2015年的542亿元增长到2019年的677亿元，但增速逐渐下降。速冻面米产品，例如水饺、汤圆、速冻面食等一直是我国居民日常中的主食之一，在消费升级过程之中已经趋于饱和。从市场角度来看，零售市场已经形成三全食品、思念食品、湾仔码头三足鼎立的市场格局，CR3已达到64%。行业龙头三全食品已经占据28%的市场规模，业内企业主要以存量竞争为主，希望不断扩大自身在B端的影响力而进一步拓展空间。

图表 18 速冻面米市场规模及增速



资料来源：华经情报网，华安证券研究所

图表 19 速冻面米市场竞争情况



资料来源：欧瑞咨询，华安证券研究所

随着餐饮行业不断扩容，居民在日常生活中更多的选择在外就餐改善生活，餐饮市场速冻面米制品的需求规模也在不断扩张。一方面，餐饮企业需要满足不同消费者对于主食的需要，但是从头制作必然降低后厨出餐率，因此更便捷、更易加工的速冻面米制品是餐饮企业的最优选择。另一方面，速冻面米制品厂商们也迅速捕捉到消费者需求，在产品健康化理念、场景探索、造型设计等方面积极创新，在不断探寻新兴增长点的过程中进行差异化经营，逐渐做到人无我有，人有我优。

图表 20 速冻面食创新思路

产品理念	产品描述	toC 产品代表	ToB 产品代表
原料以健康为主	使用杂粮、粗粮等营养素更高的产品		
场景探索	基于特产、年夜饭等新场景复刻美食		
改变造型	通过更加卡通、具象的形式吸引客户		

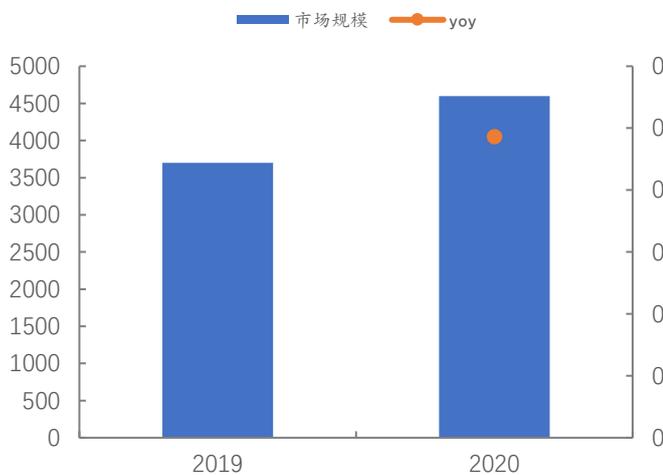
资料来源：华安证券研究所整理

### 1.1.3 速冻菜肴行业未来可期，餐饮标准化打开成长空间

随着居民日常生活节奏进一步加快，速冻菜肴新兴市场应运而生。年夜饭、夜市小吃、特产即享等新消费场景的出现，逐渐拓宽了速冻菜肴的发展道路。以“方便快捷，在家也能快速准备出花式美食与家人同享”为标语，在疫情爆发的2020年年初，年夜饭相关的速冻产品同比增长24.5%，受到众多消费者的青睐。

同时，餐饮企业从业人员平均工资的上涨成为了餐饮企业后厨较大的开支来源之一。2010年，住宿和餐饮城镇私营单位就业人员平均工资为17531元，2018年为39632元，CAGR达10.7%，高于近十几年7%的通胀水平，住宿和餐饮城镇私营单位就业人员实际工资增长迅速，采用速冻菜肴半成品能够进一步削减后厨用人，提高后厨的经营效益。作为新兴的蓝海，传统的速冻食品企业纷纷入局，打造中央厨房进军B端业务。

图表 21 年夜饭相关产品 2019-2020 增长情况



图表 22 住宿和餐饮城镇私营单位就业人员平均工资



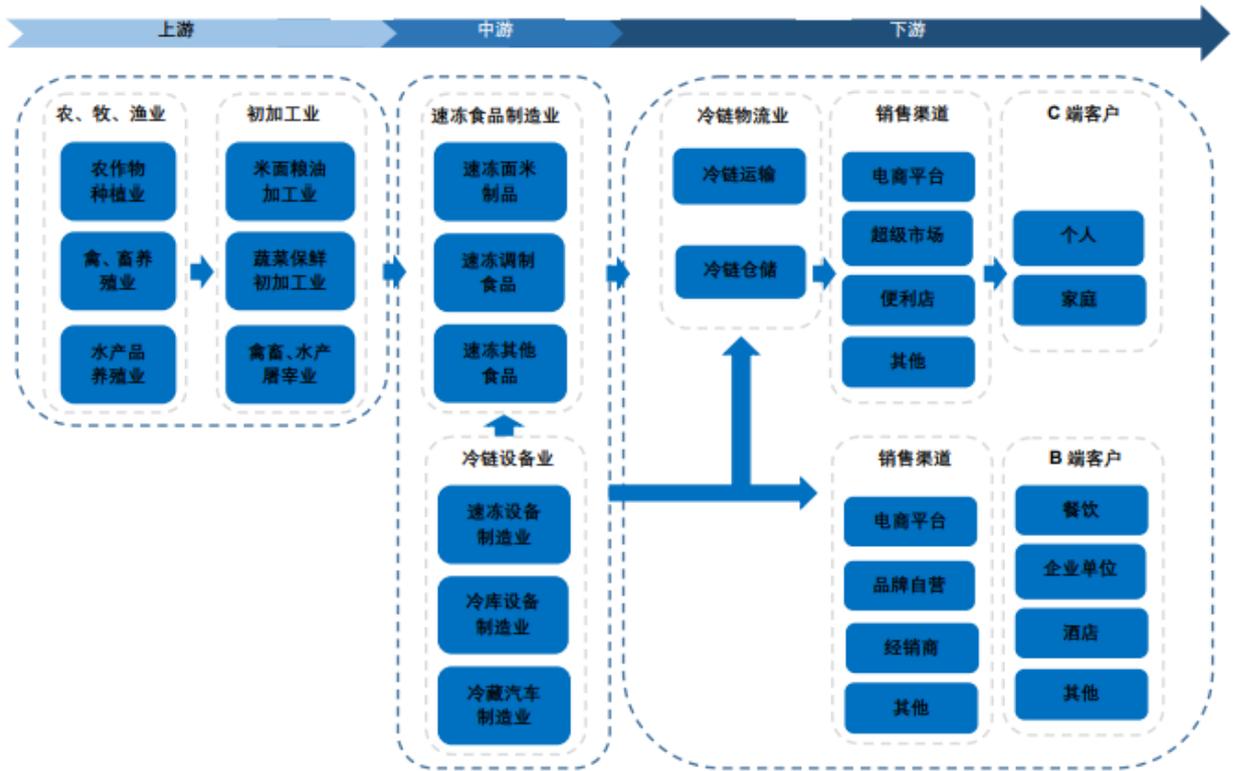
资料来源：魔镜市场情报，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

## 1.2 社会效率提升带动速冻食品行业快速增长

速冻食品产业链，上游是农、牧、渔业以及食品原料粗加工业，为产业链提供基础的加工材料，确保材料的可使用性。中游是速冻食品加工业与冷链设备业，是产品主要的加工环节与存储环节。下游则是冷链物流业与销售渠道，与其他消费行业一致，业内企业主要采取经销商为主，超市、特邀商、电商为辅的销售方式。

图表 23 速冻食品产业链结构图

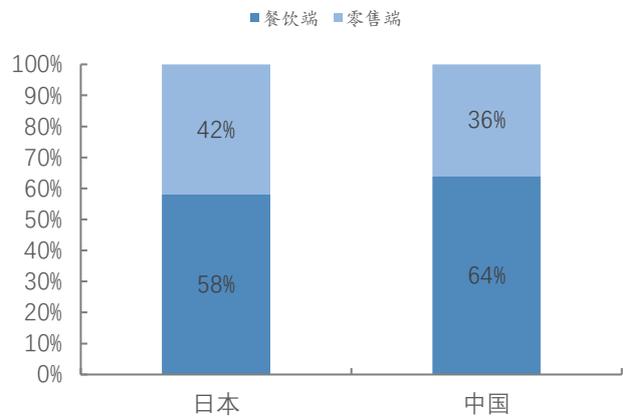
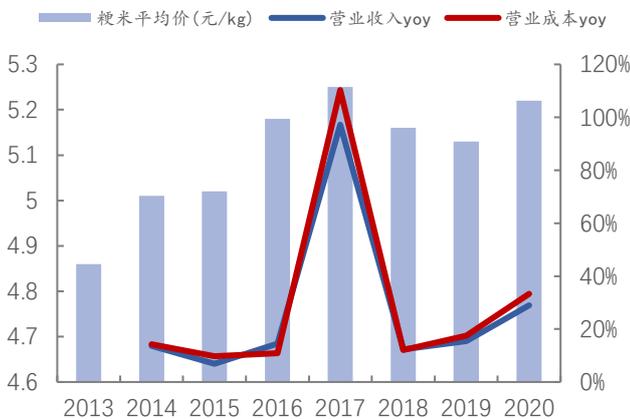


资料来源：千味央厨招股说明书，华安证券研究所

速冻食品的原材料主要为米、面、杂粮、肉类、蔬菜为主，原材料支出是其主要的营业成本。纵观行业整体营业收入与营业成本，可以发现业内市场价格传导机制明显，行业正处于完全竞争状态，中游制造企业很难向下游消费者转嫁材料成本。以粳米价格上升周期为例，速冻食品行业营业收入与营业成本都出现同周期的变化情况。在粳米价格上升周期，速冻食品行业内营业成本增长率均高于营业收入增长率。处于业内平均水平及以下的企业很难在竞争状态下转嫁成本实现利润，而对于优秀企业而言，可以借原材料涨价机会进一步扫清业内竞争对手，提高市场占有率。

图表 24 速冻食品行业受原料端影响

图表 25 速冻食品分销比例



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：日本速冻协会，立鼎产业研究院，华安证券研究所

速冻食品下游业务可以分为餐饮端与零售端两个层面。经测算，在我国，约36%的速冻食品销售额发生在零售端，约64%的销售额发生在餐饮端。而在日本，

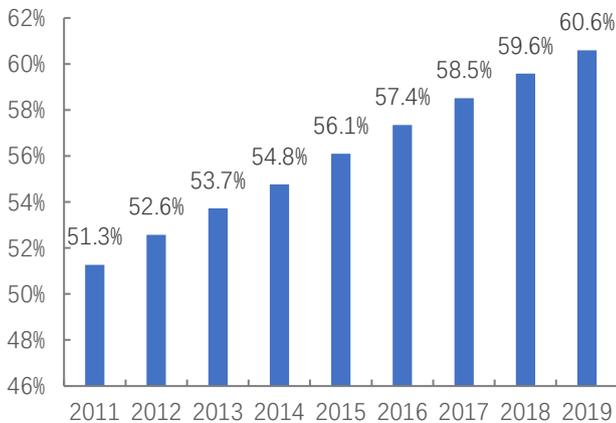
零售端占比为 42%，餐饮端占比为 58%。当前，toB 业务仍然是国内速冻企业的主要收入来源。

速冻产品企业目前均采用线上+线下双渠道策略销售。面对 C 端消费者，主要经由商场、连锁超市、便利店等方式销售，渠道费用相对较高，削减了企业利润，但随着冷链物流的成熟，速冻食品线上渠道份额也得到大幅提升，弥补了传统线下排货的销售费用。对于 B 端客户（餐厅、酒店、食堂等），主要以自营、经销等方式集中配送。近年来，随餐饮行业市场规模稳步扩大，B 端业务增长迅速，部分企业已经把握行业发展红利，形成规模优势，利润水平进一步提升。随着消费者食品健康理念的不断增强，下游行业的市场需求与发展水平正在稳步提升，未来几年，将是速冻制品进一步发展的红利时期。

### 1.2.1 社会结构变化推动零售端市场快速扩容

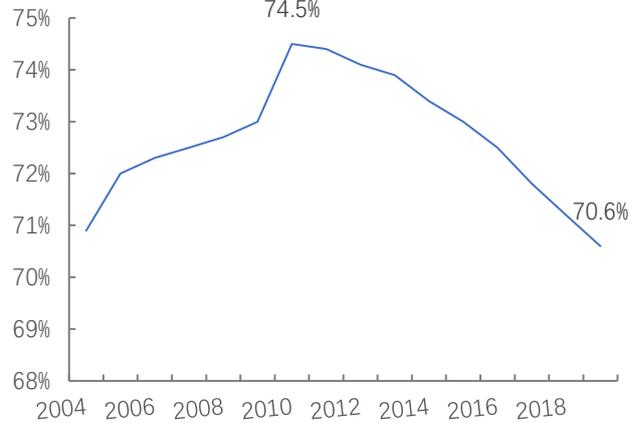
随城市经济进一步增长，我国城镇化率逐年提高，2019 年已达到 60.6%。据联合国的估测，世界发达国家的城市化率在 2050 年将达到 86%，我国的城市化率在 2050 年将达到 71.2%。在更多的年轻劳动力从农村涌向城市的同时，我国劳动年龄人口占总人口的比重自 2011 年达到峰值 74.5%后，正在逐步下降，2019 年底已下降到 70.6%。在技术水平保持相对稳定的情况下，意味着劳动力将会出现紧缺，对于新增劳动力的需求将会不断增大，平均工资水平将得到提升，工资的提升无疑抬高了家务劳动的隐形成本，这也可以合理解释为何近年来女性劳动者的就业率显著提升，家务劳动社会化形成一种外包模式，进一步推动在外就餐和速冻食品等简易式餐饮的发展。

图表 26 我国城镇化率



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

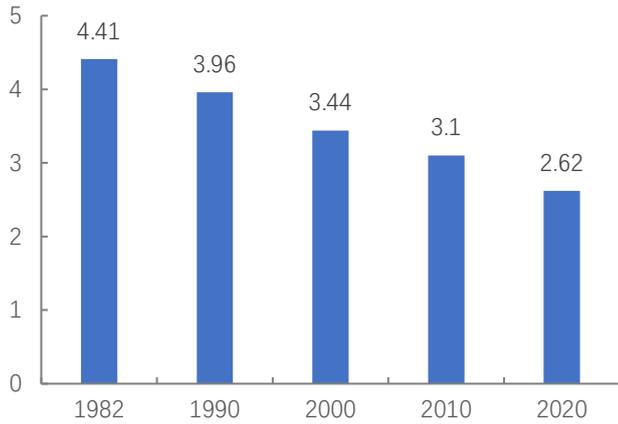
图表 27 劳动力人口占比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

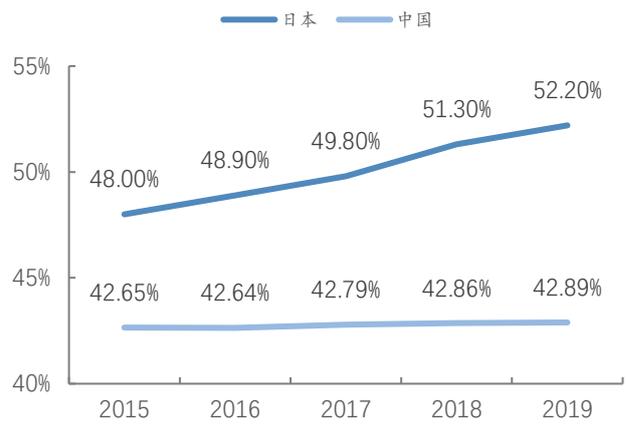
在我国经济社会发展进程中，社会结构、家庭结构、就业结构发生了明显的变化。1984 年国家家庭规模为 4.41 人/户，至 2020 年则下降到 2.82 人/户，同时女性就业率正在逐渐上升。一方面，家庭规模的减小，代表家庭家务劳动的总时数正在不断下降，家庭可以从家务中解放出更多的劳动力投入市场创造收益。另一方面，随着实际工资率的提升，更多的女性会选择在外工作为家庭增添更多的收入。以日本为例，女性就业率从 2015 年的 48% 快速上升至 2019 年的 52.2%，女性就业率的不断上升带动家庭对于日常正餐的选择也逐渐简化，衍生出对于速冻半成品菜肴更高的需求。

图表 28 我国家庭规模 (人/户)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 中日女性就业率对比

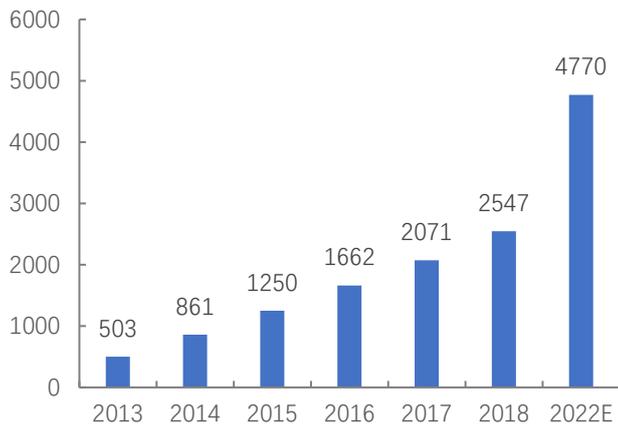


资料来源: 2017 中国厨房消费趋势调查报告, 华安证券研究所

新一代年轻群体的生活节奏要比上一代更加快速, 在平衡工作与休息的选择时, 年轻群体选择外卖与在外饮食的频率正在上升。从需求端来看, 一线城市的新中产群体每个月下厨的次数仅为 15.1 次, 平均每 2 天才下厨一次, 年轻人没有足够的时间, 也没有足够的精力准备复杂的食材进行备菜、烹饪。当前, 市场上已经出现了简易切配料 (葱、姜、蒜), 相对于直接购买, 他们有着非常高的溢价率, 而优点在于分量较少, 已经切配。

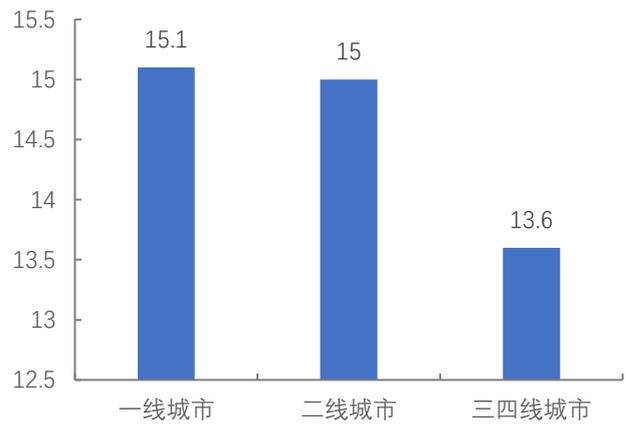
同时, 国内外卖市场在数字化的助力下蓬勃发展, 2013 年外卖市场规模仅为 503 亿元, 2018 年达到了 2547 亿元, CAGR 达 38.3%, 预计 2022 年规模将达到 4770 亿元。高速增长的外卖经济对于原料的标准化程度与易加工性提出了更高的要求。因此更加便捷的速冻面食、速冻火锅料、速冻菜肴不仅能吸引个人消费者, 而且更加符合餐饮企业的需求。

图表 30 外卖市场规模 (亿元)



资料来源: 36 氪, 华安证券研究所

图表 31 新中产月平均下厨次数 (次)



资料来源: 2017 中国厨房消费趋势调查报告, 华安证券研究所

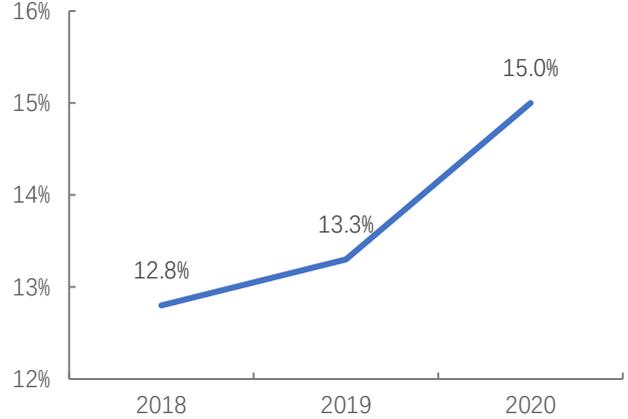
### 1.2.2 中央厨房与冷链物流助力餐饮连锁化发展

中国餐饮市场规模正在不断提高, 连锁化进程不断加快, 2013 年中式餐饮业市场规模为 21846 亿元, 2018 年则达到了 34853 亿元, CAGR 达 9.79%, 预计 2022 年, 中式餐饮市场规模将达到 48887 亿元。2018 年国内餐饮市场连锁化率为 12.8%, 2019 年增长至 13.3%, 2020 年连锁化率进一步提升至 15%。业界通常认为, 连锁化经营能够形成规模优势, 在原料采购、餐饮标准化、提升品牌形象上具有更明

显的优势。对比日本 49.7%、美国 54.3%的餐饮连锁化率，国内餐饮连锁化仍具有非常广阔的增长空间。

图表 32 中式餐饮市场规模

图表 33 我国餐饮连锁化率



资料来源：36 氪，华安证券研究所

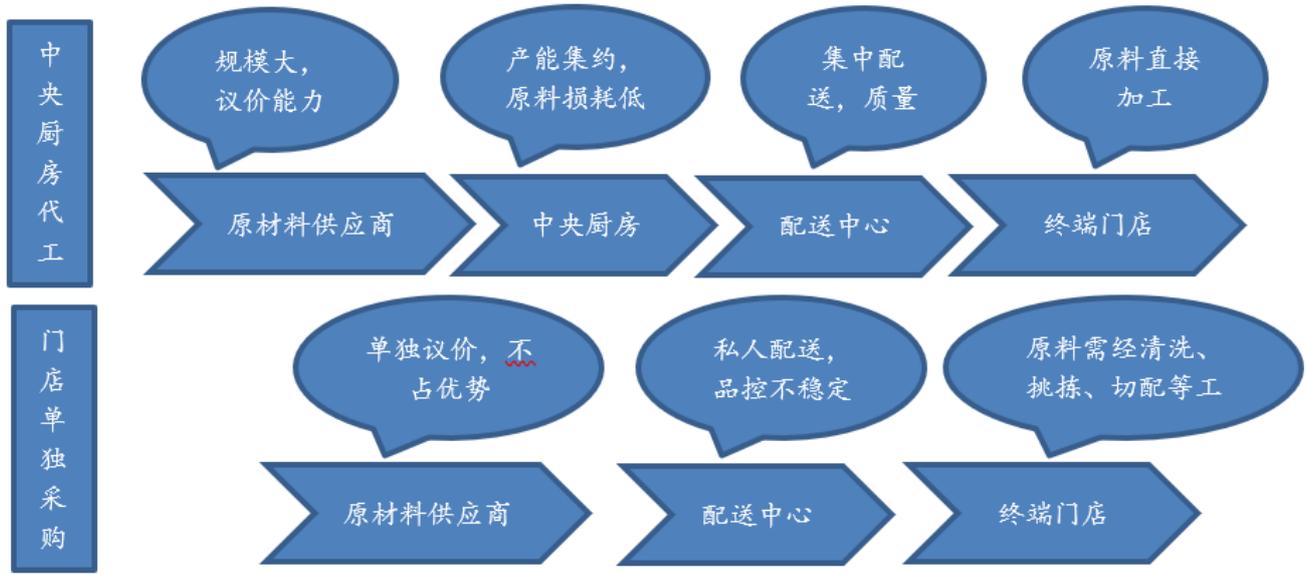
资料来源：中国餐饮大数据 2021，华安证券研究所

随着餐饮业的模式和趋势发生改变，曾经单一的餐饮业模式已转向多元化，重视中央厨房是餐饮业转型升级的重点。OEM 中央厨房，也称第三方中央厨房，这类中央厨房一般为大型商超、社区、大型企业等场所提供复合调料包、调理食品、快餐食品等，产品一般为冷冻或者常温食品为主，为餐饮业的进步做出了巨大贡献。

OEM 中央厨房在成本控制以及标准化制作上具有显著优势。1) 规模效应缩减成本：中式菜肴的品种种类十分繁杂，而且每个菜肴的需求量并不大，也不固定，单一企业在采购上或进货量小而不具备议价能力，但第三方的工厂要为很多餐饮企业服务，需要的量也非常大，原材料采购能力和议价能力也比大部分企业强，从第三方工厂采购性价比更高；2) 标准化程度高：个体餐饮行业依赖于后厨加工工艺，后厨人员变动，切配工艺变动在很大程度上影响出菜质量，规模大的第三方代工厂机械化程度高，产品质量更加稳定；3) 加快后厨出菜速度，提高翻台率：传统餐饮企业由点单到备菜与炒菜过程相比时间较长，采用第三方工厂加工后的原料，无需复杂准备就可以进行烹饪。

传统餐饮企业需要与原材料供应商直接议价、交易，再到后厨备菜，链条较长。而采用 OEM 中央厨房模式，则可以通过中央机构进行订单采购，免去了中间环节，获得可以直接加工的食材产品。

图表 34 OEM 代工模式优势



资料来源：华安证券研究所整理

根据 2018 年中国餐饮年度报告的数据，人力费用占营收的 22%，其中后厨占中人力费用的 50%，租金费用占营收的 9%，其中后厨占比 20%。通过减少后厨 30% 的人员和面积，可减少 3.3% 的人力费用与 0.81% 租金费用，合计可减少成本 4.11%，带来经济效益。

图表 35 使用代工半成品菜肴成本分析

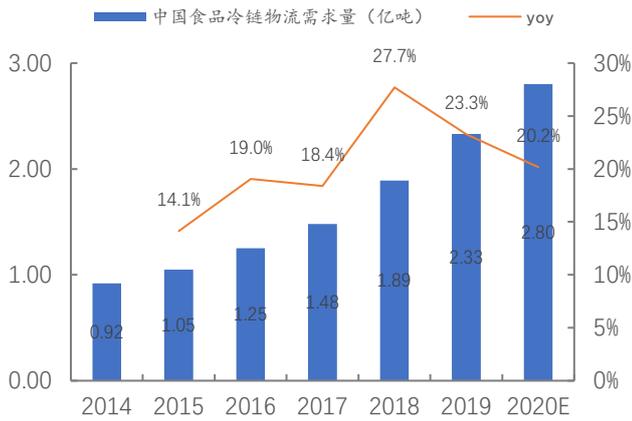
	原材料成本占比	后厨成本占比	后厨减少 30% 可节省成本
人力费用	22%	50%	3.3%
租金费用	9%	30%	0.81%

资料来源：中国餐饮年度报告，华安证券研究所

速冻食品标准存储温度为 -18°C，冷链物流体系是速冻食品行业发展的重中之重。近年来，我国食品冷链物流需求量不断递增，由 2014 年 0.92 亿吨上升至 2019 年 2.33 亿吨，CAGR 达到 29.04%，预计 2020 年需求量将达到 2.8 亿吨。

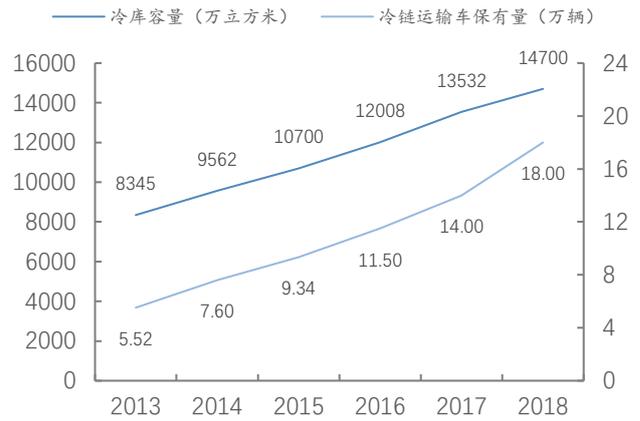
长时间以来，落后于日本、美国的冷链体系已经成为了速冻食品迅速扩张的桎梏。随着海外先进技术以及高效保温材料的引进与应用，我国冷库建设与冷藏运输车制造业得到了长足的进步。2013 年至 2018 年，国内冷库容量从 8345 万立方米增长至 14700 万立方米，年复合 CAGR 达 11.99%；同期，我国冷链运输车从 5.52 万辆增加至 18 万辆，CAGR 达 26.67%。冷链物流基础设施的逐渐完善，为速冻食品运输提供了高效的助力，减少了企业通过商超线下铺货的货架费用，有效通过线上交易进行分流，为匹配消费需求与地区库存提供更加便捷的方式，减少了传统线下频繁调配造成的损耗。

图表 36 我国食品冷链物流需求量 (亿吨)



资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

图表 37 我国冷库容量与冷链运输车保有量



资料来源: 中国物流与采购联合会, 华安证券研究所

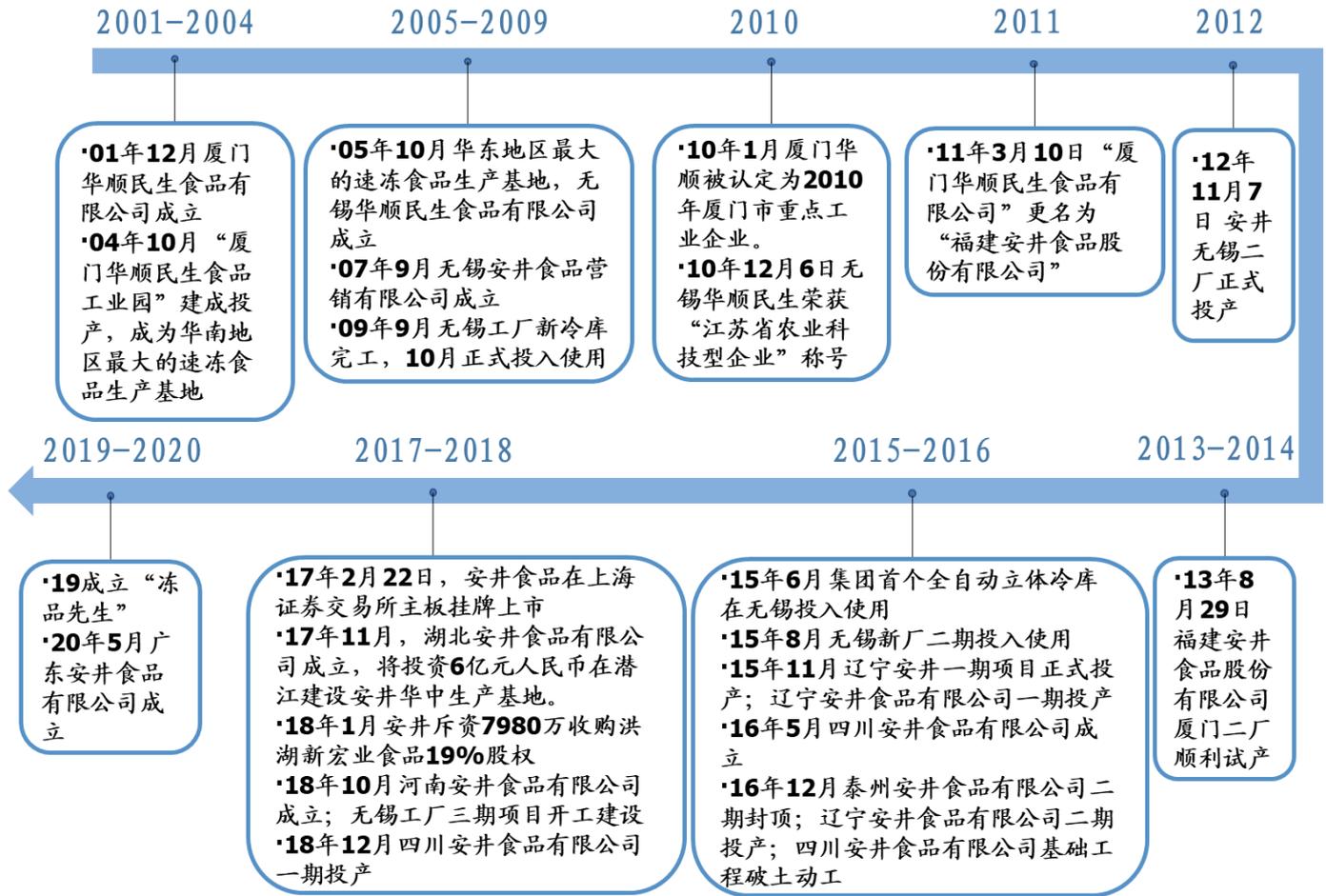
## 二、管理+产品+渠道+产能, 龙头高铸护城河

### 2.1 二十载坚守速冻食品行业, 职业经理人团队优质专业

福建安井食品股份有限公司成立于 2001 年 12 月, 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。目前, 公司拥有 8 大生产基地 10 个工厂, SKU 已超 300 种, 2020 年产量超 60.58 万吨, 产品种类和产能行业领先, 是我国极具影响力和知名度的速冻食品企业。

2001 年安井食品股份有限公司前身厦门华顺民生食品有限公司成立, 2011 年更名为福建安井食品股份有限公司。从 2001 年至 2021 年, 公司先后建立了无锡华顺民生食品有限公司、无锡安井食品营销有限公司、四川安井食品有限公司、泰州安井食品有限公司、辽宁安井食品有限公司、湖北安井食品有限公司、河南安井食品有限公司、广东安井食品有限公司、厦门安井冻品先生供应链有限公司、鞍山安润食品有限公司和香港安井食品有限公司, 形成了以华东地区为中心、辐射全国的生产和营销网络。

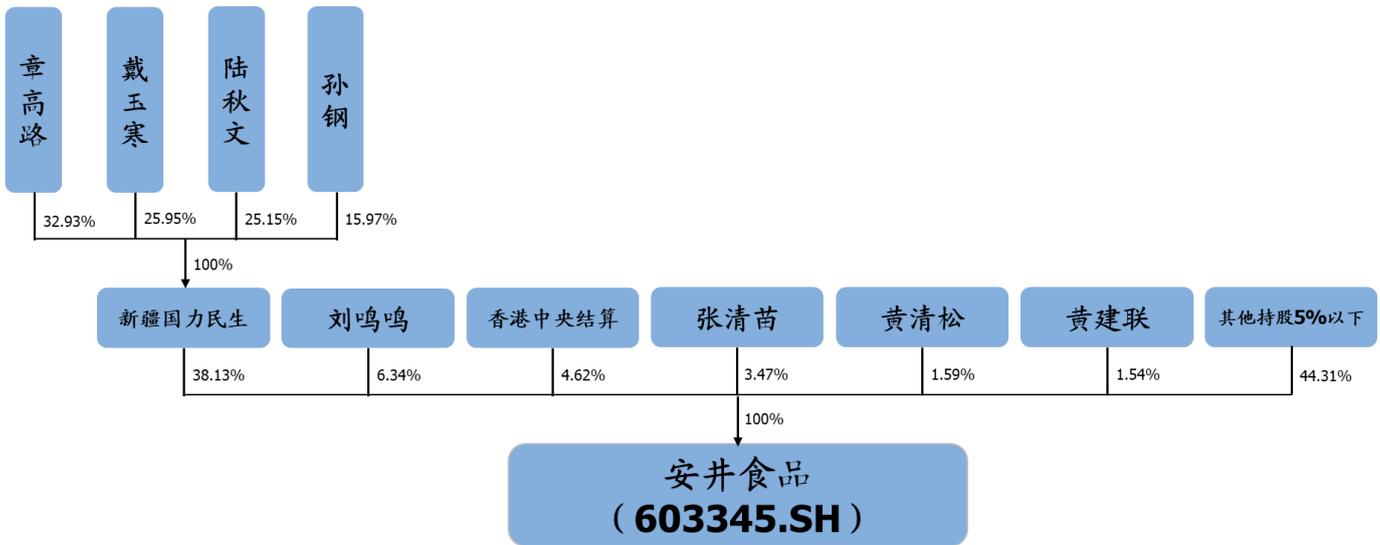
图表 38 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**公司股权结构清晰，控制权与经营权分离。**公司第一大股东为新疆国力民生股权投资有限公司，股权实际控制人为国力民生章高路。公司实行控制权与经营权分离，实际控制人不干涉公司经营活动。对管理团队充分放权，通过稳定集中的管理层持股来降低代理成本，深度绑定公司利益，激发管理团队的积极性，提高经营效率。同时，公司实行股权激励计划，激励公司董事、中高层管理人员、生产骨干、技术骨干及营销骨干等，进一步提高公司整体业务部门的经营效率。

图表 39 公司股权结构图



资料来源: wind, 华安证券研究所

专业优质的职业经理人担任公司高管，管理层核心稳定。以董事长刘鸣鸣、总经理张清苗为首的职业经理人任职公司高管层，至今长达七年管理经营，核心管理人员稳定无变动，团队经验丰富，优质专业，是公司长治久安的中流砥柱。

图表 40 优质专业的职业经理人团队

姓名	职务	年龄	任职日期	主要履历
刘鸣鸣	董事长、董事	59	2014年2月	本科学历，经济师，现任福建安井食品股份有限公司董事长，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	董事、总经理	52	2014年2月	厦门大学 MBA，高级经济师，现任福建安井食品股份有限公司董事、总经理，厦门市海沧区人大代表、厦门市海沧区工商联副主席、江南大学食品学院董事。曾任无锡工业总经理，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”。
黄建联	副总经理	50	2014年2月	食品工程专业本科学历，高级工程师，现任福建安井食品股份有限公司副总经理，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。
黄清松	副总经理	53	2014年2月	本科学历，现任福建安井食品股份有限公司副总经理、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。

唐奕	财务总监	46	2014年2月	本科学历,高级经济师,现任福建安井食品股份有限公司财务总监。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。
梁晨	董事会秘书	38	2014年2月	法学硕士,现任福建安井食品股份有限公司董事会秘书,福建安井食品股份有限公司证券部副经理、管理部副经理、证券部经理。

资料来源: wind, 华安证券研究所

**实施股权激励计划,深度绑定核心团队利益。**2019年11月13日,公司实行股票激励计划,将公司A股普通股作为限制性股票向全公司的公司董事、总经理、董事会秘书、财务总监、中层管理人员、生产骨干、技术骨干及营销骨干等231位激励对象定向发行,共授予股票数量632万股,每股授予价格26.79元。解除限售期分别要求2019年营业收入值达到50.26亿元,2019-2020年两年累计营业收入值达到107.75亿元,2019-2021年三年累计营业收入值达到170.785亿元。2020年7月,公司向27名中层管理人员、生产骨干、技术骨干以及营销骨干预留授予30万股限制性股票,授予价格为每股66.31元。

图表 41 首次授予限制性股票分配情况

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	54.00	8.17%	0.23%
梁晨	董事会秘书	15.00	2.27%	0.07%
唐奕	财务总监	15.00	2.27%	0.07%
中层管理人员及生产、技术、营销骨干(228人)		548.00	82.78%	2.38%
合计		632.00	95.47%	2.75%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 2.2 火锅料及面米制品增长稳健, 预制菜肴领域未来可期

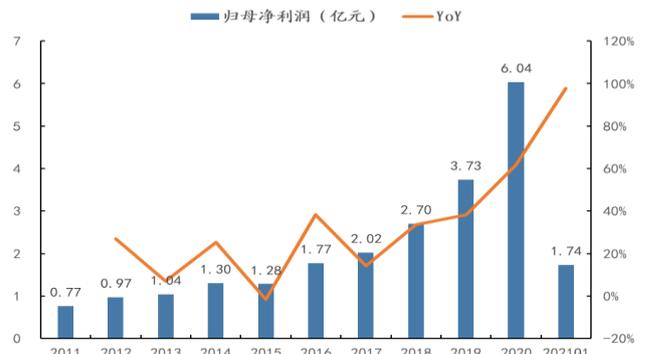
公司主营业务收入和净利润呈现较快增长趋势。2011至2020年,公司主营业务收入由12.24亿元增长至69.65亿元,九年CAGR为21.31%;归母净利润由0.77亿元增长至6.04亿元,九年CAGR为25.79%。2021年第一季度,公司实现主营业务收入18.84亿元,同比增长47.35%,实现归母净利润1.74亿元,同比增长97.83%,净利润增速远超公司主营业务收入增速。

图表 42 公司近十年主营业务收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 43 公司近十年归母净利润及增速

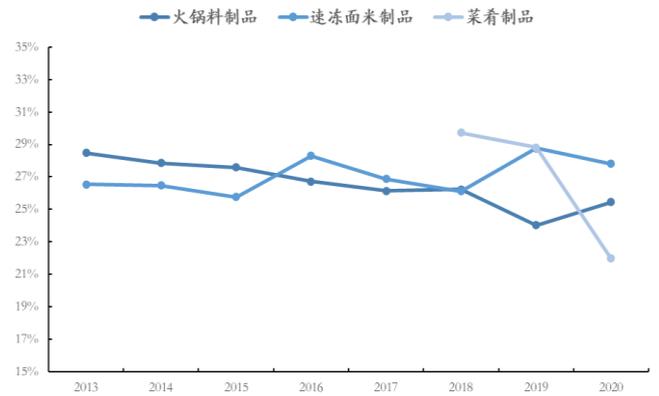
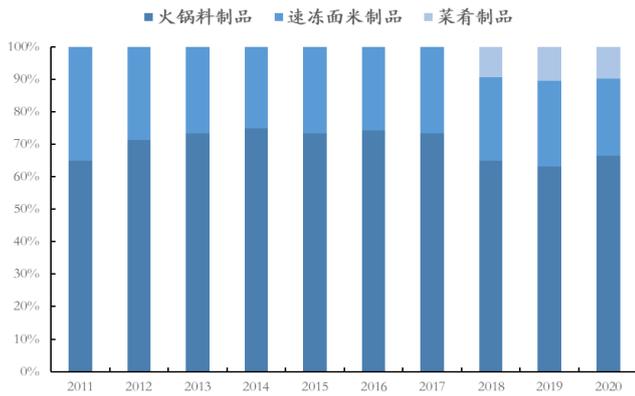


资料来源: wind, 华安证券研究所

各项业务收入稳步上升，菜肴制品加入，双剑合璧，三路并进。2017 年以前，公司主营业务主要分为火锅料制品和速冻面米制品两大板块业务，营收占比维持 90% 以上。2017 年公司新生产了调理水产品制品，但营业收入量极小，并未对整体主营业务收入占比状态造成影响。2018 年，公司切入菜肴制品领域，短期内在数量级上有很大提升，虽然还未能达到前面两个主营业务的高度，但也改变了公司两大业务驱动的状态，形成“双剑合璧（安井+冻品先生），三路并进（火锅料制品、面米制品、菜肴制品）”之势。2020 年，火锅料制品营收占比约为 66.45%，速冻面米制品营收占比约为 23.88%，菜肴制品营收占比约为 9.67%；火锅料制品毛利率约为 25.44%，速冻面米制品毛利率约为 27.80%，菜肴制品毛利率约为 21.97%。

图表 44 公司近十年细分主营业务收入

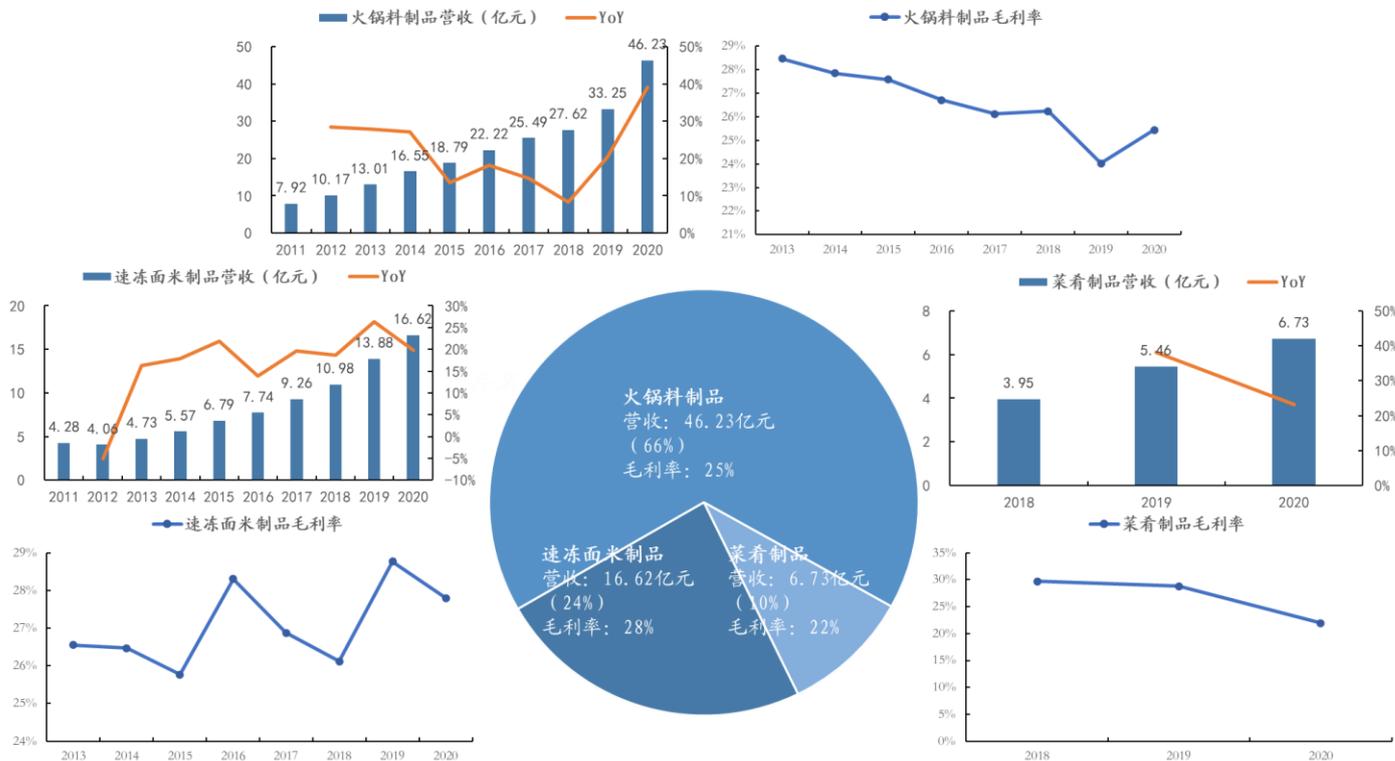
图表 45 公司近十年细分毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 46 主营业务双剑合璧，三路并进



资料来源: wind, 华安证券研究所

产品矩阵完整，分类众多，新产品带动公司产品品质升级。2018 年菜肴制品上市后，公司主营业务分为火锅料制品、速冻面米制品以及菜肴制品三大类，构成公司健全完整的产品矩阵。其中，火锅料制品主要包含包馅类、丸类、片类仿蟹类、油炸类、肠类烧烤类、丸之尊系列和锁鲜装；速冻面米制品主要包含汤圆水饺、馒头花卷、包点系列和点心系列；菜肴制品主要包含油炸品类、豆制品类、蛋饺类、调理品类和 19 年推出的新系列“冻品”先生。另外，丸之尊系列产品 and 锁鲜装系列产品为公司原有基础产品上新增的高端产品，带动公司产品品质升级，促进公司整体毛利率的增长。

图表 47 公司产品矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所

“主食发力，主菜上市”，第二成长曲线可期。为充分利用安井食品品牌优势和全国近千家经销商渠道优势，同时顺应行业发展趋势，2020 年 11 月 18 日，安井食品投资成立厦门安井冻品先生供应链有限公司，采用轻资产运营模式，整合上游几百家各类食材厂家，最终实现安井+“冻品先生”的“轻重资产相结合”的发展模式。“冻品先生”产品定位清晰，分类广阔，聚焦火锅料制品和面食制品之外的产品赛道，有牛肉羹、免浆黑鱼片、香辣牛杂、牛肉滑、免浆巴沙鱼片、香辣脆藕、鹤鹑蛋、巴沙鱼柳、鸭肠、毛肚、猪黄喉、千层肚、天妇罗鱼、天妇罗虾、蚝油牛柳、鱼米花等产品，进一步拓宽了安井的产品赛道，菜肴制品营收有望实现高速增长。“冻品先生”立志成为中国餐桌食品第一品牌，中餐食品标准化制定者。

2021 年，公司将秉承“主食发力，主菜上市”的思路，在菜肴制品端推出更多爆品。例如面向 B 端的调理肉片（蚝油肉片、奥尔良鸡肉片、麻辣肉片、黑椒牛柳等）；面向大 B 的厨师菜（比如牛仔骨等）；以及 BC 兼顾的成品菜肴（小龙虾尾、梅菜扣肉、酸菜鱼、佛跳墙等）。预制菜肴市场的发展，最终是靠一个又一个的爆品来带动行业发展。而爆品的推出，考验企业全方位分析理解行业的能力，我们相信拥有“爆品思维”的安井食品，依托强大的研发、渠道优势，将很快在预制菜肴这一新领域中成长起来。

图表 48 “冻品先生” 产品矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所

新品研发持续推进产品结构不断升级，“战略大单品”促进销售增长，“高质中高价”定价策略打造差异竞争力。公司始终遵循“及时跟进、持续改进、适度创新”的新品研发理念，持续不断推出适销对路的新品，加快高品质及具有差异化的速冻食品的新品研发，提高产品附加值，更新升级公司产品结构。公司坚持每年集中全部资源聚焦培养一至二个有较强竞争力的“战略大单品”，并根据不同的市场成熟度和单品竞争态势划分“全国性战略单品”和“区域性战略单品”，按照“单品突破、单品夺冠、单品称霸”实施有针对性的营销策略，精准有效地投入市场资源。新品营销策略继承了“战略大单品”销售理念，新品成功研发和推广强化公司高端品牌定位，间接带动原有产品的发展，促进公司销售业绩提升。公司实行“高质中高价”定价策略，在保证产品品质的基础上，通过规模优势适当压低价格，使得产品相较于竞品更具性价比。这样的定价策略有助于增强公司市场竞争力，增大市占率，同时提升利润水平。

图表 49 公司新产品研发矩阵

年份	新产品
2012	红糖馒头、紫薯包、烤烤香系列、烧鱼饭、太湖蒸饺、手抓饼
2013	霞迷饺
2014	迷你系列、脆排
2015	火龙鱼果、Q 鱼板、卷类系列、老馒头系列、老面馒头系列、鱼豆干、三片两肠系列
2016	仿龙虾排、紫薯糯米球、蛋饺、红糖馒头、红糖发糕、米发糕、核桃包
2017	流沙包、调味小龙虾
2018	丸之尊、蛋饺、冻品先生
2019	锁鲜装 1.0、蒸煎饺
2020	锁鲜装 2.0、馅饼、小笼包
2021	天妇罗鱼、天妇罗虾、香脆藕盒、香炸藕条、鲢鱼头

资料来源：公司公告，华安证券研究所

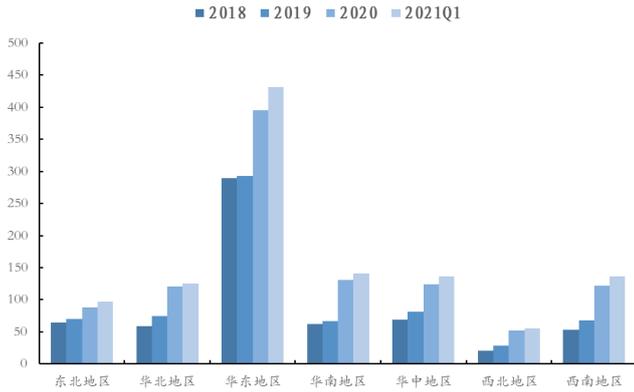
### 2.3 BC 兼顾，双轮驱动，贴身支持经销商构筑渠道壁垒

公司采用“BC 兼顾，双轮驱动”渠道销售策略，BC 端同步发力。2018 年以前，公司坚持“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”的经营销售策略，借助餐饮流通渠道深度下沉，打造优质 B 端品牌力，拥有较强的议价能力。2019 年底，疫情爆发，餐饮流通渠道严重受损，同时商超渠道供不应求。为保证正常经营，公司迅速转向 C 端，同时在 2020 年提出“BC 兼顾，双轮驱动”的渠道销售新策略，BC 端同步发力。在 B 端品牌力优势下，提升 C 端战略地位，双轮驱动，全面提升全渠道大单品竞争优势，促进公司产品市占率提升。

**经销商覆盖全国，铺货灵活，长期稳定。**公司在东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南地区各地均有经销商，覆盖全国，范围广阔，2021 年一季度末，全国经销商数量达到 1123 家。其中，华东地区为公司经销商最主要的集中地，在 2021 年一季度末，该地区拥有 431 家经销商，占公司在全国经销商总数的 38.38%。公司近四年销售渠道营业收入占比中，经销商占比近 80%，为公司最主要且量级最大的销售渠道，该占比状态在近四年长期维持稳定。

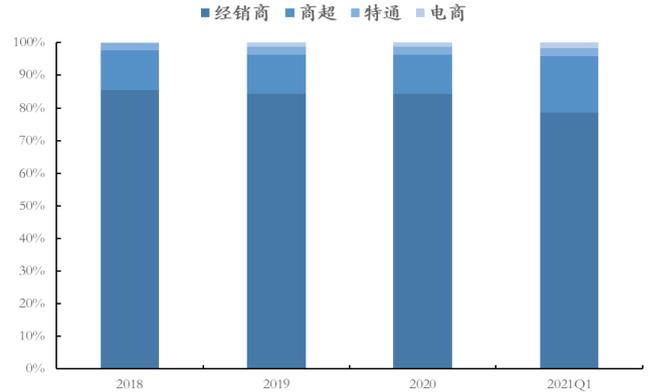
**贴身支持，构筑渠道壁垒。**公司设立至今，建立了适合自身发展的以“贴身支持”为核心的经销管理体系，为经销商提供灵活的政策和支持，积累了一批稳定且忠诚度高的经销商，构建公司极强的渠道壁垒。“贴身支持”主要体现在四个方面：1) 协助经销商开拓终端和各色餐饮以及社区电商等新兴渠道，开发二批经销商；2) 协助经销商开展终端促销活动，增强消费者互动，提升经销商粘性；3) 协助经销商推行差异化产品组合；4) 协助经销商进行品牌建设，通过广告宣传和门店布置等保证品牌传播形象的一致性。

图表 50 公司近四年各地经销商数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 51 公司近四年销售渠道营业收入占比

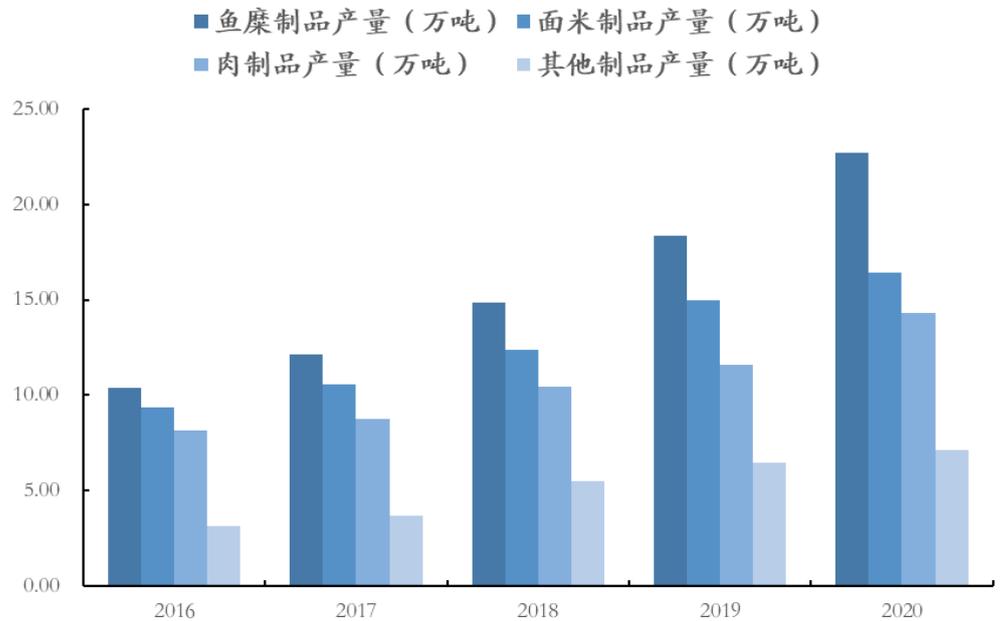


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.4 “销地产”策略优化供应链，产能扩张支撑未来发展

公司各产品产能稳步上升，产能利用率维持在较高水平。公司目前拥有 8 大生产基地和 10 个工厂，2020 年设计产能 57.83 万吨，实际产量 60.58 万吨，产能利用率 104.75%，产能利用率维持在较高水平。公司火锅料制品中的主要品类鱼糜制品和肉制品的产能近年来都呈现稳定的上升趋势。其中，鱼糜制品产量由 10.39 万吨增长至 22.70 万吨，四年 CAGR 为 21.59%；肉制品产量由 8.14 万吨增长至 14.29 万吨，四年 CAGR 为 15.11%。公司另一大主营业务的面米制品产量也有较大增幅，从 9.38 万吨增长至 16.45 万吨，四年 CAGR 为 15.07%。公司的其他制品产量也有一定程度的上升，从 3.15 万吨增长至 7.14 万吨，四年 CAGR 为 22.69%，其中，在 2018 年至 2020 年，公司的其他制品属于预制菜肴制品这一新领域。

图表 52 公司近五年产能情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

“销地产”策略持续推进，全国产能布局优化供应链。公司持续推进“销地产”策略，抢占市场份额，产能供不应求，目前公司已在福建厦门、江苏无锡、江苏泰州、辽宁鞍山、四川资阳、河南安阳、湖北潜江和广东佛山建有 8 个生产基地，并

在 2021 年 3 月 30 日公告宣布拟对外投资建设山东生产基地项目，真正实现产能布局全国化。公司以经销商集中地华东地区为基础，东北和华北地区为重点，快速拓展华南、华中、西南等其他区域，扩大产能并布局全国产能以优化供应链。

图表 53 公司产能全国布局图



资料来源：闽商观察，华安证券研究所

**2021 年公布 57.4 亿定增方案，支撑整体产能新增 76.25 万吨。**2021 年公司非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过 57.4 亿元，主要用于新基地建设及老基地扩建类项目、老基地技术升级改造类项目、信息化建设项目和品牌形象及配套营销服务体系建设项目，分别投入资金 37.48 亿元、5.11 亿元、1 亿元和 3 亿元，支撑整体产能新增 76.25 万吨。其中，新基地建设包括广东安井、山东安井速冻食品新建项目，合计新增 33.3 万吨速冻食品；老基地扩建包括河南、泰州和辽宁三期速冻食品扩建项目，合计新增 38 万吨速冻食品产能，有效缓解公司产能不足的问题，利于完善公司区域性布局，大力发展区域市场；老基地技术改造旨在对四川安井、辽宁安井、泰州安井 3 家子公司的生产基地针对厂区硬件设施改造、环境改造、自动化生产线升级等内容进行技术升级改造，适应市场变化，满足速冻食品行业产品升级需要，合计新增产能 4.95 万吨。预计未来 5 年产能 CAGR 约 20%。产能扩张缓解产销矛盾，有利于完善全国化布局，为未来发展打下坚实基础。

**图表 54 公司 2021 年定增资金及投资项目**

项目	速冻鱼糜制品 (万吨)	速冻肉制品 (万吨)	速冻面米制品 (万吨)	速冻菜肴制品 (万吨)	产能 (万吨)	投资金额 (万元)
新基地建设及老基地扩建类项目					71.30	374800
广东安井项目	8.00	2.70	2.60		13.30	71600
山东安井项目	9.00	5.00	2.50	3.50	20.00	105400
河南三期项目	6.60	4.00	1.40	2.00	14.00	73000
泰州三期项目	3.00	4.50		2.50	10.00	52000
辽宁三期项目	6.50	3.00	2.00	2.50	14.00	72800
老基地技术升级改造类项目					4.95	51100
四川技改项目					2.50	25000
辽宁技改项目					2.00	18000
泰州技改项目					0.45	8100
信息化建设项目		生产数字化、营销数字化、财务数字化、HR 数字化、开发服务云和基础服务网络				10000
品牌形象及配套营销服务体系建设项目		品牌强化升级、驻外机构升级、电商运营部建设、营销培训中心建设、广告投入、营销渠道终端建设投入等				30000
流动资金补充		满足公司主营业务持续发展的资金需求				114100
合计	33.10	19.20	8.50	10.50	76.25	580000

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 55 公司产能全国布局规划表**

地区	项目	投产日期	设计产能	2017	2018	2019	2020	2021
山东	山东生产基地项目一期	2022 年底	20					
	山东生产基地项目二期	2023 年						
	山东生产基地项目三期	2025 年						
泰州	泰州一厂	2013 年	8	8	8	8	8	8
	泰州二厂	2017 年底	8	投产	2	4.8	8	8
	泰州三厂	2024	10					
	泰州技改项目	2025	0.45					
无锡	晓星工厂一期	2005 年	7	7	7	7	7	7
	晓星工厂二期	2013 年						
	晓星工厂三期	2015 年 9 月	4.5	3.6	4.5	4.5	4.5	4.5
	晓星工厂新厂 (三厂)	2020 年初	7				4.2	5.6
辽宁	辽宁一厂	2015 年 11 月	7	3.6	6	7	7	7
	辽宁二厂	2016 年 12 月						
	辽宁三厂	2021 年投产	4				投产	2
	辽宁三期	2024	14					
	辽宁技改项目	2025	2					
厦门	厦门一厂	较早 (总厂)	7				7	7
	厦门二厂	2013 年	5				5	5
	面点车间	2018 年	1				1	1

	厦门三厂	2022 年	10					
四川	四川一期	2018 年底	6		投产	2.5	4.5	6
	四川二期	2021 年	9					3
	四川三期	2022 年						
	技改项目	2024	2.5					
湖北	华中厂一期	2020 年 8 月	10				投产	3
	华中厂二期	2022 年 5 月	5					
广东	华南厂	2023 年	13.3					
河南	华北厂一期	2020 年 11 月	5				1	3.5
	华北厂二期	2022 年 5 月	5					
	河南厂三期	2024 年	14					
设计产能合计			184.75	22.2	27.5	33.8	57.2	70.6
YoY					22.87%	22.91%	69.23%	23.43%

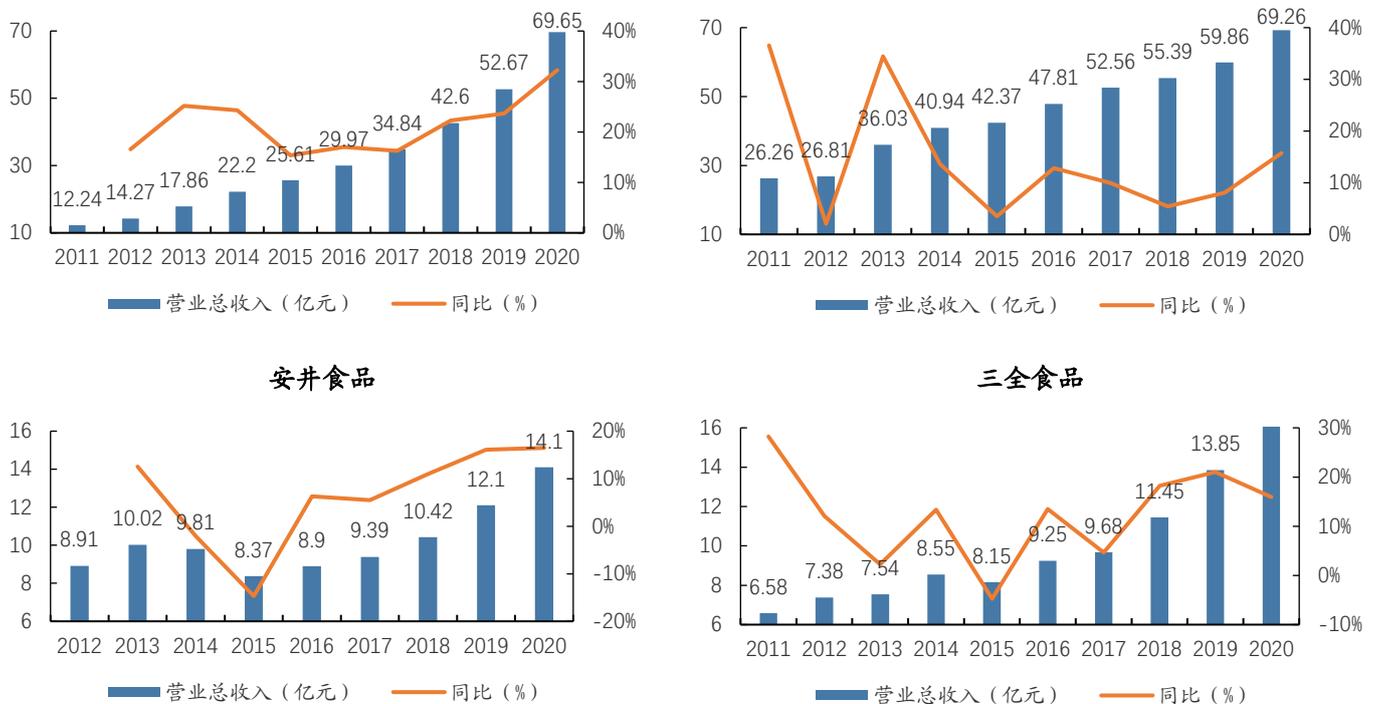
资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 三、龙头优势显著，财务指标领先行业

#### 3.1 营收增速持续跑赢，利润增速稳中有升

营收后来居上，超越竞争对手。在 2020 年，公司的营业总收入达到 69.55 亿，首次超过了三全食品，未来有望维持领先优势，成为名副其实的速冻食品行业龙头。

图表 56 安井食品营业总收入后来居上，超越对手



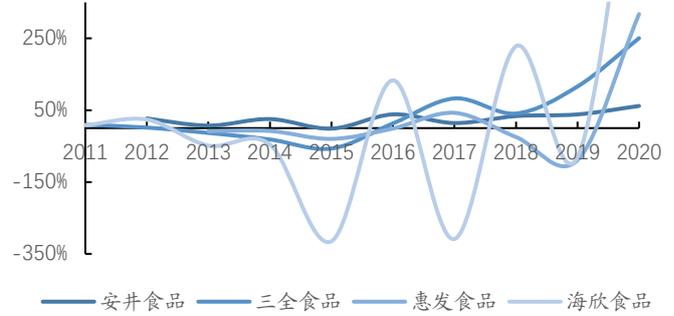
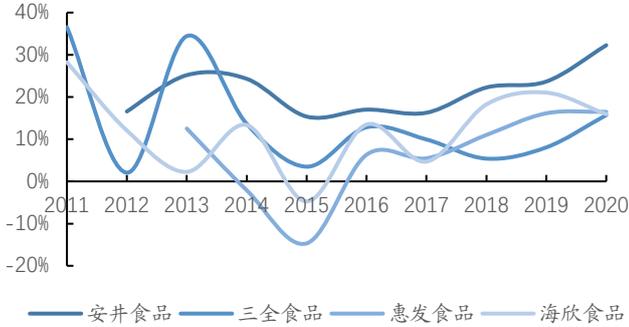
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

营收增速持续跑赢，盈利能力稳定。11-20 年公司的营业收入复合增长率为 21.3%，营业收入增速显著高于对手。利润增速方面，2011-2020 年，安井的复合净利润增长率为 23%，同期内三全、海欣、惠发的净利润增速均低于 20%。除此之外，相较于行业内其他公司，除 2015 年净利润相较于前一年微降外，安井的净利润增速始终保持正增长，体现其盈利能力之稳定。

图表 57 安井食品营业收入增速显著高于竞争对手

图表 58 安井食品净利润增速稳中带升



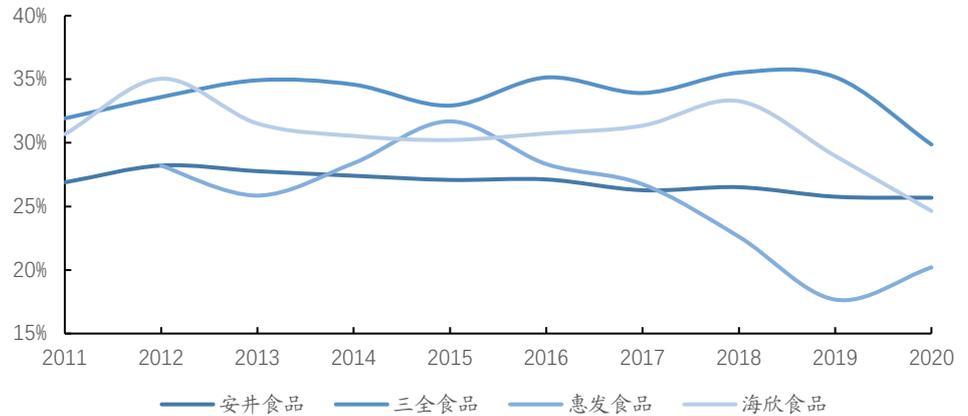
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 多管齐下，毛利率维持稳定

短期内，受供需关系影响，原材料价格上涨对食品行业公司毛利率造成负面影响。11-20 年，安井毛利率水平始终维持于 25% 之上。19-20 年，受原材料价格上涨影响，安井、三全、惠发、海欣的毛利率均出现下滑，但安井的下滑幅度相对较小。

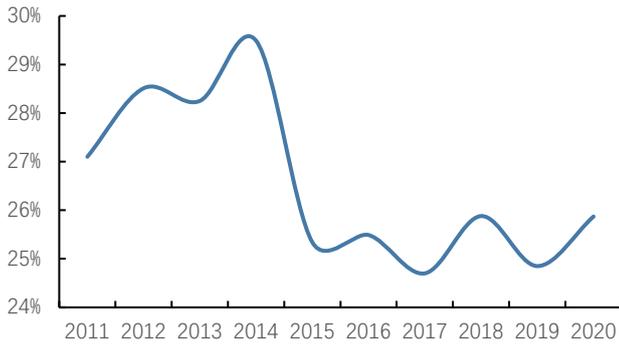
图表 59 安井毛利率保持高度稳定



资料来源: Wind, 华安证券研究所

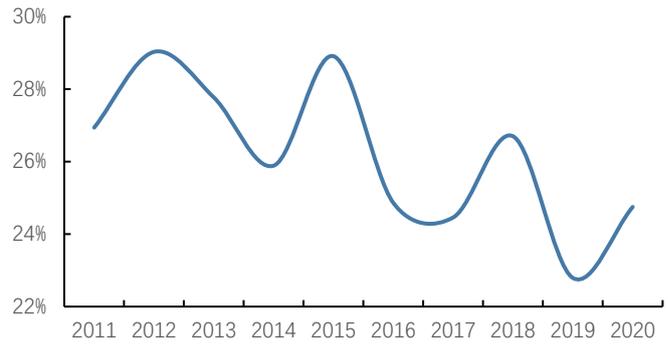
11-20 年期间，安井食品的主要产品毛利率均出现一定程度下滑。在此期间，安井速冻鱼糜制品毛利率的复合增长率为 -0.5%，肉制品毛利率的复合增长率为 -0.9%。但相比于大幅度增长的原材料价格，公司仍能实现毛利率的基本稳定，体现了公司较强的议价权和成本控制能力。

图表 60 安井食品速冻鱼糜制品毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 61 安井食品肉制品毛利率

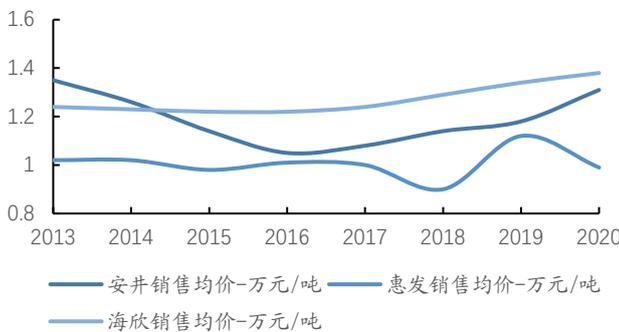


资料来源: wind, 华安证券研究所

长期上,合理的价格调整以及产品+产能升级有望稳定并提升毛利率。12-16年,安井迎来产能爆发,合计产能从7.87万吨跃升至28.98万吨,速冻火锅料的销售均价则从1.35万元/吨下降至1.05万元/吨。同期内,海欣和惠发的产品均价保持稳定,因此导致销量被压制。安井受益于产能优势,在保持稳定的毛利率同时,通过降价促销的方式成功扩大了公司的市场份额,拉开了与竞争对手的差距。

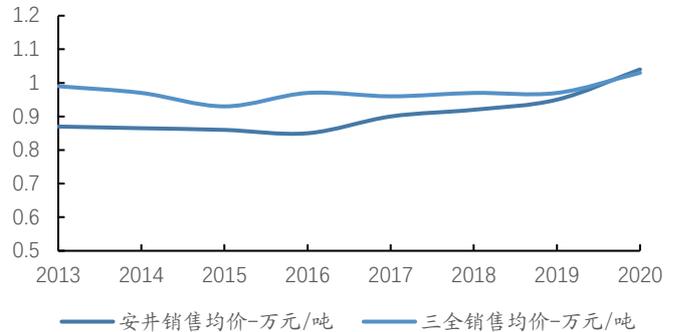
16年后,安井实行多次减促提价以缓解原材料价格压力;公司的速冻火锅料均价和面米制品均价保持上涨趋势,继续维持了毛利率的基本稳定。除了提价措施外,安井在18和19年分别向市场推出了丸之尊、锁鲜装等零售价较高的中高端产品,市场反响佳,该类高毛利率产品有利于优化安井的产品结构。

图表 62 速冻火锅料销售均价对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 63 面米制品销售均价对比



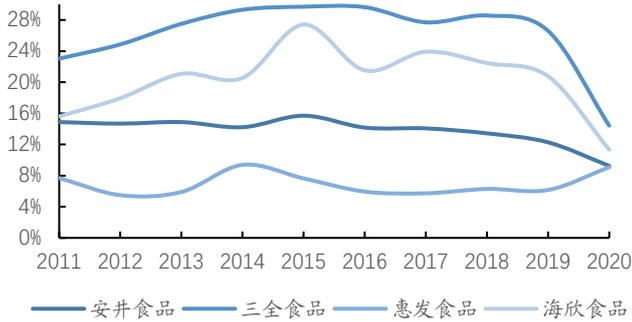
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.3 规模优势, 显著降低费用率

近年来,安井充分利用规模优势压低销售费用率。随着位于湖北、河南、辽宁、四川的新工厂逐渐投入生产,安井的产销量将继续保持增长的趋势。受益于全国化生产布局,安井的物流运输成本将有望进一步降低。值得一提的是,因执行新收入准则,2020年度1.64亿物流费用被记入营业成本;如剔除上述影响,实际销售费用率应为11.8%,仍保持平稳的下行趋势。

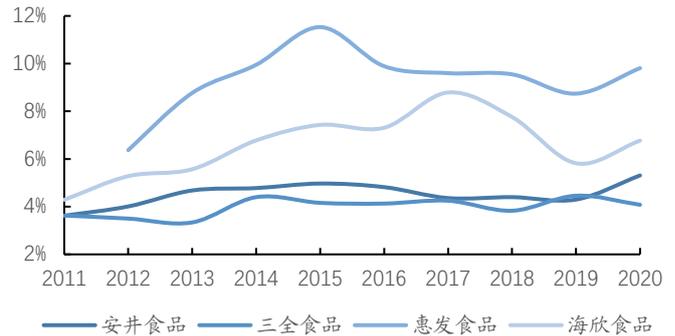
安井历年的管理费用率稳定处于行业低位。由于管理费用的弹性较差,受益于规模化效益,营业收入高的公司可以更好地控制管理费用率。但系股权支付费用增加所致,2020年度安井的管理费用较上期增加94.89%,管理费用率较上期出现明显上扬。

图表 64 安井的销售费用率仅略高于海欣



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 65 安井的管理费用率仅略高于三全



资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.4 手握高质量现金流, 周转情况表现优异

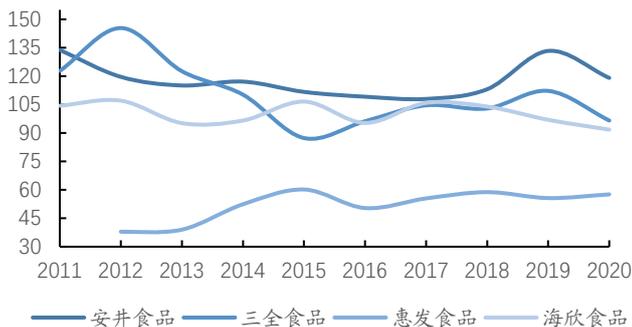
近年来, 安井的经营性现金流净额持续保持上升态势。2020 年度, 安井的经营性现金流量净额与净利润的比值为 110%, 处于近十年内较低水平。该现象可归结于近年来安井增加原材料库存量, 增加了经营性现金流出额; 但安井的账款回款能力仍处于行业高位, 表现显著优于其他行业内公司。

图表 66 可比公司经营性现金流对比 (单位: 百万元)

公司名称	2018			2019			2020		
	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润
安井食品	5080.3	295.9	109%	6363.4	576.6	154%	8233.1	664.9	110%
海欣食品	1295.6	76.9	220%	1303.9	-18.9	-277%	1845.7	119.4	169%
惠发食品	1138.4	-0.7	-1%	1365.7	105.6	2103%	1583.3	66.7	319%

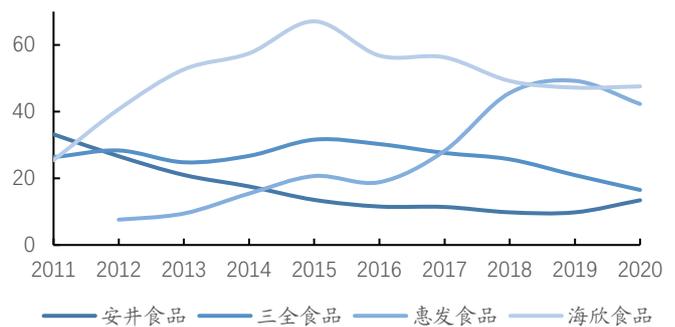
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 67 安井存货周转天数高于同行业其他公司



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 68 安井销售应收账款周转天数低于同行业其他公司

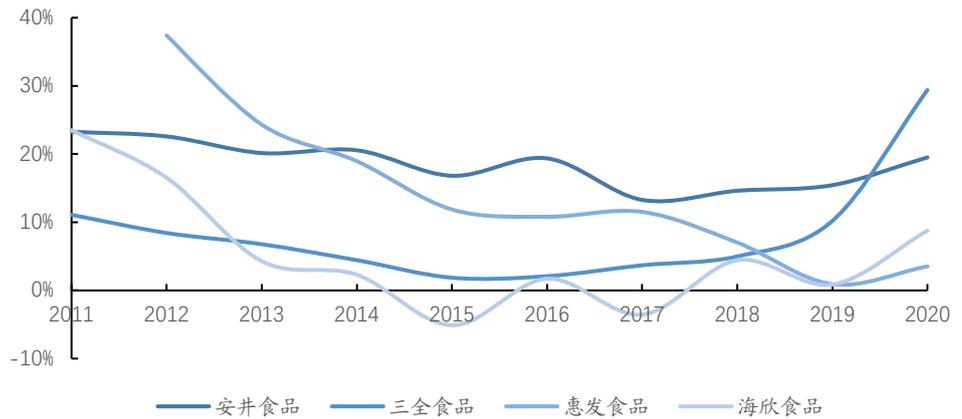


资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.5 净资产收益率领先行业水平

公司 ROE 水平显著高于可比公司。12-15 年, 行业竞争加剧, 三全、惠发和海欣的 ROE 均出现较明显下滑, 而安井的 ROE 下滑相对平缓。2020 年安井加权 ROE 为 19.52%, 未来有望持续提升毛利率水平, 且规模效应能有效拉低费用率, 预计 ROE 将稳中有升。

图表 69 安井 ROE 稳中有升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 四、盈利预测与估值

公司占据 B 端速冻食品高成长赛道, 优质的管理层和稳定的经销商共筑龙头壁垒, 未来看好其在预制菜肴领域的发力。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.94/10.06/12.38 亿元, 同比增长 31.6%/26.6%/23.1%, 对应 EPS 分别为 3.25/4.11/5.06 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 50.1、39.6 和 32.2 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 70 公司收入预测

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
速冻鱼糜制品	收入 (百万)	2004.43	2825.91	3656.44	4394.17	5560.61
	YoY	27.90%	40.98%	29.39%	20.18%	26.55%
	毛利率	24.85%	25.87%	27.92%	28.14%	27.01%
速冻面米制品	收入 (百万)	1387.93	1661.66	2001.96	2237.69	2477.53
	YoY	26.35%	19.72%	20.48%	11.77%	10.72%
	毛利率	28.77%	27.80%	28.38%	27.81%	27.20%
速冻肉制品	收入 (百万)	1320.17	1797.58	2518.22	3180.13	4016.66
	YoY	10.48%	36.16%	40.09%	26.28%	26.30%
	毛利率	22.79%	24.75%	27.72%	28.96%	28.05%
菜肴制品	收入 (百万)	545.89	672.85	850.48	1089.58	1520.69
	YoY	38.13%	23.26%	26.40%	28.11%	39.57%
	毛利率	28.82%	21.97%	25.43%	22.59%	26.95%
其他	收入 (百万)	8.23	7.12	7.48	7.70	7.85
	YoY	155.05%	-13.53%	5.00%	3.00%	2.00%
	毛利率	15.57%	40.22%	35.14%	37.59%	33.60%
合计	收入 (百万)	5266.66	6965.12	9034.58	10909.27	13583.35
	YoY	23.7%	32.2%	29.7%	20.8%	24.5%
	毛利率	25.8%	25.7%	27.8%	27.8%	27.4%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 五、风险提示

行业竞争加剧、原材料价格上涨、食品安全问题、预制菜肴发展不及预期的可能性。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4159	5894	6991	7999	<b>营业收入</b>	6965	9035	10909	13583
现金	832	1172	1039	436	营业成本	5176	6524	7876	9863
应收账款	350	412	415	470	营业税金及附加	45	67	77	94
其他应收款	10	10	14	17	销售费用	644	1053	1207	1447
预付账款	83	95	105	119	管理费用	296	299	380	500
存货	1691	2451	3107	4086	财务费用	4	10	10	8
其他流动资产	1193	1752	2312	2871	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2938	3571	3838	3989	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	18	25	27	35
固定资产	2035	2461	2554	2629	<b>营业利润</b>	775	1015	1289	1590
无形资产	202	273	326	382	营业外收入	10	15	17	14
其他非流动资产	700	838	958	979	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	7096	9465	10829	11988	<b>利润总额</b>	781	1026	1301	1601
<b>流动负债</b>	2509	3286	3799	4387	所得税	178	232	296	363
短期借款	208	95	0	0	<b>净利润</b>	604	794	1006	1238
应付账款	1069	1563	1862	2244	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1232	1629	1937	2143	<b>归属母公司净利润</b>	604	794	1006	1238
<b>非流动负债</b>	903	1197	1139	654	EBITDA	911	1165	1435	1737
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.61	3.25	4.11	5.06
其他非流动负债	903	1197	1139	654					
<b>负债合计</b>	3413	4484	4938	5040					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	237	237	237	237					
资本公积	1456	1456	1456	1456					
留存收益	1991	3289	4199	5255					
归属母公司股东权益	3684	4981	5891	6948					
<b>负债和股东权益</b>	7096	9465	10829	11988					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	665	1015	1112	994	<b>成长能力</b>				
净利润	604	794	1006	1238	营业收入	32.2%	29.7%	20.8%	24.5%
折旧摊销	181	195	204	225	营业利润	65.5%	31.0%	27.0%	23.4%
财务费用	16	19	21	15	归属于母公司净利	61.7%	31.6%	26.6%	23.1%
投资损失	-18	-25	-27	-35	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	1	55	-63	-464	毛利率 (%)	25.7%	27.8%	27.8%	27.4%
其他经营现金流	484	716	1041	1716	净利率 (%)	8.7%	8.8%	9.2%	9.1%
<b>投资活动现金流</b>	-1220	-834	-975	-915	ROE (%)	16.4%	15.9%	17.1%	17.8%
资本支出	-692	-306	-451	-395	ROIC (%)	12.2%	12.3%	13.9%	15.7%
长期投资	-552	-560	-559	-560	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	24	31	35	39	资产负债率 (%)	48.1%	47.4%	45.6%	42.0%
<b>筹资活动现金流</b>	644	159	-270	-682	净负债比率 (%)	92.6%	90.0%	83.8%	72.5%
短期借款	-132	-113	-95	0	流动比率	1.66	1.79	1.84	1.82
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.95	1.02	0.99	0.86
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	188	0	0	0	总资产周转率	0.98	0.95	1.01	1.13
其他筹资现金流	588	272	-175	-682	应收账款周转率	19.92	21.91	26.29	28.92
<b>现金净增加额</b>	89	340	-133	-603	应付账款周转率	4.84	4.17	4.23	4.40

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师简介

**分析师：**文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

**分析师：**王萌，华安证券食品饮料分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，四年卖方研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。