

安井食品（603345）：从行业视角看速冻行业巨龙崛起

2022年8月2日

强烈推荐/首次

安井食品 公司报告

行业特征决定企业护城河边界，企业运营效率是速冻行业胜出关键。通过杜邦分析法来对速冻行业进行分析，发现国内速冻食品行业的行业特征与乳制品较为相似，即决定企业胜出的关键能力是企业运营能力和运营效率。如何提高资产周转率和销售净利率成为竞争的关键，而能够撬动融资杠杆的大企业更容易获得优势。所以这也成为速冻企业在竞争中的核心竞争力优势，我们在挑选行业优秀企业的重要的观察点，即渠道有优势、成本控制较好、运营效率高的企业容易在行业高速发展期中脱颖而出。

渠道、规模和优秀管理能力，安井食品作为行业龙头拥有多方优势。我们认为行业的龙头安井食品具有较强的优势和防守护城河，即公司供应链管理能力和渠道管控制力，进而为公司品类扩张奠定基础。近年来公司以火锅料、米面制品、预制菜肴三大品类“三路并进、全渠道发力”的经营策略，以自产及供应链管理、轻重资产联合运作的模式快速强力进军预制菜赛道。

规模扩张与产品结构优化并行，未来安井毛利率水平有改善空间。针对市场的质疑，我们认为安井作为行业的龙头企业，一是通过规模优势可以取得成本优势，二是通过市场占有率的进一步提升，有望去调整自己在产业链中的利润空间，三是目前公司重点发展的预制菜业务是属于较高毛利空间的产品，随着预制菜业务在产品结构中的提升，公司毛利率水平或进一步改善。

公司盈利预测及投资评级：我们认为公司拥有优秀的管理层，经过多年的积累构建起较高的规模壁垒和渠道壁垒，随着行业的增长，公司有望获得超过行业的增长。我们判断公司未来5年收入增速可以超过20%以上的增长，预测2022年实现销售收入增长27.01%，归母净利润增长28.79%，实现EPS 3.62元，当前股价对应PE43.6倍，给与强烈推荐评级。

风险提示：行业发展增速不及预期，疫情对消费影响终端需求，公司管理不及预期，原材料成本上涨过快导致盈利影响等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,965.11	9,272.20	11,776.89	14,805.41	18,488.56
增长率（%）	32.25%	33.12%	27.01%	25.72%	24.88%
归母净利润（百万元）	603.80	682.30	884.55	1,148.62	1,520.87
增长率（%）	61.73%	13.75%	28.79%	29.85%	32.41%
净资产收益率（%）	16.39%	13.45%	15.15%	17.14%	19.40%
每股收益（元）	2.61	2.84	3.62	4.70	6.22
PE	60.51	55.61	43.64	33.61	25.38
PB	10.15	7.61	6.61	5.76	4.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

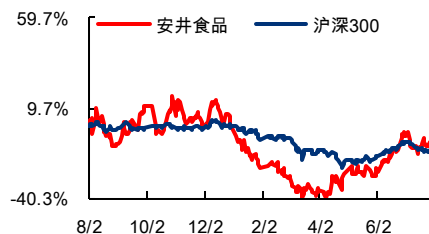
公司注册于厦门市海沧区新阳路2508号，主要从事速冻火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品、速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售。公司坚持“传承中华美食、传递健康快乐”的企业使命，“责任，正道，行动，共赢”的企业价值观，“食以民为天”的经营理念及“马上去做，用心去做”的企业作风，不断提升安井产品质量，提高品牌美誉度和企业竞争力。

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	202.64-103.9
总市值（亿元）	431.26
流通市值（亿元）	356.4
总股本/流通A股（万股）	29,329/29,329
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.81

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

目 录

1. 有别于市场的观点.....	4
2. 高速成长的速冻行业.....	4
2.1 速冻行业进入快速发展期.....	5
2.2 速冻行业特征分析.....	11
3. 成长中的行业龙头.....	14
3.1 优势一：渠道先行，占据流通市场主位.....	14
3.2 优势二：规模带来的上游资源强控制能力.....	16
3.3 优势三：职业经理人团队更具专业性.....	18
4. 预制菜是公司新增长点.....	20
5. 盈利预测.....	22
6. 风险提示.....	23
相关报告汇总.....	25

插图目录

图 1： 速冻食品的发展阶段.....	5
图 2： 我国速冻食品产品类别占比情况.....	6
图 3： 餐饮行业近几年快速增长.....	6
图 4： 餐饮企业食材需求快速增长.....	6
图 5： 餐饮产业中游崛起.....	7
图 6： 2021 年餐饮供应链调理类企业排名.....	7
图 7： 速冻食品 C 端拓展的驱动力.....	8
图 8： 日本速冻食品产量及增速.....	8
图 9： 2019 年主要国家人均速冻食品消费量（千克）.....	8
图 10： 我国速冻食品行业市场规模及增速.....	9
图 11： 中国速冻米面食品市场规模及增速.....	9
图 12： 中国速冻火锅料市场规模及增速.....	9
图 13： 2019 年以来产业资本投资梳理.....	10
图 14： 速冻行业杜邦分析法拆分.....	11
图 15： 行业比较.....	11
图 16： 速冻供应链上下游的特征.....	11
图 17： 我国预制菜行业市场规模及增速.....	12
图 18： 日本速冻食品企业数量.....	12
图 19： 速冻三家企业的产能规划.....	13
图 20： 2020 年速冻食品企业市场占有率.....	13
图 21： 安井食品区域经销商数量.....	14
图 22： 逐渐从华东向全国化发展.....	14
图 23： 安井各渠道占比.....	15

图 24： 安井经销商贴身服务内容	15
图 25： 安井商超销售的“五必须”模式	15
图 26： 安井单个经销商销售收入远超其他企业（2021 年）	16
图 27： 布局上游	17
图 28： 安井产能与竞争对手对比	17
图 29： 安井产能扩建概况	17
图 30： 安井核心管理团队介绍	18
图 31： 安井股权激励目标	19
图 32： 安井食品的主要产品	20
图 33： 预制菜“三剑合璧”	21
图 34： 安井食品盈利预测	22

1. 有别于市场的观点

我国速冻食品正处于高速发展期，也是行业正加速竞争、企业通过竞争优势逐渐胜出的发展阶段，我们希望通过行业的现阶段发展状态和行业的特征分析，找到速冻企业在竞争中的核心竞争力，以及找到未来可能成为行业主导者的潜力。

通过杜邦分析法来对速冻行业进行分析，发现国内速冻食品行业的行业特征与乳制品较为相似，即决定企业胜出的关键能力是企业运营能力和运营效率。如何提高资产周转率和销售净利率成为竞争的关键，而能够撬动融资杠杆的大企业更容易获得优势。所以这也成为速冻企业在竞争中的核心竞争力优势，我们在挑选行业优秀企业的重要的观察点，即渠道有优势、成本控制较好、运营效率高的企业容易在行业高速发展期中脱颖而出。

◇ 虽然市场上对速冻类公司也存在一些质疑，比如认为产品毛利率较低，公司发展依赖于投资导致利润比较难沉淀，我们认为这些现象与行业现阶段的发展阶段有关，从上下游角度来说，下游市场集中度有望进一步提升，无论从行业空间还是从行业发展效率角度，有望提升中游制造整体利润水平。从行业自身来说，随着行业技术水平的提升，市场竞争格局进一步集中，能够看到企业盈利能力的改善。

安井作为行业的龙头企业，一是通过规模优势可以取得成本优势，二是通过市场占有率的进一步提升，有望去调整自己在产业链中的利润空间，三是目前公司重点发展的预制菜业务是属于较高毛利空间的产品，随着预制菜业务在产品结构中的提升，公司毛利率水平或进一步改善。

我们认为行业的龙头安井食品具有较强的优势和防守护城河，即公司供应链管理能力强造就生产、成本与渠道多方优势，优秀的管理能力使得公司拥有较强的生产调配能力和渠道管控力，进而为公司品类扩张奠定基础。

2. 高速成长的速冻行业

速冻食品是将食物经过适当的前处理，通过各种方式急速冻结，经包装储存于-18℃—-20℃下（一般要求，不同食物要求温度不同）的连贯低温条件下送抵消费地点的低温产品，其最大优点完全以低温来保存食品原有品质，而不借助抑菌为目的的防腐剂和添加剂，同时使食品营养最大限度的保存下来。大部分预制食品也都采取了速冻的工艺进行保存，所以本报告将预制菜放到速冻行业一起讨论。

通过杜邦分析法来对速冻行业进行分析，速冻食品行业的行业特征与乳制品较为相似，即低销售净利率、高资产周转率、以及高融资扩张。虽然这一特征与行业发展阶段有关，从短期来看，速冻行业表现为竞争比较激烈，行业整体净利水平偏低，发展主要依靠外部的融资。在这样的特征下，决定企业胜出的关键能力是企业运营能力和运营效率，即如何提高资产周转率和销售净利率成为竞争的关键，而能够撬动融资杠杆的大企业更容易获得优势。所以这也成为速冻企业在竞争中的核心竞争力优势，我们在挑选行业优秀企业的重要的观察点。

2.1 速冻行业进入快速发展期

2.1.1 B 端渗透率提升推动行业快速增长

速冻在 B 端的发展，本质是餐饮工业化的发展。从工业化发展角度来看，大型连锁餐饮的工业化一般是通过自建中央厨房来实现，而小型餐饮的工业化，多依赖于第三方的速冻预制菜的供应公司。虽然速冻预制菜供应公司也会为大型餐饮提供定制化的服务，大型餐饮的中央厨房也会外延给小 B 提供产品，两种模式互相穿插，但是大部分的第三方速冻公司市场多集中在小 B 端，即市场流通端。所以对于 B 端速冻食品企业最核心的竞争力，一是大客户的突破能力，二是流通端的综合竞争力。

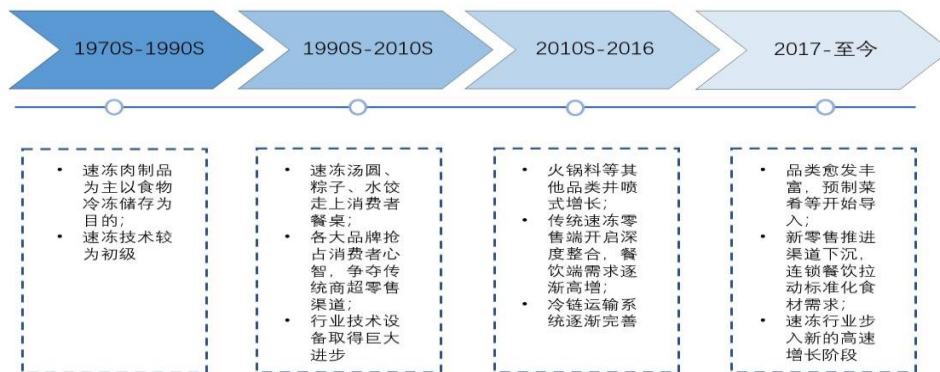
由于我国菜肴品类多样，且区域间口味差异较大，标准化难度大，所以在小 B 端的餐饮工业化过程中，速冻菜品是从口味差距小、使用量大、容易做标准化的菜品先进行渗透的，比如米面等主食类制品、丸子类肉制品等粗加工产品为主流。近几年随着餐饮食材供应商蓬勃发展，速冻和预制菜肴通过食材供应商越来越多的被餐饮企业接受，速冻产品在 B 端增速有较快的增长。

我们认为速冻行业在 B 端的发展未来有几个增量，一是品类的扩充，速冻的产品从基础速冻产品向更多的预制菜肴产品扩充；二是餐饮行业在快速增长中，餐饮规模的拓张带动速冻市场的增长；三是随着餐饮市场的发展，速冻产品在整个 B 端的渗透率提升。随着这几个增量的推动，速冻行业在 B 端将保持较高的发展增速。

一、品类快速扩张，预制菜肴逐渐成熟

速冻食品在国内发展经历了几个阶段，第一阶段主要是速冻行业的起步期，速冻主要以储存为主；第二阶段以汤圆、水饺这类方便速食的产品为主，行业设备得到更新和进步；2010年后，速冻汤圆水饺进入深度整合期，我国速冻食品逐渐走出传统速冻米面的局限，随着火锅的普及，速冻火锅料接棒迈入快车道，丸子类火锅产品进入高速发展期，且呈现 B 端向 C 端发展的过渡；2017 年以后，品类日益丰富的速冻食品包括预制菜肴等产品开始步入新的高速增长阶段，随着中餐连锁化发展，速冻调理食品呈现多元化发展趋势。

图1：速冻食品的发展阶段

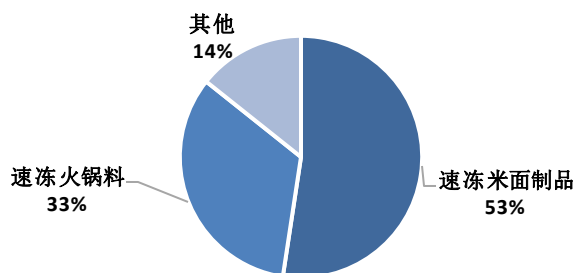


资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

由于速冻食品技术的发展制约，新品推出难度较大，所以在很长的发展中，速冻产品的品类都比较少，近几年面点类、速冻调理食品产品才逐渐丰富起来。经过这些年的发展，目前从我国速冻食品市场结构占比情况来看，2020年速冻食品第一大类为速冻米面制品占比 52.4%，速冻火锅其次占比 33.3%，其他速冻制品在快速发展阶段。

我们判断，传统的速冻米面市场和火锅料的市场仍处于较快的发展阶段，速冻调理食品未来会有较大的增长空间，随着技术的成熟和完善，速冻调理食品会成为超过米面市场和火锅料市场规模的板块。未来在生产技术上能有突破的企业，将会迎来快速的增长。

图2：我国速冻食品产品类别占比情况



资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

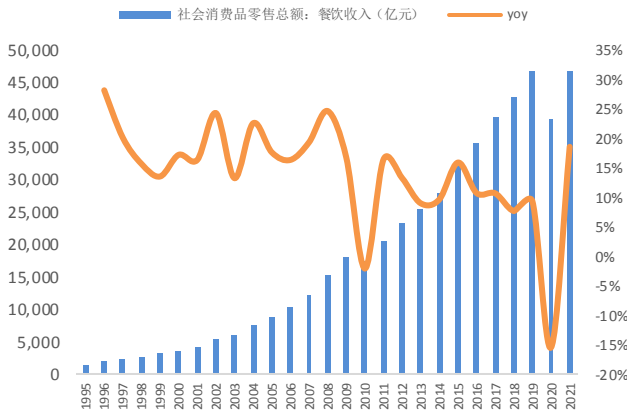
二、餐饮行业工业化快速增长带动速冻原材料增长

在消费升级的背景下，我国餐饮行业正处在快速发展的高峰期，2015年至2020年我国餐饮市场总收入由2015年的3.23万亿元增长至2019年的4.67万亿元，年复合年增长率为9.7%。受新冠疫情影响，2020年中国餐饮市场的市场受到冲击，直到2021年逐步恢复。根据中国饭店协会预计2025年中国餐饮市场规模有望突破6万亿元，2020-2025年年均复合增长率达到9%以上。

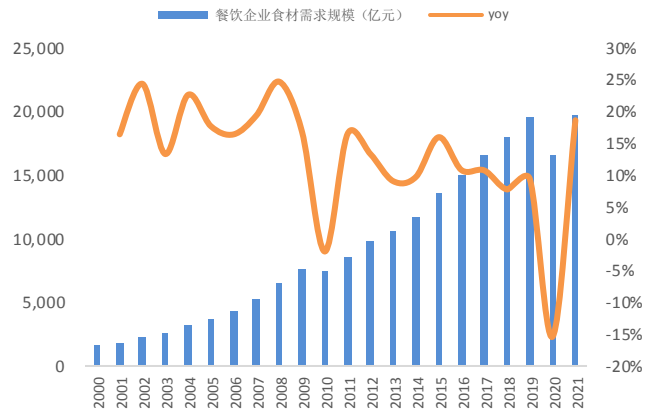
在餐饮市场中，餐饮食材大概占40%左右，随着餐饮市场规模的不断扩大，食材的需求也是快速增长。速冻食品在餐饮食材供应中占据越来越重要的地位，预计随着餐饮市场的发展，速冻市场规模也会不断增长。

图3：餐饮行业近几年快速增长

图4：餐饮企业食材需求快速增长



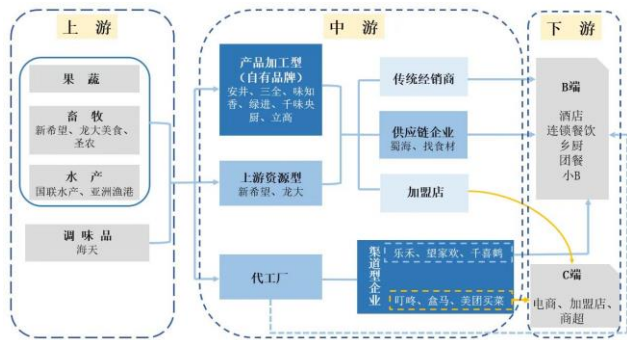
资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

特别是近几年, 在餐饮产业链中, 中游食材类供应商体量越来越大, 且诞生出很多专门做团餐服务的企业, 食品加工企业可以集中供货给供应链企业, 也可以通过这些平台型企业服务到下游, 餐饮产业链中游的崛起带动了行业的整体发展。

图5: 餐饮产业中游崛起



资料来源: 艾媒咨询, 东兴证券研究所

图6: 2021年餐饮供应链调理类企业排名

排名	企业名称
1	王家渡
2	成都康乐汇
3	梅林正广和
4	越汇乌鸡卷
5	洪彝食品
6	三旋供应链
7	棒师傅
8	吉食道
9	盖世食品

资料来源: NCB (餐宝典), 东兴证券研究所

三、速冻在餐饮渗透率提升带来增长新空间

速冻食品在餐饮端渗透率的提升是一个重要的增长空间, 第三方速冻成品供给往往有更低的成本和更高的效率, 从成本角度考虑, 第三方的速冻成品供给越来越被企业接受。对于大型餐饮企业来说, 特别是餐饮连锁企业对食材规模化采购需求更强, 虽然这类企业多有中央工厂, 但是集中向上游采购速冻半成品原材料, 能够保证原材料端的标准化和高效需求。对于小型餐饮企业, 速冻食品往往以标准化的加工或者半加工产品渗透为主, 减轻餐饮门店人工和租金压力。

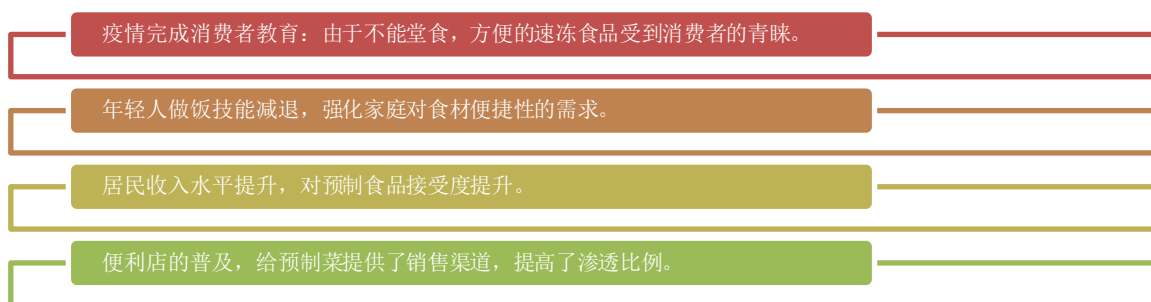
2.1.2 C 端发展前景可观

速冻食品下游业务可以分为餐饮端与零售端两个层面，传统的速冻水饺、汤圆等产品在 C 端占比较大，行业集中度也比较高。近几年发展较快的火锅制品、米面制品、预制菜等产品在 C 端销售仍有较大的空间。特别是预制食品近几年有非常明显的增长。一方面是消费者对速冻食品接受度在提升，一方面企业端也在不断的进行消费者教育及推广。

由于速冻食品在终端需要冷藏，所以 C 端的销售渠道主要集中在商超和便利店，近几年冷链物流发展下，网络销售量也逐渐增加。速冻食品在 C 端的竞争力表现为产品受消费者欢迎度、渠道覆盖率水平和整体的性价比。

我们认为，未来速冻食品在 C 端的拓展驱动力有这样几个方面：1 疫情居家使得消费者对速冻食品的接受度提升。2 是年轻人做饭技能减退，强化家庭对食材便捷性的需求。3 是居民收入水平提升，对预制食品价格敏感度降低。4 是便利店的普及，为预制食品售卖提供了便利的场所，促进了预制菜的接受程度。

图7：速冻食品 C 端拓展的驱动力



资料来源：东兴证券研究所

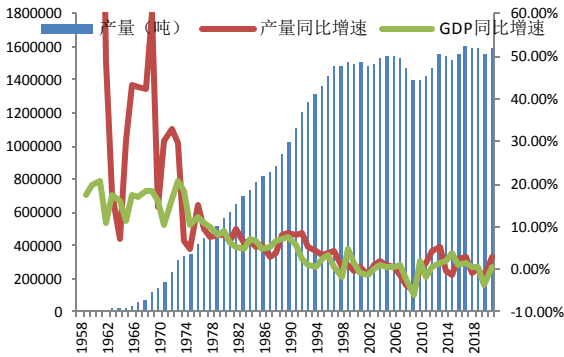
2.1.3 速冻赛道高速发展

一、B 端和 C 端的双机遇，促进传统速冻赛道发展

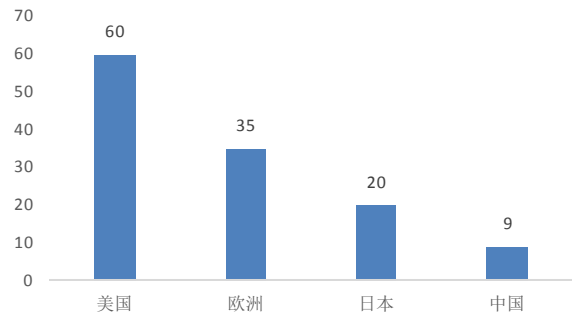
B 端和 C 端的双机遇，给速冻行业带来快速发展机遇。从日本速冻行业发展来看，日本经历了 30 年的高速发展时期，2000 年后逐渐稳定在人均消费 20 千克左右。中国与日本饮食结构相似，目前中国人均消费速冻产品仅为 9 千克，还有较大的增长空间。

图8：日本速冻食品产量及增速

图9：2019 年主要国家人均速冻食品消费量（千克）



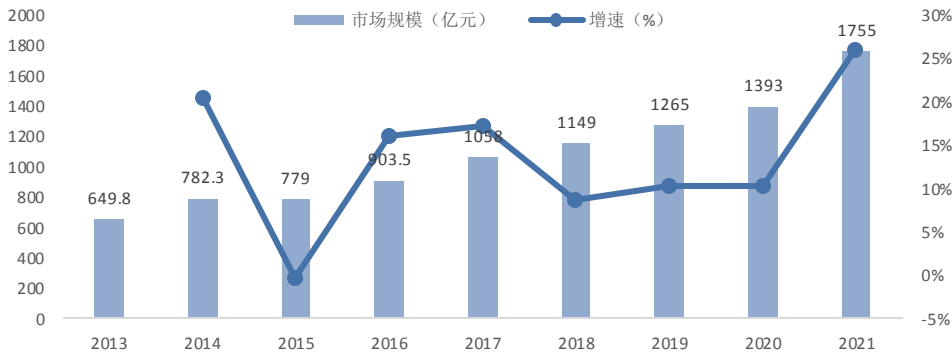
资料来源: 日本速冻协会, 东兴证券研究所



资料来源: 中国食品监督局, 东兴证券研究所

据 Frost & Sullivan 数据,我国速冻食品行业 16-21 年市场规模 CAGR 为 10.71%,21 年行业规模达 1755 亿元,判断未来五年我国速冻行业将保持 10%以上的增长速度。

图10: 我国速冻食品行业市场规模及增速

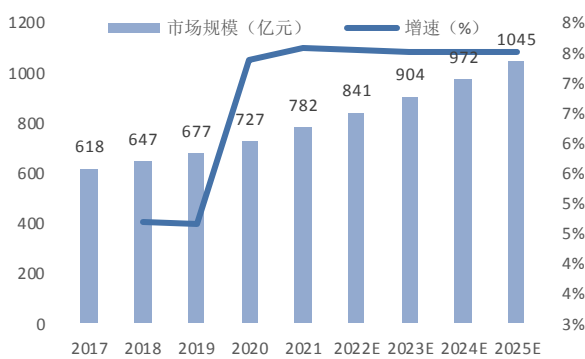


资料来源: Frost & Sullivan, 东兴证券研究所

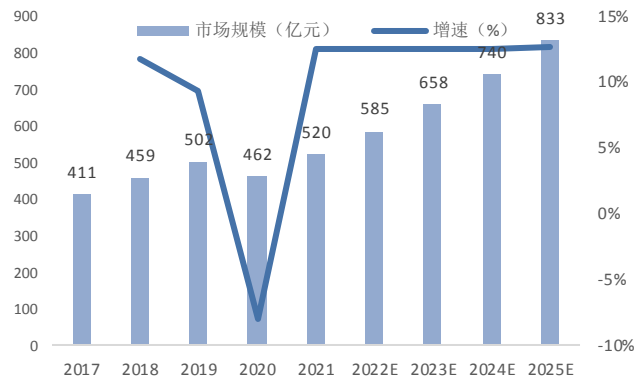
从细分市场来看,除去传统的饺子、元宵等产品外,速冻米面制品处于行业快速发展阶段,预计 2020-2025 年速冻米面市场规模增速 5%-10%,2025 年或达到 907 亿元-1199 亿元。速冻火锅料市场继续保持高速增长,根据 Frost & Sullivan 预测,中国火锅餐饮市场规模 21-25 年 CAGR 为 13.0%,速冻火锅料作为餐饮市场原料,其渗透率有望进一步提升,2021-2025 年增速为 10%-15%,预计速冻火锅料市场 2025 年规模或达到 744 亿元-929 亿元。

图11: 中国速冻米面食品市场规模及增速

图12: 中国速冻火锅料市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

二、预制菜引领新增长

疫情后，预制菜闯入消费市场和消费者的生活中，在居家消费场景增加的背景下，预制菜快速的被市场接受，成为消费的新热点，无论是行业巨头还是社会资本在纷纷进入到预制菜赛道中，从预制菜玩家参与数量的激增，还是资本市场的追捧，甚至很多餐饮企业把预制菜当成转型升级的方向，在全力加码。我们判断预制菜现在最大的壁垒还在技术端，随着技术的突破，预制菜将会引领整个速冻行业的增长。

图13：2019年以来产业资本投资梳理

产品/品牌	城市	简介	融资时间	轮次	金额	投资方
查特熊	太原	火锅生鲜食材集合店	2021/2/1	种子轮	百万元	王亚军
牛痴餐饮	广州	中高端牛肉产品品牌	2021/2/24	天使轮	数千万元	IDG 资本
懒熊火锅	太原	火锅中餐连锁生鲜便利店	2021/2/24	A 轮	近亿元	毓盛资本、星陀资本、字节跳动
珍珠小梅园	上海	预制菜服务商	2021/3/19	A 轮	数千万元	毓盛资本
			2021/10/15	B 轮	数千万元	德聚兄弟、清科资管、毓盛资本、星陀资本、零一创投
			2022H1	A 轮	未披露	百度风投、鼎翔资本、零一创投
味知香	苏州	半成品便捷菜提供商	2021/4/27	605089.SH	未披露	公开发行
三餐有料	厦门	家庭便利食材社区超市	2021/6/21	A+轮	数千万元	梅花创投、众海投资
寻味狮	北京	寻觅极致鲜美和美味的预制菜品牌	2021/7/12	天使轮	数千万元	天图投资、源码资本
猴爷餐饮	长沙	综合性餐饮公司（中式餐饮预制菜）	2021/7/19	A 轮	未披露	湖南希言私募股权基金管理有限公司
小牛凯西	衢州	西餐半成品	2021/8/3	A 轮	近亿元	福州禹广投资合伙企业（有限合伙）、广发信德
麦子妈	杭州	生产研发适合家庭的速冻预制食材	2021/10/29	战略融资	未披露	元气森林（北京）食品科技集团有限公司
牛大吉	深圳	牛肉预制菜连锁	2022H1	A+轮	1 亿元	深熊资本、险峰长青
物满鲜	广州	潮汕预制菜	2022H1	天使轮	数千万元	嘉禾资产
烹烹袋	上海	冷冻速食	2022H1	Pre-A 轮	近千万元	Ventech China 人民币基金
联舌工坊	上海	预制菜	2022H1	天使轮	千万元	天使投资人赵雨润
乐肴居	厦门	冷冻食品	2022H1	B 轮	近亿元	良润基金（中粮集团、华润集团共同组建）

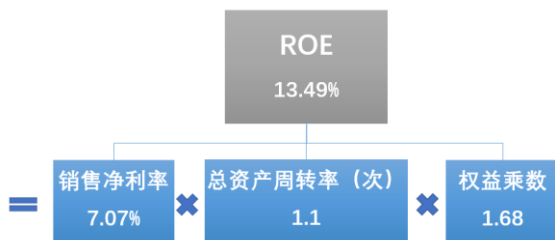
资料来源：企查查，东兴证券研究所

2.2 速冻行业特征分析

1、杜邦分析法下的行业特征：企业运营能力决定胜负

我们通过杜邦分析法来对速冻行业进行拆分分析，速冻食品行业的行业特征与乳制品较为相似，即低销售净利率、高资产周转率、以及高融资的特征。虽然这一特征与行业发展阶段有关，从短期来看，速冻行业表现为竞争比较激烈，行业整体净利水平偏低，发展更重要的是依靠外部的融资。在这样的特征下，决定企业胜出的关键能力是企业运营能力和运营效率，即如何提高资产周转率和销售净利率成为竞争的关键。这几方向也成为我们在挑选行业优秀企业的两个重要的观察点。

图14：速冻行业杜邦分析法拆分



资料来源：wind，东兴证券研究所

图15：行业比较

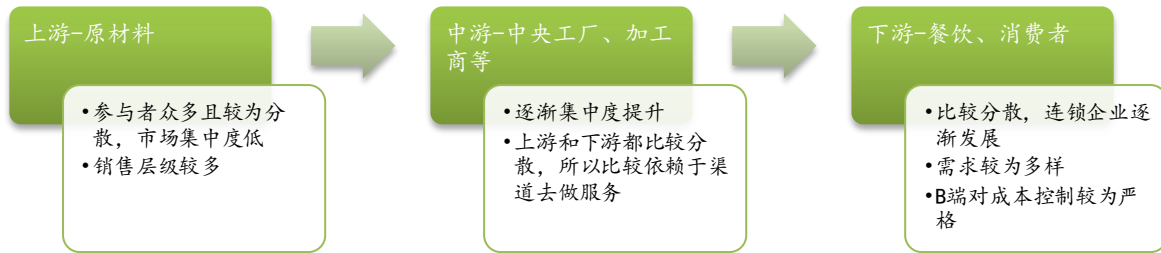
行业名称	ROE (%)	杜邦分析		
		销售净利率(%)	总资产周转率(次)	权益乘数
速冻食品（预加工食品）	13.49	7.07	1.10	1.67
肉制品	12.48	3.10	1.81	1.78
保健品	14.88	18.67	0.60	1.30
啤酒	10.99	10.87	0.68	1.79
白酒	26.14	36.96	0.52	1.42
调味发酵品	20.09	16.26	0.83	1.47
乳品	14.41	5.94	1.10	2.03
软饮料	17.97	16.94	0.66	1.56

资料来源：wind，东兴证券研究所

2、渠道在行业中有举足轻重的作用

从产业链角度来看，速冻行业位于中游制造，上游是原材料端，下游是B端的餐饮、团餐客户等，C端是直接触达消费者。我国上游和下游都是比较分散的市场竞争格局，中游速冻行业、餐饮供应链企业等食材粗加工和精加工企业都在崛起，且判断随着市场发展，中游制造集中度会越来越高，这就形成产业链两端分散、中间集中的格局。加之下游餐饮和消费者的需求都是多样化，使得中游制造企业做下游服务的时候，不得不依赖经销商去做服务，所以渠道建设在企业发展中就比较关键。而渠道的运营效率，一定程度上也体现在企业运营的周转效率上。

图16：速冻供应链上下游的特征



资料来源：东兴证券研究所

3、速冻行业市场竞争格局决定行业盈利

速冻食品行业参与者众多，渠道品类相互渗透，但是市场竞争格局还比较分散。按照规模大小可以将速冻食品分成三个梯队：第一梯队具备全国性运营能力及强品牌力的公司，营收规模多处于 60-100 亿元，如三全、安井和思念；第二梯队玩家主要是具有区域性优势及品牌力的企业，营收规模在 50-60 亿元左右，如湾仔码头、广州酒家、桂冠、海欣、海霸王、惠发等；第三梯队的玩家多为地方性小企业，在地方有一些影响力，规模 1-5 亿元不等。

图17：我国预制菜行业市场规模及增速

梯队划分	营收规模（亿元）	代表公司	优势
第一梯队	60—100	三全、安井、思念	具备全国性运营能力和强品牌力
第二梯队	50—60	湾仔码头、广州酒家、桂冠、海欣、海霸王、惠发等	具备区域性优势及品牌力
第三梯队	1—5	多为地方性小企业	在本地市场有成本优势

资料来源：公司网站等，东兴证券研究所

速冻行业当前整体净利率水平不高，与行业竞争格局分散有较大的关系，行业快速发展、进入门槛低、头部企业市场占有率低导致速冻行业销量产品价位带整体在中低档。从新参与企业数量来看，速冻行业新增企业主要与预制菜生产企业为主，根据企查查数据显示，截至 2022 年 1 月 27 日，我国预制菜相关企业已达到 6.81 万家，比两年前增长了 2 万家。

从日本的发展趋势来看，日本速冻食品企业经历了不断整合的过程，2007 年速冻食品企业的工厂数和企业数分别为 746 家和 613 家，到 2021 年工厂数和企业数分别为 432 家和 365 家，较 2007 年分别下降了 42% 和 40%。

图18：日本速冻食品企业数量

年份	工厂		企业	
	工厂数量	与上一年相比	企业数量	与上一年相比
2007 年	746	95.9%	613	95.9%
2009 年	647	88.5%	533	89.4%

2011年	572	95.5%	463	94.9%
2013年	513	98.1%	422	96.6%
2015年	480	93.9%	416	99.3%
2017年	466	97.9%	406	98.1%
2019年	438	98.6%	364	91.7%
2021年	432	97.7%	365	98.6%

资料来源: 日本速冻协会, 东兴证券研究所

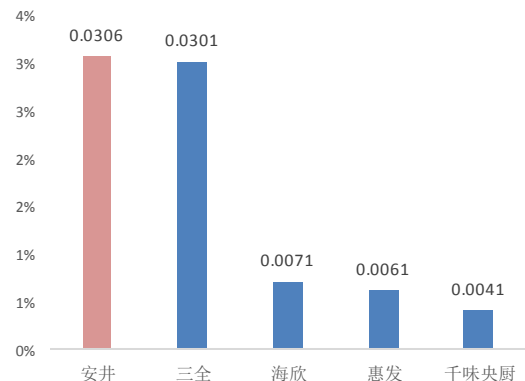
从市场占有率来看, 2020年安井食品速冻食品业务收入占全国速冻食品市场规模的3.06%; 三全食品速冻食品业务收入占全国速冻食品市场规模的3.01%; 海欣食品速冻食品业务收入占全国速冻食品市场规模的0.71%; 惠发食品速冻食品业务收入占全国速冻食品市场规模的0.61%; 千味央厨速冻食品业务收入占全国速冻食品市场规模的0.41%。行业集中度还比较低。

图19: 速冻三家企业的产能规划

公司名称	工厂地点	产能(万吨)	其他情况说明
安井	厦门、无锡、泰州、辽宁、四川、湖北、河南、广东、山东等	75	工厂数11个, 产量74万吨; 产能远超竞争对手
海欣	福建、浙江、江苏、山东	27.8	工厂数8个, 产量11万吨
惠发	山东	17	工厂数5个, 产量9.5万吨

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图20: 2020年速冻食品企业市场占有率



资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

我们认为速冻食品工业品属性较强, 更容易实现规模化集中生产, 从成本端来看, 规模化生产企业优势将逐步凸显, 有望带动行业份额不断集中。这意味着龙头有更强的发展机遇, 也决定了在规模化带来的行业出清过程中, 主流产品的毛利率一定是逐渐被压缩。而长期来看, 随着市场集中度提升, 毛利率水平会逐渐恢复。

3. 成长中的行业龙头

通过前文分析，在高速增长速冻市场中，假设融资环境相同，我们认为渠道有优势、成本控制较好、运营效率高的企业容易在行业中脱颖而出。安井作为行业龙头企业，我们认为正是具备了这样的优势：

- 1 是公司在 B 端渠道绝对领先，且有较强的渠道管理能力，公司正在向 C 端布局。
- 2 是公司在上游的话语权较强，使得有较强的成本优势，同时全国化的工厂布局，也使得公司整体的运营成本较低。
- 3 是团队的强执行力，是公司近几年发展中最核心的竞争力。

我们看好安井在过去发展中积累的优势，并且认为这些优势可以在未来发展中得到强化。

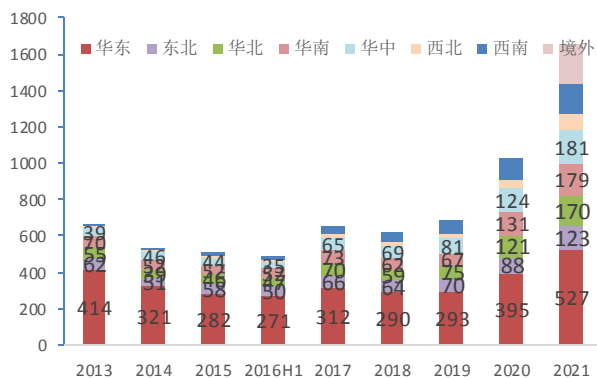
3.1 优势一：渠道先行，占据流通市场主位

1、渠道全国化布局已经初具规模

经过十年的发展，公司的营销网络已经覆盖全国，已形成以华东为中心并辐射全国的营销网络。经销商数量从 2013 年的 664 家增长到 2021 年的 1652 家。在渠道深度方面，公司针对市场成熟度采用不同的经销商管理体系，对于华东、华南等强势地区采取密集分销的策略，经销商体系可以下沉至县级代理。对于西北等较弱势区域，则采用省级代理，提高管理效率，同时去培养二批商。

安井一直采取对经销商取贴身服务的模式，推动经销商从坐商-行商-平台商-终端商发展，培养了一批实力雄厚的经销商。目前安井品牌在大流通和 C 端的大单品品类中，已经具有明显的品牌号召力。由于成为安井的经销商，在一定程度上是资金实力雄厚、终端掌控能力强的代表，所以安井的经销商也会受到行业其他公司的认可，这样就形成正向的循环，优秀的经销商都愿意成为安井的经销商伙伴。

图 21：安井食品区域经销商数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 22：逐渐从华东向全国化发展

区域	主要省份	市场属性	渠道特点	2013 年收入占比	2021 年收入占比
华东	江苏、福建、浙江、安徽	根据地市场	密集分销	61.71%	48.93%
	江西	边缘市场	市级代理		
	山东、上海	重点市场	市级代理		
华北	北京、天津、河北、山西	重点市场	市县代理	9.26%	12.34%
	内蒙古	边缘市场	市级代理		
东北	辽宁、吉林、黑龙江	重点市场	市级代理	9.02%	8.87%
华中	湖北、湖南、河南	重点市场	市级代理	6.32%	11.26%
华南	广东、海南	重点市场	市级代理	7.20%	8.31%
西南	四川、重庆、贵州、云南	边缘市场	省级代理	4.04%	6.06%
西北	新疆、陕西、甘肃	边缘市场	省市代理	2.45%	3.85%

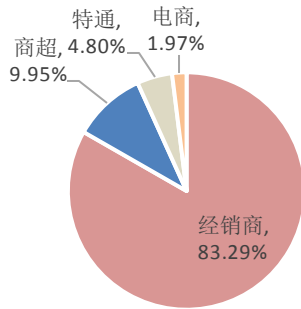
资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

从发展角度来看,目前在强势区域,比如福建、江苏等区域,安井的经销商已经下沉到乡镇级别,一些刚开始开发的区域,现在还在细化的过程,这些区域的经销商下沉,是安井未来发展的重要增长点。

2、流通市场强势,重点打造 C 端市场

公司主要有 4 类销售渠道:经销商模式、商超模式、特通渠道模式和电商模式,公司以经销模式为主,同时积极布局电商、商超、特通等渠道。其中在流通端,公司一直采取“贴身服务”的模式,帮助经销商开发分销商、销售终端,打造完善的终端网络,使得公司在渠道中有较强的影响力。

图 23: 安井各渠道占比



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 24: 安井经销商贴身服务内容

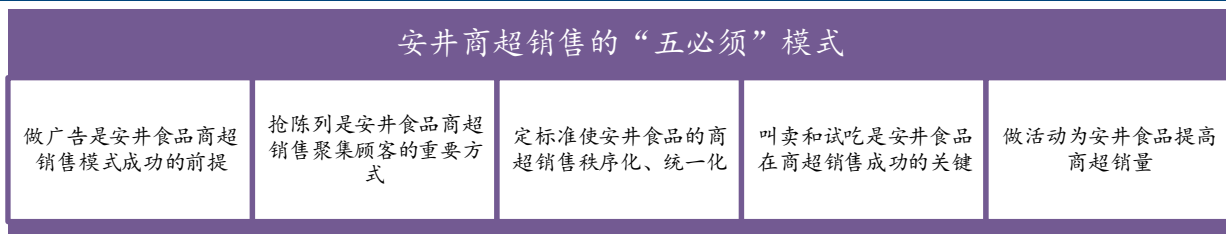
服务类型	详细说明
打通销售渠道	帮助经销商开发分销商、销售终端
数字化赋能	建立安井之家 CRM 系统,用移动报表的形式向经销商展现其经营数据,提升渠道运营效率
品牌宣传	帮助经销商进行统一宣传,例如向经销商免费提供广告喷绘、海报等宣传品
提供交流平台	协助经销商开展各类订货会,加强经销商与终端客户的互动,为经销商提供拓展业务空间的平台

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

2018 年起公司加速对 C 端的布局,一方面是积极去开发 C 端经销商,另一方面是配合 C 端推出“锁鲜装”系列产品,布局家庭端。2020 年公司在战略层面提出 BC 双轮驱动,开发超市经销商,同时积极布局线上商城,渠道拓展驱动增长。今年疫情中,安井食品的经销商及时将产品从 B 端向 C 端转移消化,安井食品为此还提出了“贴身支持”的服务,不仅帮助经销商开拓 C 端超市、菜场等终端,还协助经销商开设线上直播间等新兴营销模式。

公司目前国内主要商超客户包括大润发、沃尔玛、家乐福、麦德龙等国际大卖场也包括永辉、华润万家、物美等国内连锁卖场,C 端销售有了较明显的增长。

图 25: 安井商超销售的“五必须”模式



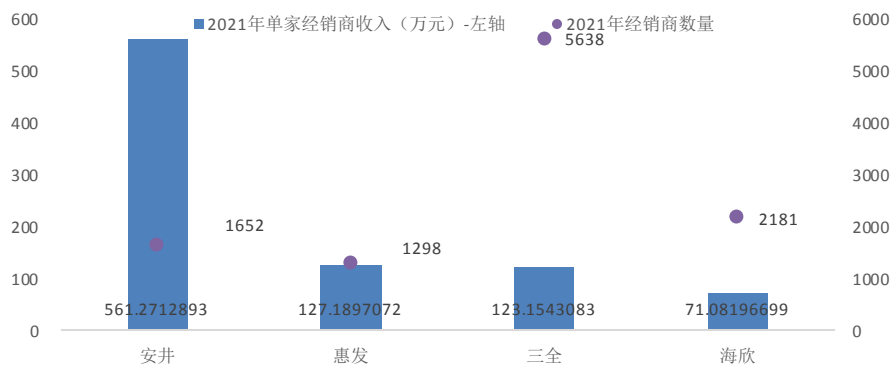
资料来源:东兴证券研究所

3、头部经销商模式，服务能力行业领先

与其他速冻公司渠道管理最大的不同是，安井的经销商多为大经销商制，截至2021年公司经销商数量1652家，平均单个经销商创收467万。对比同行业的竞争对手，是其他竞争对手的3-5倍。大商的发展与2012年之后公司重视大商培育有关，2012年-2015年公司集中将销售规模较小的经销商转化为二批商，将有限的产能及营销资源向优质客户倾斜。从2015年之后，安井经销商的稳定性和规模都有较大的提升。

安井的大商制在这个阶段表现出来的优势是：1 由于经销商数量较少，公司可以为每个经销商配备1-2个市场人员，比其他以小商制的企业来说，服务会更加到位；2 是大经销商在资金方面更为雄厚，市场话语权较强，在发展过程中更为稳健；3 是管理上，大经销商的管理成本更低和管理难度要小于小商。

图26：安井单个经销商销售收入远超其他企业（2021年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 优势二：规模带来的上游资源强控制能力

1、规模带来的上游原材料的成本优势

上文也提到，由于行业整体净利率较低，所以对成本的控制，决定了一家企业的竞争力，安井在成本端的控制呈现较好的优势。鱼浆则是水产品中的一个小品类，且上游白鲢鱼价格波动性较米面粮油更大，公司一方面具有规模优势，可以有较强的向上游的溢价能力，一方面公司也在积极向上游布局，并购了新宏业、新柳武等上游企业。

从行业的数据来看，目前安井采购国内市场上淡水鱼糜一半以上的量，采购海水鱼糜达到20%以上，居行业前列，在规模上对价格有较强的话语权。同时，安井积极布局上游，去弥补上游原材料供应紧张的状况，公司先后收购上游鱼糜供应商新宏业和新柳伍，两家企业主营小龙虾的初加工与深加工，淡水鱼浆的供应以及虾尾、虾粉的综合利用，为安井鱼糜类产品生产供应稳定原料。

图27: 布局上游

	收购时间	收购股权比例	收购金额	主营业务
新宏业	2021年6月	70% (共计收购90%)	7.17亿	小龙虾、淡水养殖鱼糜
新柳武	2022年5月	40%	6.44亿	淡水小龙虾、冷冻鱼糜等淡水产品加工

资料来源: wind, 东兴证券研究所

新宏业主营业务为速冻水产品, 2017年开始生产调味小龙虾后业绩保持良好增长, 公司当前小龙虾年加工能力达到3万吨, 鱼糜加工能力达到2万吨。公司通过收购新宏业快速切入菜肴制品中的小龙虾市场, 小龙虾已经发展成为全国性的菜肴制品大单品, 在消费季节性上与公司火锅料产品具有互补性, 同时新宏业销售渠道与公司现有销售渠道能够产生协同效应, 完善公司销售网络, 促进渠道下沉。

2、全国化布局规模优势逐渐显现

由于鱼丸等速冻食品货值低, 所以贴近市场降低冷链物流费用是运营中效率提升的关键。安井食品在行业内最早完成了全国范围的科学布局, 公司采用销地产的模式, 在全国布局11个工厂, 支撑全国化扩张。全国化的布局有效的降低了企业运输成本, 也使得公司在竞争中的成本优势和运营效率能进一步突出出来。

图28: 安井产能与竞争对手对比

公司名称	工厂地点	产能 (万吨)	其他情况说明
安井	厦门、无锡、泰州、辽宁、四川、湖北、河南、广东、山东等	75	工厂数11个, 产量75万吨; 产能远超竞争对手
海欣	福建、浙江、江苏、山东	27.8	工厂数8个, 产量11万吨
惠发	山东	17	工厂数5个, 产量9.5万吨

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

根据公司此前披露的定增方案, 拟筹资新建、扩建共71.3万吨产能, 技术改造升级4.95万吨, 合计76.25万吨产能, 加上在建产能及已投产产能, 总设计产能超180万吨。

图29: 安井产能扩建概况

项目	名称	设计产能 (万吨)	募资情况	进度
泰州	一期	8	IPO募资	满产
	二期	8	IPO募资	满产
	三期	10	2021年定增募资	计划2025年满产

	工厂技改	0.45	2022 年定增募资	计划 2026 年满产
无锡	晓星	6		满产
	民生（扩建）	4.5	IPO 募资	2015 年 9 月投产，目前满产
	民生二期	7	2018 年可转债募资	2015 年 9 月投产，目前满产
山东		20	2021 年定增募资	计划 2025 年产能达 15 万吨
厦门	一厂	7		满产
	二厂	5		满产
	新建面点车间	2		满产
	三厂	8.5		建设中，计划 2025 年满产
广东		13.3	2021 年定增募资	预计 2023 年前投产，2025 年达 5 万吨
辽宁	一期	6		2016 年投产，目前满产
	二期	4	2020 年可转债募资	2021 年投产，目前满产
	三期	14	2021 年定增募资	预计 2025 年达 10 万吨
	工厂技改	2	2021 年定增募资	
四川	一期	6	2018 年可转债募资	2019 年 1 月投产，目前满产
	二期	9	2018 年可转债募资	2021 年投产，目前 7 万吨
	工厂技改	2.5	2021 年定增募资	预计 2024 年达产
湖北	一期	10	2020 年可转债募资	2021 年投产，目前满产
	二期	5	2020 年可转债募资	2022 年 5 月投产
河南	一期	5	2020 年可转债募资	2021 年投产，目前满产
	二期	5	2020 年可转债募资	2021 年投产，目前 4 万吨
	三期	14	2020 年可转债募资	2022 年 3 月开工，预计 2024 年满产

资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3 优势三：职业经理人团队更具专业性

公司股权结构清晰，实际控制权和经营权分离，职业经理人团队运营有更高的专业性和效率。公司股权实际控制人为国力民生章高路，职业经理人团队负责公司运营，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，总经理张清苗持股 2.89%，两位副总黄清松、黄建联分别持股 1.33%和 1.29%。作为职业经理人团队，高管团队深耕速冻食品行业多年，对行业发展理解深厚，战略制定极具眼光。

从员工的激励角度来看，公司整体重视员工激励，无论是从考核角度，还是从薪酬激励角度都处于行业领先的水平。我们认为团队协作的企业文化对企业长远发展有积极长远的意义，为未来长期发展保驾护航。

图30：安井核心管理团队介绍

姓名	职务	任职日期	持股比例	技术先进性
刘鸣鸣	董事长	2014年2月24日	5.28%	男, 1962年出生, 本科学历, 经济师, 现任福建安井食品股份有限公司董事长。曾在郑州工业大学土木工程系任教, 曾任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	2014年2月24日	2.89%	男, 1969年出生, 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”。
黄清松	副总经理	2014年2月24日	1.33%	男, 1968年出生, 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。
黄建联	副总经理	2014年2月24日	1.29%	男, 1971年出生, 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。
唐奕	财务总监	2014年2月24日	0.04%	女, 1975年出生, 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	2014年2月24日	0.04%	男, 1983年出生, 法学硕士, 现任福建安井食品股份有限公司董事会秘书。曾任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: 公司公告, 东兴证券研究所

公司在 2019 年-2021 年实行股权激励计划, 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。目前公司激励方案均已超额完成, 高管和核心骨干的积极性得以进一步提高, 助力公司长期成长。

图31: 安井股权激励目标

股权激励目标			股权激励计划			
行权期	业绩考核目标	是否达标	时间	激励方式	授予对象	占总股数比例
第一个解除限售期	2019年营业收入值不低于50.26亿元	是	2019年11月	限制性股票	核心管理层(张清苗、梁晨、唐奕)、中层管理人员及生产、技术、营销骨干人员共229人	2.75%
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	是				
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	21Q3已提前达成				

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 预制菜是公司新增长点

1、强研发和强新品推广能力

2016年前，由于传统速冻面米领域三全、思念、湾仔码头等龙头企业地位稳定，所以公司在发展前期采取将发面点心与高端火锅料新品双剑合璧的产品拓展策略。2017年公司主动调整产品策略为“主食发力，均衡发展”，在原有发面类产品的基础上推出馅饼、烧卖、小笼包等主食类新品，主食类面米制品快速起量。2018年公司提出要餐饮发力，成立“冻品先生”子品牌。2021年公司成立“安井小厨”，再次从B端切入到预制菜领域。

图32：安井食品的主要产品

品类	产品图片示例	主要产品品种
速冻鱼糜		墨鱼丸、鱼籽包、鱼豆腐
速冻肉制品		撒尿肉丸、玉米香肠、霞迷饺
速冻面米制品		手抓饼、牛奶馒头、红糖发糕、馅饼
速冻菜肴		千夜豆腐、蛋饺、虾滑

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

公司强调新品的研发和推广，目标每年保持新品次新品收入占比 25%，实现产品迭代，防止产品老化断代。近几年在预制菜板块，公司新品推广力度也是非常大，冻品先生先后推出水煮牛肉、扇子骨、小炒牛肉等菜品，安井小厨预计推出虾饼、小酥肉、炸霞糕等新品。

新品推广中，董事长也会参与到直播中来，从上至下营销体系全面推广重点新品。此外，各基地总经理由单纯的“生产总经理”转变为“经营总经理”，承担起新品上市推进的责任。

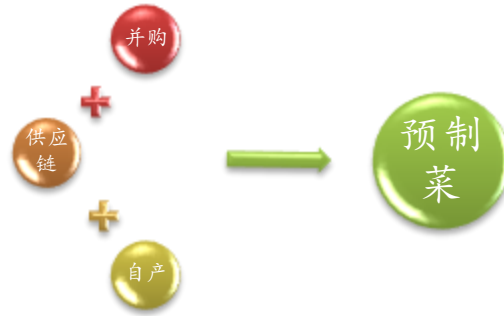
2、战略聚焦，布局预制菜赛道

近年来安井以火锅料、米面制品、预制菜肴三大品类“三路并进、全渠道发力”的经营策略，“主食发力、主材上市”的产品策略，以“安井小厨”和冻品先生双品牌自产及供应链管理、轻重资产联合运作的模式快速强力进军预制菜赛道。

安井食品紧抓预制菜市场发展机遇，强力进军预制菜领域，年初落地的 56.75 亿元定增项目中，公司将 15% 的新增产能贡献给速冻菜肴制品，按照“自产+并购+供应链”及“三剑合璧、菜肴发力”策略，由安井小厨自研自产主要面向 B 端通路的菜肴制品、新宏业和新柳伍的小龙虾等水产制品以及子公司冻品先生经营

的预制菜菜肴产品构成。通过加强“预制半成品菜和预制菜肴”的产品研发，利用自身渠道等优势资源，公司有望快速切入预制菜肴市场。

图33：预制菜“三剑合璧”



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

• 并购模式开启预制菜持续布局

上文提到，公司先后收购上游鱼糜供应商新宏业和新柳伍，两家企业主营小龙虾的初加工与深加工，一方面是保障了上游原材料的供应，另一方面依托新宏业的原料优势，公司布局预制小龙虾的产品，并获得快速增长。

并购两家公司给安井带来了较强的并购经验，未来在预制菜领域，公司不排除会继续采用这种方式做协同发展。

• 供应链模式—冻品先生快速切入C端市场

2020年11月，安井收购冻品科技公司做预制菜肴的C端，“冻品先生”主要采取OEM轻资产模式运营，借助安井已有渠道赋能、积极开拓新渠道。在冻品先生的运营上，公司将30%股权以股权激励形式授予冻品科技原有核心高管，管理层激励充分。

2020年公司推进经销商“冻品先生”连锁门店的开拓，在线下探索加盟店模式，2021年公司向经销终端铺设冰柜推出“冻品先生快手菜”，旨在打造“冻品先生快手菜=预制菜”品牌即品类的行业领先形象，通过经销商在终端的布局，提升终端控制能力和盈利空间。

目前冻品先生已于厦门、苏州、北京等多个城市开设连锁店面，去覆盖C端和B端两方面的需求，具有鲜明突出的品牌宣传、产品展示效果。2021年公司快速导入线下快手菜冰柜专区模式，线下冰柜的投入更低，投资回报期更短，便于快速实现冻品先生全国化推广。公司已在全国设立4000多个快手菜专区，预期终端专柜网点数量将快速增长，推动产品快速起量。

• 安井小厨—自产新模式探索

与冻品先生最大的不同是，“安井小厨”调理菜肴类产品均为自研与自产，安井小厨事业部5月正式成立，规划渠道以B端为主，C端为辅，产品上会推一些鸡肉调理油炸及点心菜肴为主的产品。由于餐饮产品对价格比较敏感，自产预制类的产品可以有效的降低成本，有望提升公司预制菜肴业务利润率，同时提高市占率。

在产能方面，公司21年定增计划新增10.5万吨菜肴制品产能；22年在湖北洪湖建立安井首个专业预制菜肴生产基地，预计产能约10万吨。短期来看，自产模式利于减少代工费用，提升公司预制菜肴业务利润率；中长期看来，该模式有益于加强企业食品安全和原材料成本把控力。

5. 盈利预测

1、市场质疑的两个问题解释

对于速冻行业未来发展的前景，市场分歧并不大，质疑主要集中在认为行业毛利率较低，公司发展依赖于投资导致利润比较难沉淀。我们认为现阶段表现出来的行业特征，主要是因为国内速冻行业正处于快速扩张期，导致新的参与者不断涌入到这个市场中来，行业整体还比较分散。在整个餐饮产业链中，上游原材料供应端和下游餐饮端是较为分散的状态，下游的成本压力只能向上游传导，而上游原材料供给端的利润很难去压缩，所以中游制造的利润表现出来的特征就是整体被压缩。

我们认为这些现象与行业现阶段的发展阶段有关，从上下游角度来说，下游市场集中度有望进一步提升，无论从行业空间还是从行业发展效率角度，有望提升中游制造的利润水平。从行业自身来说，随着行业技术水平的提升，市场竞争格局进一步集中，能够看到企业盈利能力的改善。

安井作为行业的龙头企业，一是通过规模优势可以取得成本优势，二是通过市场占有率的进一步提升，有望去调整自己在产业链中的利润空间，三是目前公司重点发展的预制菜业务是属于较高毛利空间的产品，随着预制菜业务在产品结构中的提升，公司毛利率水平或进一步改善。

2、盈利预测和评级

作为行业的龙头企业，我们认为公司拥有优秀的管理层，经过多年的积累构建起较高的规模壁垒和渠道壁垒，随着行业的增长，公司有望获得超过行业的增长。我们判断公司未来5年收入增速可以超过20%以上的增长，预测2022年实现销售收入增长27.01%，归母净利润增长28.79%，实现EPS 3.62元，当前股价对应PE43.6倍，参考安井历史估值，我们给与50倍目标估值，目标价181元，给与强烈推荐评级。

图34：安井食品盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,965.11	9,272.20	11,776.89	14,805.41	18,488.56
增长率 (%)	32.25%	33.12%	27.01%	25.72%	24.88%
归母净利润 (百万元)	603.80	682.30	884.55	1,148.62	1,520.87
增长率 (%)	61.73%	13.75%	28.79%	29.85%	32.41%
每股收益(元)	2.61	2.84	3.62	4.70	6.22

资料来源: wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

行业发展增速不及预期, 疫情对消费影响终端需求, 公司管理不及预期, 原材料成本上涨过快导致盈利影响等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产合计	4159	4361	16808	21232	26376	营业收入	6965	9272	11777	14805	18489
货币资金	832	1145	7066	8143	9244	营业成本	5176	7221	8925	11088	13669
应收账款	350	541	1471	1850	2310	营业税金及附加	45	59	77	96	120
其他应收款	10	22	28	35	43	营业费用	644	849	1178	1555	2034
预付款项	83	92	148	200	275	管理费用	296	320	353	459	555
存货	1691	2414	6995	8691	10713	财务费用	4	1	75	82	90
其他流动资产	74	90	1092	2303	3777	研发费用	74	88	105	126	152
非流动资产合计	2938	4411	4130	3872	3616	资产减值损失	-0.40	-10.90	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	2.52	0.12	0.00	0.00	0.00
固定资产	2035	2899	2667	2435	2203	投资净收益	17.56	98.51	0.00	0.00	0.00
无形资产	202	500	470	442	415	加: 其他收益	33.42	42.90	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	21	21	0	0	0	营业利润	775	860	1115	1449	1919
资产总计	7096	8771	20939	25105	29992	营业外收入	10.49	22.03	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	2509	3150	14757	18063	21811	营业外支出	3.90	3.03	15.00	15.00	15.00
短期借款	208	256	9287	11295	13506	利润总额	781	879	1120	1454	1925
应付账款	1069	1411	4199	5217	6432	所得税	178	193	235	305	404
预收款项	0	0	176	437	738	净利润	604	687	885	1149	1521
一年内到期的非流动负债	1	18	18	18	18	少数股东损益	0	5	0	0	0
非流动负债合计	903	477	266	266	266	归属母公司净利润	604	682	885	1149	1521
长期借款	0	141	141	141	141	主要财务比率					
应付债券	735	0	0	0	0	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
负债合计	3413	3628	15023	18329	22077	成长能力					
少数股东权益	0	70	70	70	70	营业收入增长	32.25%	33.12%	27.01%	25.72%	24.88%
实收资本 (或股本)	237	244	244	244	244	营业利润增长	65.53%	11.05%	29.56%	29.99%	32.45%
资本公积	1456	2420	2420	2420	2420	归属于母公司净利润增长	61.73%	13.00%	29.64%	29.85%	32.41%
未分配利润	1906	2376	2907	3596	4509	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3684	5073	5840	6700	7839	毛利率 (%)	25.68%	22.12%	24.22%	25.11%	26.07%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)					
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE (%)						
经营活动现金流	665	538	-2985	-554	-630	偿债能力					
净利润	604	687	885	1149	1521	资产负债率 (%)	48%	41%	72%	73%	74%
折旧摊销	180.63	247.55	266.23	264.83	263.48	流动比率	1.66	1.38	1.14	1.18	1.21
财务费用	4	1	75	82	90	速动比率	0.98	0.62	0.67	0.69	0.72
应收账款减少	-180	-191	-931	-378	-460	营运能力					
预收账款增加	-808	0	176	261	301	总资产周转率	1.09	1.17	0.79	0.64	0.67
投资活动现金流	-1220	-216	68	-8	-8	应收账款周转率	27	21	12	9	9
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	应付账款周转率	6.64	7.48	4.20	3.14	3.17
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	18	99	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	2.61	2.84	3.62	4.70	6.22
筹资活动现金流	644	-76	8838	1639	1740	每股净现金流 (最新摊薄)	0.38	1.01	24.22	4.41	4.51
应付债券增加	735	-735	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	15.56	20.76	23.89	27.41	32.07
长期借款增加	0	141	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	8	0	0	0	P/E	60.51	55.61	43.64	33.61	25.38
资本公积增加	188	964	0	0	0	P/B	10.15	7.61	6.61	5.76	4.92
现金净增加额	89	246	5921	1077	1101	EV/EBITDA	39.38	34.40	28.23	23.40	18.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业报告：贵州茅台业绩基本符合预期，白酒中报业绩或分化	2022-07-25
行业普通报告	食品饮料行业报告：大宗商品价格持续回落，食品企业下半年有望迎毛利改善	2022-07-11
行业普通报告	食品饮料行业报告：市场担忧中报业绩，复苏仍是下半年投资主线	2022-07-04
行业普通报告	食品饮料行业报告：中外奶价表现趋于平稳，均存在较强支撑	2022-06-30
行业普通报告	食品饮料行业报告：疫情修复行情持续，餐饮产业链迎布局机会	2022-06-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：复苏预期引爆板块投资热情，需求有望进一步提振	2022-06-13
行业深度报告	食品饮料：基本面进入磨底期，下半年有望迎来复苏	2022-06-01
行业深度报告	食品饮料行业中期策略：基本面进入磨底期，下半年有望迎来复苏	2022-05-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王浩婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526