

安井食品(603345.SH)

速冻食品龙头乘风破浪，预制菜肴领域迁移赋能

推荐（首次）

股价：147.93 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.anjoyfood.com
大股东/持股	福建国力民生科技发展有限公司 /30.69%
实际控制人	章高路
总股本(百万股)	293
流通 A 股(百万股)	291
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	434
流通 A 股市值(亿元)	431
每股净资产(元)	37.54
资产负债率(%)	21.1

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号
S1060522030001
WANGMENG917@pingan.com.cn

研究助理

潘俊汝 一般证券从业资格编号
S1060121120048
PANJUNRU787@pingan.com.cn



平安观点：

- **公司核心竞争优势：管理+渠道+产能，铸就龙头护城河。**1) 管理端：公司的职业经理人团队优质专业，深耕行业二十余载，是公司长治久安的基石，同时股权激励计划进一步提高公司整体业务部门的经营效率。2) 渠道端：公司采用“BC 兼顾，全渠发力”渠道策略，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。3) 产能端：公司目前拥有 11 大生产基地，2021 年设计产能 75.28 万吨。2021 年公布 57.4 亿定增方案，支撑整体产能新增 76.25 万吨，产能扩张不断推动规模效应提升。
- **传统速冻食品业务：行业景气度仍存，龙头市占率有望提升。**2021 年我国速冻食品市场规模达到 1755 亿元，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。其中，速冻火锅料制品随火锅行业持续扩容，高端化成为趋势；速冻面米制品已处于行业成熟阶段，差异化成为新的增长点。安井通过大单品战略聚焦资源，带动销售规模扩大；定位“高品质中高价”，提升产品性价比；推行“产地研”策略，不断推出新品，产品结构的持续升级助力龙头企业市占率提升。
- **预制菜业务：万亿赛道炙手可热，速冻老兵舍我其谁。**2021 年中国预制菜市场规模为 3459 亿元，预计 2026 年预制菜市场规模将达 10720 亿，万亿赛道炙手可热。餐饮连锁化进程加快，加上外卖和团餐市场发展迅速，降本增效需求推动 B 端预制菜放量；社会结构变化驱动 C 端预制菜市场快速扩容，疫情加速渗透率提升。安井作为速冻食品龙头，管理、渠道、产能等多重优势迁移赋能发力菜肴，“并购+自产+OEM”三箭齐发快速切入，二次增长曲线确定性强。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6965	9272	12000	14506	18012
YOY(%)	32.2	33.1	29.4	20.9	24.2
净利润(百万元)	604	682	1005	1270	1600
YOY(%)	61.7	13.0	47.4	26.3	25.9
毛利率(%)	25.7	22.1	23.9	24.0	23.9
净利率(%)	8.7	7.4	8.4	8.8	8.9
ROE(%)	16.4	13.4	16.5	17.3	17.9
EPS(摊薄/元)	2.06	2.33	3.43	4.33	5.45
P/E(倍)	71.9	63.6	43.2	34.2	27.1
P/B(倍)	12.3	8.6	7.1	5.9	4.8

- **盈利预测与投资建议：**公司占据 B 端速冻食品高成长赛道，优质的管理层、稳定的经销商和不断积累的规模优势共筑龙头壁垒，看好其在预制菜肴领域的持续发力。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.05/12.70/16.00 亿元，同比增长 47.4%/26.3%/25.9%，对应 EPS 分别为 3.43/4.33/5.45 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 43.2、34.2 和 27.1 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) **新品推广不达预期。**若公司新品接受程度低，新品推广或不达预期，将影响公司业绩增长。2) **渠道开拓不达预期。**若公司经销商开拓及培育不及预期，或竞争对手加大渠道开拓投入，公司渠道开拓或不达预期。3) **预制菜业务发展不达预期。**若公司优势不能很好地迁移至预制菜领域，或市场竞争格局恶化，公司预制菜发展或不达预期。4) **原材料成本波动。**公司原材料占成本占比较高，若上游原材料价格波动，或对公司盈利造成一定影响。5) **食品安全风险。**速冻食品安全问题为重中之重，若行业或公司生产、储存中出现食品安全问题，会对公司发展造成负面影响。

正文目录

一、 公司核心竞争优势：管理+渠道+产能，铸就龙头护城河	6
1.1 安井食品：二十载坚守，成就速冻食品行业龙头	6
1.2 核心竞争优势一：管理层优质专业，股权激励提升凝聚力	9
1.3 核心竞争优势二：BC兼顾，优质忠诚的经销商构筑渠道壁垒	11
1.4 核心竞争优势三：产能扩张领先，规模经济带来成本优势	12
二、 传统速冻食品业务：行业景气度仍存，龙头市占率有望提升	13
2.1 速冻食品行业千亿空间，人均消费量有待提升	13
2.1.1 速冻火锅料制品随火锅行业持续扩容，高端化成为趋势	15
2.1.2 速冻面米制品处于行业成熟阶段，差异化成为新的增长点	17
2.2 打造全渠道大单品，“产地研”模式持续推出新品	18
三、 预制菜业务：万亿赛道炙手可热，速冻老兵舍我其谁	19
3.1 预制菜行业正处竞争蓝海，发展空间广阔	19
3.2 管理、渠道、规模赋能，速冻老兵舍我其谁	24
四、 盈利预测与投资建议	27
五、 风险提示	29

图表目录

图表 1	安井食品发展历程.....	6
图表 2	近年来公司营业收入及增速	7
图表 3	近年来公司归母净利润及增速	7
图表 4	近年来公司毛利率和净利率变化情况	7
图表 5	近年来公司费用率变化情况	7
图表 6	主营业务及产品矩阵	8
图表 7	分产品的营业收入及增速、营收占比情况、毛利率变化情况.....	8
图表 8	公司股权结构图（持股比例为 2022 年中报数据）	9
图表 9	公司高管简介及持股情况.....	9
图表 10	股权激励计划授予对象及解除限售条件	10
图表 11	公司坚持全渠道的销售策略.....	11
图表 12	公司全国经销商数量变化	11
图表 13	公司销售渠道营业收入占比变化	11
图表 14	贴身支持的经销商策略.....	12
图表 15	公司产量与同行对比（万吨）	12
图表 16	公司产能及产能利用率.....	12
图表 17	公司产能全国布局规划表	13
图表 18	速冻食品产业链结构图.....	14
图表 19	我国速冻食品市场规模及增速.....	14
图表 20	2020 年我国速冻食品行业细分品类占比.....	14
图表 21	我国人均速冻食品消费量与发达国家对比.....	15
图表 22	我国冷库容量规模变化.....	15
图表 23	我国冷链运输车保有量变化	15
图表 24	我国速冻火锅料市场规模及增速	16
图表 25	我国速冻火锅料市场竞争格局.....	16
图表 26	我国速冻火锅料产量.....	16
图表 27	我国火锅市场规模及增速	16
图表 28	头部速冻火锅料企业推出的高端化产品	17
图表 29	我国速冻面米市场规模及增速.....	17
图表 30	我国速冻面米市场竞争格局.....	17
图表 31	我国速冻面米制品产量.....	18
图表 32	我国速冻面米市场产品结构.....	18
图表 33	头部企业推出的新兴面点产品.....	18
图表 34	安井食品推出新产品时间线.....	19
图表 35	预制菜的分类及主要代表产品.....	20
图表 36	我国预制菜市场规模及增速.....	20

图表 37	中式餐饮市场规模及增速	21
图表 38	我国餐饮连锁化率	21
图表 39	我国外卖市场规模及增速	21
图表 40	我国团餐市场规模及增速	21
图表 41	我国家庭规模（人/户）	22
图表 42	新中产月平均下厨次数（次）	22
图表 43	预制菜消费者画像	22
图表 44	预制菜行业主要参与者	23
图表 45	公司预制菜三路并进	25
图表 46	冻品先生产品矩阵	25
图表 47	安井小厨产品矩阵	26
图表 48	冻品先生门店陈列	26
图表 49	邀请苏炳添为安井健康大使	26
图表 50	安井小厨和冻品先生的主要区别	27
图表 51	公司对新宏业及新柳伍收购进展情况	27
图表 52	分项业务收入预测	28
图表 53	相对估值分析	28

一、公司核心竞争优势：管理+渠道+产能，铸就龙头护城河

1.1 安井食品：二十载坚守，成就速冻食品行业龙头

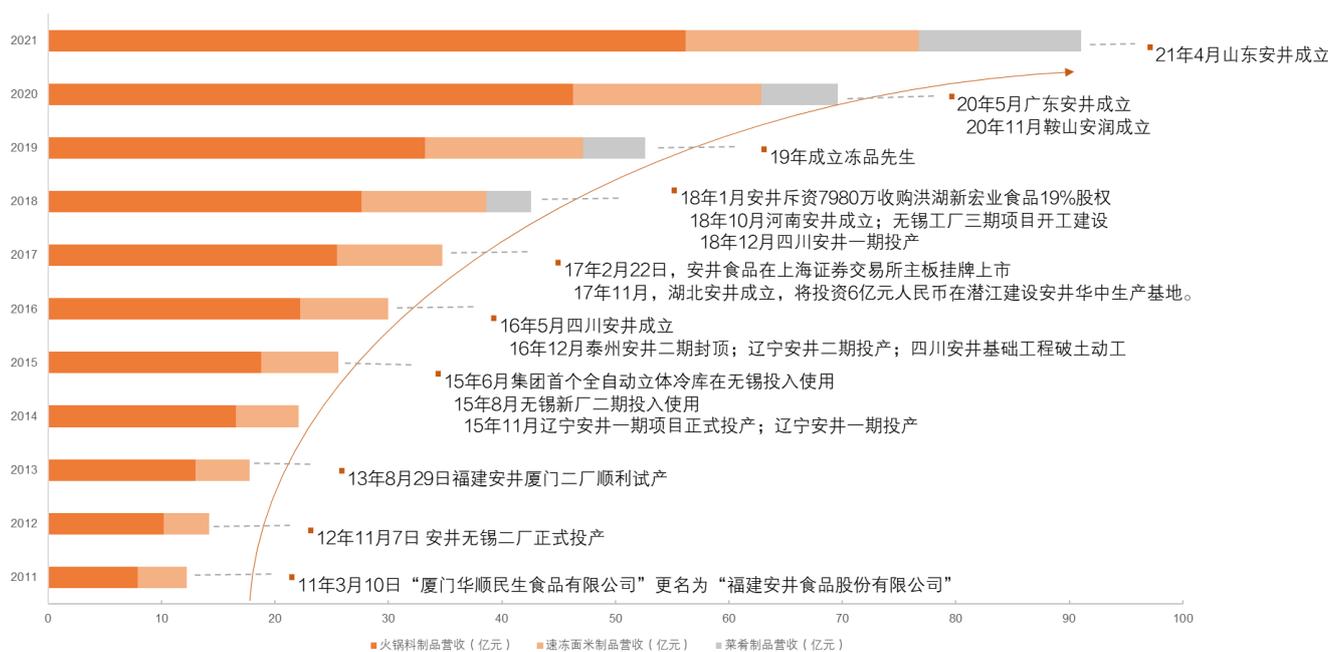
深耕二十余载，铸就行业龙头。安井食品主要从事速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售，产品线丰富。公司以鱼糜制品起家，已发展二十余载，其管理、渠道和产能均处于行业领先地位，已形成了以华东地区为中心并辐射全国的营销网络，逐渐发展为国内极具影响力和知名度的速冻食品企业。

第一阶段（2001至2010年）：创立之初，稳扎稳打，聚焦产品。公司前身为厦门华顺民生食品有限公司，成立于2001年12月。公司聚焦速冻火锅料制品及速冻面米制品的生产和研发，逐步建成华南、华东地区最大的速冻食品生产基地，获“厦门优质品牌”、“江苏省农业科技型企业”等荣誉称号。

第二阶段（2011至2016年）：实现双剑合璧，产能不断扩张。公司于2011年3月正式更名为“福建安井食品股份有限公司”。2016年提出“双剑合璧，餐饮发力”的经营战略，以火锅料为主，面米为辅，不断提升产品品质与知名度。公司持续扩张产能，在厦门和无锡持续投入工厂二期建设，并在辽宁、四川、泰州等地建设新生产基地。

第三阶段（2017至今）：提出三路并进，布局预制菜肴领域。公司于2017年2月在上海证券交易所主板挂牌上市，2018年提出“三剑合璧，餐饮发力”的经营策略，开始布局预制菜领域。2021年提出“双剑合璧，三路并进”的经营策略，通过“自产+贴牌+并购”大力发展菜肴类业务。

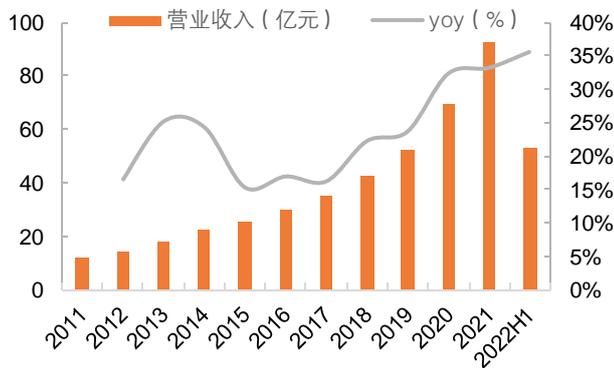
图表1 安井食品发展历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

稳扎稳打，业绩保持高速增长。安井食品盈利能力稳定，成长速度一直位居行业领先地位。公司营收从2012年的14.27亿元增长至2021年的92.72亿元，CARG达23.11%；归母净利润从2012年的0.95亿元增长至2021年的6.82亿元，CARG达24.49%。2022H1虽受全国疫情影响，但公司依然取得亮眼的业绩，实现营收52.75亿元，同比增长35.47%；归母净利润4.53亿元，同比增长30.35%。

图表2 近年来公司营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

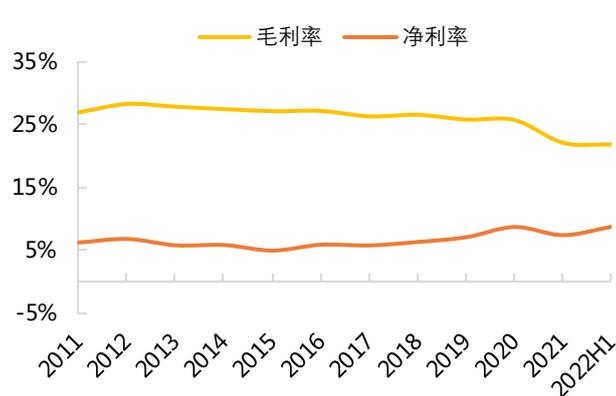
图表3 近年来公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

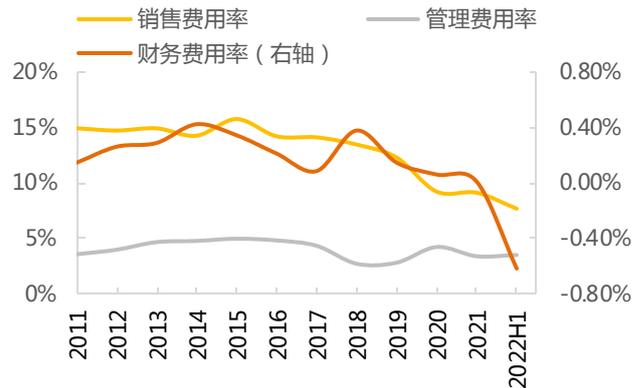
毛利率及净利率长期稳定，费用率优化贡献业绩弹性。公司毛利率长期稳定在 25%以上，2021 年小幅下滑至 22.21%，主要受会计准则、工资成本、生产投入、运费增加等因素影响，另外冻品先生及新宏业毛利率低于公司原主营业务，并表后亦对整体毛利率造成影响。近年来公司期间费用率呈下降趋势，尤其是销售费用率从 2012 年的 14.68% 下降至 2021 年的 9.15%，充分体现规模效应下的效率提升。费用率的不断优化推动公司盈利能力提升，公司净利率从 2012 年的 6.81% 逐步提升至 2021 年的 7.41%，长期保持稳中有升。

图表4 近年来公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

图表5 近年来公司费用率变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所（注：2018 年起管理费用率口径变化，单列研发费用率）

产品矩阵完整丰富，新品持续推出。公司主营业务分为速冻火锅料制品（主要为速冻鱼糜制品和速冻肉制品）、速冻面米制品和速冻菜肴制品三大类，其中火锅料制品包括包馅类、丸类、片类仿蟹类、油炸类、肠类、烧烤类等，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。面米制品包括手抓饼、烧麦等主食系列；红糖馒头、发糕等发面产品以及传统汤圆、水饺。菜肴制品包括油炸品类、豆制品类、蛋饺类、调理品类等，2019 年成立“冻品先生”，以“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，新领域的拓展值得期待。

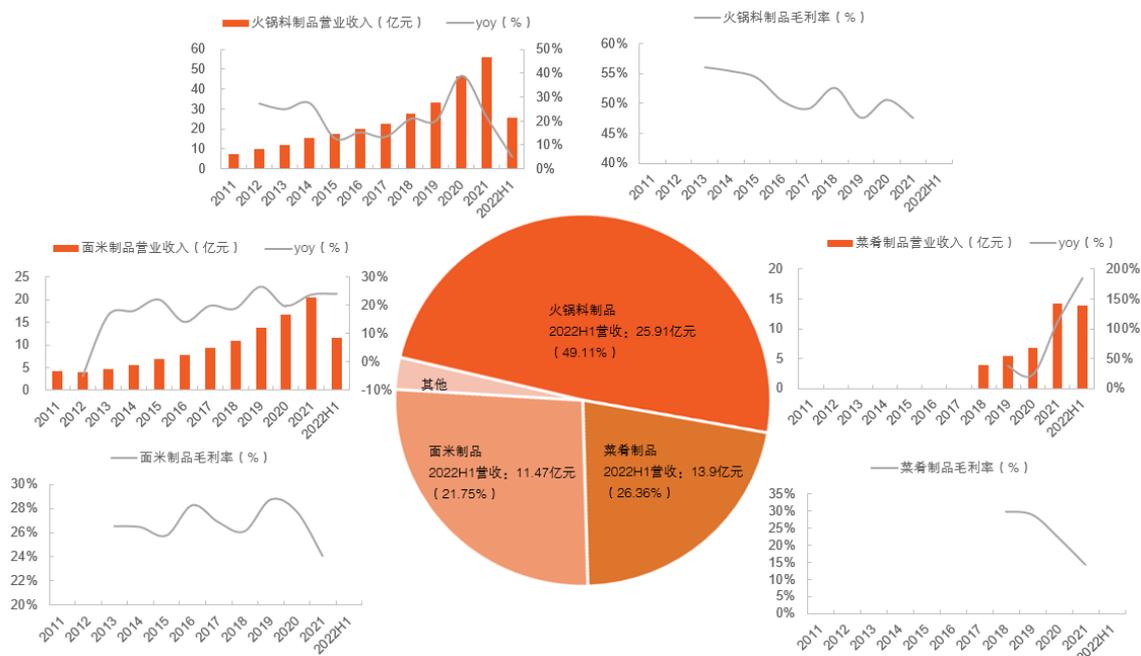
图表6 主营业务及产品矩阵



资料来源：公司公告，平安证券研究所

主业经营稳健，菜肴制品收入占比不断提升。2018 年之前，公司按照“火锅料为主，面米制品为辅”的思路开展业务，二者比例稳定在 7:3 左右。2018 年公司切入预制菜肴领域，提出“双剑合璧、三路并进”的经营策略。22H1 火锅料制品实现营收 25.91 亿元，占比 49.11%；面米制品实现营收 11.47 亿元，占比 21.75%。得益于公司主业带来的品牌和渠道方面的赋能，预制菜肴业务发展迅速，22H1 菜肴制品实现营收 13.90 亿元，占比快速提升至 26.36%。

图表7 分产品的营业收入及增速、营收占比情况、毛利率变化情况

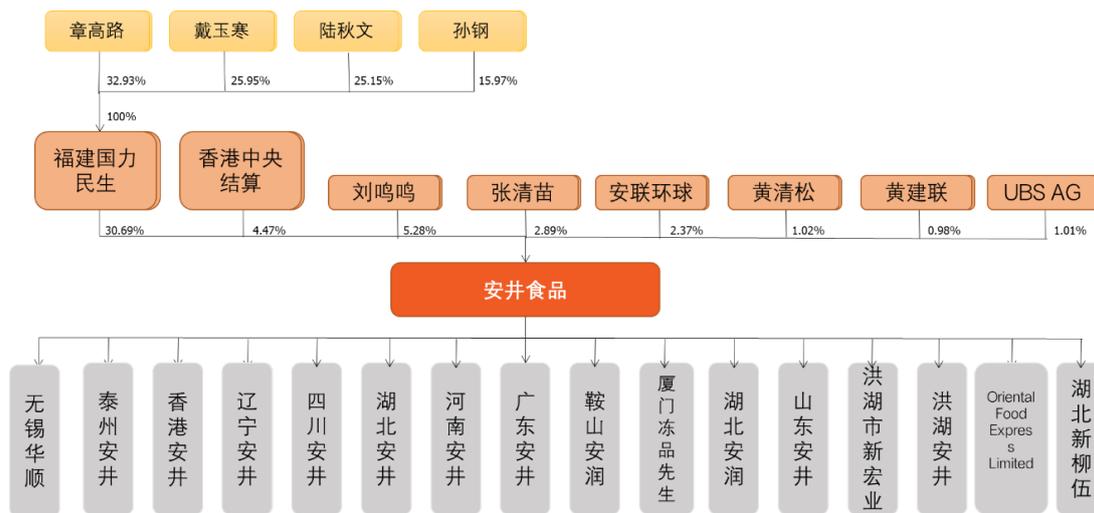


资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

1.2 核心竞争优势一：管理层优质专业，股权激励提升凝聚力

股权结构清晰，控制权与经营权分离。根据 2022H1 数据，公司第一大股东为福建国力民生，持股 30.69%，实际控制人为章高路。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。公司 6 名高管合计持股比例达 10.27%，其中董事长刘鸣鸣、总经理张清苗、副总经理黄清松、黄建联、财务总监唐奕、董事会秘书梁晨持股比例分别为 5.28%、2.89%、1.02%、0.98%、0.05%和 0.05%。

图表8 公司股权结构图（持股比例为 2022 年中报数据）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

专业优质的职业经理人担任公司高管，管理层长期稳定。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，自公司成立至今核心管理人员稳定无变动，团队经验丰富，优质专业，是公司长治久安的基石。

图表9 公司高管简介及持股情况

姓名	职务	最新持股比例	个人介绍
刘鸣鸣	董事、董事长	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，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	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”。
黄建联	副总经理	0.98%	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。
黄清松	副总经理	1.02%	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。

唐奕	财务总监	0.05%	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	0.05%	男，1983年出生，中国籍,无境外居留权,法学硕士，历任安井食品集团股份有限公司管理部经理、证券部经理,现任安井食品董事会秘书、党支部书记、工会主席，厦门市海沧区政协委员，欣贺股份有限公司独立董事候选人。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

实施股权激励计划，深度绑定核心团队利益。为提高高管骨干积极性及经营效率，公司于2019年11月首次实施股权激励计划，共向核心管理层（张清苗、梁晨、唐奕）和中层管理人员及生产、技术、营销骨干（226人）授予了631万股限制性股票，授予价格为每股26.97元。2020年7月，向中层管理人员及生产、技术、营销骨干（26人）授予预留30万股限制性股票。股权激励计划制定的考核目标换算为当年营收增速后，2019-2021年分别不低于18%/14%/10%，均已超额完成目标。高管与核心骨干积极性有效调动，绑定利益长期共同成长。

图表10 股权激励计划授予对象及解除限售条件

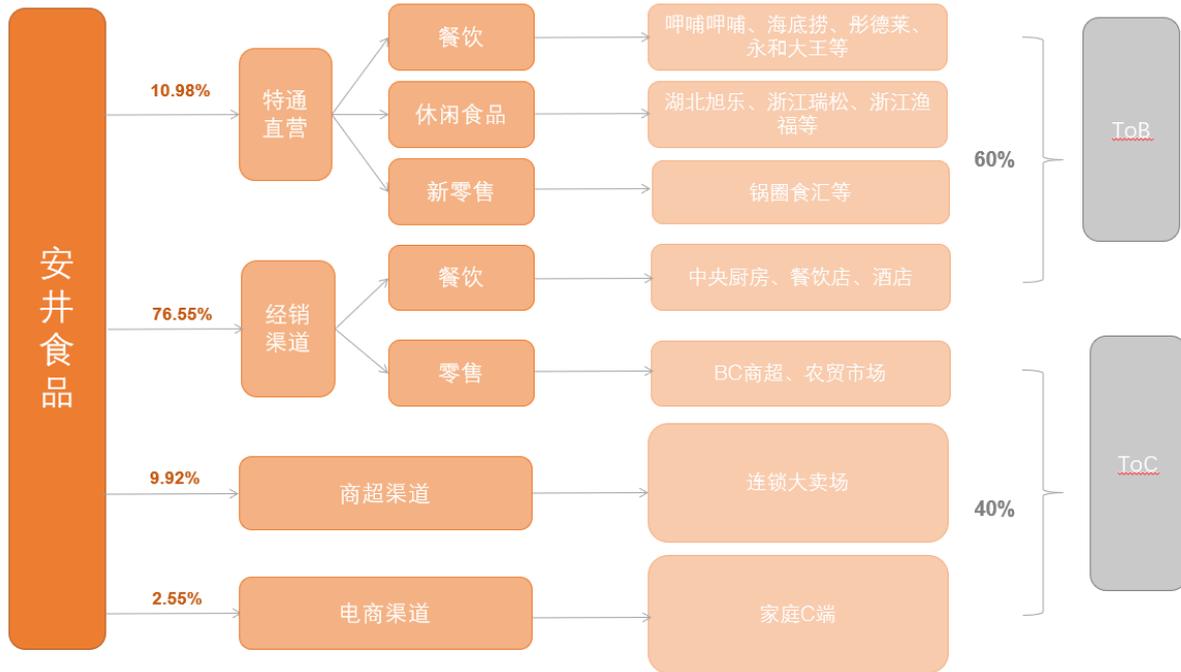
首次实施公告日	激励方式	授予价格	解除限售条件	实际增速	
2019年11月	限制性股票	每股26.97元	2019年营收不低于50.26亿元 (增速不低于18%)	23.66%	
			2019-2020年累计营收不低于107.75亿元 (增速不低于14%)	32.25%	
			2019-2021年累计营收不低于170.79亿元 (增速不低于10%)	33.12%	
授予时间	授予对象	职务	获授数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占计划公告日股本总额的比例
2019年11月	张清苗	董事长、总经理	54	8.56%	0.23%
	梁晨	董事会秘书	15	2.38%	0.07%
	唐奕	财务总监	15	2.38%	0.07%
	中层管理人员及生产、技术、营销骨干(226人)		547	86.68%	2.38%
	合计		631	100.00%	2.75%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 核心竞争优势二：BC 兼顾，优质忠诚的经销商构筑渠道壁垒

BC 兼顾，全渠发力。公司实施全渠道的销售策略，到 2022 上半年经销商渠道、商超渠道、特通直营渠道、电商渠道营收占比分别为 76.55%/9.92%/10.98%/2.55%，其中经销商渠道是公司最主要的销售渠道。2020 年初在疫情影响下，B 端餐饮严重受损，C 端火锅料及面食制品需求激增。公司顺势而为，渠道策略从 2018 年的“餐饮流通为主，商超电商为辅”迅速转变为“BC 兼顾，双轮驱动”，将 BC 端占比从 2018 年的 7: 3 调整为 2020 年的 6: 4，拉动 2020 年营收高速增长。公司当前秉承“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，继续加大渠道开发。

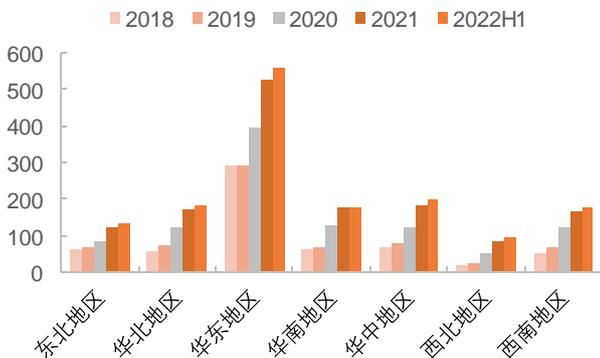
图表11 公司坚持全渠道的销售策略



资料来源：公司公告，平安证券研究所（注：渠道占比为2022年中报数据）

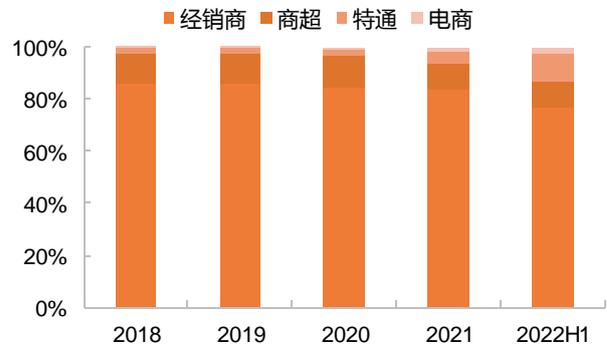
优质经销商覆盖全国，长期稳定。多年积累的优质经销商资源，为公司构筑极强的渠道壁垒，近年来经销商渠道收入占比一直维持在 75% 以上，是公司最主要且量级最大的渠道。公司经销商覆盖全国，2022H1 全国经销商数量合计 1752 家。其中，华东地区经销商最为集中，2022H1 为 558 家，占比达 31.85%。

图表12 公司全国经销商数量变化



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

图表13 公司销售渠道营业收入占比变化

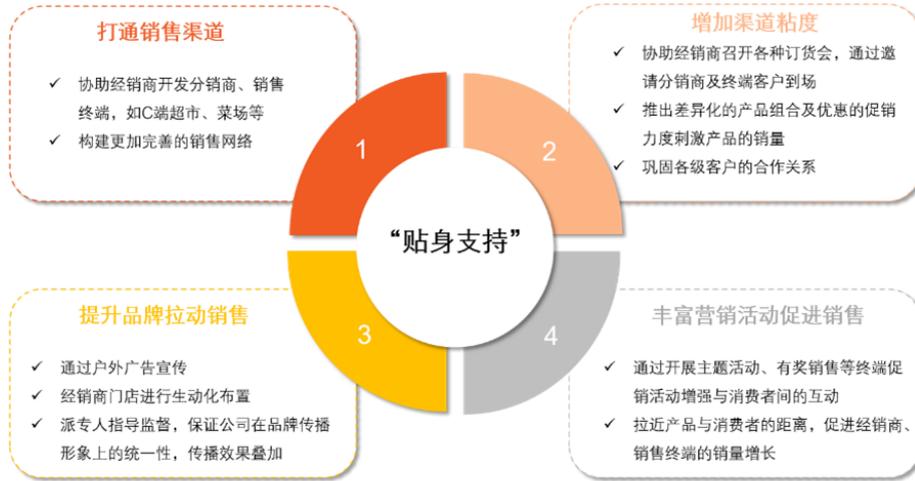


资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

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) 打通销售渠道的支持；2) 增加渠道粘度的支持；3) 提升品牌拉动销售的支持；4) 丰富营销活动促进销售的支持。

图表14 贴身支持的经销商策略



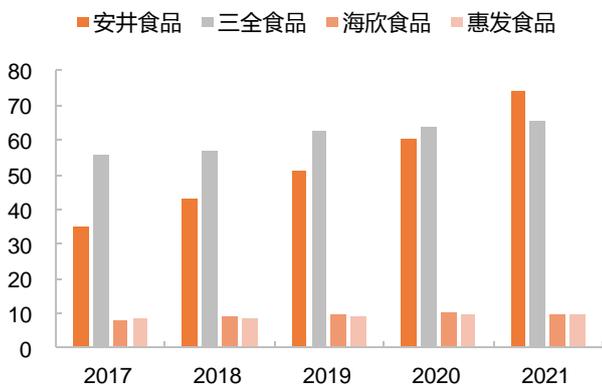
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.4 核心竞争优势三：产能扩张领先，规模经济带来成本优势

产量行业第一，产能利用率长期超 100%。公司产能扩张领先，早在 2013 年产量就超过海欣食品和惠发食品，在 2021 年以 74.18 万吨的实际产量一举超过了三全食品，跃升为行业产量第一。公司 2017-2021 年设计产能稳步增长，2021 年达到 75.28 万吨。产能利用率长期超过 100%，产能扩张有效解决公司产能不足问题，2021 年产能利用率为 98.55%。

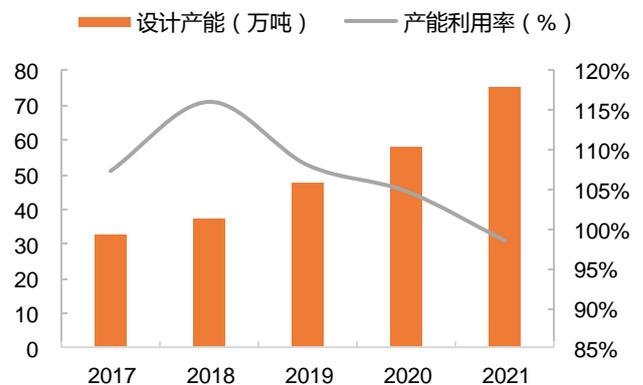
全国化产能布局，规模优势凸显。对于重资产的速冻食品行业，进行产能扩建是提升市场份额的基础，同时也是实现规模经济，增强成本优势的关键。近年来，公司持续推进以“销地产”模式布局新工厂，即某区域销售体量达到一定规模后就地布局建厂，使得运费成本下降，市场反应提速，进一步强化了规模效应。公司建立以华东为核心，辐射全国的生产基地布局。当前公司共计拥有 11 大生产基地，在建及投产项目 30 个，不断建设新基地、升级旧基地，支撑保障公司产量，缓解旺季时的供不应求。

图表15 公司产量与同行对比（万吨）



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

图表16 公司产能及产能利用率



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

定增募资扩建产能，规模优势进一步强化。公司 2021 年通过定增继续募资扩建产能，募资新增产能达 76.25 万吨（其中扩建共 71.3 万吨产能，技术改造升级 4.95 万吨），加上在建产能及已投产产能，总设计产能达 182.25 万吨。在 21 年募资新增产能中，预制菜新增产能共计 10.5 万吨，推动预制菜产业布局。积极扩建产能为公司的成长提供坚实保障，带来规模效应，增强公司竞争优势。

图表 17 公司产能全国布局规划表

地区	项目	投产日期	设计产能(万吨)	地区	项目	投产日期	设计产能(万吨)
山东	山东生产基地项目一期	2022 年底	20	辽宁	辽宁技改项目	2025 年	2
	山东生产基地项目二期	2023 年		厦门	厦门一厂	早期(总厂)	7
	山东生产基地项目三期	2025 年			厦门二厂	2013 年	5
泰州	泰州一厂	2013 年	8		湖北	面点车间	2018 年
	泰州二厂	2017 年底	8	厦门三厂		2022 年	8.5
	泰州三厂(2021 年定增)	2024 年	10	四川		四川一期	2018 年底
	泰州技改项目(2021 年定增)	2025 年	0.45		四川二期	2021 年	9
无锡	晓星工厂一期	2005 年	6		四川三期	2022 年	
	晓星工厂二期	2013 年			技改项目	2024 年	
	晓星工厂三期	2015 年 9 月	4.5	广东	华中厂一期	2020 年 8 月	10
	晓星工厂新厂(三厂)	2020 年初	7		华中厂二期	2022 年 5 月	5
辽宁	辽宁一厂	2015 年 11 月	6	河南	华南厂	2023 年	13.3
	辽宁二厂	2016 年 12 月			华北厂一期	2020 年 11 月	5
	辽宁三厂	2021 年投产	4	华北厂二期	2022 年 5 月	5	
	辽宁三期	2024 年	14	河南厂三期	2024 年	14	

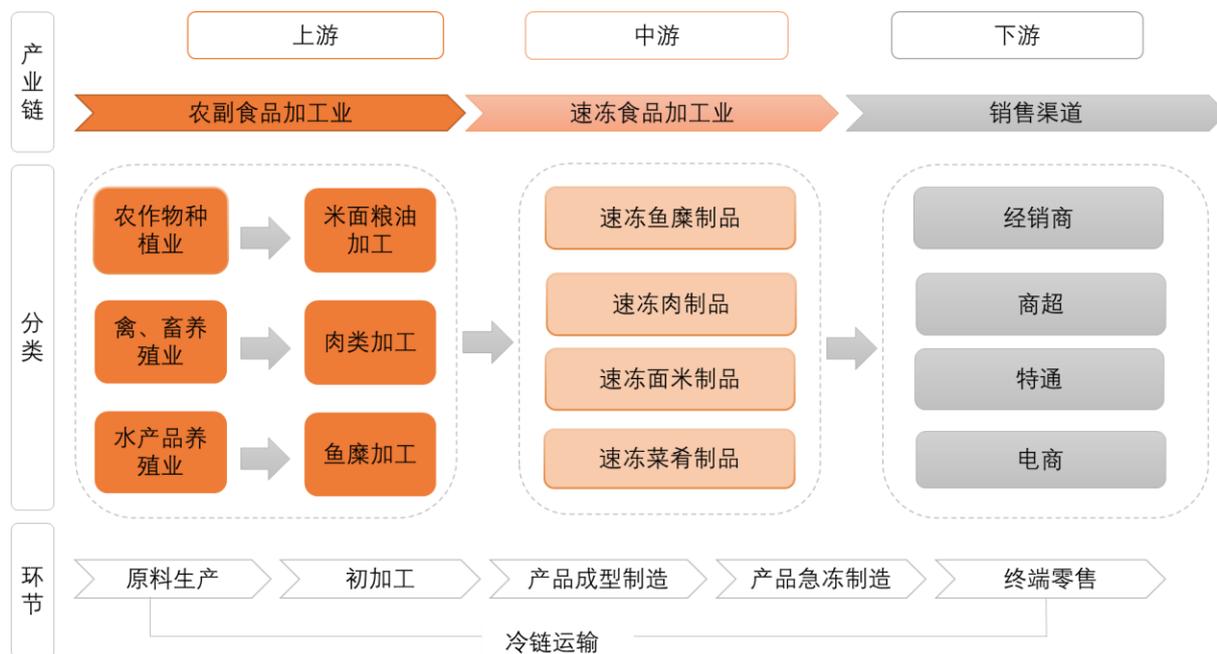
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、传统速冻食品业务：行业景气度仍存，龙头市占率有望提升

2.1 速冻食品行业千亿空间，人均消费量有待提升

速冻食品市场持续扩容，速冻面米为第一大品类。我国速冻食品行业受益冷链运输能力的改善与消费结构升级转型，市场规模高速扩张。据 Frost & Sullivan 数据，2021 年我国速冻食品市场规模达到 1755 亿元，16-21 年市场规模 CAGR 为 10.71%。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。从市场结构占比情况来看，2020 年速冻食品第一大类为速冻面米制品（占比 52.4%），速冻火锅料其次（占比 33.3%），其他速冻食品占比正逐步扩大。

图表18 速冻食品产业链结构图



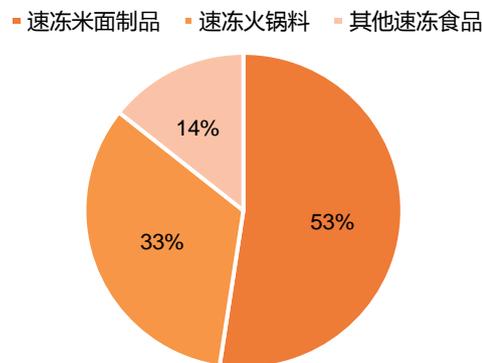
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 我国速冻食品市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

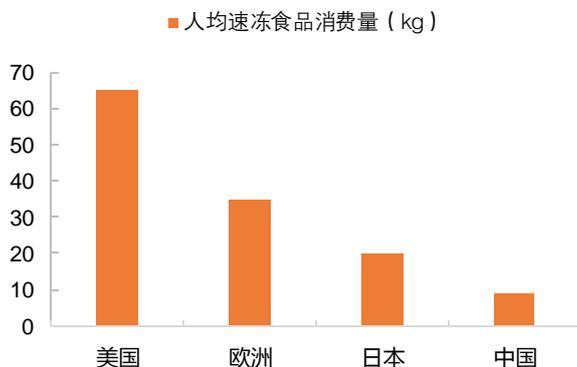
图表20 2020年我国速冻食品行业细分品类占比



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

对比成熟市场，我国速冻食品人均消费量提升空间大。根据艾媒咨询，2019年我国人均速冻食品消费量为9kg，远低于美国65kg、欧洲35kg、日本20kg的人均水平。相比发达国家，我国速冻食品行业起步较晚，人均消费量提升空间较大。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，国内速冻食品的产品结构将不断优化，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21 我国人均速冻食品消费量与发达国家对比



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

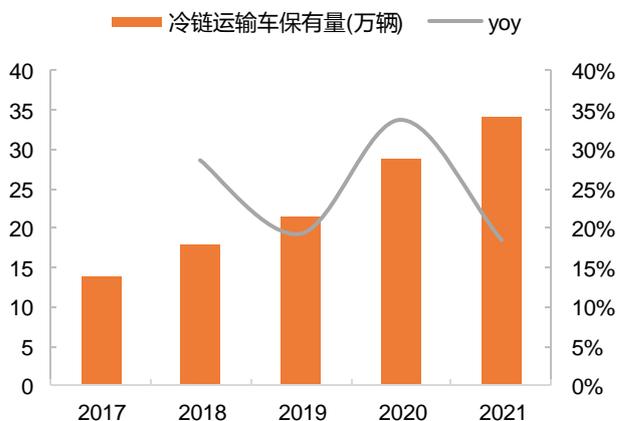
冷链物流体系的发展，为速冻食品行业扩容保驾护航。为保证速冻食品的鲜度，在速冻食品的制造、运输、存货以及销售等各个环节都需要低温环境和冷链的参与。长期以来，落后于日本、美国的冷链体系已经成为了速冻食品迅速扩张的桎梏。近年来国家大力发展冷链运输基础设施建设，我国冷库建设与冷藏运输车制造业得到了长足的进步。2021 年我国冷库容量规模达到了 7498 万吨，2017-2021 年 CAGR 为 11.9%。同时，冷链运输车保有量规模达到 34 万辆，2017-2021 年 CAGR 为 24.8%，冷链运输产业的快速发展为我国速冻食品行业扩容提供坚实的基础。

图表22 我国冷库容量规模变化



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

图表23 我国冷链运输车保有量变化

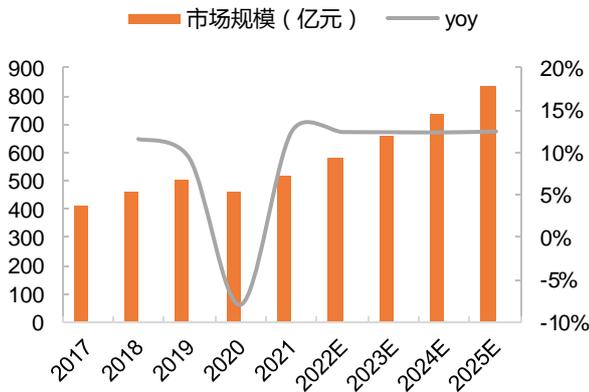


资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

2.1.1 速冻火锅料制品随火锅行业持续扩容，高端化成为趋势

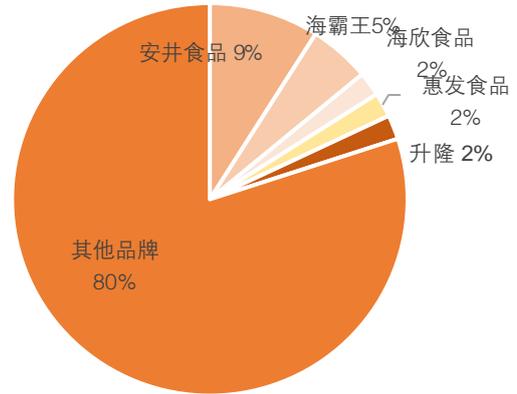
速冻火锅料行业稳定增长，龙头集中度有望提升。根据 Frost & Sullivan 数据，2021 年我国速冻火锅料市场规模约 520 亿元。我国火锅餐饮市场规模 2021-2025 年 CAGR 为 13.0%，速冻火锅料作为餐饮市场原料，其渗透率有望进一步提升，2021-2025 年增速为 10%-15%，预计速冻火锅料市场 2025 年规模或达到 744 亿元-929 亿元。另外，火锅料制品进入门槛较低，大量竞争者涌入导致竞争激烈。火锅料行业素有“南福建，北山东”的格局，市场主要品牌有安井、海霸王、海欣、惠发等。当前市场集中度仍较低，行业 CR5 约 20%，市场空间亟待进一步整合，龙头企业市占率有望提高。

图表24 我国速冻火锅料市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表25 我国速冻火锅料市场竞争格局

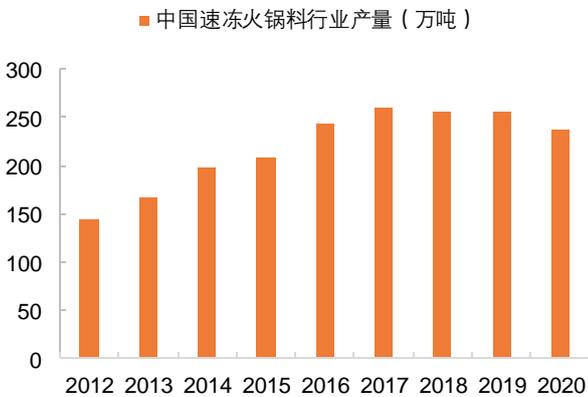


资料来源: 前瞻产业研究院, 平安证券研究所

行业量价齐升, 推动规模增长。从量看, 我国速冻火锅料行业产量稳定增长, 由 2012 年 144.7 万吨增长至 2020 年 238.5 万吨, 8 年 CAGR 为 6.4%。从价看, 我国速冻火锅料均价由 2012 年 1.62 万元/吨提升至 2020 年 2.13 万元/吨, 8 年 CAGR 为 3.5%。

火锅行业持续扩容, 带动火锅料制品蓬勃向上。火锅已成为我国餐饮业的第一大品类, 2021 年我国火锅行业市场规模达到 4998 亿元, 预计 2025 年市场规模将达到 6689 亿元。除 2020 年受疫情影响增速下降, 火锅行业的市场规模一直保持稳定增长。相比与其它餐饮行业, 火锅餐饮行业更容易实现规模化、标准化, 为火锅场景提供食材的速冻火锅料制品, 有望随火锅行业扩容而实现长足发展。

图表26 我国速冻火锅料产量



资料来源: 智研咨询, 平安证券研究所

图表27 我国火锅市场规模及增速



资料来源: 智研咨询, 平安证券研究所

伴随消费升级, 火锅料产品走向高端化。随着近年来的消费升级趋势, 消费者更注重追寻健康化和品质化, 高端化成为火锅料发展的新趋势。各龙头企业纷纷布局高端化产品, 例如安井食品推出了高端品牌“丸之尊”、海欣食品收购“鱼极”品牌, 希望在竞争日益白热化的市场中脱颖而出。

图表28 头部速冻火锅料企业推出的高端化产品

	品牌名称	主要产品	主要产品价格 (元/100g)	图例
安井食品	丸之尊	虾滑、芝士包、潮汕牛肉丸、龙虾味球、鱼籽包、鱼豆腐	芝士包——13.1	
			龙虾味球——12.5	
海欣食品	鱼极	龙虾球、蟹味棒、鱼子虾滑、鱼子福袋、芝士宝、鳕鱼豆腐、撒尿牛肉丸	芝士宝——14.8	
			龙虾球——14.7	
海霸王	鑫宴	虾饼、芝士包、蟹味宝鱼籽包、鱼籽鱼豆腐、龙虾风味球、虾滑	芝士包——13.2	
			龙虾球——13.1	

资料来源：公司公告，淘宝，平安证券研究所

2.1.2 速冻面米制品处于行业成熟阶段，差异化成为新的增长点

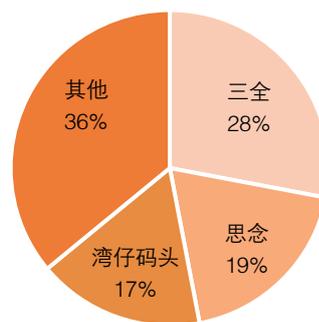
速冻面米制品行业发展成熟，市场集中度较高。速冻面米市场在中国发展时间较长，当前已处于行业成熟阶段。2021年我国速冻面米市场规模已稳步增长到782亿元，预计到2025年市场规模将突破千亿。从竞争格局角度看，速冻面米市场集中度较高，已形成三全食品、思念、湾仔码头“三足鼎立”的局面，行业CR3达到64%。C端市场壁垒较高，龙头消费者认知已建立且商超渠道进入门槛高，小企业难进入；B端需通过渠道开拓打开市场，依靠产品的差异化开拓新的增长点。

图表29 我国速冻面米市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

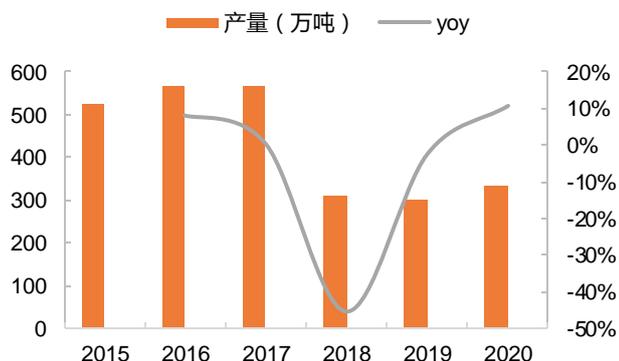
图表30 我国速冻面米市场竞争格局



资料来源：欧睿咨询，平安证券研究所

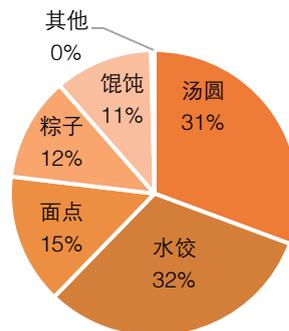
速冻面米制品产量增速放缓。从产量来看，我国速冻面米制品产量增速放缓，2018起下降明显是由于口径和数据来源切换所致。2020年在疫情催化下，C端需求回升带动速冻面米制品产量增长，全年实现速冻米面产量334.3万吨，同比增长10.6%。

图表31 我国速冻面米制品产量



资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

图表32 我国速冻面米市场产品结构



资料来源：华经产业研究院，平安证券研究所

传统速冻面米制品发展成熟，新兴面点正处于成长期。我国速冻面米市场中汤圆、饺子等传统面米制品占主导，占比超 60%，新兴面点仅占 15%。传统面点行业已进入发展成熟阶段，新兴面点仍处于快速成长期，未来品类不断扩充，将进一步推动行业规模扩大，有望成为行业新增长点。相较于传统面米制品的偏主食类消费场景，新型面点的消费场景更加广阔，如点心、小吃以及早餐等。龙头企业通过布局新型面点品类，拓展多元化消费场景。安井食品、三全食品 and 广州酒家都在小笼包、烧卖等新型面点领域进行创新，差异化有助于速冻面米行业实现新一轮的增长。

图表33 头部企业推出的新兴面点产品



资料来源：公司公告，安井食品官网，三全食品官网，广州酒家官网，平安证券研究所

2.2 打造全渠道大单品，“产地研”模式持续推出新品

大单品战略聚焦资源，带动销售规模扩大。由于消费者习惯和口味变化快，速冻食品生命周期具有很大的不确定性，而具有全渠道大单品特征的产品普遍生命周期更长，能带来更大的规模效应。新品推广上，安井食品坚持每年集中全部资源聚焦培养 3-5 个“战略大单品”，逐步形成产品矩阵。2020 年，公司前十大单品占营收占比为 42.5%，大单品战略效果显著。
 定位“高质中高价”，提升产品性价比。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，使产品相较竞品更具性价比。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。

注重产品创新研发，推行“产地研”策略。公司拥有国家重点实验室和国家企业技术中心，并与多所高校、科研院所建立产学研关系，技术创新能力领先行业。公司坚持“产地研”模式，各生产基地根据不同区域市场的饮食习惯，每年推出 1-3 个区域新品。市场反响好的可以推广到全国，确保新品批量密集上市，推动企业可持续增长。

图表34 安井食品推出新产品时间线



资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

三、 预制菜业务：万亿赛道炙手可热，速冻老兵舍我其谁

3.1 预制菜行业正处竞争蓝海，发展空间广阔

预制菜概念广泛，主要分为四类。预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料或食品添加剂，经过分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味等工艺加工后可直接进行烹饪或食用的菜品，一般需要在冷链条件下进行储存、运输及销售。依据对原料加工的深浅程度以及食用的方便性，预制菜可分为四类：即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品。

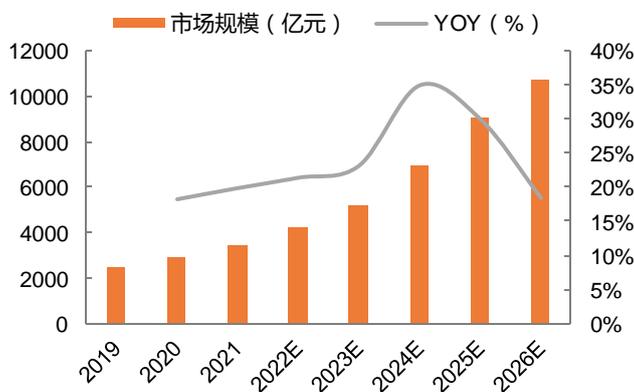
图表35 预制菜的分类及主要代表产品



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

行业发展万亿级空间，人均消费量亟待提升。艾媒咨询数据显示，2021年中国预制菜市场规模为3459亿元，同比增长19.8%，预计未来中国预制菜市场保持较高的增长速度，2026年预制菜市场规模将达10720亿。从人均消费量角度，2021年我国人均预制菜消费量仅为8.9KG，远低于日本23.59KG，提升空间较大。

图表36 我国预制菜市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

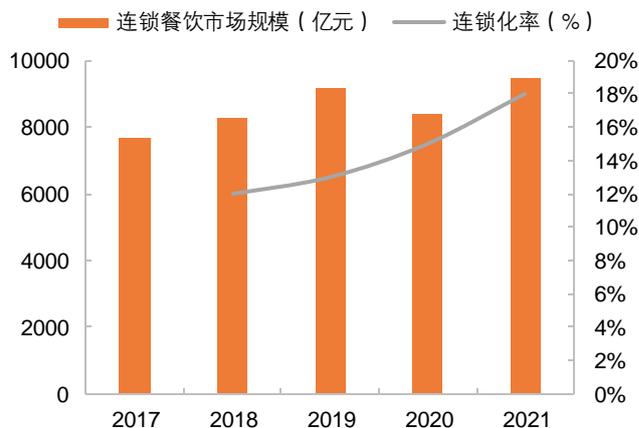
中式餐饮市场规模大，连锁化进程加快。根据艾媒咨询，2017年中式餐饮业市场规模为3.96万亿元，2021年则达到了4.69万亿元，CAGR为4.29%，预计2023年市场规模将达到5.19万亿元。根据《2021年中国连锁餐饮行业报告》，2018年国内餐饮市场连锁化率为12%，2021年提升至18%。连锁店的标准化对出菜速度、菜品品质稳定性需求将显著促进预制菜渗透率提升。

图表37 中式餐饮市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

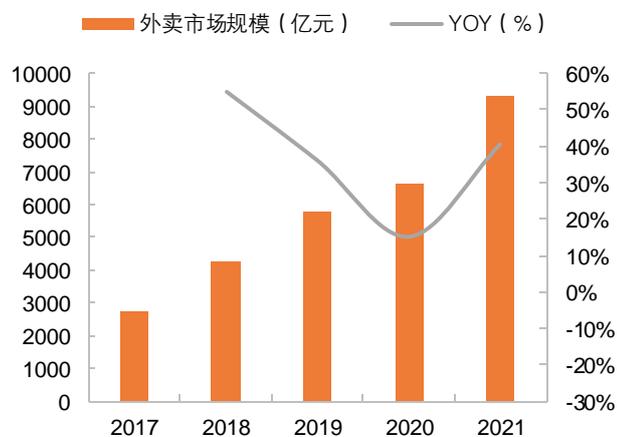
图表38 我国餐饮连锁化率



资料来源：中国连锁经营协会，平安证券研究所

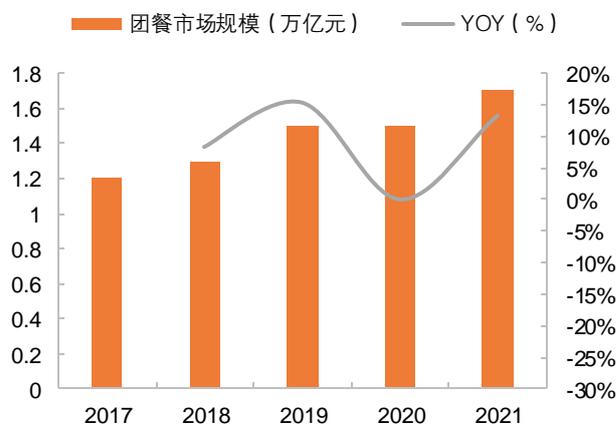
外卖和团餐市场发展迅速，B端降本增效需求大。庞大的用户需求带动中国外卖市场飞速发展，根据艾媒咨询，2021年我国在线外卖行业市场规模达9340亿元，同比增长41%，预计未来将继续保持增长趋势。中国团餐具备稳定的客户群体，2020年在校人数和城镇就业人数总计约7.5亿人。2021年中国团餐市场规模为1.7万亿元，随着团餐多样化发展和行业服务、技术的升级，预估保持10%的增速，2023年或达到2.06万亿元。随着预制菜降本增效优势凸显，外卖和团餐市场巨大的需求将带动预制菜规模加速增长。

图表39 我国外卖市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

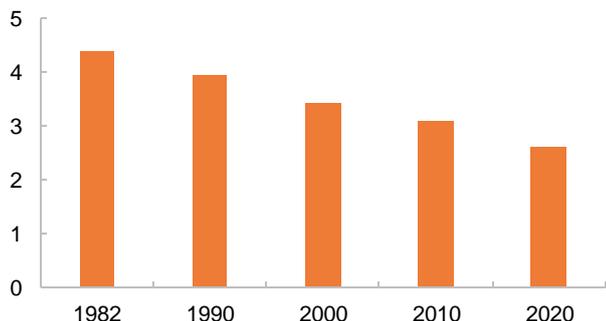
图表40 我国团餐市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

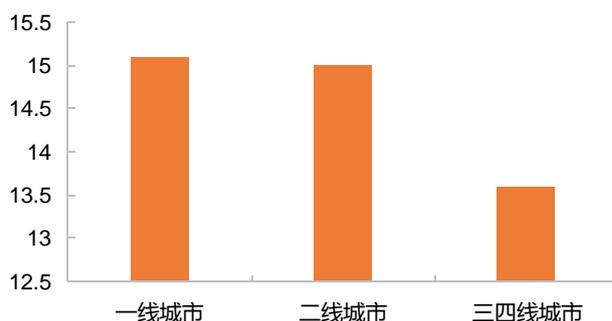
社会结构变化驱动C端市场快速扩容，疫情加速渗透率提升。1982年我国家庭规模为4.41人/户，至2020年下降到2.62人/户，一家三口的结构被打破。一线城市的新中产群体每个月下厨的次数仅15.1次，平均每2天才下厨一次，年轻人没有足够的时间，也没有足够的精力准备复杂的食材进行备菜、烹饪。预制菜或成为小型化家庭消费者对简单化、便捷化一日三餐需求的绝佳解决方案。另外，疫情影响堂食消费场景，速冻食品健康、卫生、便捷的特点被快速普及，加速C端预制菜渗透率提升。

图表41 我国家庭规模(人/户)



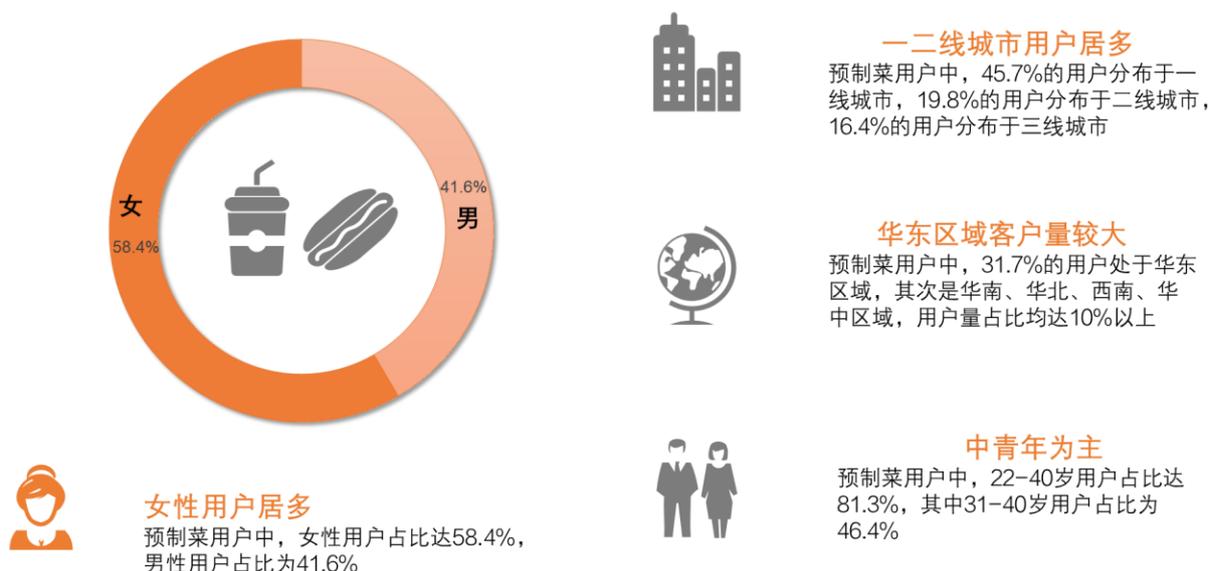
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 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, 平安证券研究所

图表43 预制菜消费者画像



资料来源: 艾媒咨询, 平安证券研究所

产业链各环节龙头纷纷布局, 企业机遇与挑战并存。当前预制菜行业参与者主要分为五大类: 1) 上游农牧水产企业, 具备原材料优势和规模化生产能力, B 端渠道基础稳定。2) 传统速冻食品企业, 具备技术和供应链优势, 多年深耕品牌美誉度高。3) 专业预制菜企业, 生产技术和产品研发能力优势显著, 产品面向 B 端, 终端知名度有限。4) 餐饮行业, 线下门店直达消费者, 对口味偏好敏感度高, 可通过中央厨房实现连锁化。5) 零售企业, 仓储运输优势大, 但预制菜能力不足。

图表44 预制菜行业主要参与者

分类	代表企业	产品品类	渠道结构	业务体量（2021年）
上游农牧水产企业	双汇发展	丸子、酥肉、蒜香排骨、东坡肉等	直销占比 18.47%，经销占比 81.53%（线上+线下）	营收 666.82 亿元，包装肉制品 273.50 亿元，生鲜产品 390.72 亿元
	龙大美食	“青青小厨”系列，泡菜五花肉、猪肚鸡、飘香猪软骨等	经销渠道为主，占比 75.64%，直营渠道占比 24.36%	营收 195.10 亿元，其中预制菜 11.82 亿元，熟食制品 3.60 亿元
	圣农发展	为麦当劳、德克士、汉堡王等供应的鸡肉制品、灌肠类、火锅料类等	BC 端全覆盖，2021 年线上和新零售的销售收入占比超过 50%	营收 144.78 亿元，其中家禽饲养加工 89.28 亿元，食品加工板块 46.46 亿元
	国联水产	以预制菜为主的精深加工类、初加工类、全球海产精选类	餐饮重客渠道，国际业务、分销渠道、电商、商超	营收 44.74 亿元，其中预制菜 8.41 亿元
传统速冻食品企业	安井食品	面米制品、肉制品、鱼糜制品、菜肴制品、农副产品	BC 兼顾，有经销商、商超、特通直营、电商等渠道	营收 92.72 亿元、其中面米制品 20.54 亿元，肉制品 21.42 亿元，鱼糜制品 34.78 亿元，菜肴制品 14.29 亿元
	三全食品	速冻米面制品、速冻调制食品、冷藏短保类制品	经销为主，同时有直营、直营电商	营收 69.43 亿元，速冻米面制品 60.32 亿元，速冻调制食品 7.46 亿元，冷藏及短保类 1.23 亿元
	千味央厨	向餐饮企业提供速冻米面制品，如油条等	重心在 B 端，向肯德基、必胜客、华莱士等商家提供预制产品	营收 12.74 亿元，其中菜肴及其他 1.30 亿元，占比为 10.22%
专业预制菜企业	味知香	牛肉类、水产类、家禽类、小炒类、猪肉类五大产品线	加盟店、经销店、批发渠道、直销及其他、电商渠道	营收 7.64 亿元，预制菜占比 100%
	盖世食品	海洋蔬菜类、营养菌菇类、	定制化生产贴牌销售，自	营收 3.44 亿元，其中调味品

		海洋珍味类、缤纷鱼子类、健康蔬菜类、海藻食材类六大产品线	有品牌销售给大型餐饮企业和食品经销企业，贸易销售	3.13 亿元
餐饮企业	海底捞	锅底类、牛羊肉类、鱼类、菌菇类等	ToC 为主,全球门店 1443 家, 电商、商超等	营收 411.12 亿元, 其中海底捞餐厅经营 396.61 亿元, 外卖业务 7.06 亿元, 调味品及食材销售 6.87 亿元, 其他产品 5747 万元
	广州酒家	“自烹胜大厨系列”, 陈皮鸭、广式咸香鸡、广式靓汤等	经销商、电商、线下连锁门店和社区运营渠道、商超渠道	营收 38.90 亿元, 月饼系列产品 15.21 亿元, 速冻食品 8.48 亿元, 餐饮业 7.25 亿元
	同庆楼	臭鳊鱼、红焖牛肉、松茸菌焖猪手、青椒小海鲜等	线下门店为主, 线上天猫旗舰店	营收 16.08 亿元, 预制菜营收占比 9.98%
零售企业	叮咚买菜	蔬菜类、水果类、肉禽蛋类、海鲜水产类等	自有线上平台	营收 201.21 亿元
	永辉超市		线下实体店零售	营收 910.62 亿元, 生鲜及加工 408.26 亿元

资料来源: 公司公告, 公司官网, 平安证券研究所

3.2 管理、渠道、规模赋能, 速冻老兵舍我其谁

三箭齐发, 快速切入, 打造第二增长曲线。安井食品于 2018 年切入预制菜领域, 2020 年成立冻品先生供应链公司, 2021 年提出“双剑合璧、三路并进”战略布局, 将预制菜肴提升至重要战略地位。2021 年公司菜肴制品营业收入同比增长 112.41%, 第二增长曲线初见成效, 产品综合竞争力有效提升。公司 OEM 贴牌+自产+并购三箭齐发, 三路同时发力模式快速走量打通渠道, 积累预制菜研发、推广各方面经验。利用新基地布局及原有基地的研发优势, 公司有望分阶段、有节奏地不断推出符合市场需求的行业爆品和创新产品。三条路线在产品、渠道、选品上各不相同, 协同发展, 成长确定性强。

图表45 公司预制菜三路并进



资料来源：公司公告，平安证券研究所

“冻品先生” 轻资产模式运营，便于快速切入。冻品先生主要采用 OEM 贴牌的轻资产运营模式，其目的在于保持高效率下的品类增长，进而带动品牌力的提升，同时打造完整产业链。在摸索尝试阶段，实现新品快速放量，沉淀潜力大单品，抢占市场份额。公司立志将冻品先生打造为快手菜代名词以及川湘菜系领军企业，主要包括成品菜、火锅周边、酒店菜、调理肉片系列，已培育出香脆藕盒、黑鱼片、酸菜鱼、天妇罗鱼虾、扇子骨、牛仔骨、水煮牛肉等多款大单品，其中酸菜鱼已成为 2022 上半年冻品先生第一大单品。

图表46 冻品先生产品矩阵



资料来源：安井食品天猫旗舰店，平安证券研究所

安井小厨自研自产为主，聚焦 B 端。安井小厨事业部于 2022 年 5 月正式成立，规划渠道以 B 端为主、C 端为辅，产品主要涉及调理类、蒸炸类产品，目前已陆续推出小酥肉、荷香糯米鸡、炸霞糕等单品。与冻品先生最大的不同是，“安井小厨”产品以自研、自产为主。短期来看，自产模式有利于减少代工费用，提升产品利润率；中长期看来，自产模式有益于加强企业食品安全和原材料成本把控力。

图表47 安井小厨产品矩阵



资料来源：安井食品天猫旗舰店，平安证券研究所

全方位赋能冻品先生，效果显著。1) 渠道端，冻品先生与安井食品渠道高度重合，80%经销商来自安井食品。2020 年冻品先生翻新升级经销老店，探索线下加盟店模式；2021 年升级为快手菜冰柜专区模式，通过往终端投放冰柜，打造快手菜升级形象。专柜为经销商培育新增增长点，同时推动公司自建菜肴渠道。2) 品牌端，公司注重 C 端品牌建设，2021 年邀请运动员苏炳添作为健康大使，携手诠释“更快更好更安心”的品牌理念，塑造产品健康安全、高品质品牌形象。3) 管理端，公司赋予管理团队充分积极性。2021 年安井食品菜肴制品销售收入 14.29 亿元，同增 112.41%，冻品先生实现收入 3 亿元，利润 1000 万元，预制菜布局成效显著。

图表48 冻品先生门店陈列



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表49 邀请苏炳添为安井健康大使



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表50 安井小厨和冻品先生的主要区别

品牌	生产方式	渠道	特点	优势	产品
冻品先生	OEM 贴牌	C 端为主、BC 兼顾	先试先行策略下，产品快速上新放量，实现销量爆发式增长，强势抢占市场份额	轻资产模式，低试错成本，高效品类增长	针对 C 端的产品将近 40 个 SKU，如酸菜鱼、水煮牛肉、小炒牛肉等；针对 B 端的流通大单品有藕盒、茄盒等；火锅周边食材
安井小厨	自产为主	B 端为主、BC 兼顾	凭借自产成本优势，弥补 B 端加价能力不足问题	原料成本把控，食品安全保障	点心类菜肴、以油炸调理为主的流通大单品

资料来源：公司公告，平安证券研究所

并购模式，开启水产类菜肴布局。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。公司积极布局上游，先后收购上游鱼糜供应商新宏业和新柳伍，两家企业主营除了淡水鱼浆的供应，还涉及小龙虾的初加工与深加工，以及虾尾、虾粉的综合利用。公司通过收购整合，一方面能保障上游原材料鱼浆供应，加强对原材料成本和质量的把控，另一方面能迅速扩张水产类菜肴产能，提升在小龙虾领域的市场占有率。

图表51 公司对新宏业及新柳伍收购进展情况

公司名称	收购时间	当前收购股权比例	收购金额	历史业绩	业绩承诺
新宏业	2021 年 6 月	90%	7.17 亿元	2018-2020 年，该公司营收分别为 6.49 亿元、9.24 亿元、9.37 亿元，净利润分别为 7969 万元、8483 万元、6934 万元。	承诺 2021/2022/2023 年规范净利润不低于 0.73/0.8/0.9 亿元
新柳伍	2022 年 5 月	40% (第二步收购完成后将达 70%)	6.44 亿元	2021 年度公司营收为 8.23 亿元，净利润为 6025.68 万元。	承诺 2022/2023/2024 年规范净利润不低于 0.7/0.8/0.9 亿元

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

盈利预测与投资建议：公司占据 B 端速冻食品高成长赛道，优质的管理层、稳定的经销商和不断积累的规模优势共筑龙头壁垒，看好其在预制菜肴领域的持续发力。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.05/12.70/16.00 亿元，同比增长 47.4%/26.3%/25.9%，对应 EPS 分别为 3.43/4.33/5.45 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 43.2、34.2 和 27.1 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表52 分项业务收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,266.66	6,965.11	9,272.20	12,000.27	14,505.78	18,012.28
YoY		32.25%	33.12%	29.42%	20.88%	24.17%
速冻鱼糜制品(百万元)	2,004.43	2,825.91	3,477.84	3,825.62	4,590.75	5,637.44
YoY		40.98%	23.07%	10.00%	20.00%	22.80%
速冻肉制品(百万元)	1,320.17	1,797.58	2,142.02	2,406.56	2,887.87	3,523.20
YoY		36.16%	32.60%	12.35%	20.00%	22.00%
速冻面食制品(百万元)	1,387.93	1,661.66	2,053.85	2,238.70	2,697.63	3,372.03
YoY		19.72%	23.60%	9.00%	20.50%	25.00%
速冻菜肴制品(百万元)	545.89	672.85	1,429.19	1,772.20	2,392.46	3,349.45
YoY		23.26%	112.41%	24.00%	35.00%	40.00%
新宏业(百万元)				1,120.00	1,232.00	1,355.00
YoY					10.00%	9.98%
新柳伍(百万元)				467.00	533.00	600.00
YoY					14.13%	12.57%
其他	8.23	7.12	169.30	170.20	172.07	175.16
YoY		-13.53%	2278.06%	0.53%	1.10%	1.80%
毛利率	25.76%	25.68%	22.12%	23.90%	24.00%	23.94%
归母净利润(百万元)	373.34	603.80	682.30	1005.46	1270.28	1599.81
YoY		61.73%	13.00%	47.36%	26.34%	25.94%

资料来源: wind, 平安证券研究所

采用相对估值法对公司进行估值分析: 我们选取味知香、立高食品、千味央厨作为可比公司进行估值。2022 年可比公司平均估值为 40 倍 PE, 考虑到安井在传统速冻行业中已是绝对龙头且市占率有望持续提升, 同时在快速发展的预制菜赛道中有望拔得头筹, 因此享受更高的估值溢价。

图表53 相对估值分析

股票名称	股票价格(元) 9月23日	EPS(元)				P/E(倍)				PEG			
		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
千味央厨	47.90	1.02	1.20	1.56	2.07	46.9	39.8	30.7	23.1	3.0	2.2	1.0	0.7
立高食品	77.18	1.67	1.56	2.31	3.18	46.2	49.5	33.4	24.3	2.1	-5.2	0.7	0.7
味知香	50.33	1.33	1.58	1.97	2.47	37.8	31.9	25.5	20.4	6.2	1.7	1.0	0.8
平均值		1.34	1.45	1.95	2.57	43.7	40.4	29.9	22.6	3.8	-0.4	0.9	0.7
安井食品	147.93	2.33	3.43	4.33	5.45	63.6	43.2	34.2	27.1	4.9	0.9	1.3	1.0

资料来源: wind, 平安证券研究所。(注: 千味央厨与安井食品为平安证券研究所预测, 其余公司来自 Wind 一致预期。)

五、 风险提示

- 1) **新品推广不达预期。**若公司新品接受程度低，新品推广或不达预期，将影响公司业绩增长。
- 2) **渠道开拓不达预期。**若公司经销商开拓及培育不及预期，或竞争对手加大渠道开拓投入，公司渠道开拓或不达预期。
- 3) **预制菜业务发展不达预期。**若公司优势不能很好地迁移至预制菜领域，或市场竞争格局恶化，公司预制菜发展或不达预期。
- 4) **原材料成本波动。**公司原材料占成本占比较高，若上游原材料价格波动，或对公司盈利造成一定影响。
- 5) **食品安全风险。**速冻食品安全问题为重中之重，若行业或公司生产、储存中出现食品安全问题，会对公司发展造成负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4361	6967	9500	12737
现金	1145	2717	4380	6388
应收票据及应收账款	542	563	681	846
其他应收款	22	20	24	30
预付账款	92	114	138	171
存货	2414	3362	4058	5043
其他流动资产	145	191	219	259
非流动资产	4411	4022	3618	3228
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2909	2775	2627	2320
无形资产	500	417	333	250
其他非流动资产	1002	830	658	658
资产总计	8771	10989	13118	15965
流动负债	3150	4427	5345	6640
短期借款	256	0	0	0
应付票据及应付账款	1652	2409	2908	3614
其他流动负债	1243	2018	2437	3026
非流动负债	477	410	349	297
长期借款	146	79	18	-34
其他非流动负债	331	331	331	331
负债合计	3628	4837	5694	6937
少数股东权益	70	73	75	79
股本	244	293	293	293
资本公积	2420	2371	2371	2371
留存收益	2409	3415	4685	6285
归属母公司股东权益	5073	6079	7349	8949
负债和股东权益	8771	10989	13118	15965

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	535	1877	1692	2018
净利润	687	1008	1273	1603
折旧摊销	248	389	404	390
财务费用	1	4	-10	-19
投资损失	-99	-43	-43	-43
营运资金变动	-466	499	47	67
其他经营现金流	164	20	20	20
投资活动现金流	-216	22	22	22
资本支出	749	0	0	0
长期投资	662	0	0	0
其他投资现金流	-1627	22	22	22
筹资活动现金流	-76	-328	-51	-33
短期借款	48	-256	0	0
长期借款	-589	-67	-61	-52
其他筹资现金流	465	-4	10	19
现金净增加额	241	1572	1663	2008

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9272	12000	14506	18012
营业成本	7221	9132	11025	13701
税金及附加	59	80	97	121
营业费用	849	1128	1349	1639
管理费用	320	384	421	504
研发费用	88	73	88	110
财务费用	1	4	-10	-19
资产减值损失	-11	0	0	0
信用减值损失	-4	-6	-7	-9
其他收益	43	32	32	32
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	99	43	43	43
资产处置收益	-2	-2	-2	-2
营业利润	860	1265	1601	2020
营业外收入	22	17	17	17
营业外支出	3	4	4	4
利润总额	879	1278	1615	2034
所得税	193	271	342	431
净利润	687	1008	1273	1603
少数股东损益	5	2	3	4
归属母公司净利润	682	1005	1270	1600
EBITDA	1128	1672	2009	2405
EPS (元)	2.33	3.43	4.33	5.45

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	33.1	29.4	20.9	24.2
营业利润(%)	11.0	47.0	26.6	26.2
归属于母公司净利润(%)	13.0	47.4	26.3	25.9
获利能力				
毛利率(%)	22.1	23.9	24.0	23.9
净利率(%)	7.4	8.4	8.8	8.9
ROE(%)	13.4	16.5	17.3	17.9
ROIC(%)	20.7	19.0	27.0	35.4
偿债能力				
资产负债率(%)	41.4	44.0	43.4	43.5
净负债比率(%)	-14.4	-42.9	-58.8	-71.1
流动比率	1.4	1.6	1.8	1.9
速动比率	0.6	0.8	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	17.1	21.3	21.3	21.3
应付账款周转率	5.1	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.33	3.43	4.33	5.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	6.40	5.77	6.88
每股净资产(最新摊薄)	17.30	20.73	25.06	30.51
估值比率				
P/E	63.6	43.2	34.2	27.1
P/B	8.6	7.1	5.9	4.8
EV/EBITDA	37.2	25.1	20.2	16.1

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033