



2023年12月27日

买入（首次覆盖）

安井食品（603345）：速冻食品龙头，预制菜的先行者

——公司深度报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

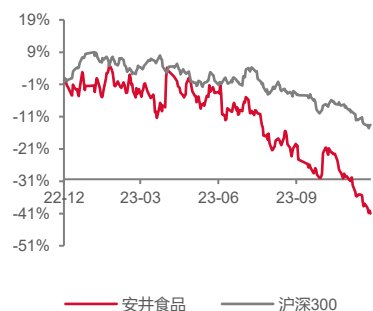
陈宜权

chenyq@longone.com.cn

投资要点：

- 预制菜行业长期趋势向好，一方面，需求侧，餐饮需求旺盛，连锁化率持续提升；另一方面，供给侧，冷链物流逐步完善，助力预制菜销售半径扩大。公司是速冻龙头，产品储备丰富，产能饱和，定增支撑公司业绩持续高增长。从长期来看，公司受益于在冻品行业的较早布局，渠道、产能先发优势较强，鱼糜成本优势显著，有望成为预制菜行业的先行军。
- 业绩：营收长期高增长，盈利能力不断提升。2018-2022年公司营收、归母净利润CAGR分别达30.05%和42.10%，维持较高增速，主要得益于公司渠道不断完善，各地产能持续释放和菜肴制品强劲成长势能。2023Q1-Q3营收及归母净利润分别为102.71亿元（同比+25.93%）和11.22亿元（同比+62.69%），其中Q3净利率持续上行，主要受益于原材料成本回落、规模效应显现。我们预计随着定增新工厂投产及老基地技改完成，规模效应进一步显现，净利率将继续上行，保障净利润持续增长。
- 公司：产品打造能力强，供应链优势突出。1) 研发能力强，市场敏锐度高。公司研发能力强，拥有国家级企业技术中心，同时拥有敏锐的市场嗅觉，因此当察觉到市场表现优异的产品，可采取及时跟进、适度创新策略，并结合适配的渠道，快速形成大单品，如手抓饼，酸菜鱼（一年破亿）。2) 渠道先发优势明显。受益于冻品行业比专业预制菜发展更早，公司率先建立了全国销售网点和营销渠道，先发优势明显，助力预制菜迅速起量，冻品先生成立2年营收达6亿元，安井小厨成立首年销售额突破2亿元。3) 产能快速释放。公司产能利用率长期饱和，2018-2021年产能利用率在100%左右，2022年略微下降至92.24%。随着明年山东安井、洪湖安井投产，能够有效缓解产能紧缺，2022-2027年产能CAGR为13.96%，能够有效满足公司未来5年的产能需求。
- 行业：餐饮工业化趋势下，预制菜行业成长加速。1) B端需求旺盛，当前餐饮连锁化率仍较低，未来空间巨大。连锁餐饮企业在快速拓店的过程中，要保证餐品品质一致以及注重出餐速度，预制菜能完美适配且有效解决餐饮业的人力成本高企痛点。连锁化经营是餐饮品牌发展的必经之路，2022年我国餐饮市场连锁化率为19%，仍远低于美国餐饮连锁化率的54%，未来空间巨大。2) 成长速度快：预制菜当前处于快速发展阶段，根据艾媒咨询数据，2022年预制菜市场规模达4152亿元，同比增长21.31%，预计2022-2025年复合增速达29.25%。
- 投资建议：预制菜行业仍处于初期，安井食品凭借冻品行业的较早布局，渠道、产能先发优势较强，有望成为预制菜行业的先行军，募投产能释放将进一步推动公司成长。我们预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为15.69/18.75/23.31亿元，同比增速为42.46%/19.52%/24.35%，对应EPS为5.35/6.39/7.95元，对应PE为18.43/15.42/12.40。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：新品推广不及预期，渠道开拓不及预期，食品安全风险，原材料价格波动风险。

数据日期	2023/12/26
收盘价	96.50
总股本(万股)	29,329
流通A股/B股(万股)	29,329/0
资产负债率(%)	24.95
市净率(倍)	2.25
净资产收益率(加权)	9.32
12个月内最高/最低价	176.54/95.58



盈利预测与估值简表

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	12182.66	15409.65	18662.05	22197.22
同比增速(%)	31.39	26.49	21.11	18.94
归母净利润(百万元)	1101.03	1,568.54	1,874.76	2,331.29
同比增速(%)	61.37	42.46	19.52	24.35
每股盈利(元)	3.89	5.35	6.39	7.95
PE(倍)	41.61	18.43	15.42	12.40

数据来源：携宁，东海证券研究所（截至 2023 年 12 月 26 日）

正文目录

1. 简介：预制菜即热类（速冻）龙头	6
1.1. 洞察行业变迁，及时调整，乘风而起	6
1.2. 股权结构稳定，公司治理稳健	8
1.3. 营收长期高增长，盈利能力不断提升	9
2. 行业：餐饮工业化趋势下，预制菜行业成长加速	12
2.1. 冷链逐步完善，预制菜终端市场快速扩容	12
2.2. 安井食品凭借经销优势，在中小 B 餐饮赛道有望优先受益.....	19
3. 公司：产品打造能力强，供应链优势明显.....	22
3.1. 敏锐嗅觉挖掘单品，产品持续迭代升级.....	22
3.2. 鱼糜资源丰富，成本优势构筑竞争壁垒.....	25
3.3. 销地产铸造运输优势，定增打开成长空间	26
4. 盈利预测与估值.....	29
4.1. 盈利预测	29
4.2. 估值	30
5. 投资建议	31
6. 风险提示	31

图表目录

图 1 安井食品发展历史	7
图 2 安井食品股权结构稳定（截至 2023Q3）	8
图 3 2018-2023Q1-Q3 营业收入及增速	10
图 4 2018-2023Q1-Q3 归母净利润及增速	10
图 5 火锅料占比最高，其次为菜肴制品	10
图 6 2018-2023Q1-Q3 公司主要产品收入增速	10
图 7 综合毛利率	11
图 8 主要产品毛利率	11
图 9 三费及研发费用率	11
图 10 销售费用拆分	11
图 11 2017-2022 安井食品 ROE（平均）	11
图 12 预制菜上市公司 ROE 情况（%）	11
图 13 预计 2022-2025 年预制菜市场规模 CAGR 29.25%	13
图 14 2021 年预制菜市场以即烹、即热为主	13
图 15 中国预制菜发展历史	13
图 16 2017-2022 年食品冷链市场规模 CAGR 为 14.03%	14
图 17 2017-2022 年我国冷藏车保有量 CAGR 为 22.10%	14
图 18 2017-2022 年我国冷库容量 CAGR 为 15.41%	14
图 19 2022 年餐饮成本占营收比例	15
图 20 餐饮行业使用预制菜后人力、租金成本共降低 8pct	15
图 21 2018-2022 年中国餐饮连锁化率逐步提升	15
图 22 2022 年中国餐饮连锁化率仍远低于美国	15
图 23 2017-2022 年团餐行业规模 CAGR 为 10.72%	16
图 24 2020 年中国百强团餐企业规模占比	16
图 25 中国外卖市场和渗透率走势	16
图 26 使用预制菜显著提升外卖出餐效率	16
图 27 我国家庭户均人数不断下降	17
图 28 我国就业人员每周平均工作时间不断增加	17
图 29 传统做菜与预制菜制作步骤区别	17
图 30 预制菜政策时间段	17
图 31 安井食品覆盖预制菜全产业链	19
图 32 2021 年不同规模区间的连锁门店同比涨幅	20
图 33 安井 2018-2022 年经销收入占比均超 8 成	20
图 34 2018-2022 年安井经销收入 CAGR 为 28.08%	20
图 35 2018-2022 年安井经销商数量快速增加	21
图 36 净增加经销商当年销售收入情况	21
图 37 2018-2022 年销售人员，销售人员/经销商数量	21
图 38 安井销售人员/经销商数量对比同行（2022 年）	21
图 39 2018-2022 年安井经销商人均创收	21
图 40 安井单经销商销售额对比同行（2022 年）	21

图 41 安井渠道结构.....	22
图 42 经销以外渠道收入及增速情况（亿元）	22
图 43 公司各渠道主要客户	22
图 44 公司产品矩阵及 2022 年核心大单品规模	23
图 45 大单品销售收入及营收占比（亿元）	23
图 46 新品销售收入及营收占比（亿元）	23
图 47 公司具备持续推新和打造大单品能力	24
图 48 公司产品迭代能力强.....	24
图 49 2018-2023Q1-Q3 安井菜肴制品营业收入及增速	25
图 50 2022-2023H1 冻品先生净利率变化.....	25
图 51 2022 年鱼糜采购成本占比下降至 8.97%	26
图 52 安井鱼糜采购单价对比中国鱼糜批发价（万元/吨）	26
图 53 安井食品历年原料鱼糜采购量（单位：万吨）	26
图 54 安井工厂布局及产量情况	27
图 55 安井销地产模式有效降低物流运输费用.....	27
图 56 安井运输费率低于竞争对手	27
图 57 安井产能及产能利用率	28
图 58 公司各产品产销率	28
表 1 2018 年开启外延并购，强化淡水鱼糜供应与切入预制菜领域	7
表 2 公司核心管理团队经验丰富	8
表 3 2023 年股权激励覆盖范围广泛，定位为普惠性	9
表 4 2023-2025 年股权激励业绩考核目标	9
表 5 2018-2022 年杜邦分析	12
表 6 预制菜产品分类及特点	12
表 7 各省、市政府推动预制菜相关政策	18
表 8 2022 年中国饭店协会及地方政策填补我国预制菜行业标准空白	18
表 9 预制菜肴品牌拆分	25
表 10 公司募投项目（亿元）	28
表 11 未来产能和销量情况预测（单位：万吨）	29
表 12 按业务盈利预测	30
表 13 同业估值比较表（截至 2023 年 12 月 26 日）	30
附录：三大报表预测值	32

1.简介：预制菜即热类（速冻）龙头

安井食品是主营火锅料、菜肴制品和面米制品的速冻龙头，其中，火锅料为公司基本盘，菜肴制品为第二增长曲线，2018-2022 年营收 CAGR 分别为 23.03%和 66.34%，2022 年公司总营收 121.83 亿元，为国内最大规模的速冻食品企业。预制菜按照食用方式划分为即食、即热、即烹、即配四大类，其中速冻食品包含在即热类中，公司深耕速冻行业廿年，全国渠道、工厂布局完善，鱼糜成本领先，先发优势明显，故菜肴制品规模成长迅速，如冻品先生成立 2 年营收达 6 亿元，安井小厨成立首年销售额突破 2 亿元。

- 1) **短期来看：需求无虞，产能持续释放。**一方面，产品供不应求，产能饱和，并且 2023 年团餐场景补充齐全，开发出一批团餐预制菜经销商，需求无虞；另一方面，2024 年山东、洪湖工厂投产，将进一步缩短运输半径，降低运输费用，并有效保障公司未来几年的持续增长。
- 2) **长期来看：预制菜行业成长空间巨大，公司先发优势较强，有望成为先行军。**在预制菜 B 端需求旺盛，连锁化渗透率不断提升的背景下，预制菜行业成长空间巨大。基于公司在冻品行业的较早布局，渠道、产能先发优势较强，鱼糜成本优势显著，公司有望成为预制菜行业的先行军。

1.1.洞察行业变迁，及时调整，乘风而起

安井食品成立于 2001 年，先后经历“探索期”（2001-2006 年）在米面行业以发面产品进行错位竞争，“成长期”（2007-2016 年）战略重心切换至火锅料，公司规模快速成长，“升级期”（2017-至今）火锅料升级换代，发力菜肴制品三个阶段，现已发展为速冻食品龙头，并于 2017 年 2 月在上海证券交易所上市。

(1) 2001-2006 年：洞察冻品行业特点，错位竞争谋求发展

在速冻米面食品行业快速发展时期，安井食品前身厦门华顺民生于 2001 年成立，主要在农贸市场经销“安井”品牌的鱼糜制品和面米制品。创立初期，为避开与三全食品、思念食品直面竞争，公司以中小城市发展为主，并发掘出农贸市场是点心新产品最先上市的地点，结合速冻食品行业销售区域较狭窄的特点，通过销售渠道错开与跨区域销售策略，完成拳头产品的培育，如第二大拳头产品南瓜饼，2001 年销售额达 500 多万，占公司销售总额 21% 左右。2004 年，公司主打产品定位为发面产品。

(2) 2007-2016 年：战略重心切换至火锅料，公司进入快速成长期

2007 年，公司合并无锡、厦门两大生产基地，当时无锡工厂的米面制品营收 2.8 亿元，处于盈利阶段；厦门工厂的火锅料营收 2 亿元，处于亏损阶段，但公司洞察到火锅料行业成熟度比米面制品晚 5-10 年，并且公司具备较为深厚的火锅料沉淀，因此升任集团总经理的张清苗将处于亏损阶段的火锅料调整为公司战略的发展方向，并首创多个火锅料产品（如第一颗鱼丸、第一颗虾丸、第一颗花枝丸、第一根仿蟹肉棒等），开启火锅料驱动公司快速成长时期，2007-2016 年营收 CAGR 为 22.57%。

(3) 2017-至今，火锅料升级换代，发力菜肴制品

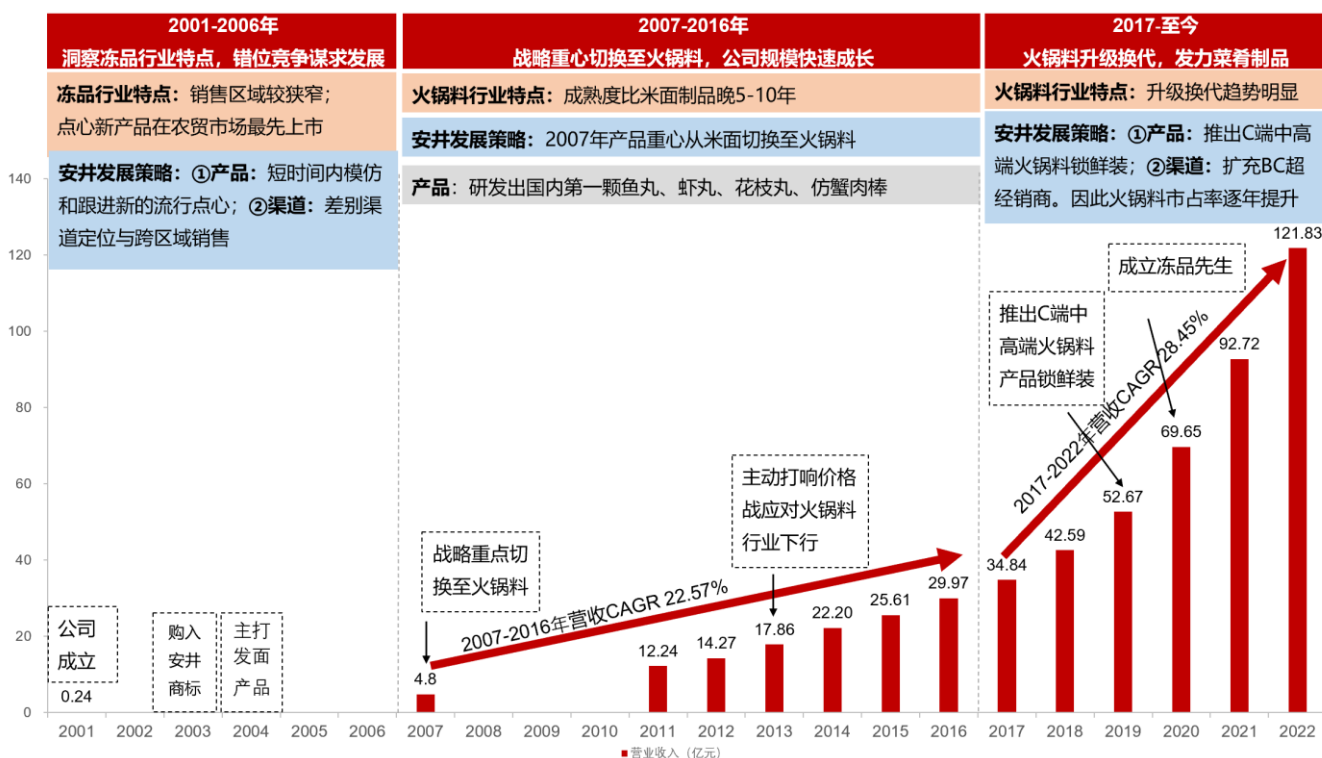
2017 年，公司顺应行业升级换代趋势，切换至家用火锅料领域；2019 年推出面向 C 端中高端的锁鲜装系列，结合 2020 年渠道策略转变为“BC 兼顾，双轮驱动”，扩充 BC 超经销商，安井火锅料市占率实现快速提升，由 2019 年 6.62% 提升至 2021 年 10.81%。此外，公司自 2018 年起发力菜肴类制品，2020 年设立厦门安井冻品先生供应链有限公司，借助 OEM 方式推动新品快速上市，结合销售渠道优势，实现迅速起量，2021 年冻品先生营收 3 亿元，2022 年翻一倍至 6 亿元。与此同时，2021 年 6 月和 2022 年 4 月，公司并购湖北新宏业和新柳伍食品，强化上游主原料淡水鱼糜的供应保障和成本管控并切入调味小龙虾菜肴制品。2022 年 5 月成立安井小厨事业部，明确自产+贴牌+并购的菜肴制品发展模式。

表1 2018 年开启外延并购，强化淡水鱼糜供应与切入预制菜领域

公司名称	收购时间	成立/收购比例	主营业务	收购意义
冻品先生	2020 年 11 月	70%	预制菜的研发、生产和销售	提升安井在预制菜领域的综合实力
	2022 年 4 月	30%		
新宏业	2018 年 1 月	19%	淡水鱼糜、调味小龙虾	强化上游主原料冷冻鱼糜的供应保障；切入小龙虾领域
	2021 年 6 月	71%		
新柳伍	2022 年 8 月	70%	从事淡水小龙虾、淡水鱼糜、水产品加工	
功夫食品	2021 年 3 月	69.99%	在英国、欧洲市场销售速冻食品	布局海外市场

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图1 安井食品发展历史

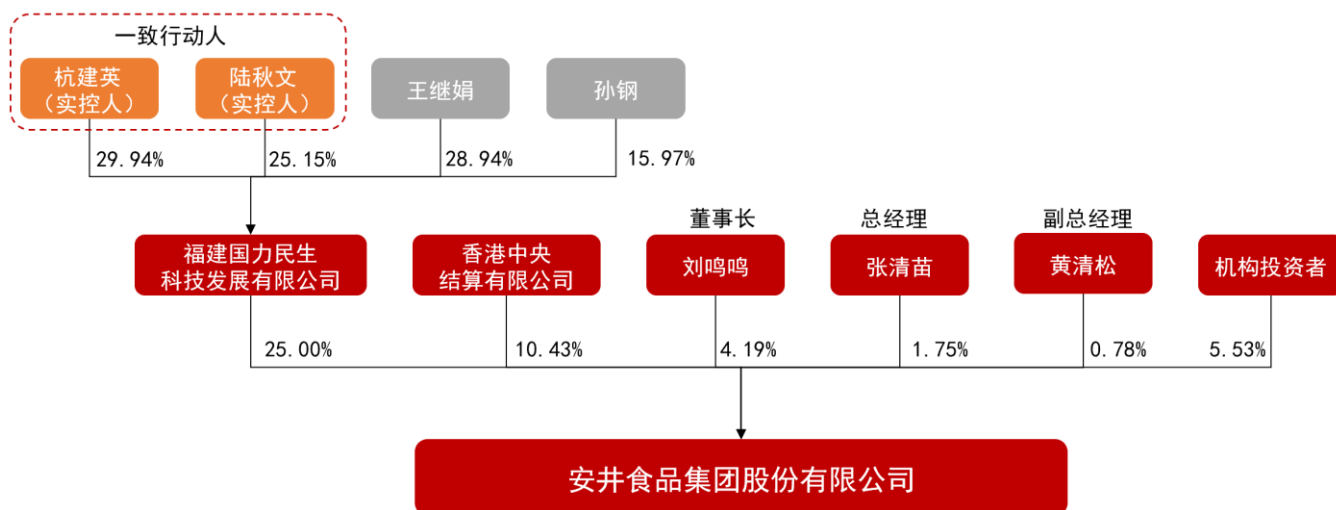


资料来源：安井食品招股说明书，《无锡华顺食品公司发展战略初探》，《运营高手张清苗_打造产品_不打对手》，东海证券研究所

1.2.股权结构稳定，公司治理稳健

股权结构稳定，管理层与公司形成利益深度绑定，利于公司长期稳健发展。福建国力民生科技发展有限公司为公司第一大股东，持有 25.00%的股权，实际控制人为杭建英和陆秋文，不参与公司实际管理。公司通过聘用职业经理人方式高效管理公司，并通过员工持股将公司利益与核心管理团队（董事长刘鸣鸣、总经理张清苗以及副总经理黄清松分别持有 4.19%、1.75%和 0.78%）深度绑定，有利于公司长期稳健发展。

图2 安井食品股权结构稳定（截至 2023Q3）



资料来源：wind，东海证券研究所

管理层经验丰富，深耕速冻行业，有助于公司加速切入预制菜赛道。总经理张清苗拥有超过 30 年速冻行业经验，是速冻行业领军人物，为《速冻食品术语》、《速冻食品物流规范》、《冷冻鱼糜》等行业标准的主要起草者。黄建联为行业专家（全国水产标准技术委员会第六届水产品加工分技术委员会副主任委员），在公司任职时间超过 10 年，对于公司情况与预制菜行业有深入了解，有利于公司加速切入预制菜赛道。

表2 公司核心管理团队经验丰富

姓名	职务	年龄	简历
刘鸣鸣	董事长	61	现任公司董事长；曾担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。
章高路	副董事长	47	现任公司副董事长、国力民生董事长兼总经理、航天工业发展股份有限公司董事、厦门安井电子商务有限公司执行董事兼总经理。
张清苗	总经理	54	现任公司董事兼总经理、厦门海沧永萱科技有限公司执行董事兼总经理，曾任无锡华顺食品工业有限公司总经理。
黄建联	副总经理	52	现任公司副总经理。曾任厦门金冠顺食品公司厂长、福州馥华食品厂长。
黄清松	副总经理	55	现任公司副总经理。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	48	现任公司财务总监。曾任无锡新科信特焊材有限公司、无锡力达科技有限公司、无锡华顺食品工业有限公司财务经理。
梁晨	董事会秘书	40	现任公司董事会秘书、党支部书记、工会主席、厦门市海沧区政协委员；兼任厦门上市公司协会副秘书长。历任华顺民生证券部副经理。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

股权激励覆盖范围广泛，充分调动各层级人员积极性。2023年10月，公司实施股权激励计划，后经调整，向1456名激励对象授予的股票期权1199.40万份，授予的股票数量占公司总股本的4.09%，其中包含60.46万份预留部分，首次授予行权价格为105.28元/股。以股票期权考核目标下限计算，2023/2024/2025年营收目标分别136.45/152.82/171.15亿元，2022-2025年营收增速均为12%。深度绑定公司发展骨干，进一步调动员工积极性，让员工共享公司发展成果，助力公司完成股权激励考核目标。

表3 2023年股权激励覆盖范围广泛，定位为普惠性

姓名	职位	获授的股票数量 (万份)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
郑亚南	董事	8	0.67%	0.03%
黄建联	副总经理	8	0.67%	0.03%
黄清松	副总经理	8	0.67%	0.03%
梁晨	董事会秘书	7	0.58%	0.02%
唐奕	财务总监	7	0.58%	0.02%
生产、营销、技术骨干 (1451人)		1100.94	91.79%	3.75%
预留部分		60.46	5.04%	0.21%
合计		1199.40	100%	4.09%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表4 2023-2025年股权激励业绩考核目标

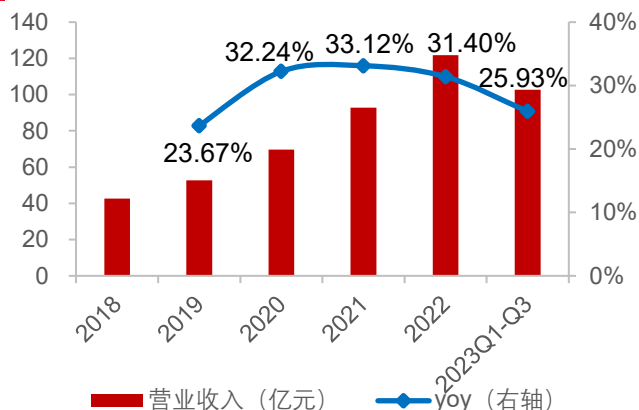
行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2023年营业收入值不低于136.45亿元（同比+12.00%）
第二个行权期	2023-2024年两年累计营业收入值不低于289.27亿元
第三个行权期	2023-2025年三年累计营业收入值不低于460.42亿元

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.3. 营收长期高增长，盈利能力不断提升

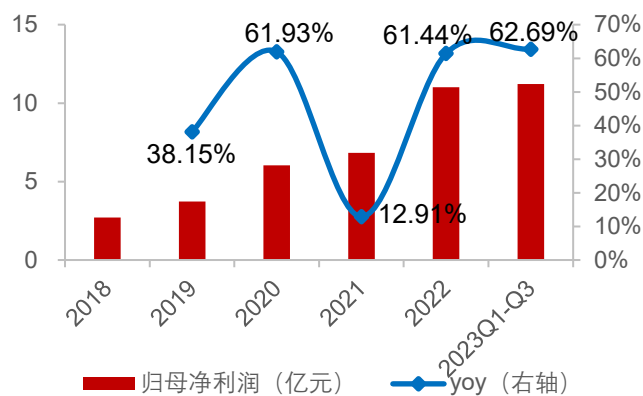
营收净利长期高成长，净利润表现优异。2022年营收及归母净利润分别为121.83亿元（同比+31.40%）和11.01亿元（同比+61.44%）。①**长期看**，业绩持续高增长，2018-2022年营收、归母净利润CAGR分别为30.05%和42.10%，主要得益于公司渠道不断完善，各地产能持续释放和菜肴制品强劲成长势能。②**短期看**，2023Q1-Q3营收及归母净利润分别为102.71亿元（同比+25.93%）和11.22亿元（同比+62.69%），其中Q3净利率持续上行，主要受益于原材料成本回落、规模效应显现。我们认为随着定增新工厂投产及老基地技改完成，规模效应进一步显现，净利率将继续上行，保障净利润持续增长。

图3 2018-2023Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

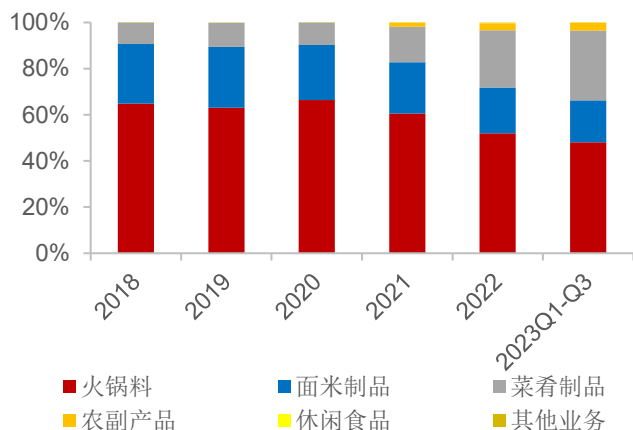
图4 2018-2023Q1-Q3 归母净利润及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

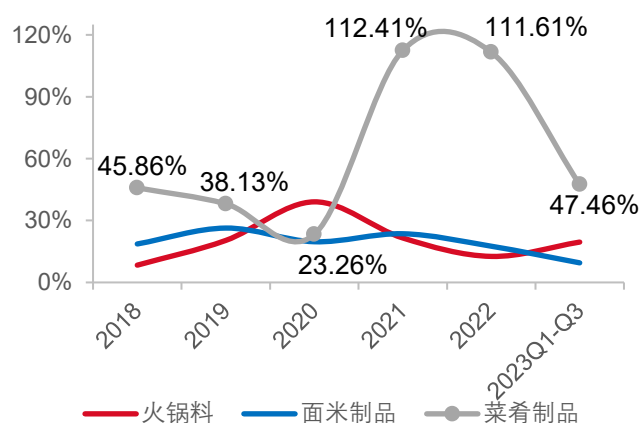
火锅料基本盘坚实，加速布局预制菜。①**火锅料占比最高，保持快速成长。**火锅料为公司基本盘，2018-2022年营收CAGR为23.03%，2023Q1-Q3收入49.39亿元（占比48.09%），公司产品迭代能力强，火锅料增长势能足，锁鲜装4.0产品Q1-Q3增长30%，丸之尊2.0产品Q3收入实现1.7亿元，预计未来保持相对稳定增长。②**面米制品增长稳健。**2018-2022年营收CAGR为21.77%，2023Q1-Q3营收18.62亿元（占比18.13%），得益于公司今年完善团餐渠道，烧卖Q2、Q3增长近50%，驱动面米制品稳健增长。③**菜肴制品第二成长曲线持续发力。**2018年以来，公司打造菜肴制品为第二增长曲线，目前已初显规模，2018-2022年营收CAGR为66.34%，2023Q1-Q3营收为31.09亿元（占比达30.27%）。基于公司预制菜发展模式明确，已完成前期快速起量，随着产品矩阵不断丰富，持续拓展预制菜专业经销商，我们看好预制菜长期发展。

图5 火锅料占比最高，其次为菜肴制品



资料来源：wind，东海证券研究所

图6 2018-2023Q1-Q3 公司主要产品收入增速

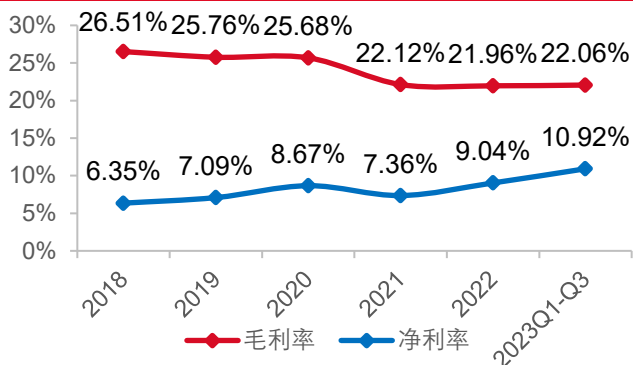


资料来源：wind，东海证券研究所

费率不断下行，盈利能力持续提升。①**毛利率：长期仍有提升空间。**2023Q1-Q3毛利率为22.06%。2021年因原材料价格大幅上行，菜肴类占比提升以及冻品先生及新宏业公司毛利率较低影响，毛利率有所下降。2022年菜肴类占比持续提升，但毛利率维持稳定，主要系鱼糜制品的原材料采购成本下降及产品结构优化。随着产品结构持续改善（锁鲜装占比提升，虾滑放量），我们认为毛利率有望回升。②**净利率及费用：费用管控较好，牵拉净利率持续上行。**2023Q1-Q3净利率为10.92%，期间费用率为8.39%。销售、管理、财务、研

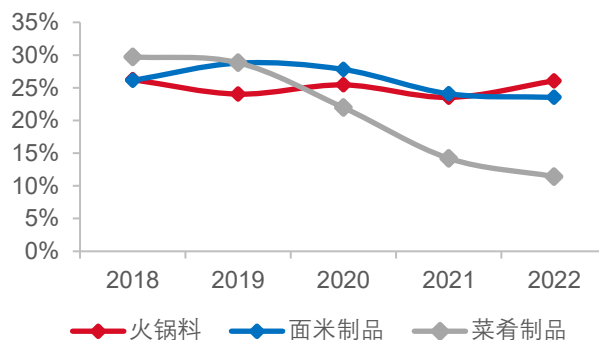
发费率分别为 6.07% (同比-1.15pct)、2.36% (同比-0.76pct)、-0.70% (同比-0.04pct)、0.66% (同比-0.17pct)。公司期间费用率呈现下降趋势主要受益于销售费率持续走低。

图7 综合毛利率



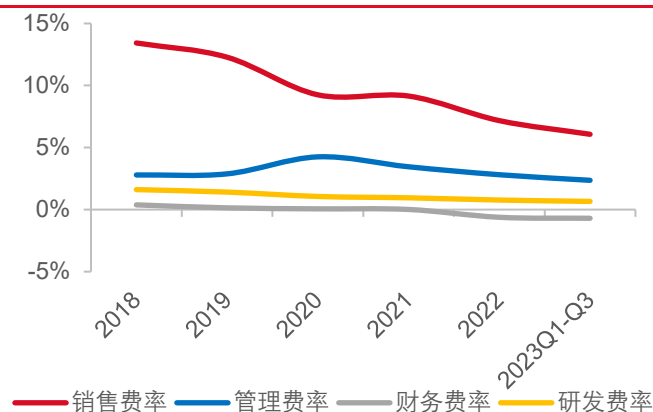
资料来源：wind，东海证券研究所

图8 主要产品毛利率



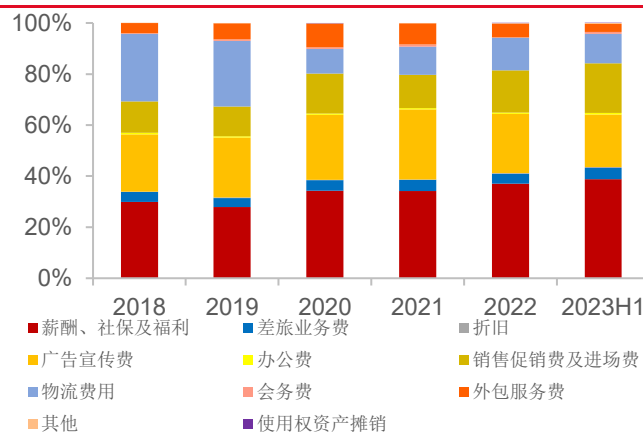
资料来源：wind，东海证券研究所

图9 三费及研发费用率



资料来源：wind，东海证券研究所

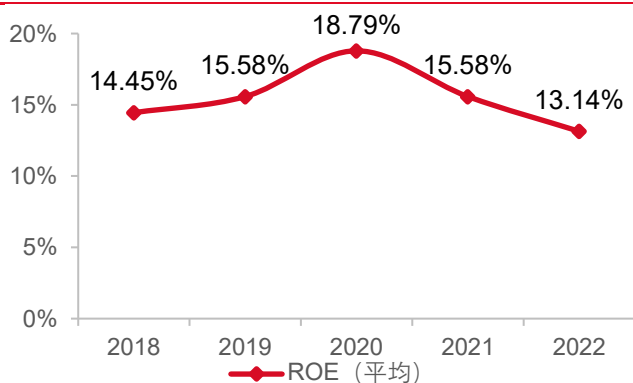
图10 销售费用拆分



资料来源：公司公告，东海证券研究所

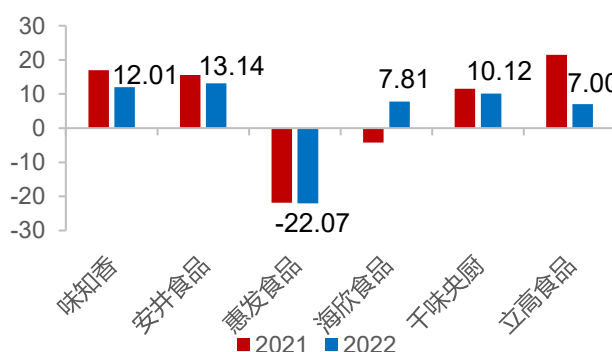
ROE 处于行业领先且长期稳定。安井食品 ROE 长期较为稳定，2022 年 ROE (平均) 为 13.14%，处于行业领先水平，核心原因为盈利能力强。当前公司因定增募资到位且仍未完成使用，短期可变现资产较高，2022 年末现金及交易性金融资产占流动资产比重为 53.48%，占总资产比重达 33.99%，随着新老基地项目投建，现金资产逐步转变为投入产出比较高的固定资产及运营资本后，ROE 有望提升。

图11 2017-2022 安井食品 ROE (平均)



资料来源：wind，东海证券研究所

图12 预制菜上市公司 ROE 情况 (%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表5 2018-2022 年杜邦分析

	2018	2019	2020	2021	2022
净资产收益率（平均）	14.45%	15.58%	18.79%	15.58%	13.14%
销售净利率	6.35%	7.09%	8.67%	7.36%	9.04%
资产周转率（次）	1.09	1.03	1.09	1.17	0.98
权益乘数	2.09	2.14	1.99	1.81	1.49

资料来源：wind，东海证券研究所

2.行业：餐饮工业化趋势下，预制菜行业成长加速

2.1.冷链逐步完善，预制菜终端市场快速扩容

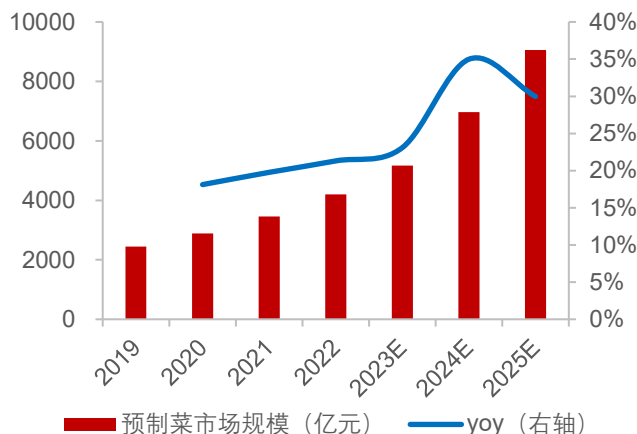
预制菜包含速冻食品，市场规模正处于快速发展阶段。①**规模：**根据艾媒咨询数据，2022年预制菜市场规模达4196亿元，同比增长21.31%，预计2022-2025年复合增速达29.25%，整体保持快速增长。②**分类：**广义的预制菜分为即食、即热、即烹、即配四大类。本报告主要讨论狭义预制菜（不包含即食），当前市场以即烹、即热为主，根据德勤数据，2021年，即烹、即热占狭义预制菜比重为47%和51%。速冻食品属于预制菜中的即热类，安井深耕预制菜即热类（速冻）廿年，目前正拓展即烹类领域（加工程度弱于即热类），已推出扇子骨、鸡肉调理制品等，将受益于团餐及连锁餐饮的发展。

表6 预制菜产品分类及特点

	即食类	即热类	即烹类	即配类
代表产品				
加工程度	八宝粥、即食罐头	速冻汤圆、自热火锅	需加热的半成品菜肴	免洗免切的净菜
保质期	深加工	较深加工	半成品加工	初步加工
配送难度	6-24个月	6-12月	冷藏预制菜：6-8天 冷冻预制菜：10-18月	1-7天
冷运要求	★	★★	★★★	★★★★
客户群体	均应采用冷藏车配送，从左至右，冷链要求依次提高	C端为主 (料理包B端为主)	B端为主	B端为主

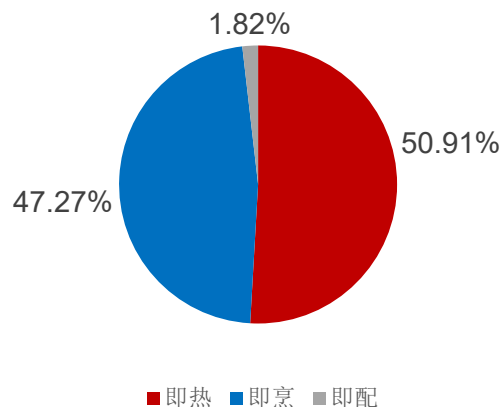
资料来源：CCFA，《2022中国预制菜行业蓝皮书》，东海证券研究所

图13 预计 2022-2025 年预制菜市场规模 CAGR 29.25%



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，东海证券研究所

图14 2021 年预制菜市场以即烹、即热为主



资料来源：德勤，东海证券研究所

预制菜自 2010 年起快速发展。预制菜由净菜发展而来，最早起源于美国，20 世纪 60 年代起预制菜实现商业化。我国预制菜发展经历三个时期，①**萌芽期（1987-2009 年）**，20 世纪 90 年代后期，随着麦当劳、肯德基等快餐店的进入，国内开始出现净菜配送工厂。2000 年前后，我国出现预制菜生产企业，对肉禽和水产等原材料进行深加工，逐渐丰富预制菜产品种类。②**B 端成长期（2010-2019 年）**，在人力成本上升背景下，餐饮连锁化率加快与外卖平台成立，B 端预制菜开始加速发展。③**C 端加速发展期（2020-至今）**，疫情催化下，消费者开始接触 C 端预制菜，同时叮咚买菜入局预制菜赛道，助力预制菜发展。2023 年预制菜首次写入中央一号文件，认可度进一步提升，未来发展有望提速。

图15 中国预制菜发展历史

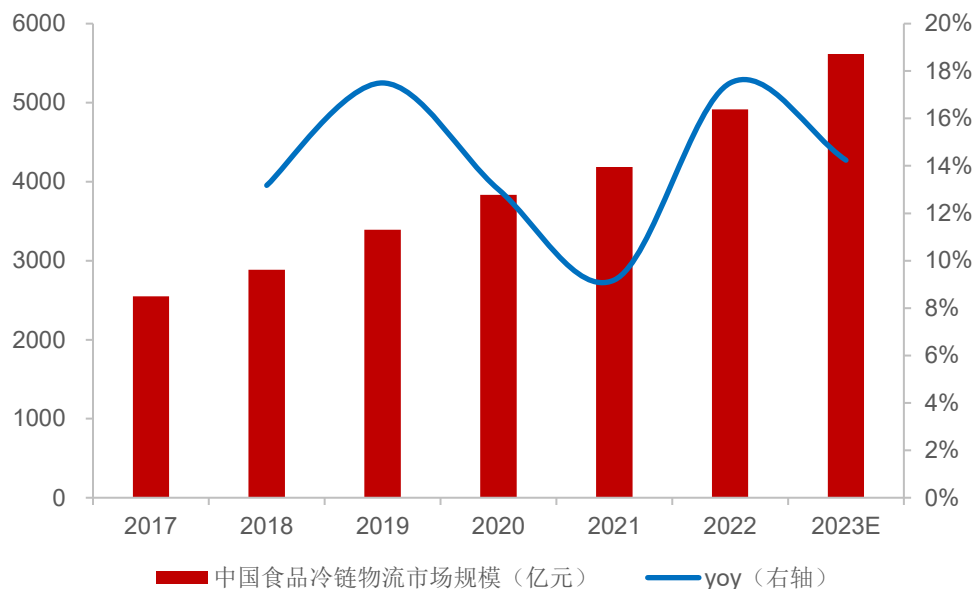


资料来源：味知香招股说明书，艾媒咨询，公开资料整理，东海证券研究所

供给侧驱动：冷链逐步完善，助力预制菜销售半径扩大。预制菜主要依赖低温保持新鲜度，早期受限于冷冻技术及冷链运输的高成本，因此销售半径较小。随着速冻技术的发展，

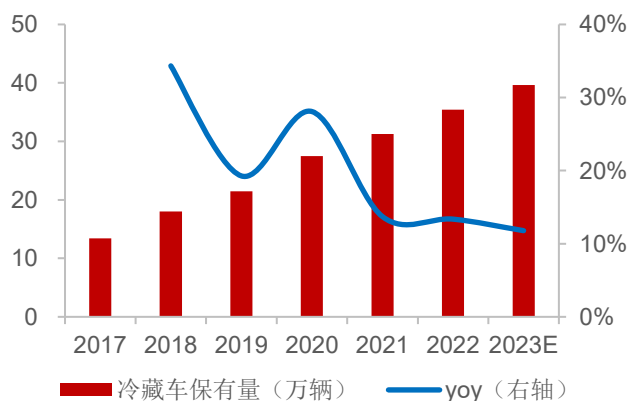
预制菜储存时间大幅延长以及冷链物流维持较快发展，大幅降低了企业物流配送成本，预制菜的辐射范围有所扩大，2017-2022 年，食品冷链物流市场规模、冷藏车保有量、冷库容量 CAGR 分别达 14.03%、22.10%、15.41%。2021 年 12 月，国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划的通知》，提出 2025 年初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村及联通国内国际的冷链物流网络，将进一步扩大预制菜的销售半径。

图16 2017-2022 年食品冷链市场规模 CAGR 为 14.03%



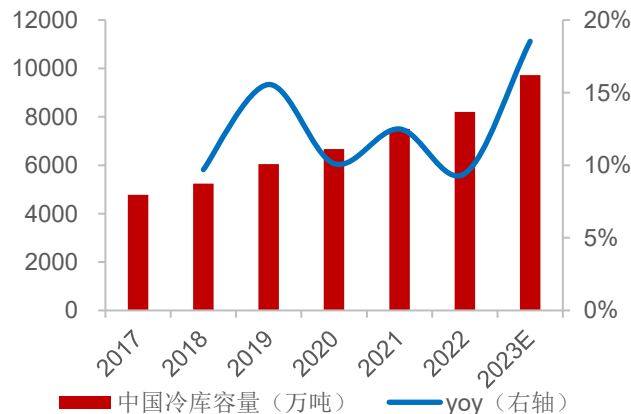
资料来源：中商情报网，东海证券研究所

图17 2017-2022 年我国冷藏车保有量 CAGR 为 22.10%



资料来源：中商情报网，东海证券研究所

图18 2017-2022 年我国冷库容量 CAGR 为 15.41%



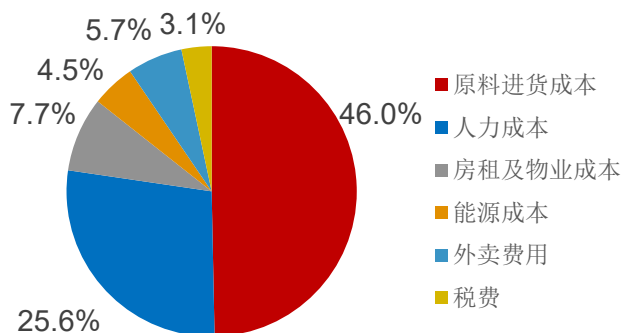
资料来源：中商情报网，东海证券研究所

B 端需求侧驱动：预制菜口味标准化，制作简易，有效解决餐饮业的人力成本高企、出餐速度较慢的痛点，在餐饮连锁化率提升、团餐行业增长与外卖发展共同推动下，预制菜行业有望持续快速成长。

预制菜有效降低人力和租金成本助力连锁餐饮发展。当前人力和房租成本占比较高且增长幅度大，随着经济发展及通货膨胀，未来房租和人工成本或将持续增加，倒逼餐饮企业优化餐饮供应链。根据《2023 中国餐饮业年度报告》数据，2022 年餐饮人力和房租成本共占营收的 33.3%，人力和房租成本分别同比增长 4.8% 和 3.6%。餐饮企业通过使用预制菜能减

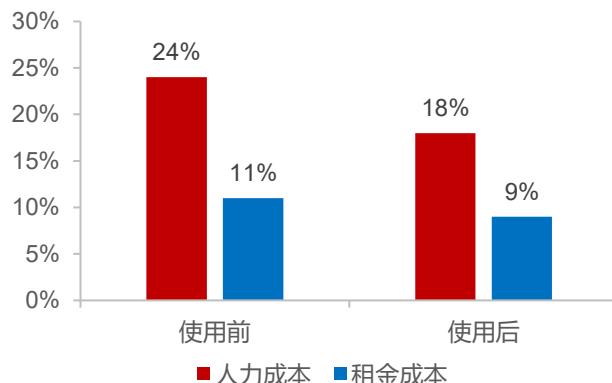
少对于大厨的依赖和缩减后厨面积，达到降本增效的目的。根据《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，引入预制菜的餐厅成本可以节约达 8 个点，其中人力成本节约 6pct。

图19 2022 年餐饮成本占营收比例



资料来源：《2023 中国餐饮业年度报告》，东海证券研究所

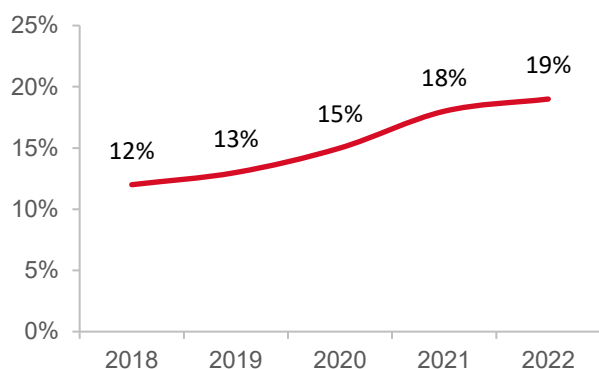
图20 餐饮行业使用预制菜后人力、租金成本共降低 8pct



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

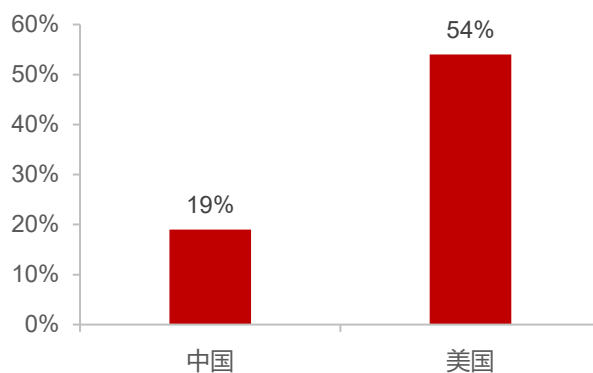
1) 连锁化率持续提升，助推即烹、即配发展。连锁餐饮企业在快速拓店的过程中，要保证餐品品质一致以及注重出餐速度，预制菜的特征能够完美适配。基于各连锁餐饮企业具有差异化的需求，预计方便厨师二次处理的即烹和减免预加工时间净菜发展较好。连锁化经营是餐饮品牌发展的必经之路，根据美团数据，2022 年我国餐饮市场连锁化率相比 2018 年提升 7pct 至 19%，当前中国餐饮连锁化率仍远低于美国餐饮连锁化率的 54%，随着餐饮连锁化率不断提升，将助推即烹和即配发展，预制菜未来发展空间巨大。

图21 2018-2022 年中国餐饮连锁化率逐步提升



资料来源：美团，东海证券研究所

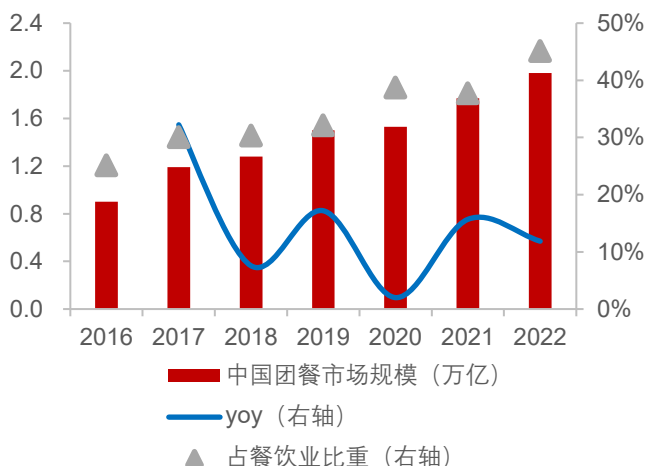
图22 2022 年中国餐饮连锁化率仍远低于美国



资料来源：《2023 中国餐饮加盟行业白皮书》，东海证券研究所

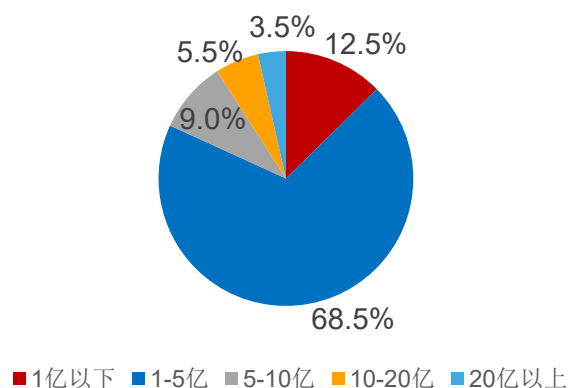
2) 团餐稳步增长，助力即烹食品发展。团餐主要服务于校园、机关、企事业单位等大型团体，具有采购计划性强，采购量大，供餐时段集中的特点，因此对预制菜中的即烹食品需求较大。近些年团餐市场稳步增长，在餐饮业中占比不断提升，助推预制菜行业发展，2017-2022 年团餐行业规模 CAGR 为 10.72%，2022 年团餐占餐饮业比例较 2017 年提升 15.05pct 至 45.10%。当前团餐集中度较低，且多数规模较小，2020 年百强团餐市场份额为 6.7%且 81%规模在 5 亿以下，基于安井食品不断丰富适配团餐场景的产品（冻品的预制菜，小厨的鸡肉调理），以及安井食品较强的品牌力（2021 年火锅料市占率 10.81%，位于行业第一），不断开拓团餐场景的经销商，我们认为公司有望不断扩大团餐市场份额。

图23 2017-2022 年团餐行业规模 CAGR 为 10.72%



资料来源：中国饭店协会，东海证券研究所

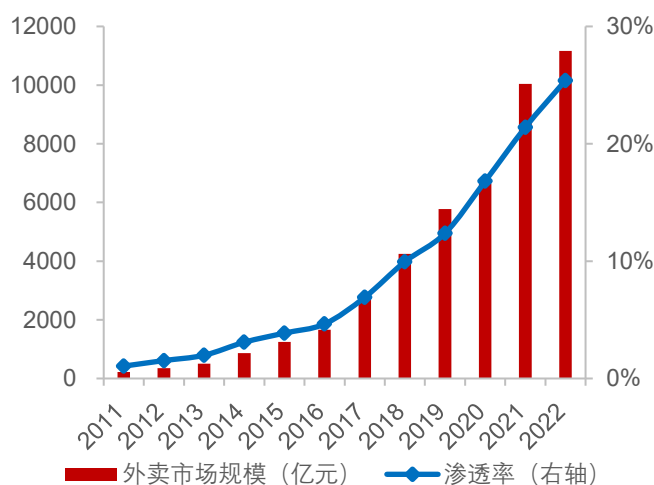
图24 2020 年中国百强团餐企业规模占比



资料来源：中国饭店协会，东海证券研究所

3) 外卖拉动即热食品发展。外卖场景侧重于出餐速度和操作简便度两方面，因此催生出即热食品的料理包。使用料理包后，餐品制作时长可缩短 12 分钟，顾客等待时长减少至 28 分钟。根据艾媒咨询的数据，2022 年在线餐饮外卖市场规模达 1.1 万亿，渗透率达 25.4%。疫情催化下，外卖渗透率提升开始加速，且外卖企业新增注册量明显增加，进一步推动即热食品成长。

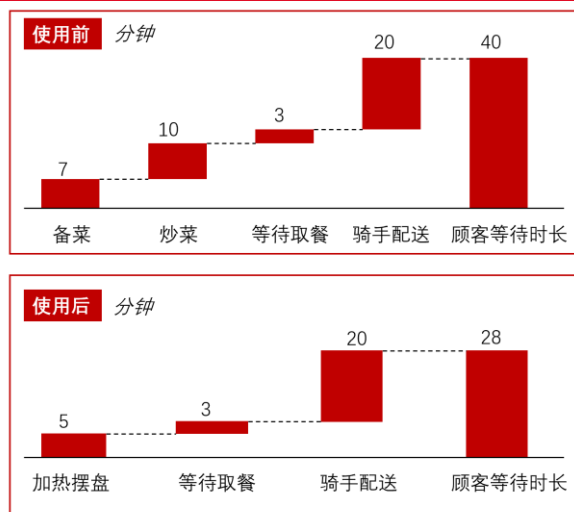
图25 中国外卖市场和渗透率走势



资料来源：中国饭店协会，艾媒咨询，东海证券研究所

注：渗透率为外卖市场规模/餐饮市场规模

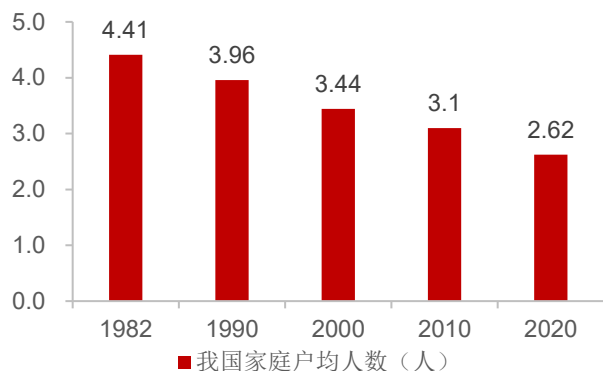
图26 使用预制菜显著提升外卖出餐效率



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

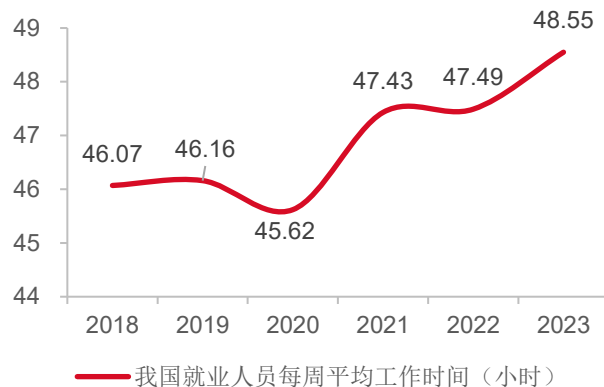
C 端需求侧驱动：家庭结构及生活节奏改变增加对于预制菜的需求。我国当前阶段类似于日本 1980 年后的双职工家庭增多和家庭小型化的趋势，2010-2020 年我国户均人数从 3.10 人下降至 2.62 人。同时，因生活压力持续提升，人均每周工作时长不断增加，2022 年较 2018 年大约上升 2.5 个小时至 48.55 小时，对烹饪时间在 5-10 分钟内，且比外卖的料理包（低端预制菜）更健康的预制菜需要较大。安井食品已与盒马鲜生、叮咚买菜、京东超市、朴朴、美团买菜等新零售平台达成合作，亦能够满足 C 端消费者需求。

图27 我国家庭户均人数不断下降



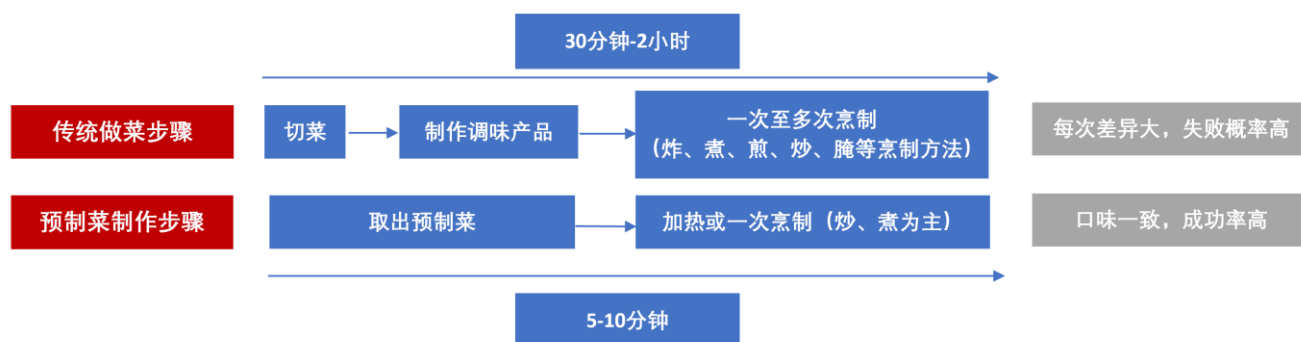
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图28 我国就业人员每周平均工作时间不断增加



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

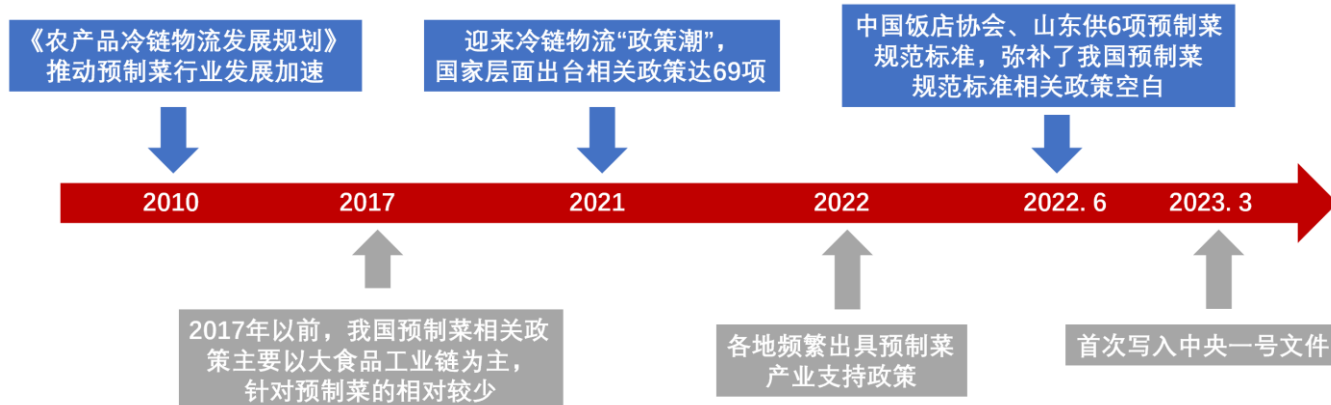
图29 传统做菜与预制菜制作步骤区别



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

政策驱动：行业尚处于早期，政策仍在不断完善。2017 年以前，预制菜相关政策主要以大食品工业链为主，针对预制菜的相对较少。直至 2022 年 3 月，首个省级预制菜产业政策出台，《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》，随后各地政府紧跟出台预制菜支持政策；2022 年 6 月，中国烹饪协会发布《预制菜团体标准》，明确预制菜定义；2023 年 2 月，预制菜首次写入中央一号文件，是产业走向更加规范化、标准化健康发展的重要信号。但整体而言，当前预制菜行业尚处于初期，政策仍在不断完善。

图30 预制菜政策时间段



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表7 各省、市政府推动预制菜相关政策

省份	时间	机构	政策	摘要
广东	2022 年 3 月	省政府	加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施	从“建设预制菜联合研发平台”等 10 个方面对推进预制菜产业高质量发展制定了相关措施。
福建	2022 年 4 月	省政府	关于印发福建省促进商务领域消费提质扩容若干措施的通知	未来开展预制菜产业供需对接会、专业展会等活动，促进预制菜产业发展
山东	2022 年 5 月	省政府	2022 年“稳中求进”高质量发展政策清单（第三批）	多项支持预制菜发展政策措施，包括支持技术改造、线上推广、优先保障重大项目建设等
	2022 年 11 月	省政府	关于推进全省预制菜产业高质量发展的意见	提出抢占预制菜产业发展制高点，打造一批产业高地和产业集群。到 2025 年，全省预制菜加工能力进一步提升、核心竞争力显著增强，预制菜市场主体数量突破 1 万家、全产业链产值超过 1 万亿元。
上海	2022 年 12 月	上海市	《上海市预制菜生产许可审查方案》	规范上海市预制菜生产许可审查工作

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表8 2022 年中国饭店协会及地方政策填补我国预制菜行业标准空白

发布单位	时间	标准名称	摘要
南宁	5 月	《预制菜术语》	对预制菜全产业链涉及的一般术语、原辅料术语、工艺术语、烹调方法术语给出了明确的定义，
		《预制菜分类》	对预制菜按照不同预制菜主料、加工方式、贮存方式、食用方式进行统一分类
		《预制菜冷链配送操作规范》	对预制菜验收、冷链储存、冷链配送前产品处理、订单处理、拣货、装载、运输、卸货、退货、物料回收等冷链配送作业流程及其操作要求明确了规范
中国饭店协会	6 月	《预制菜产品分类及评价》	对预制菜的定义、分类、基本要求、分级评价、管理要求、标识管理等进行分级和标准制定
		《预制菜质量管理规范》	适用于直接从事预制菜生产的企业，同时对预制菜生产企业的产品追溯与召回进行了规定
山东预制菜产业联盟	6 月、11 月	《预制菜（畜禽类）中式菜肴》	对畜禽类中式菜肴的原材料、加工方式贮存方式、使用方式制定统一的团体标准
		《预制菜（畜禽类）炭烤肉》	对畜禽类炭烤肉的原材料、加工方式贮存方式、使用方式制定统一的团体标准

《预制菜（水产类）烤鱼》

对烤鱼的原材料、加工方式贮存方式、使用方式制定统一的团体标准

《预制菜（水产类）油炸带鱼》

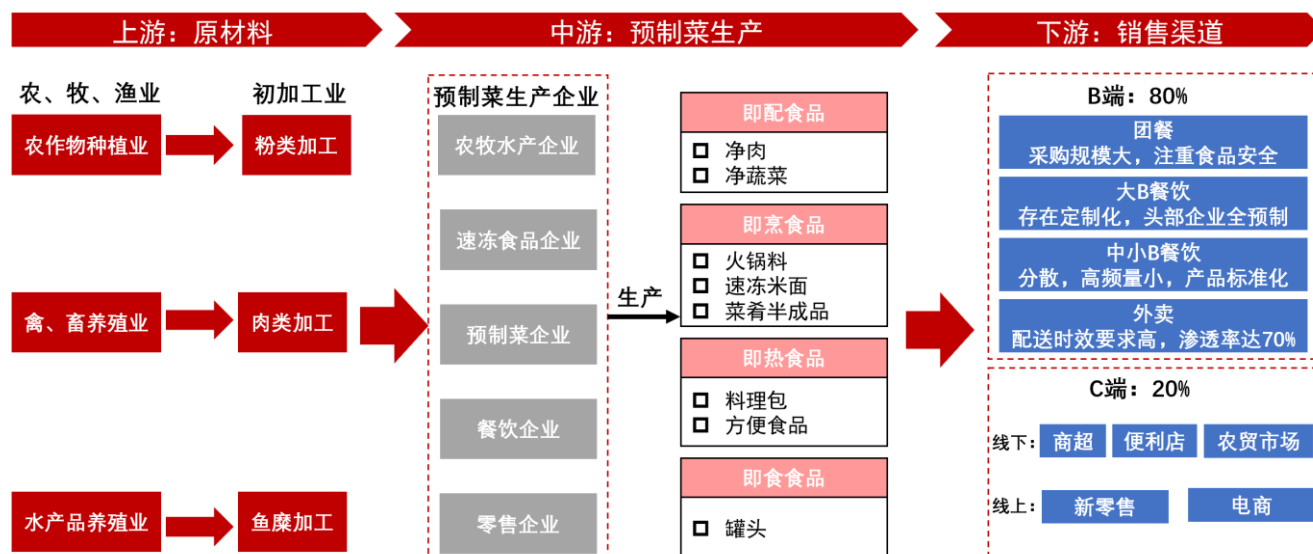
对油炸待遇的原材料、加工方式贮存方式、使用方式制定统一的团体标准

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

2.2. 安井食品凭借经销优势，在中小 B 餐饮赛道有望优先受益

下游中小 B 餐饮赛道较优，安井凭借经销优势，有望成为核心受益者。预制菜最主要需求来自餐饮，B 端与 C 端市场规模比例为 8：2，B 端正处于高速成长期，C 端刚进入产品导入期。按照销售渠道划分，B 端预制菜主要分为团餐、大 B 餐饮、中小 B 餐饮和外卖，其中团餐空间最大，但较为封闭，开拓难度大；大 B 餐饮需求量较大，但多数自建中央厨房，预制菜厂商多以单品切入，空间相对较小；中小 B 较为分散，易于企业切入，需求特点为高频量小，产品标准化，主要通过经销商服务；外卖渗透率较高，成本最为敏感，由于闭店率高，维护成本较高；整体来看，中小 B 餐饮赛道较优且增速较快。安井食品以中小 B 起家，经销为公司优势渠道（单经销商销售额远超同行），贴身支持赋能经销商能力突出（销售人员/经销商数量为同业三倍以上），利于产品快速起量和渠道扩张，有望成为核心受益者。

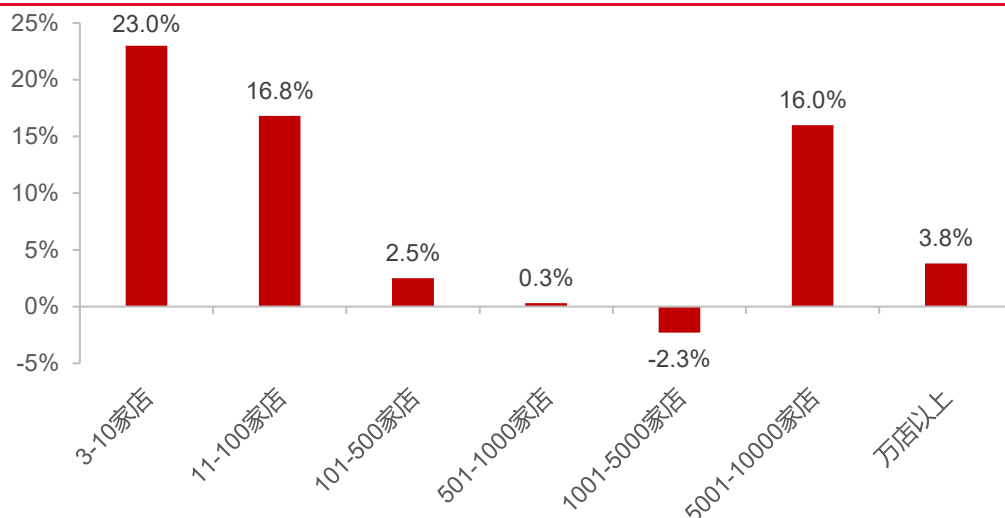
图31 安井食品覆盖预制菜全产业链



资料来源：统计局，艾媒咨询，中国饭店协会，中国产业信息网，《2022 年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

注：大 B 定义为连锁门店在 101 家及以上的，中小 B 定义为连锁门店在 100 家及以下

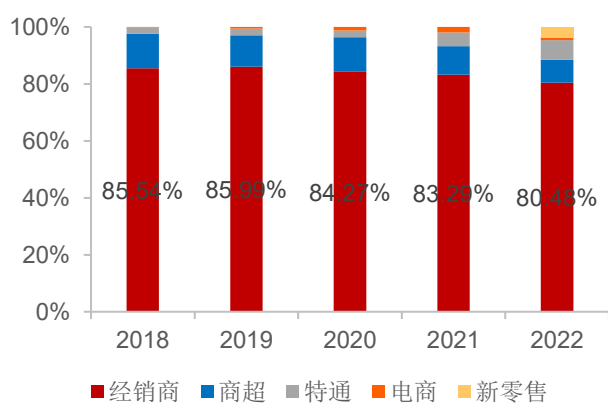
图32 2021 年不同规模区间的连锁门店同比涨幅



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，东海证券研究所

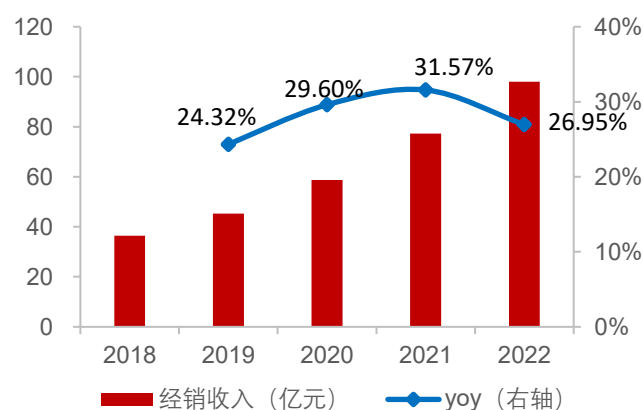
贴身支持赋能经销商，经销商人均销售额高且粘性强。经销为公司最主要的销售模式，2018-2022 年经销收入占比均超 8 成，收入 CAGR 为 28.08%，2022 年经销商数量为 1836 家，较 2018 年提升 1218 家。公司经销体系完善，通过“贴身支持”（每 3 个销售人员服务 1 个经销商，为经销商打通销售渠道，增加渠道粘度，丰富营销活动以及提供链接终端客户的平台等）赋能经销商，同时给予经销商一定的信用额度支持，在经评估和审批的授信额度以内，可以赊销货物，因此公司单经销商销售额高于友商且经销商黏性强，2022 年单经销商销售额为同行 4 倍以上，主要经销商合作年限在 4 年以上。2022 年安井小厨成立第一年依托原经销商实现快速起量，完成从 0-1 阶段，营收突破 2 亿元。此外，公司积极开发专业的经销商，目前已开发出一批团餐专业经销商，随着团餐舆情影响减弱，菜肴收入增速有望回升。

图33 安井 2018-2022 年经销收入占比均超 8 成



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图34 2018-2022 年安井经销收入 CAGR 为 28.08%



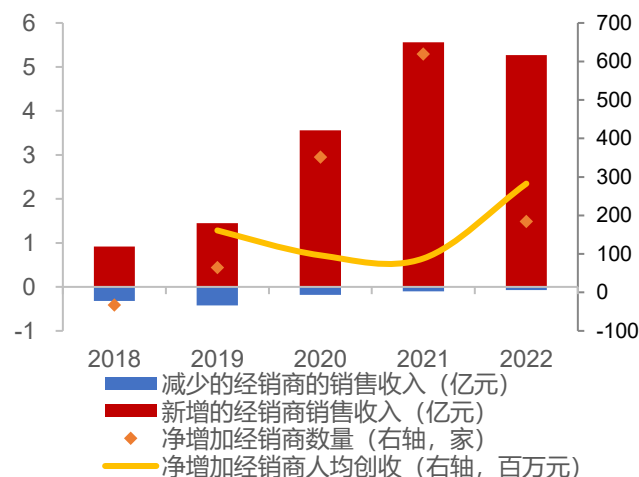
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图35 2018-2022 年安井经销商数量快速增加



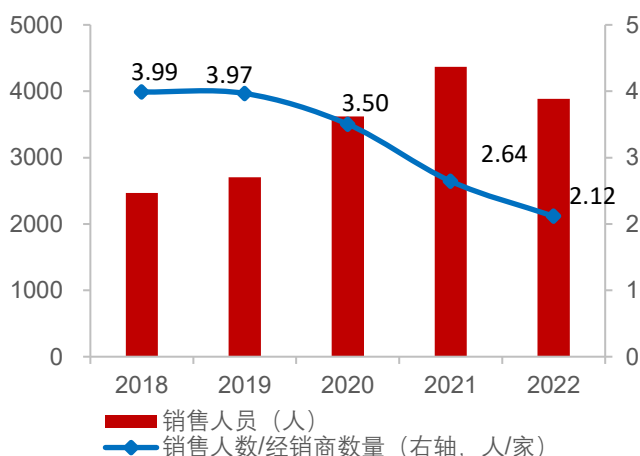
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图36 净增加经销商当年销售收入情况



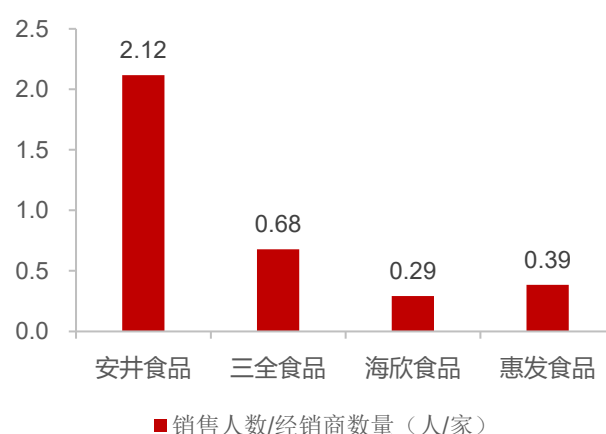
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图37 2018-2022 年销售人员，销售人员/经销商数量



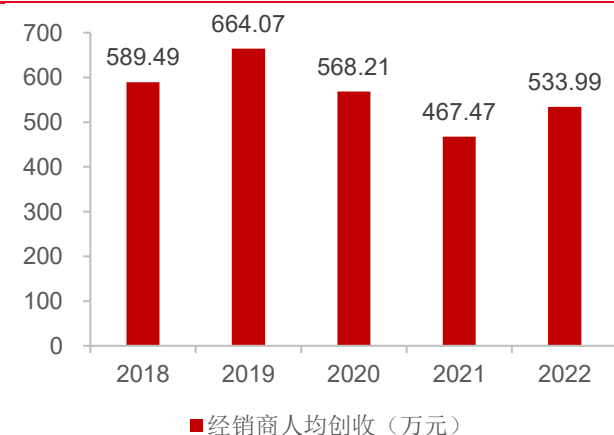
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图38 安井销售人员/经销商数量对比同行 (2022 年)



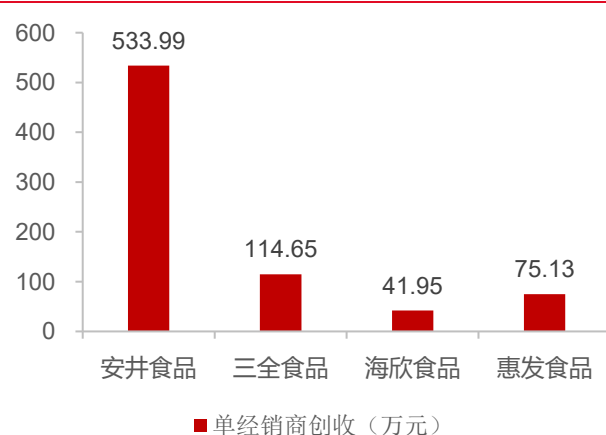
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图39 2018-2022 年安井经销商人均创收



资料来源：公司公告，东海证券研究所

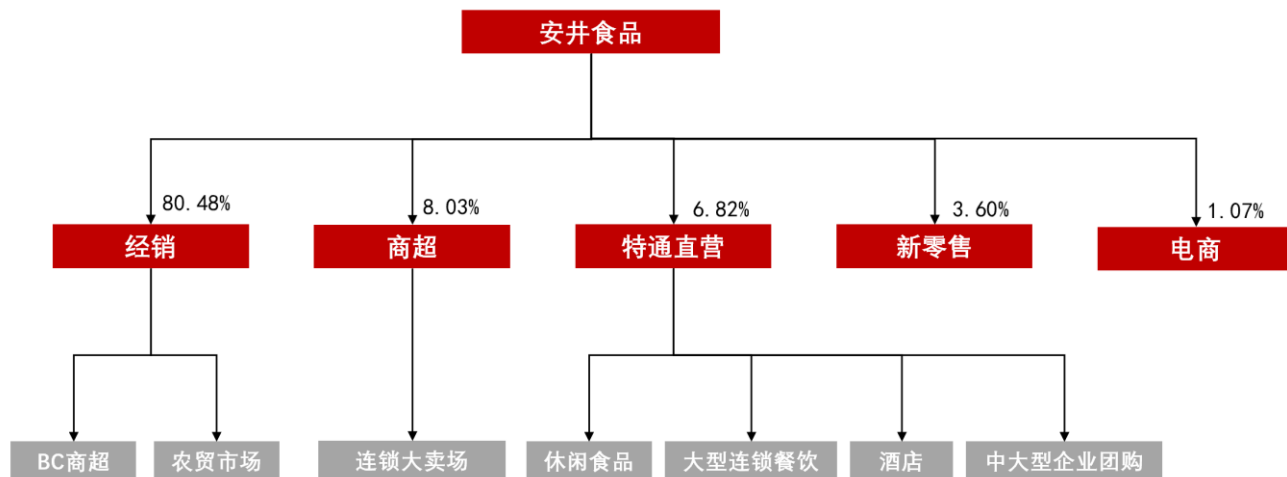
图40 安井单经销商销售额对比同行 (2022 年)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

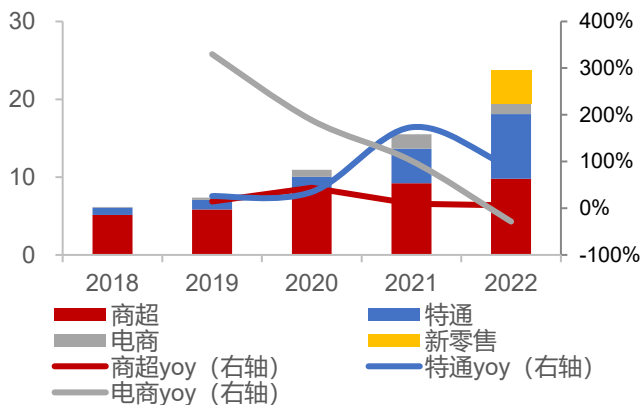
渠道结构不断完善，满足不同渠道预制菜需求。公司在开拓和巩固经销渠道的同时，不断完善其他渠道，2022 年经销以外渠道收入合计为 23.79 亿元，2018-2022 年经销以外的渠道收入 CAGR 为 40.18%，其中特通和新零售渠道成长较好。特通直营渠道主要客户包括海底捞、彤德莱、永和大王等国内餐饮客户，周黑鸭、绝味食品等休闲食品公司；达成合作的新零售平台包括盒马鲜生、锅圈、叮咚买菜、京东超市、朴朴、美团买菜。

图41 安井渠道结构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图42 经销以外渠道收入及增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所 注：2022 年起将原特通直营、电商渠道中的锅圈、盒马鲜生、叮咚买菜等新零售渠道业务单独列示

图43 公司各渠道主要客户



资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.公司：产品打造能力强，供应链优势明显

3.1.敏锐嗅觉挖掘单品，产品持续迭代升级

市场敏锐度和产品适销渠道洞察力为公司核心竞争力。公司研发能力强，拥有国家级企业技术中心（每个行业基本只有一个，稀缺性高），同时拥有敏锐的市场嗅觉，因此当察觉到市场表现优异的产品，可采取及时跟进、适度创新策略，并结合适配的渠道，快速形成大

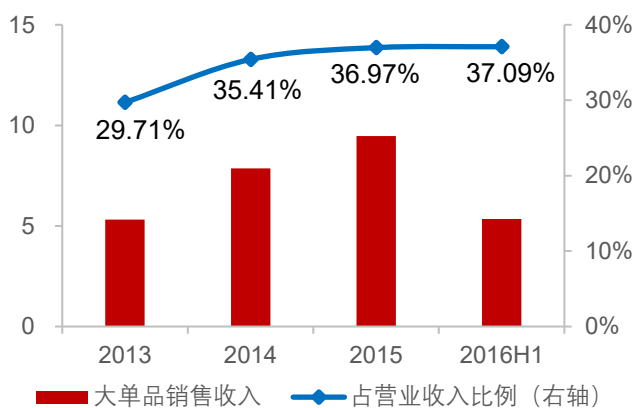
单品。复盘公司发展，安井从发展初期到现在，始终围绕产品和渠道结合的方式，实现营收不断扩大，2016H1 大单品和新品销售收入分别占营收 37.09%和 25.29%。

图44 公司产品矩阵及 2022 年核心大单品规模



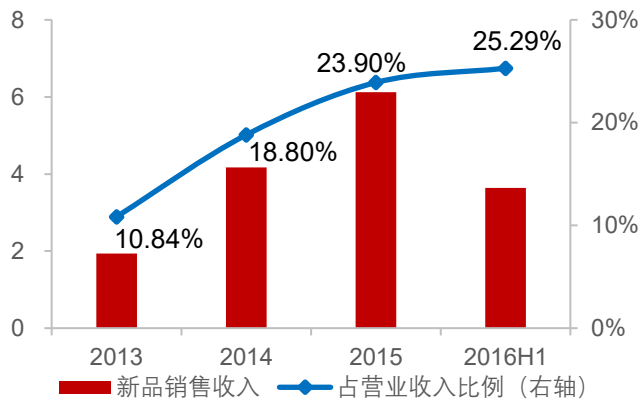
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图45 大单品销售收入及营收占比（亿元）



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

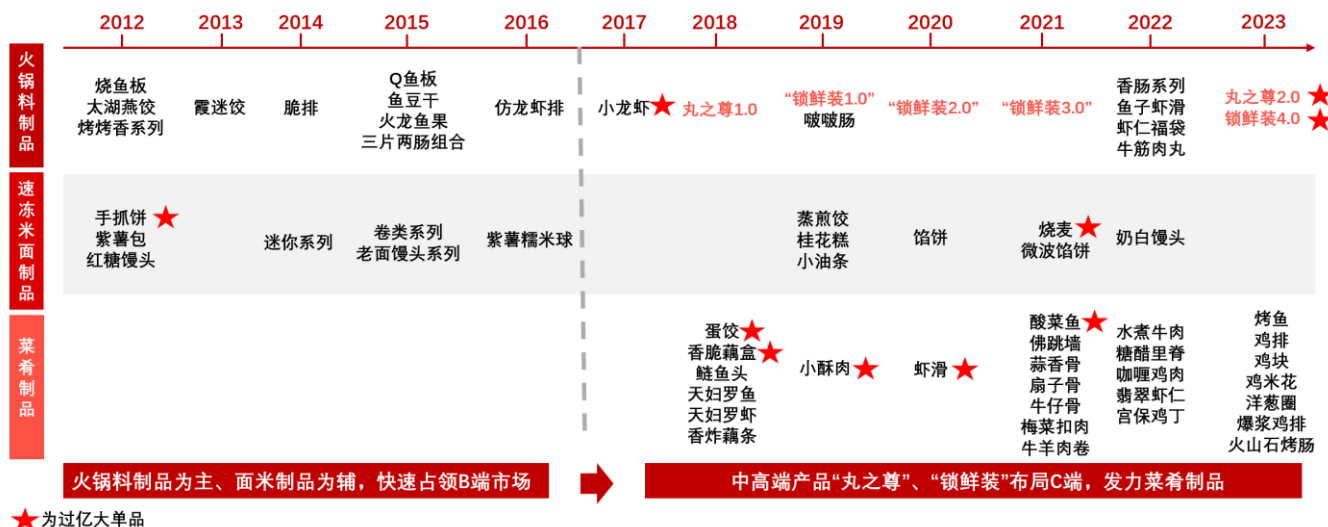
图46 新品销售收入及营收占比（亿元）



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

产品持续推新能力强，更新迭代快。①**产品推广**：2012 年至今，公司每年推出一系列新产品，并紧随公司战略发展与市场变化有所侧重，过程中培育出多个销售额过亿大单品（手抓饼、烧卖、香脆藕盒）。②**更新迭代**：产品种类持续丰富的同时，公司不断升级迭代爆品，进一步打开市场，“锁鲜装”系列已推至 4.0 版本，2022 年收入超 11 亿元，2023 年 Q1-Q3 维持 30%左右的增速；“丸之尊”已升级至 2.0 版本，2023 年 Q3 销售额近 1.7 亿元。

图47 公司具备持续推新和打造大单品能力



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图48 公司产品迭代能力强

2018上市首年销售额突破5000万



增加产品种类
“丸之尊2.0”共推出13款产品
160g→1kg大包装

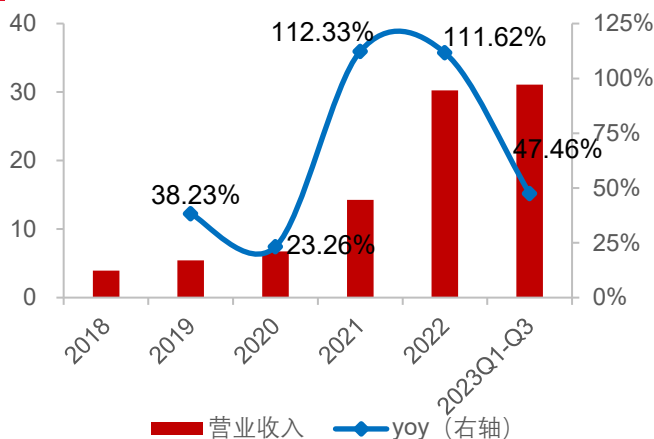
2023年Q3销售额近1.7亿



资料来源：安井公众号，东海证券研究所

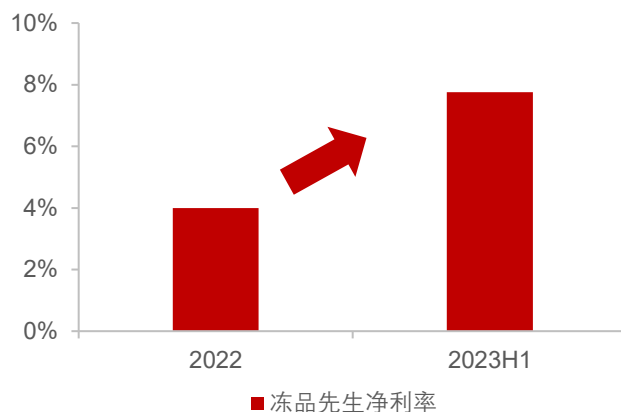
公司预制菜发展模式日渐清晰，不断打造大单品，规模、盈利持续提升。由于预制菜市场分散、品类众多，公司经过不断探索，建立了具有差异化、足够清晰产品定位的多个品牌，明确自产（安井小厨）+贴牌（安井、冻品先生）+并购（新宏业、新柳伍）多元化的发展模式。**从营收来看**，近些年公司成功打造出多款过亿大单品，如虾滑、酸菜鱼、香脆藕盒、小酥肉等，菜肴制品营收快速增加，2018-2022 年营收 CAGR 为 66.34%，2023Q1-Q3 营收 31.09 亿元(同比+47.46%)。**从盈利来看**，冻品先生整合上游供应链发展模式，通过 OEM 方式快速上量，盈利能力不断提升，2023H1 利润率达 7.76%，较 2022 年提升大约 3pct。

图49 2018-2023Q1-Q3 安井菜肴制品营业收入及增速



资料来源：wind，公司公告，东海证券研究所

图50 2022-2023H1 冻品先生净利率变化



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表9 预制菜肴品牌拆分

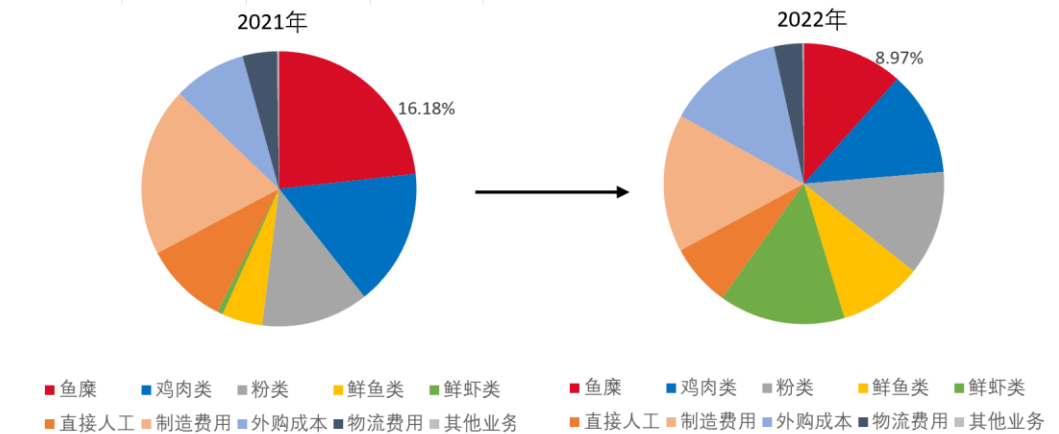
	安井	冻品先生	安井小厨	新宏业、新柳伍
产品类型	火锅类食材	聚焦川湘菜系列	特色鸡肉调理、串烤类	水产类
菜肴类产品	蛋饺、虾滑、干叶豆腐	酸菜鱼、香脆藕盒	小酥肉、荷香糯米鸡	小龙虾尾、调味小龙虾
核心大单品	虾滑	酸菜鱼 (过亿) 香脆藕盒 (过亿)	小酥肉 (过亿)	小龙虾
生产模式	贴牌生产	贴牌生产	自产	自产
渠道	C 端	C 端为主, BC 兼具	以 B 端客户为主、BC 兼顾	特通, 新零售
2022 年营收贡献	虾滑约 5 亿	6 亿+	2 亿+	新柳伍 3.14 亿 新宏业 15.99 亿
2023Q1-Q3 营收贡献	虾滑 4 亿+	4 亿+	2.4 亿	-

资料来源：公司公告，冻品先生公众号，东海证券研究所 注：由于存在内部交易抵消，所以品牌营收相加不等于菜肴制品营收

3.2.鱼糜资源丰富，成本优势构筑竞争壁垒

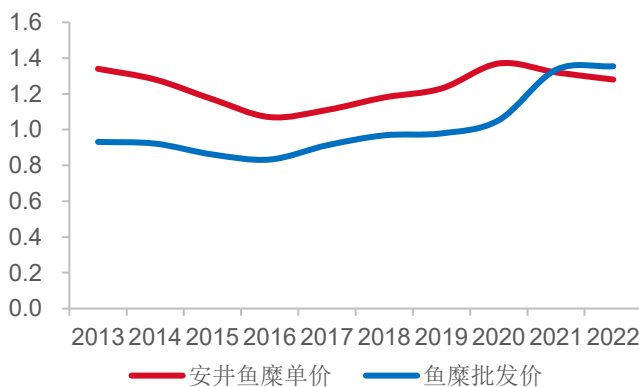
安井鱼糜资源优势愈发凸显，保障公司原材料价格稳定。近两年，安井食品鱼糜采购成本在中国鱼糜批发价持续上行的背景下，逐年下降，主要得益于公司拥有优质的鱼糜类资源及其强劲的鱼糜价格控制能力。淡水鱼糜相比海水鱼糜，养殖的可控性和稳定性更高，且价格更有优势，2013-2016 年公司逐步加大淡水鱼糜的采购量，逐步替代海水鱼糜，2016 年公司鱼糜采购单价较 2013 年大幅下降 20.15%。同时在此期间，新宏业前身宏业水产为安井食品最大的淡水鱼糜供应商且均价最高，2021 年，收购新宏业和新柳伍之后，安井食品对鱼糜供应的掌控力进一步加强，控制了全国 2/3 的淡水鱼糜，是公司能够保持成本优势的关键之一。

图51 2022 年鱼糜采购成本占比下降至 8.97%



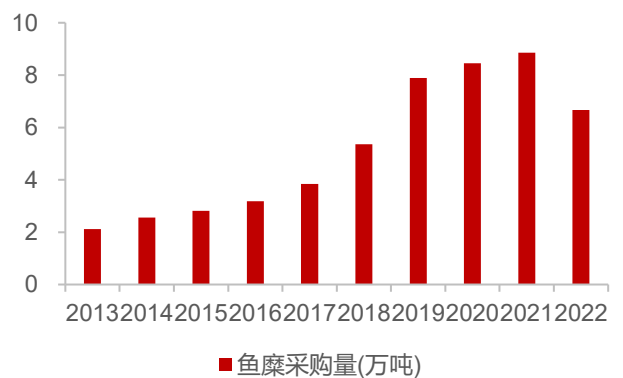
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图52 安井鱼糜采购单价对比中国鱼糜批发价（万元/吨）



资料来源：wind，东海证券研究所

图53 安井食品历年原料鱼糜采购量（单位：万吨）

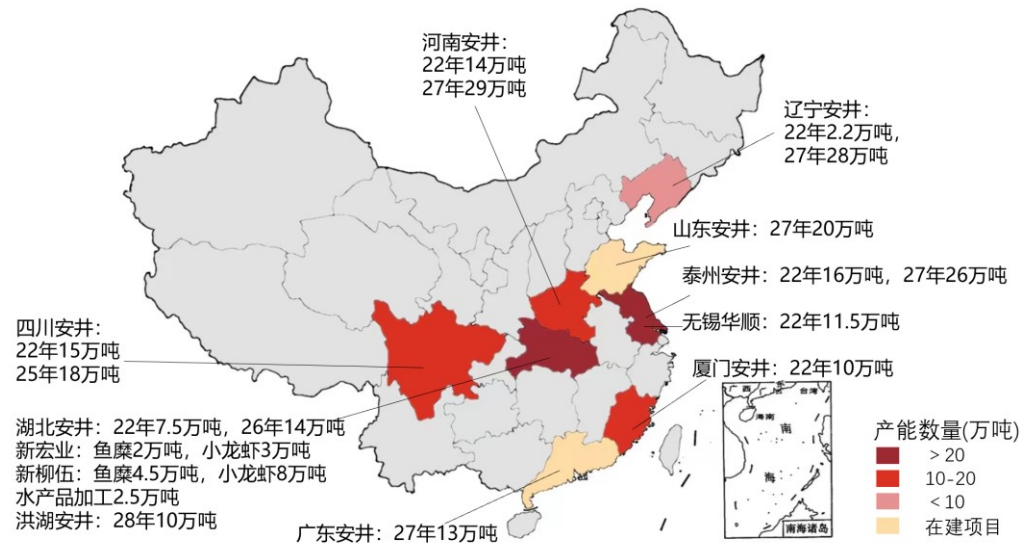


资料来源：招股说明书，公司公告，东海证券研究所 注：2016 年整年度鱼糜采购金额未公示，故采用 2016 年上半年鱼糜采购金额乘 2 估算

3.3.销地产铸造运输优势，定增打开成长空间

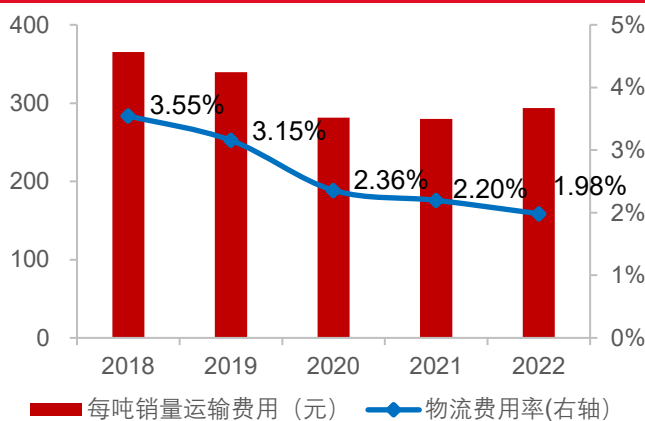
完善全国化生产布局，有效降低运输成本。当前冷链的实惠运输半径为 500-600 公里，因此公司采取“销地产”模式，即在产品重要消费地建设新的生产基地，有效降低冷链运输成本。2022 年公司运输费用为 293.59 元/吨，较 2018 年下降 19.62%，物流费率下降 1.57pct 至 1.98%，且显著低于行业内竞争对手。2022 年公司发布定增，在广东、山东新建生产基地，填补空白区域，进一步完善全国化生产布局。目前公司在全国 8 个省份已布局 12 个生产基地，随着明年山东安井、洪湖安井投产，运输费用将进一步降低。

图54 安井工厂布局及产量情况



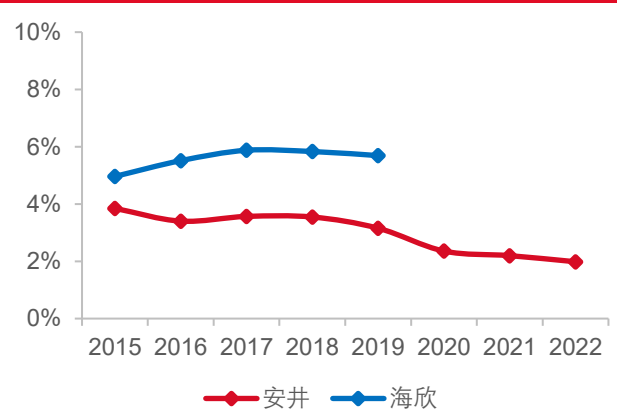
资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图55 安井销地产模式有效降低物流运输费用



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图56 安井运输费率低于竞争对手



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所 注意: 海欣自 2020 年起收入准则变化, 不再单独披露运费

定增大幅提升现有产能, 助力突破产能瓶颈, 打开新成长空间。2022 年 3 月, 公司向特定对象发行股票上市, 发行价格为 116.08 元/股, 发行对象为 19 名特定投资者, 发行股票数量 4888.49 万股。扣除发行费用 0.40 亿元后, 实际募集资金总额 56.35 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和补充流动资金, 缓解火锅料、米面制品及菜肴制品产能紧缺 (2018-2021 年产能利用率在 100%左右, 2022 年受疫情管控, 新宏业、新柳伍的小龙虾季节性特征较强影响, 产能利用率略下降至 92.24%, 整体来看产能利用率长期饱和)。预计 2022-2027 年产能 CAGR 为 13.96%, 能够有效满足公司未来 5 年左右的产能需求。

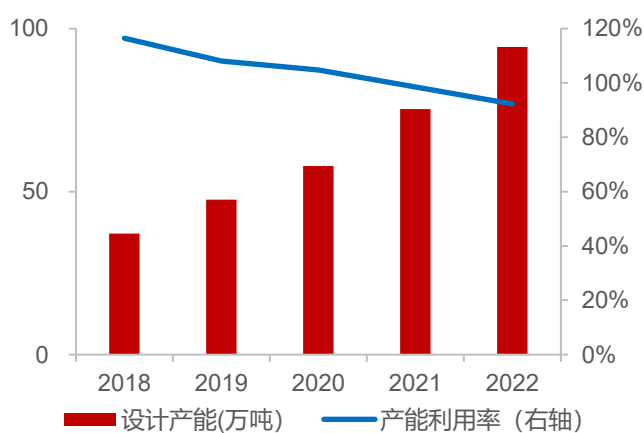
表10 公司募投项目 (亿元)

序号	项目名称	项目投资总额	使用募集资金
1	新基地建设及老基地扩建类项目	40.55	35.64
1.1	广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目	7.16	6.56
1.2	山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项目	10.54	10.54
1.3	河南三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目	7.30	7.30
1.4	泰州三期年产 10 万吨速冻食品扩建项目	5.20	5.20
1.5	洪湖安井年产 10 万吨预制菜肴生产项目	10.35	6.04
2	老基地技术升级改造类项目	5.11	5.11
2.1	四川安井技术升级改造项目	2.5	2.5
2.2	辽宁安井技术升级改造项目	1.8	1.8
2.3	泰州安井技术升级改造项目	0.81	0.81
3	信息化建设项目	1.00	1.00
4	品牌形象及配套营销服务体系建设项目	3.00	3.00
5	补充流动资金	11.41	11.41
	合计	61.07	56.16

资料来源：公司公告，东海证券研究所

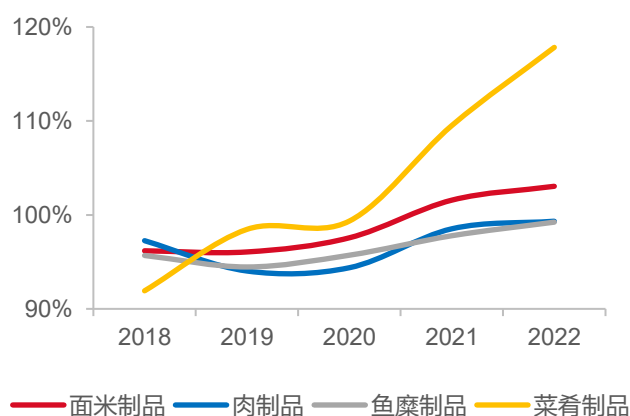
注：因募投项目变更，使用募集资金与实际金额不同

图57 安井产能及产能利用率



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图58 公司各产品产销率



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表11 未来产能和销量情况预测（单位：万吨）

项目		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
对应主体	产能性质								
福建安井	现有产能		10	10	10	10	10	10	10
无锡华顺	现有产能		16	16	16	16	16	16	16
	现有产能		16	16	16	16	16	16	16
泰州安井	扩建产能		3	4	8	9	10	10	10
	技改提升产能		-	0.36	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
河南安井	现有产能		15	15	15	15	15	15	15
	扩建产能		4.2	5.6	11.2	12.6	14	14	14
四川安井	现有产能	94.39	15	15	15	15	15	15	15
	技改提升产能		-	2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	现有产能		12	12	12	12	12	12	12
辽宁安井	扩建产能		-	-	4.2	5.6	11.2	12.6	14
	技改提升产能		-	1.6	2	2	2	2	2
湖北安井	现有产能		7	9	11	14	14	14	14
广东安井	新建产能		3.99	5.32	10.64	11.97	13.3	13.3	13.3
山东安井	新建产能		6	8	16	18	20	20	20
洪湖安井	新建产能		-	3	7	10	10	10	10
设计产能合计		94.39	108.19	122.88	156.99	170.12	181.45	182.85	184.25
实际产量		87.07	99.53	117.45	138.59	163.54	192.98	227.71	268.7
产能利用率		92.24%	92.00%	95.58%	88.28%	96.13%	106.35%	124.53%	145.83%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

注：假设辽宁安井扩建产能于 2025 年投产

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

① 收入端：①火锅料方面：公司火锅料龙头地位稳固，产品竞争力强，锁鲜装在 C 端仍保持高增长，2023 年 Q1-Q3 增长 30%；丸之尊在 B 端取得重点突破，2023 年 Q3 收入实现 1.7 亿元，产品结构优化支撑吨价稳步上行，我们预计 2023、2024、2025 年吨价分别增长 2.0%、1.0%、1.0%。同时因明年山东工厂投产，结合往年趋势，我们认为 2023、2024、2025 年销量分别增长 23.1%、17.2%、13.3%。2023-2025 年火锅料收入预计增长 25.6%、18.4%、14.5%。

②菜肴制品方面：公司发展模式明确，各品牌产品方向及推广目标愈发清晰，菜肴新品不断增加，同时公司已完善团餐渠道，并且已积累一批团餐经销商，整体增长势能充足，我们预计 2023-2025 年公司菜肴制品收入增长分别为 33.9%、30.81%、29.5%。

③面米制品方面：速冻米面行业相对成熟，但公司持续推新且对老产品进行规格创新（蒸煎饺规格改变），从而提升产品力。结合前三季度业绩趋势，我们预计 2023-2025 年公司面米制品收入增长分别为 17.3%、13.1%、12.0%。

(2) 盈利端：因公司鱼糜成本壁垒高，锁鲜装持续保持 45-50%毛利率，结合 Q1-Q3 锁鲜装增长 30%且占比不断提升，我们预计 2023-2025 年公司火锅料毛利率分别为 27.1%、27.4%、27.7%。菜肴制品随着大单品逐步放量，规模效应逐渐显现，毛利率将逐年提升，预计 2023-2025 年公司菜肴制品毛利率分别为 12.4%、13.4%、14.4%。速冻米面行业相对成熟，预计 2023-2025 年公司面米制品毛利率均为 23.5%。

表12 按业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
火锅料	收入 (百万元)	6328.85	7946.87	9405.69	10764.98
	YOY	12.62%	25.57%	18.36%	14.45%
	毛利率	26.06%	27.07%	27.41%	27.75%
菜肴制品	收入 (百万元)	3024.00	4049.14	5296.67	6861.31
	YOY	111.62%	33.90%	30.81%	29.54%
	毛利率	11.42%	12.42%	13.42%	14.42%
面米制品	收入 (百万元)	2414.40	2832.09	3203.66	3588.10
	YOY	17.55%	17.30%	13.12%	12.00%
	毛利率	23.53%	23.53%	23.53%	23.53%
农副产品+休闲食品	收入 (百万元)	390.72	547.01	711.11	924.44
	YOY	157.97%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	25.31%	25.31%	25.31%	25.31%
其他业务	收入 (百万元)	24.34	34.08	44.30	57.59
	YOY	36.43%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	53.37%	53.37%	53.37%	53.37%
合计	收入 (百万元)	12182.31	15409.18	18661.43	22196.42
	YOY	31.39%	26.49%	21.11%	18.94%
	毛利率	11.42%	12.42%	13.42%	14.42%

资料来源：wind，东海证券研究所

4.2.估值

相对估值：可比上市公司干味央厨、立高食品、味知香 2023E 行业平均 PE 为 32.47，公司 PE 为 18.43，低于行业均值。

表13 同业估值比较表（截至 2023 年 12 月 26 日）

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润增速			P/E		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
干味央厨	43	44.66%	32.30%	27.69%	29.02	21.93	17.18
立高食品	77	41.97%	79.99%	36.59%	37.74	20.97	15.35
味知香	48	10.13%	22.23%	18.81%	30.66	25.08	21.11
安井食品	283	42.46%	19.52%	24.35%	18.43	15.42	12.40

资料来源：万得一致预测，东海证券研究所

5.投资建议

预制菜行业仍处于初期,安井食品凭借冻品行业的较早布局,渠道、产能先发优势较强,有望成为预制菜行业的先行军,募投产能释放将进一步推动公司成长。我们预计2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 15.69/18.75/23.31 亿元,同比增速为 42.46%/19.52%/24.35%,对应 EPS 为 5.35/6.39/7.95 元,对应 PE 为 18.43/15.42/12.40。首次覆盖,给予“买入”评级。

6.风险提示

- 1) **新品推广不及预期:** 预制菜行业正处于产品快速推新阶段,并且新品对公司业绩驱动较强,如果新品接受程度低,市场推广不及预期,将会影响公司销售收入。
- 2) **渠道开拓不及预期:** 目前公司预制菜新品类发展较快,如果专业预制菜经销商开拓不及预期,可能出现触达不到消费者的风险,将会对公司业绩产生影响。
- 3) **食品安全的风险:** 我国预制菜行业标准不健全,食品安全仍存隐患。预制菜从原材料采购到加工再到销售的跨度较长,涉及菜品加工、冷链保鲜等多个环节,容易造成食品安全隐患。食品安全问题不仅会影响公司业绩,更会对企业品牌形象造成重大影响。
- 4) **原材料价格波动的风险:** 公司主要农副产品原材料价格存在一定的波动性,且供应商主要为一流供应商,议价能力较强,如果公司不能有效控制采购价格或向下游传导,将会对公司的盈利能力产生一定影响。

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,183	15,410	18,662	22,197
%同比增速	31%	26%	21%	19%
营业成本	9,508	11,932	14,416	17,111
毛利	2,675	3,477	4,246	5,086
%营业收入	22%	23%	23%	23%
税金及附加	90	108	134	158
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	873	1,006	1,204	1,421
%营业收入	7%	7%	6%	6%
管理费用	342	439	607	613
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	93	100	127	155
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	-75	-64	-69	-80
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-46	-5	-2	-1
信用减值损失	-11	0	0	0
其他收益	39	74	90	107
投资收益	8	23	28	34
资产处置收益	-3	0	0	0
营业利润	1,340	1,980	2,360	2,960
%营业收入	11%	13%	13%	13%
营业外收支	87	53	70	61
利润总额	1,427	2,033	2,429	3,021
%营业收入	12%	13%	13%	14%
所得税费用	309	441	527	655
净利润	1,118	1,592	1,903	2,366
%营业收入	9%	10%	10%	11%
归属于母公司的净利润	1,101	1,569	1,875	2,331
%同比增速	61%	42%	20%	24%
少数股东损益	16	23	28	35
EPS (元/股)	3.89	5.35	6.39	7.95

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	3.89	5.35	6.39	7.95
PE	41.61	18.43	15.42	12.40
PB	4.07	2.28	1.99	1.71
EV/EBITDA	26.27	9.85	8.04	6.14
ROE	9%	12%	13%	14%
ROIC	8%	12%	12%	13%

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,504	5,799	6,665	8,266
交易性金融资产	672	902	1,002	1,052
应收账款及应收票据	737	869	1,089	1,316
存货	3,137	3,957	4,797	5,695
预付账款	79	101	159	163
其他流动资产	163	206	236	265
流动资产合计	10,292	11,834	13,948	16,757
长期股权投资	9	13	14	16
固定资产合计	3,343	3,543	3,664	3,706
无形资产	703	681	806	982
商誉	807	807	819	834
递延所得税资产	194	121	157	161
其他非流动资产	845	911	1,158	1,296
资产总计	16,194	17,909	20,566	23,750
短期借款	489	424	450	480
应付票据及应付账款	1,670	2,006	2,323	2,685
应付职工薪酬	201	248	288	342
应交税费	226	327	396	471
其他流动负债	1,277	1,588	1,885	2,161
流动负债合计	3,863	4,593	5,341	6,139
长期借款	2	4	7	7
递延所得税负债	262	241	250	260
其他非流动负债	167	158	151	161
负债合计	4,295	4,996	5,750	6,568
归属于母公司的所有者权益	11,679	12,670	14,545	16,876
少数股东权益	220	243	271	306
股东权益	11,899	12,913	14,816	17,182
负债及股东权益	16,194	17,909	20,566	23,750

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	1,407	1,775	1,828	2,403
投资	-3,733	-233	-101	-53
资本性支出	-1,070	-601	-895	-806
其他	8	14	27	33
投资活动现金流净额	-4,795	-820	-969	-825
债权融资	1	-89	30	30
股权融资	5,682	-28	0	0
支付股利及利息	-219	-568	-16	-17
其他	-42	23	-7	10
筹资活动现金流净额	5,421	-662	7	23

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2023 年 12 月 26 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089