

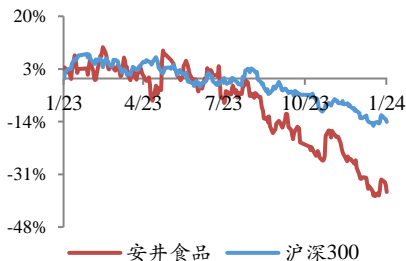
速冻龙头多渠道并进

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2024-01-05

收盘价(元)	98.30
近12个月最高/最低(元)	171.04/96.25
总股本(百万股)	293
流通股本(百万股)	293
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	288
流通市值(亿元)	288

公司价格与沪深300走势比较



分析师: 陈姝

执业证书号: S0010522080001

邮箱: chenshu@hazq.com

相关报告

主要观点:

● 速冻赛道龙头, 多渠道模式发展

公司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。公司已在国内布局厦门安井、无锡安井、泰州安井、辽宁安井、四川安井、湖北安井、河南安井、广东安井、山东安井及洪湖安井, 共计10大生产基地。公司的销售模式包括经销模式、商超模式、特通直营模式、电商模式、新零售模式五种。业绩层面, 2023 Q1-3实现营业收入102.71亿元, 同比+25.93%; 实现归母净利润11.22亿元, 同比+62.69%。其中, 2023Q3实现营业收入33.77亿元, 同比+17.21%; 实现归母净利润3.86亿元, 同比+63.75%, 维持业绩高增长。

● 大单品战略清晰, 重点发力团餐业务

战略思路清晰, 大单品+预制菜肴板块齐头并进。1) **战略:** 公司按照速冻火锅料、速冻面米制品和速冻预制菜肴制品“三路并进”的经营策略和“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略, 全面提升全渠道大单品竞争力, 不断提高速冻食品市场占有率。2) **大单品&预制菜肴:** 新柳伍食品的小龙虾相关产品, 安井冻品先生、安井小厨的预制菜肴产品以及安井品牌的虾滑产品增量带动预制菜肴板块业务增长。同时, 抓住2023工作重点, 重点推进火山石烤肠、麦穗肠以及其他烤串产品的研发、生产、外协和营销推广工作, 进一步强化公司在原有强势烧烤渠道上的影响力和产品竞争力。锁鲜装自2019年9月推出市场, 逐渐成为C端火锅料产品的代名词, 疫情期间居家消费的二次助推, 进一步巩固了锁鲜装的市场地位。锁鲜装系列产品定位“超级大爆品”, 公司一如既往地按聚焦资源实现大单品的跃进。

重点发力团餐业务, 补齐业务短板。公司按照“渠道扫盲、终端为王”的营销渠道策略, 将团餐渠道的开发建设作为2023年营销工作的重点。近年来, 一方面, 随着餐饮业态发展, 团餐细分渠道发展较快; 另一方面, 随着安井小厨等业务的开展, 公司具备了更多适配团餐渠道的产品, 进一步拓展团餐渠道的时机日益成熟。同时23年商超渠道竞争加剧, 公司从B端渠道着手, 选择高端菜场、生鲜超市及高消费水平的卖场, 给予渠道特别支持, 通过特色产品的突破形成示范效应进而带动整个品类。针对锁鲜装给予终端商物料陈列、临促和试吃(促销产品除外)的支持, 阶段性对丸之尊2.0(促销产品除外)再加码冰柜支持等等。

● 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

预计2023-2025年收入分别为151.62、180.25、211.02亿元, 对应增速分别为24.5%、18.9%、17.1%, 归母净利润分别为15.85、19.5、23.35亿元, 对应增速分别为43.9%、23%、19.8%, 对应2023-2025年PE估值分别为18、15、12X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示

新品及渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，宏观经济不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12183	15162	18025	21102
收入同比 (%)	31.4%	24.5%	18.9%	17.1%
归属母公司净利润	1101	1585	1950	2335
净利润同比 (%)	61.4%	43.9%	23.0%	19.8%
毛利率 (%)	22.0%	22.1%	22.2%	22.4%
ROE (%)	9.4%	12.5%	13.3%	13.8%
每股收益 (元)	3.89	5.40	6.65	7.96
P/E	41.61	18.19	14.79	12.35
P/B	4.07	2.27	1.97	1.70
EV/EBITDA	26.27	10.03	8.06	6.25

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 速冻赛道龙头，多渠道模式发展.....	5
2 大单品战略清晰，重点发力团餐业务	5
3 盈利预测及估值分析:	6
4 风险提示:	7
财务报表与盈利预测	8

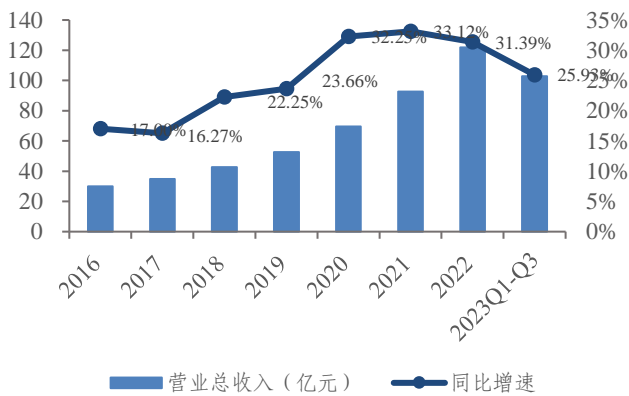
图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

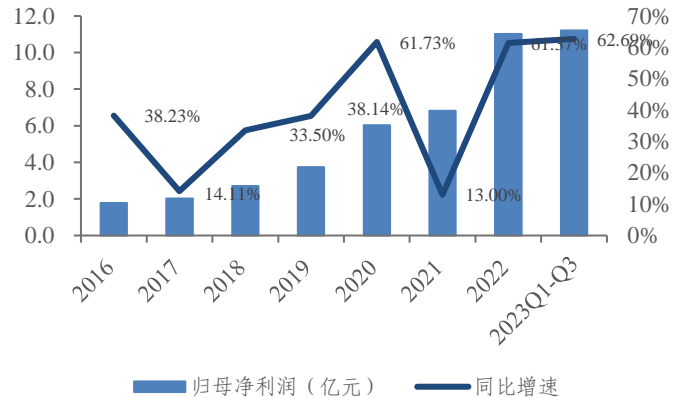
1 速冻赛道龙头，多渠道模式发展

公司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。公司已在国内布局厦门安井、无锡安井、泰州安井、辽宁安井、四川安井、湖北安井、河南安井、广东安井、山东安井及洪湖安井，共计 10 大生产基地。公司的销售模式包括经销模式、商超模式、特通直营模式、电商模式、新零售模式五种。业绩层面，2023 Q1-3 实现营业收入 102.71 亿元，同比+25.93%；实现归母净利润 11.22 亿元，同比+62.69%。其中，2023Q3 实现营业收入 33.77 亿元，同比+17.21%；实现归母净利润 3.86 亿元，同比+63.75%，维持业绩高增长。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺，华安证券研究所

资料来源：同花顺，华安证券研究所

2 大单品战略清晰，重点发力团餐业务

战略思路清晰，大单品+预制菜肴板块齐头并进。1) **战略：**公司按照速冻火锅料、速冻面米制品和速冻预制菜肴制品“三路并进”的经营策略和“BC 兼顾、全渠道发力”的渠道策略，全面提升全渠道大单品竞争力，不断提高速冻食品市场占有率。2) **大单品&预制菜肴：**新柳伍食品的小龙虾相关产品，安井冻品先生、安井小厨的预制菜肴产品以及安井品牌的虾滑产品增量带动预制菜肴板块业务增长。同时，抓准 2023 工作重点，重点推进火山石烤肠、麦穗肠以及其他烤串产品的研发、生产、外协和营销推广工作，进一步强化公司在原有强势烧烤渠道上的影响力和产品竞争力。锁鲜装自 2019 年 9 月推出市场，逐渐成为 C 端火锅料产品的代名词，疫情期间居家消费的二次助推，进一步巩固了锁鲜装的市场地位。锁鲜装系列产品定位“超级大爆品”，公司一如既往地按聚焦资源实现大单品的跃进。

重点发力团餐业务，补齐销售短板。公司按照“渠道扫盲、终端为王”的营销渠道策略，将团餐渠道的开发建设作为 2023 年营销工作的重点。近年来，一方面，随着餐饮业态发展，团餐细分渠道发展较快；另一方面，随着安井小厨等业务的开展，公司具备了更多适配团餐渠道的产品，进一步拓展团餐渠道的时机日益成熟。同时 23 年商超渠道竞争加剧，公司从 B 端渠道着手，选择高端菜场、生鲜超市及高消费水平的卖场，给予渠道特别支持，通过特色产品的突破形成示范效应进而带

动整个品类。针对锁鲜装给予终端商物料陈列、临促和试吃（促销产品除外）的支持，阶段性对丸之尊 2.0（促销产品除外）再加码冰柜支持等等。

3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

分业务拆解：

- **菜肴制品：**23 年前三季度同比增长 47.46%，主要系湖北新柳伍食品集团有限公司并表带来一部分增量，以及厦门安井冻品先生供应链有限公司及安井小厨增长，荷香糯米鸡等单品表现亮眼，10-11 月旺季表现一般，预计 Q4 收入相对稳健，23 年预计菜肴制品收入维持在 42%。24-25 年并表因素提出后，收入增速贴近公司整体业务发展。
- **传统速冻火锅料制品：**（速冻鱼糜制品、速冻肉制品）营业收入稳步增长，预计 24-25 年火锅食材丰富化、品牌化，包括牛羊肉卷、毛肚等火锅食材持续推广，预计该业务吨价增长 3%，营收主要由量增带来。
- **速冻面米制品：**23 年前三季度营业收入同比增长 9.49%，增速有所放缓，主要受大型连锁商超渠道市场环境的影响所致。公司产品在国内的商超客户主要包括大润发、永辉、沃尔玛、物美、苏果、华润万家、天虹、家家悦、河南大张、联华华商等连锁大卖场，预计未来随着线上平台赋能各商超系统，公司同步加强商超线上销售拓展，未来该业务带来增量。结合以上预计 23-25 年该业务收入增速中枢在 7%。
- **农副产品：**23 年前三季度营业收入同比增长 79.69%，主要系新柳伍的冷冻鱼糜及鱼副产品并表以及湖北安润增量所致，预计未来 3 年增速逐步回落。
- **休闲食品：**营收占比极低，较上年同期下滑 50.70%，主要系 Oriental Food Express Limited 的常温休闲食品业务销售下滑所致，后续维持稳态发展。

成本&费用：

营业成本：公司原材料占比最高的仍是鱼糜。在战略原材料层面，通过持续多年的技术提高和工艺改良，公司原材料中淡水鱼糜的战略地位不断提高，对上游淡水鱼糜产业的提早布局使得公司在鱼糜这一战略原材料的充足供应上获得了安全保障，且价格方面相对占有一定优势。其他原材料，如禽肉类、猪肉、牛肉、蛋白、油脂等原料价格呈现稳中略降趋势。公司将根据生产计划开展原材料囤货和期货锁价工作，同时随着产品结构进一步优化，预计整体毛利率稳步上行。

销售费用率：公司坚持“高质中高价”的销售定价策略、“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略。公司销售费用得到有效控制，在销售费用率下降的情况下依然保持了产品市场占有率的持续扩大，品牌力和规模效应进一步体现。

管理费用率&财务费用率：公司规模效应显现，股份支付分摊费用减少、银行存款利息收入增加等因素影响，期间费用比下降带动利润提升。

3 盈利预测及估值分析：

预计 2023-2025 年收入分别为 151.62、180.25、211.02 亿元，对应增速分别为 24.5%、18.9%、17.1%，归母净利润分别为 15.85、19.5、23.35 亿元，对应增速分别为 43.9%、23%、19.8%，对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 18、15、12X，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示：

新品及渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，宏观经济不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10292	11886	14338	17137	营业收入	12183	15162	18025	21102
现金	5504	6384	7691	9530	营业成本	9508	11809	14030	16382
应收账款	737	684	995	973	营业税金及附加	90	112	133	156
其他应收款	26	33	37	45	销售费用	873	923	1082	1245
预付账款	79	98	140	164	管理费用	342	364	424	492
存货	3137	3772	4357	5084	财务费用	-75	-100	-121	-146
其他流动资产	809	915	1118	1341	资产减值损失	-46	-47	-11	-14
非流动资产	5901	5965	6120	6345	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	8	24	29	34
固定资产	3343	3207	3146	3156	营业利润	1340	1988	2453	2949
无形资产	703	873	1053	1223	营业外收入	93	65	70	72
其他非流动资产	1846	1876	1911	1957	营业外支出	6	4	3	3
资产总计	16194	17851	20459	23482	利润总额	1427	2049	2520	3018
流动负债	3863	4488	5129	5777	所得税	309	436	537	643
短期借款	489	644	793	922	净利润	1118	1612	1983	2375
应付账款	1431	1456	1584	1692	少数股东损益	16	27	34	40
其他流动负债	1943	2389	2752	3163	归属母公司净利润	1101	1585	1950	2335
非流动负债	432	432	432	433	EBITDA	1617	2303	2723	3235
长期借款	2	3	3	3	EPS (元)	3.89	5.40	6.65	7.96
其他非流动负债	430	430	430	430					
负债合计	4295	4921	5562	6210					
少数股东权益	220	247	281	321					
股本	293	293	293	293					
资本公积	8024	7996	7979	7979					
留存收益	3362	4395	6345	8679					
归属母公司股东权益	11679	12684	14616	16951					
负债和股东权益	16194	17851	20459	23482					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1407	1749	1808	2469	成长能力				
净利润	1118	1612	1983	2375	营业收入		24.5%	18.9%	17.1%
折旧摊销	358	366	380	420	营业利润	55.8%	48.3%	23.4%	20.2%
财务费用	-23	-17	-25	-31	归属于母公司净利	61.4%	43.9%	23.0%	19.8%
投资损失	-8	-24	-29	-34	获利能力				
营运资金变动	-101	-189	-462	-226	毛利率 (%)	22.0%	22.1%	22.2%	22.4%
其他经营现金流	1283	1803	2406	2565	净利率 (%)	9.0%	10.5%	10.8%	11.1%
投资活动现金流	-4795	-461	-658	-790	ROE (%)	9.4%	12.5%	13.3%	13.8%
资本支出	-1070	-374	-473	-582	ROIC (%)	8.0%	11.2%	11.7%	12.2%
长期投资	-3733	-111	-213	-242	偿债能力				
其他投资现金流	8	24	29	34	资产负债率 (%)	26.5%	27.6%	27.2%	26.4%
筹资活动现金流	5421	-408	157	160	净负债比率 (%)	36.1%	38.1%	37.3%	36.0%
短期借款	233	155	149	129	流动比率	2.66	2.65	2.80	2.97
长期借款	-139	0	0	0	速动比率	1.80	1.76	1.90	2.04
普通股增加	49	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	5604	-28	-17	0	总资产周转率	0.98	0.89	0.94	0.96
其他筹资现金流	-325	-535	25	31	应收账款周转率	19.07	21.18	21.18	21.18
现金净增加额	2033	880	1307	1839	应付账款周转率	6.69	8.18	9.23	10.00

每股指标 (元)				
每股收益	3.89	5.40	6.65	7.96
每股经营现金流(薄)	4.80	5.96	6.16	8.42
每股净资产	39.82	43.25	49.83	57.80

估值比率				
P/E	41.61	18.19	14.79	12.35
P/B	4.07	2.27	1.97	1.70
EV/EBITDA	26.27	10.03	8.06	6.25

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

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

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

投资评级说明

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

行业评级体系

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

公司评级体系

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