

安井食品 (603345.SH)

全国速冻食品龙头，第二成长曲线初显

买入

核心观点

百亿新征程，估值折价之谜。安井上市以来大幅跑赢基准，超额收益显著。2023年4月以来安井股价回调较多，主因市场担忧安井中长期成长性。我们认为安井目前所处赛道依然有望维持高景气度，在扎实的基本面支撑下，安井高成长属性没有消散，未来增长具有较强的确定性，中长期估值有望提升。

寻觅路线构筑壁垒，乘风而起确立龙头地位。安井在管理层的前瞻判断下从徘徊阶段走出，错位入局速冻火锅料行业，获取行业份额、强化自身壁垒，确立了自身在于速冻行业的龙头地位。在此基础上，安井依然不断夯实自身的竞争优势，积极二次创业布局预制菜。

组织高效且富有活力，强产业链控制力与渠道分工保障战略落地。公司采用职业经理人团队经营，配合以直控的销售前端，组织完善高效；2023年推出新一轮股权激励覆盖中基层员工，进一步激发团队积极性。公司原料端合作优质供应商保障成本稳定，通过并购新宏业、新柳伍部分股权增强采购话语权，2022年总产能达94万吨，全国化布局和规模效应逐渐形成，“销地产”、“产地研”支撑每年聚焦培养3-5个战略大单品。公司扶植并赋能大经销商，单个经销商创收较高（2022年534万元），与公司合作粘性较强，同时公司积极配合经销商进行市场拓展与产品推广活动，保证销售策略传导通畅。

存量积极布局，增量并购提供可能性。我们认为安井增长势能储备充足，未来成长可预见性较强。当前中国速冻食品行业中国C端仍待渗透，产品与渠道均存在机会，安井跟随市场趋势积极布局，预制菜行业高速发展，或将再造一个新安井。相比美国、日本速冻市场集中度较高，中国市场较为分散，行业整合存在机会，而日本丸羽日朗、美国Sysco、韩国东远集团均为并购成就的龙头，多元并购或将为安井提供扩张可能性。

盈利预测与估值：公司营收、利润实现高质量增长，2011-2022年营收、归母净利润CAGR分别为23.2%和28.2%；净利率稳步提升，2011-2022年由5.8%增长至9.0%，处于行业中的第一梯队。近年来公司ROE、ROIC都处于行业领先水平，2022年公司ROE、ROIC分别为13%、12%。在积极的经营策略下，公司未来3年业绩仍然有望保持快速成长，我们维持此前盈利预测，2023-2025年营收148.04/173.99/203.14亿元，同比增加21.5%/17.5%/16.8%，预计归属母公司净利润15.18/17.56/21.37亿元，同比增加37.9%/15.6%/21.7%。每股收益23-25年分别为5.18/5.99/7.29元，对应PE为17/15/12倍。预计公司合理估值98.47-105.33元，相对目前股价有15%-20%溢价，维持买入评级。

风险提示：下游餐饮需求复苏较弱；原材料价格波动；行业竞争加剧

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,272	12,183	14,804	17,399	20,314
(+/-%)	33.1%	31.4%	21.5%	17.5%	16.8%
净利润(百万元)	682	1101	1518	1756	2137
(+/-%)	13.0%	61.4%	37.9%	15.6%	21.7%
每股收益(元)	2.79	3.75	5.18	5.99	7.29
EBIT Margin	7.9%	10.5%	12.2%	12.1%	12.9%
净资产收益率(ROE)	13.4%	9.4%	11.8%	12.3%	13.3%
市盈率(PE)	32.0	23.8	17.2	14.9	12.2
EV/EBITDA	26.1	18.9	14.0	12.3	10.3
市净率(PB)	4.30	2.24	2.03	1.83	1.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

食品饮料·食品加工

证券分析师：张向伟 021-60933131 zhangxiangwei@guosen.com.cn S0980523090001
 证券分析师：刘匀召 0755-81981072 liuyunzhao@guosen.com.cn S0980523070005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	98.47 - 105.33元
收盘价	88.28元
总市值/流通市值	25892/25892百万元
52周最高价/最低价	173.90/68.57元
近3个月日均成交额	404.86百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《安井食品(603345.SH)-经营思路清晰务实，聚焦中长期高质量增长》——2023-12-24
- 《安井食品(603345.SH)-主业增长稳健，盈利能力持续优化》——2023-10-29
- 《安井食品(603345.SH)-股权激励落地激发团队活力，中长期发展定位清晰》——2023-10-17
- 《安井食品(603345.SH)-三季度净利润同比增长62%，成本压力持续改善》——2022-10-19
- 《安井食品(603345.SH)-21年年报及22年一季报点评：短期扰动下经营稳健，菜肴制品有望打开成长空间》——2022-04-28

内容目录

1 百亿新征程，估值折价之谜	5
2 寻觅路线构筑壁垒，乘风而起确立龙头地位	8
2.1 伴随行业变迁发展，摸清路径乘风而起	8
2.2 顺势而为建立壁垒，公司龙头地位趋稳	9
3 高效组织富有活力，强产业链控制力与渠道分工保障战略落地	13
3.1 公司组织完善高效，内部治理活力充足	13
3.2 沿袭总成本领先路线，建立全方位产业链控制力	16
3.3 渠道模式以人为本，扶植并持续赋能大经销商	19
4 存量积极布局，增量并购提供可能性	23
4.1 C端产品渠道机遇仍存，预制菜或将再造新安井	23
4.2 多元化并购提供可能，行业整合存在想象空间	26
5 财务分析，盈利预测与估值	30
5.1 财务分析	30
5.2 盈利预测	33
5.3 估值与投资建议	35
风险提示	38
附表：财务预测与估值	39

图表目录

图 1: 安井是速冻行业唯一营收规模超百亿的企业 (单位: 百万元)	5
图 2: 2020 年 1 月至 2021 年 6 月安井超额收益达到 276%, 实现戴维斯双击	5
图 3: 2023 年 4 月以来安井股价回调较多	5
图 4: 安井食品伴随行业变迁发展, 成为速冻食品行业龙头	8
图 5: 2006 年以前中国速冻米面市场集中度较高	9
图 6: 中国火锅行业市场规模增长较快	10
图 7: 安井重心转向鱼糜制品后火锅料收入占比提高	10
图 8: 安井食品使用低价策略抢占市场份额, 集中度提高	10
图 9: 安井多次灵活提价	11
图 10: 锁鲜装在疫情催化下获得高速成长	11
图 12: 高效的组织激活公司运行, 强产业控制力与渠道分工保障战略落地	13
图 13: 安井食品建立了现代化的治理结构	14
图 14: 安井营销中心管理区域销售	15
图 15: 三全、惠发均使用事业部形式进行管理	15
图 16: 安井食品内部晋升机制明晰	15
图 17: 安井鱼糜采购价格相比白鲢鱼价格波动更小	16
图 18: 安井向新宏业购买原材料关联交易	16
图 19: 安井食品精细化采购与成本管理	17
图 20: 安井食品新品、次新品收入占比较高	18
图 21: 安井战略大单品模式	18
图 22: 安井相对三全、海欣、惠发实现产能领先	19
图 23: 安井全国布局生产基地, 为销地产提供有力支撑	19
图 24: 安井运输费用逐渐下降, 且相对竞争对手较低	19
图 25: 安井制造费用率 2018 年以后出现下降趋势	19
图 26: 安井经销模式 V. S. 海欣、惠发、三全	20
图 27: 安井食品与经销商合作开发下游	20
图 28: 2022 年中国餐饮连锁化率仅有 19%	20
图 29: 安井平均每个经销商配备 2.1 个销售人员	20
图 30: 安井销售人员“贴身支持”经销商	21
图 31: 安井推出摆摊车型协助经销商开拓销售市场	21
图 32: 安井单经销商收入贡献规模较大	21
图 33: 安井单经销商平均贡献收入变化	21
图 34: “安井之家”提升信息化水平	22
图 35: 安井应收账款周转率在行业内处于较高水平	22
图 36: 日冷通过发力家庭端产品获得二次增长	23
图 37: C 端新式米面冻品增长较快	24
图 38: 安井锁鲜装已经迭代至 4.0 阶段	24

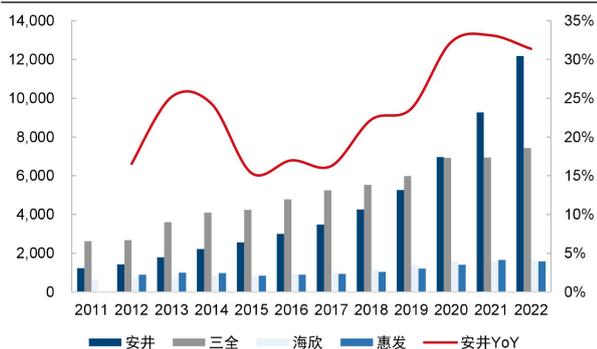
图 39: 中国零售终端以小型食杂店为主 (2021)	24
图 40: 2022 年安井渠道结构	24
图 41: 2017-2022 安井食品速冻菜肴制品收入 CAGR 达到 49%	25
图 42: 日本速冻食品行业 CR 高达 79%	26
图 43: 美国速冻食品零售口径 CR5 为 46%	26
图 44: 日本领先的速冻食品公司丸羽日朗来源于丸羽与日朗的合并	27
图 47: 2011-2022 公司收入、利润 CAGR 分别约为 23%、28%	30
图 48: 公司规模效应逐渐显现, 净利率稳步提升	30
图 49: 速冻食品行业毛利率水平对比	30
图 50: 速冻食品行业净利率水平对比	30
图 51: 公司 ROE 水平较为稳定, 且处于行业较高水平	31
图 52: 公司 ROIC 水平较为稳定, 且处于行业较高水平	31
图 53: 公司资产负债率呈现下降趋势	31
图 54: 公司有息负债率处于同行业较低水平	31
图 55: 公司 2022 年流动比率达到 2.66	31
图 56: 公司 2022 年速动比率达到 1.85	31
图 57: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入较高	32
图 58: 公司净利润现金含量较高, 净利润质量较高	32
图 59: 公司 2022 年总资产周转率 0.98	32
图 60: 公司 2022 年存货周转率为 3.43	32
表 1: 国内不同阶段板块 PE (TTM) 对比	6
表 2: 安井职业经理人团队行业经验丰富	14
表 3: 安井食品两轮股权激励对比	16
表 4: 安井食品历年重要单品	18
表 5: 预制菜行业全国企业众多, 格局较为分散	25
表 6: Sysco 历史重要并购	27
表 7: 东远集团历史重要并购	28
表 8: 安井食品业务拆分	33
表 9: 未来 3 年盈利预测表	34
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	34
表 11: 公司盈利预测假设条件 (%)	35
表 12: 资本成本假设	36
表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	36
表 14: 可比公司估值表 (2024 年 3 月 15 日)	37

1 百亿新征程，估值折价之谜

速冻行业唯一百亿规模龙头，10 年收入 CAGR 达 24%。安井前身华顺民生食品公司创建于 2001 年，在公司管理层明确的战略指挥下公司从鱼糜制品等火锅料做起，历经 20 年发展成功实现从二线品牌向一线品牌的跃升。安井于 2017 年上市，通过扩大自身销售规模，匹配以经营策略，2012-2022 年 10 年间安井食品收入保持较高增速增长，安井 2022 年营业总收入 122 亿元，期间收入 CAGR 达到 23.9%，目前是速冻食品行业内唯一规模超过百亿的企业。

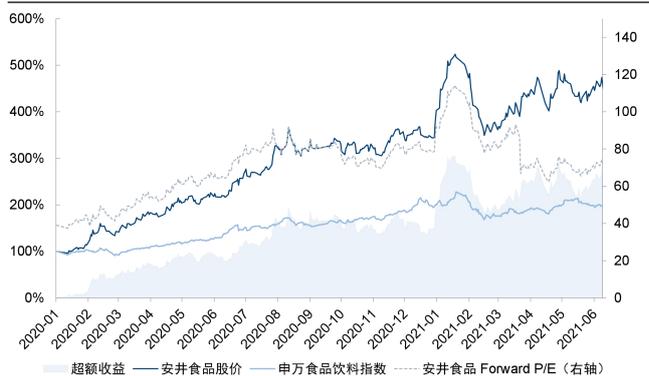
上市以来超额收益明显，积淀通过业绩外显。排除上市初期连板影响，2017 年 7 月至 2023 年 11 月安井食品股价（前复权）增长 374%，大幅跑赢食品饮料（申万）指数 224%，超额收益显著。其中，2020 年 1 月至 2021 年 6 月安井股价增长 374%，期间公司业绩高增，叠加外部环境较好以及速冻食品行业景气度高，成功实现戴维斯双击，估值从 39X 爬升至 65X 左右，2021 年 6 月底安井市值达到 620 亿元，约为上市时 11 倍。除了疫情期间市场对于速冻食品情绪高涨影响，期间内安井食品前期积累产能逐渐释放，火锅料产品、菜肴产品通过渠道放量，优秀的业绩是安井股价良好的支撑。

图1：安井是速冻行业唯一营收规模超百亿的企业（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

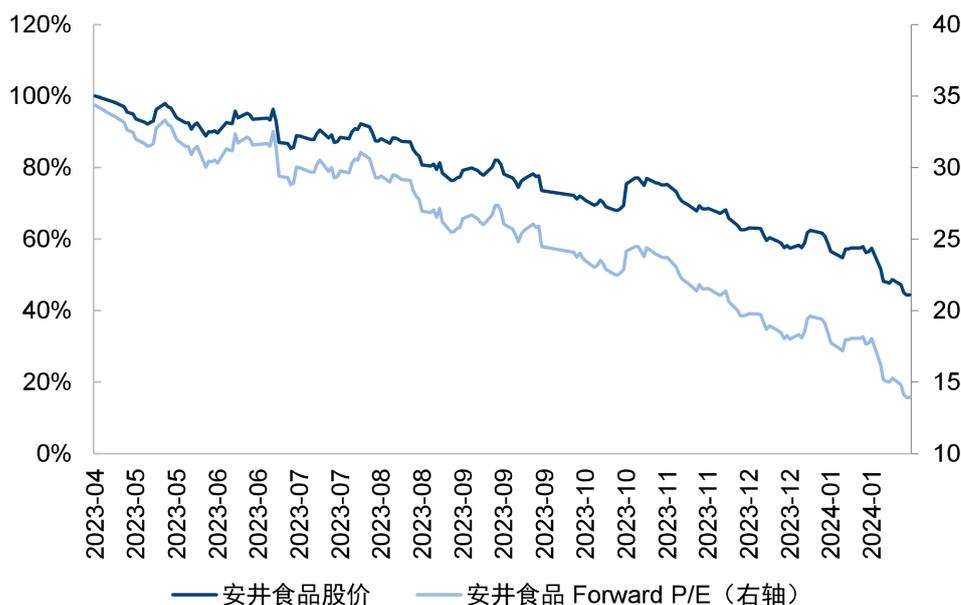
图2：2020 年 1 月至 2021 年 6 月安井超额收益达到 276%，实现戴维斯双击



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

2023 年以来回调较多，市场担忧公司中长期成长性。2023 年 4 月至 12 月安井食品股价下跌 38%，期间 Forward P/E 下跌 43%，主因市场担忧随着规模逐渐提高安井中长期是否能够维持较好增长中枢，即安井迈入百亿规模后基数效应逐渐消弭，公司能否找到新增长点以及是否能够跨越新赛道的磨合障碍实现再次增长。

图3：2023 年 4 月以来安井股价回调较多



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司成长未触天花板，基本面支撑中长期成长，估值有望提升。我们认为安井目前所处赛道依然会在未来一段时间内维持高景气度，且以安井为龙头的速冻行业格局雏形初步形成，在扎实的基本面支撑下，安井高成长属性并未消散，未来增长具有较强的确定性，中长期估值有望提升。

- ◆ **速冻食品市场容量大，成长赛道维持高景气度。**当前安井所在的中国速冻食品行业仍处于成长阶段，虽然速冻米面逐渐步入生命周期中后段，但是新式面点、火锅料仍然能够在C端渗透、品类拓展下有望保持较好增长，细分品类中预制菜仍处于培育阶段，综合来看行业依然会在未来较长的时间内维持高景气度。比较国内处于不同阶段的消费品品类，成长期、培育期的消费品往往因为市场预期增长潜力较大而拥有更高估值。
- ◆ **行业格局基本稳固，安井未触天花板。**速冻行业行业头部竞争格局已经基本稳固，安井超百亿规模排名第一，三全、千味、海欣、惠发等第二梯队公司营收规模不及安井一半，尾部还存在大量参与者。从市场份额来看，安井并未触及行业天花板，参考国内外的市场格局，成熟的速冻米面赛道中三全市占率超过20%，日本速冻食品行业龙头份额超过20%，行业依然存在集中度提高的可能。
- ◆ **安井基本面扎实，未来成长路径可预见性高。**安井具有扎实的渠道模式，通过经营策略已经实现全国的产能布局与营销网络布局，产业链掌控力在多年沉淀下行业领先，组织富有活力，依托于高效的管理能力寻找到新的增长点具有可预见性，理应享有较高的估值溢价。

表1: 国内不同阶段板块 PE(TTM) 对比

PE(TTM)	成熟阶段		成长阶段				培育阶段
	消费电子设备	品牌服饰	乳制品	速冻食品	小家电	互联网媒体	宠物食品
2019	8.3	16.4	31.3	37.1	107.2	48.6	39.7
2020	27.0	23.8	35.1	43.1	33.5	70.1	70.8
2021	27.1	19.2	35.5	44.1	28.9	45.8	48.9
2022	19.9	18.6	30.3	35.5	26.4	37.6	35.6

2023

23.0

28.5

24.8

24.1

25.4

43.9

36.7

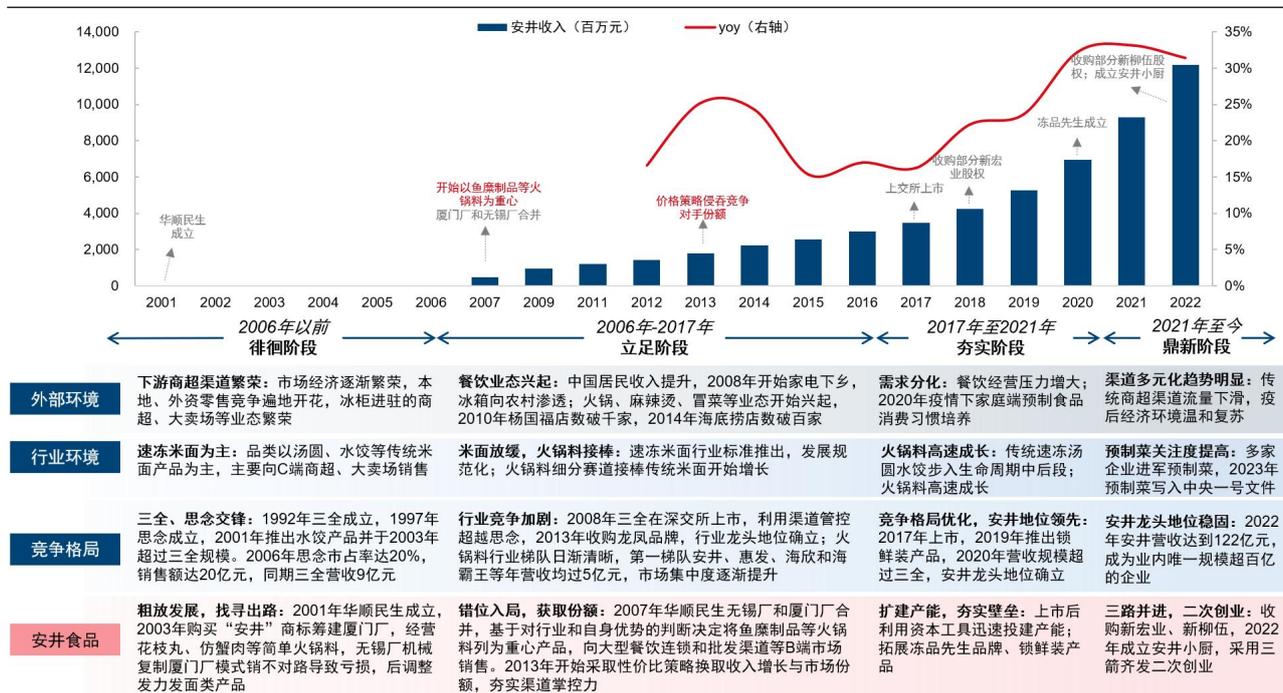
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理 注：表中均为中信板块；计算方式为各板块当年 PE(TTM) 均值

2 寻觅路线构筑壁垒，乘风而起确立龙头地位

2.1 伴随行业变迁发展，摸清路径乘风而起

复盘公司历史，我们发现安井的发展史的背后也是中国消费环境、行业渠道、竞争格局的变迁，安井在管理层的前瞻判断下从徘徊阶段走出，错位入局速冻火锅料行业，通过前期积累的竞争优势和一定的经营策略获取行业份额、强化自身壁垒，确立了自身在于速冻行业的龙头地位。在此基础上，安井依然不断夯实自身的竞争优势，实施三路并进的经营策略，积极布局预制菜。

图4：安井食品伴随行业变迁发展，成为速冻食品行业龙头



资料来源：公司招股书，公司公告，公司官网，商界评论，国信证券经济研究所整理

- ◆ **2006年以前-徘徊阶段：公司粗放管理，摸索发展出路。**中国改革开放之后市场经济繁荣，下游的商超、大卖场渠道兴盛，三全、思念等以速冻汤圆、水饺生产销售为主的品牌诞生，行业巨头分食传统速冻米面市场份额，CR3在2006年就已经达到45%。2001年安井前身华顺民生成立并于2003年购买“安井”商标及少量设备。早期华顺无锡、厦门分隔，产品主要销售至华东、华南局部地区。
- ◆ **2006年至2017年-立足阶段：重心转移至火锅料，性价比策略获取行业份额。**传统汤圆水饺渗透逐渐见顶，行业增速放缓，随着居民收入提高和消费趋势多元化，火锅、麻辣烫、冒菜等餐饮业态在中国开始兴起，火锅料接棒增长。2008年三全规模超越思念，并在2013年收购龙凤品牌，确立行业龙头地位。早期带领无锡华顺扭亏为盈的张清苗于2007年开始执掌华顺集团，华顺民生无锡厂和厦门厂合并，开始将鱼糜制品等火锅料列为重心产品并获得了巨大的成长。2013年后安井使用性价比策略成功在火锅料市场的出清期抢占份额，与海欣、惠发等竞争对手市占率差距加大，确立了领先地位。

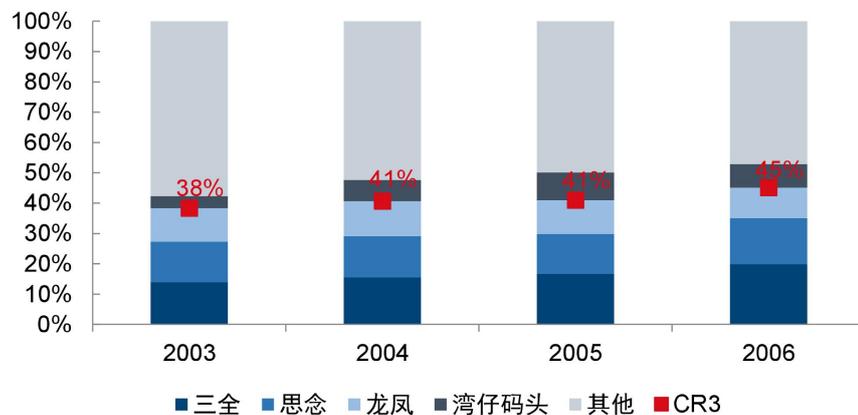
- ◆ **2017年至2021年-夯实阶段：强化竞争优势，锁鲜装高速成长。**2017年安井上市，利用资本工具迅速扩张产能，2020年营收规模超过三全。安井于19年下半年推出锁鲜装1.0系列，主要包括撒尿牛肉丸、包心鱼丸、鱼豆腐等常规火锅料产品，锁鲜装全透明、独立小包装视觉冲击力较强且240g规格适合C端家庭消费，迅速在当年获得含税2亿元收入。
- ◆ **2021年至今一鼎新阶段：龙头地位稳固，着手二次创业预制菜。**2020年开始公司以外协代工的冻品先生发力预制菜，随后在2022年、2023年完成对新宏业、新柳伍的并购，强化对于产业链上游把控能力，也开启了水产预制菜肴的布局，由此公司全渠道、全品类布局建立。2022年公司总收入达到122亿元，成为速冻食品行业规模最大的企业。2023年公司成立安井小厨，结合新宏业、新柳伍着手二次创业预制菜，2022年菜肴制品收入已达30亿元，占营业总收入约25%。

2.2 顺势而为建立壁垒，公司龙头地位趋稳

2.2.1 徘徊阶段：公司粗放管理，摸索发展出路

商超零售业态风起，传统米面全国化铺开。1986年我国冷冻食品总产量（包含出口）为232.35万吨，人均年产量为2.11千克。1990三全通过改造冰淇淋机创造第一颗速冻汤圆，米面类速冻产品映入眼帘，同时速冻鱼糜技术传入我国东南部，鱼丸、龙虾球、肉肠等产品得以机械化生产，出现安井、海欣、海霸王等地域性品牌。2000年城镇居民百户电冰箱保有量达到80台，相比1990年几乎翻倍，为速冻食品提供了家庭消费基础。渠道方面，中国零售市场大卖场、百货公司、购物中心业态迭代，速冻汤圆、水饺乘商超渠道之风走向全国。

图5：2006年以前中国速冻米面市场集中度较高



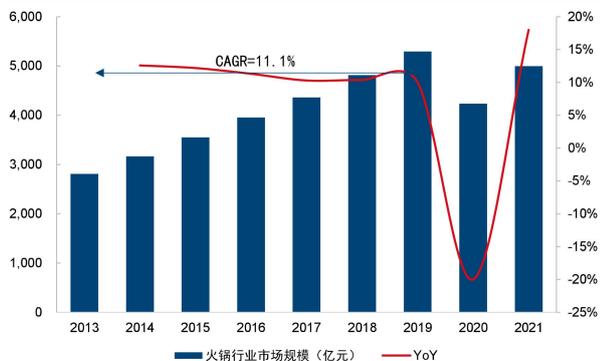
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2.2 立足阶段：重心转移至火锅料，性价比策略获取行业份额

敏锐判断行业趋势与自身优势，重心转向鱼糜制品。安井2009年销售额突破9.5亿元，相比2007年翻番，公司判断2007年左右速冻米面市场已经接近饱和、集中程度较高、竞争激烈而速冻鱼糜行业规模约百亿且未来3-5年增速20%以上。同时，无锡华顺与厦门华顺分据两地，各自在一定半径内进行销售，缺乏协同。速冻米面市场集中度程度较高，2006年行业CR3达到45%，行业内有三全、思念

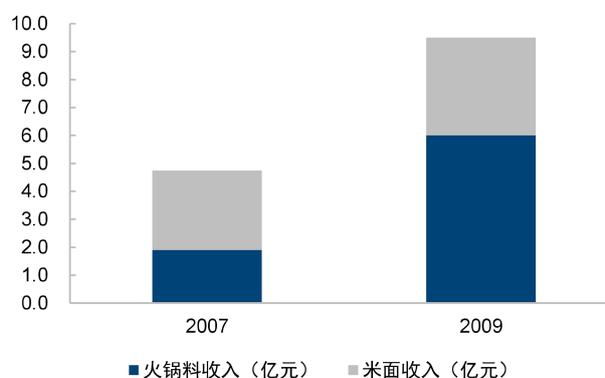
等全国性大企业。因此，安井开始切入火锅料赛道，而后火锅、麻辣烫等餐饮业态在中国迅速发展，使得安井作为火锅料生产商获得红利，根据中国连锁经营协会，2013-2019年我国火锅市场规模 CAGR 达到 11.1%。

图6: 中国火锅行业市场规模增长较快



资料来源：中国连锁经营协会，国信证券经济研究所整理

图7: 安井重心转向鱼糜制品后火锅料收入占比提高

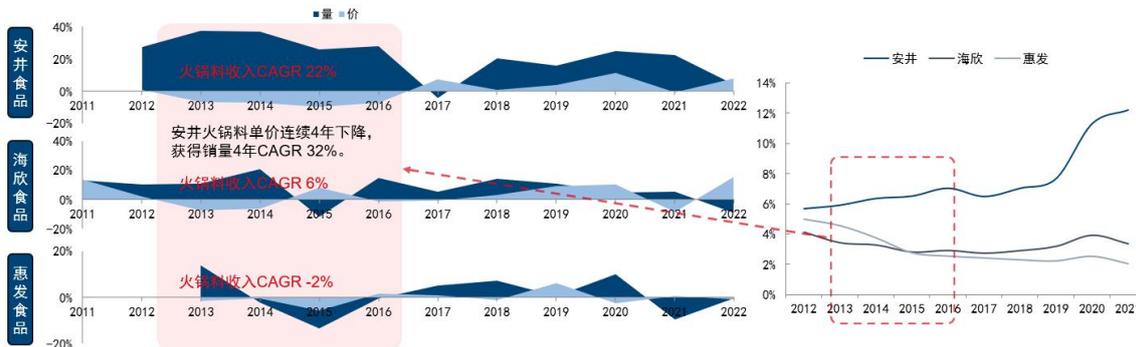


资料来源：公司公告，冷冻食品，国信证券经济研究所整理

定位渠道第一品牌，错位竞争建立优势。火锅料早期消费场景集中于餐饮，因此安井将自身品牌定位于渠道第一品牌而非消费者第一品牌，避开商超卖场等竞争激烈的渠道，主攻餐饮渠道与中小 B 餐饮采购集中地批发农贸市场。安井错位竞争发力农贸批发渠道，获得小 B 渠道高粘性，为富有竞争力的经销体系打下坚实基础。

灵活性价比策略完成市场出清，火锅料市占率提升、地位趋稳。安井火锅料产品定位高质中高价，性价比特点明显。2013年前后市场竞争加剧，安井使用性价比策略切入市场，公司 2013/2014/2015/2016 火锅料产品吨价同比降低 7%/7%/10%/7%，而销量同比增加 37%/37%/26%/28%，期间火锅料收入复合增速约 22%，远高于竞争对手海欣、惠发的 6%、-2%。通过这一策略，安井成功在速冻火锅料市场的出清期抢占份额，2013年-2016年安井市占率上升 1.1pct 至 6.8%，与海欣、惠发差距加大，确立了领先地位。

图8: 安井食品使用低价策略抢占市场份额，集中度提高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；右图为市场份额测算

2.2.3 夯实阶段：强化竞争优势，锁鲜装在疫情催化下高速增长

灵活进行多次价盘调整，价格策略传导顺畅。2016年后安井采取多次提价，根据市场销售情况和竞争对手表现灵活调价，覆盖了多个品类的产品。在强有力的成

本管控措施以及自身渠道网络的保障下，安井通过上调价格、减少促销等多种手段灵活调整价盘，多次调价均实施到位，有效侵蚀竞争对手市场份额。

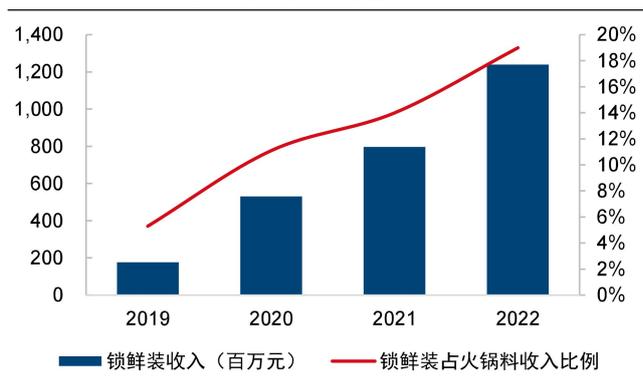
锁鲜装引领行业升级，安井龙头地位愈加稳固。随着经济增速换挡，传统速冻汤圆水饺发展步入生命周期中后段，C端火锅料出现升级趋势，2020年疫情暴发后居家需求提升，潜移默化地培养家庭对于预制食品的消费习惯，汤圆水饺以外的C端消费开始萌芽。安井准确判断火锅料行业升级换代的需求，率先推出革命性新产品锁鲜装通过自身产品加强C端品牌认知，利用头部效应引领火锅料行业产品升级。在安井推出锁鲜装后，三全、海霸王、海欣、升隆、惠发等企业都推出了真空包装产品，但安井仍然在锁鲜装赛道保持领先地位。

图9：安井多次灵活提价

时间	主要产品	幅度	提价方式
2016年下半年	火锅料	2-5%	减促
2017年9月	火锅料	10%	上调价格
2018年10月	肉类产品、火锅料等	2-3%	减促
2018年12月	肉类产品、火锅料等	3-5%	减促
2019年9月	火锅料、菜肴制品	2-5%	减促
2019年10月	火锅料等产品	5-10%	上调价格
2019年11月	火锅料、面食制品	10%	上调价格
2020年4月	千叶豆腐、鱼板系列	2-4%	上调价格
2020年9月	米面、部分火锅料产品	3-5%	减促
2021年11月	米面、火锅料、菜肴类	3-10%	减促

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：锁鲜装在疫情催化下获得高速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2.4 鼎新阶段：龙头地位稳固，着手二次创业预制菜

龙头地位稳固，着手二次创业预制菜。产品方面，公司主业以火锅料锁鲜装和虾滑以超级大单品为目标继续推广，同时速冻米面瞄准主食类板块，在原有发面类产品的基础上做强做大主食类单品。公司从B端为主转向BC兼顾，开始利用多元产品覆盖农贸市场、BC超、KA商超、社区团购等，建立全面的渠道布局。与此同时，为了迎合餐饮市场降本增效需求，公司通过代工先行、自产与并购跟随的方式发力菜肴制品业务，坚持“三箭齐发”，着力打造全场景、全区域和全渠道爆品，多品牌运作，积极打造预制菜新增长点。

图11：安井食品从火锅料走向全品类，从B端为主走向BC兼顾

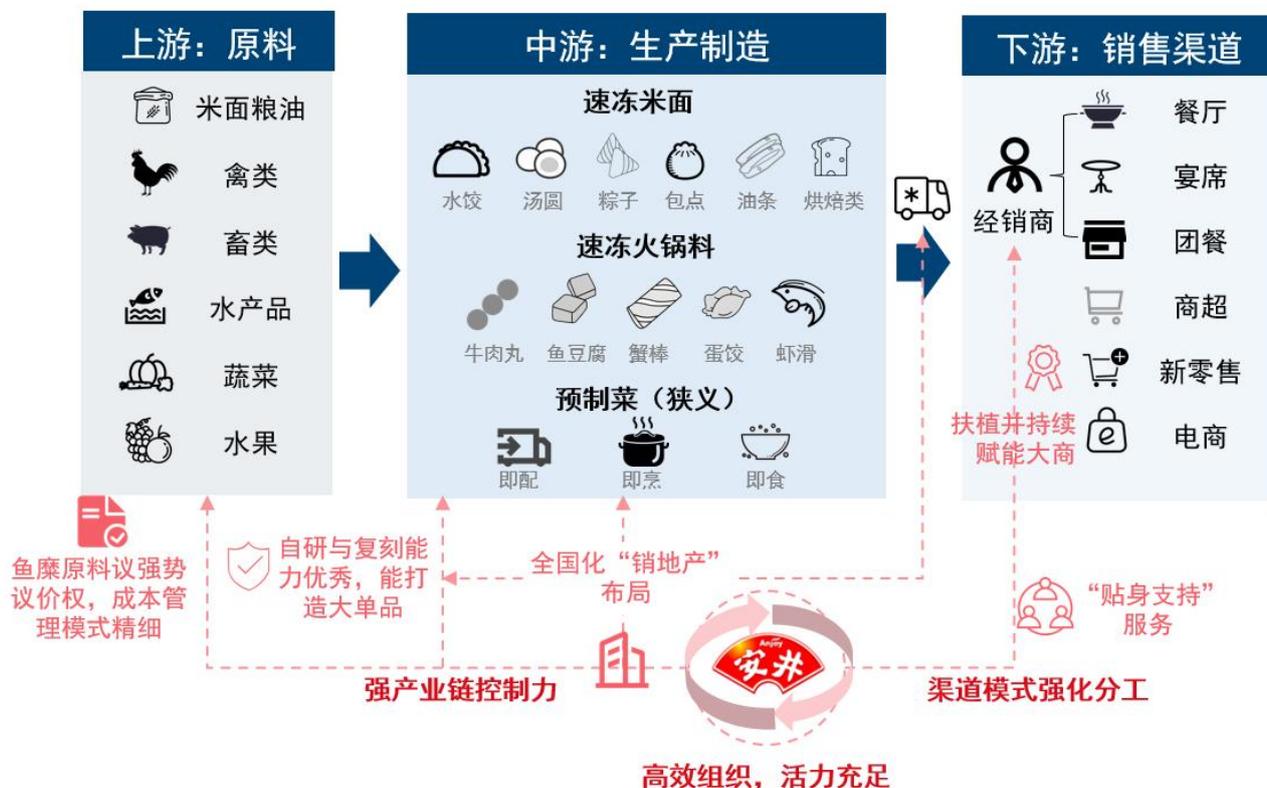
2017年前	“火锅料制品为主、面食制品为辅” <ul style="list-style-type: none"> 火锅料制品、速冻面食制品两类产品协同组合；采取“高质中高价”原则提高性价比 实施“战略大单品”营销策略积极培育并大力推广福州鱼丸系列、露迷饺等单品 	“商超农贸齐头并进” <ul style="list-style-type: none"> 商超全品销售、农贸单品突破，合理分配产品资源 强势市场密集分销，非品牌强势地区省级或市级代理制
2018年	“火锅料制品为主、面食制品为辅” <ul style="list-style-type: none"> 火锅料做全国品牌，面食制品做华东强势品牌 	“经销商为主、商超为辅” <ul style="list-style-type: none"> 全国范围内以打造渠道强势品牌为第一要务，不断夯实渠道地位，提高公司经销商渠道影响力
2019年	“三剑合璧、餐饮发力” <ul style="list-style-type: none"> 将火锅料制品、面食制品和菜肴制品三大制品有机结合，优势互补，提升餐饮渠道竞争力，不断提高餐饮市场占有率 	“餐饮流通为主、商超电商为辅” <ul style="list-style-type: none"> 优先打造餐饮流通渠道优势，通过餐饮流通渠道做销量，同步做好商超电商渠道销售 大力拓展餐饮渠道开拓，尤其加大适销对路的餐饮产品开发
2020年	“主食发力、均衡发展” <ul style="list-style-type: none"> 加快主食类和C端产品上市，全面提升全渠道大单品竞争力 火锅料推出“锁鲜装”和“三大丸”中高端产品；速冻米面瞄准发面点心板块，按照“大单品少规格少口味”思维打造超级大单品；定位餐饮市场中央厨房概念推出菜肴制品 	“BC兼顾、双轮驱动” <ul style="list-style-type: none"> B、C端渠道同步发力，双轮驱动；加大超市、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发 加大BC超经销商开发，巩固东南、华东、东北市场，加大西南、华南、西北、华中市场开发
2021年	“主食发力、均衡发展” <ul style="list-style-type: none"> 火锅料定位B端中高档“三大丸”等新品、次新品持续发力，C端“锁鲜装”产品快速扩张；速冻米面瞄准主食类板块，在原有发面类产品的基础上做强做大主食类单品；安井+冻品先生结合开发、推广多区域、多渠道、“家喻户晓”的火锅周边食材及预制菜肴 	“BC兼顾、双轮驱动” <ul style="list-style-type: none"> 加大BC超经销商开发 在巩固华东、东北等传统强势市场基础上，加大对西南、西北等外围市场的开发
2022年	“主食发力、主菜上市” <ul style="list-style-type: none"> 火锅料定位B端中高档“三大丸”等新品、次新品持续发力，C端“锁鲜装”产品引领升级；速冻米面瞄准主食类板块，在原有发面类产品的基础上做强做大主食类单品；开发、推广全国范围、多渠道、“家喻户晓”火锅周边食材及预制菜肴 	“BC兼顾、全渠发力” <ul style="list-style-type: none"> B端和C端渠道同步发力，加强电商、特通、直营、商超O2O的开发力度 积极向低线城市延伸拓展，加强三四线城市的开发，加大县乡层级市场拓展力度
2023年	“主食发力、主菜上市” <ul style="list-style-type: none"> 火锅料锁鲜装和虾滑以超级大单品为目标继续推广；速冻米面瞄准主食类板块，在原有发面类产品的基础上做强做大主食类单品；预制菜肴板块业务坚持“三箭齐发”，着力打造全场景、全区域和全渠道爆品，多品牌运作。 	“BC兼顾、全渠发力” <ul style="list-style-type: none"> 按照“渠道扫盲、终端为王”思路推进渠道建设。力争销售渠道全覆盖，尤其在流通渠道加强团餐系统开发，商超渠道提升O2O占比，线上渠道持续开发前置仓业务及兴趣电商等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3 高效组织富有活力，强产业链控制力与渠道分工保障战略落地

安井组织高效且富有活力，强产业控制力与渠道分工保障战略落地。安井高效的治理结构与团队能够为公司运行注入源源不断的活力，使得上下游竞争优势发挥出最大化效用，总成本领先路径下的强产业链控制力与以人为本的渠道模式保障生产、销售部门实践战略执行。公司已建立现代化治理结构，晋升机制明确，激励充分，团队具有较强效率。公司沿袭总成本领先轨迹，以领先的产能规模为基础，规模效应随着公司体量扩大逐渐凸显，公司建立采购、生产、运输全方位的成本优势。公司销售人员“贴身支持”服务，销售策略能够从公司层面传导至基层；同时公司扶植并持续赋能大商，强化职能分工，提高销售链条经营效率。

图12: 高效的组织激活公司运行，强产业控制力与渠道分工保障战略落地

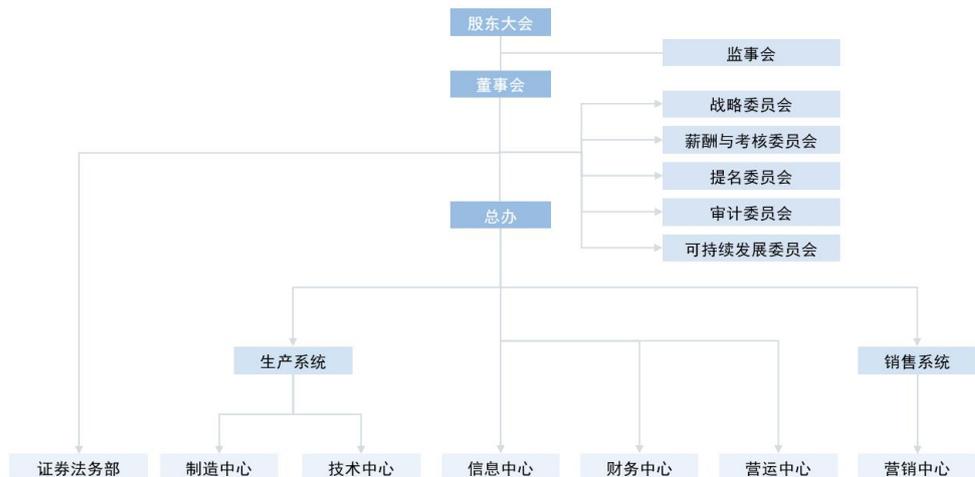


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.1 公司组织完善高效，内部治理活力充足

公司团队组织完善，治理结构现代化。2001年创立之初，安井食品控股股东国力民生就确立了所有权和经营权分离的原则。公司为实现高水平企业管制组建了勤勉尽责的三会组织、健全内部监管制度、组建多元化治理架构以提升治理水平，致力于将安井食品办成一家从控股股东、董事会、经营管理层规范治理的现代企业。经营者支配、所有者监督的公司治理模式顺应了市场竞争和专业化分工发展的趋势。

图13: 安井食品建立了现代化的治理结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

职业经理人经验丰富, 团队架构稳定性充足。公司采用职业经理人团队经营, 管理层与公司利益高度绑定, 刘鸣鸣、张清苗、黄建联、黄清松等人均在公司工作超过 20 年, 团队稳定性高。自公司成立至今核心管理人员稳定基本未变动, 团队在速冻食品领域具有丰富的专业经验。2023 年 9 月公司公告变更实控人, 调整后大股东国力民生股权占比 25%, 新实控人杭建英、陆秋文与控股股东国力民生 18 个月内不转让公司股权, 目前管理团队稳定。

表2: 安井职业经理人团队行业经验丰富

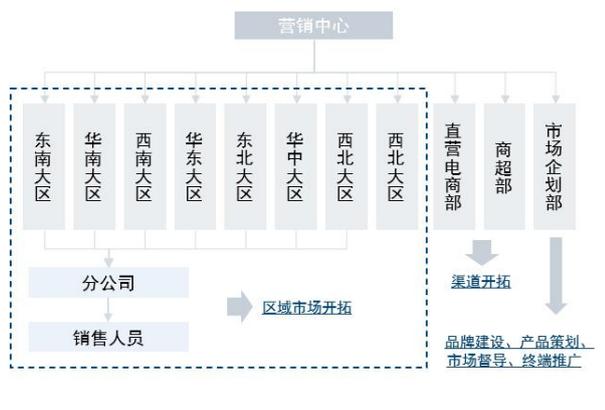
姓名	职务	性别	学历	出生年份	持股比例	简介
刘鸣鸣	董事长, 董事	男	本科	1962	4.19%	厦门上市公司协会理事会会长, 辽宁省人大代表, 曾在郑州工业大学土木工程系任教
章高路	副董事长	男	本科	1976	-	本科学历, 福建省政协委员, 福建国力民生科技发展有限公司董事长兼总经理
张清苗	董事, 总经理	男	硕士	1969	2.31%	厦门大学 MBA, 高级经济师, 现任公司董事, 总经理; 现兼任中国水产加工流通协会副会长, 福建省水产加工流通协会会长, 中国食品科技学会冷冻冷藏分会副理事长, 江南大学食品学院董事
黄建联	副总经理	男	硕士	1971	0.74%	正高级工程师, 现任公司副总经理, 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, 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
黄清松	副总经理	男	本科	1968	0.78%	本科学历, 现任公司副总经理, 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。
梁晨	董事会秘书	男	硕士	1983	0.03%	现任公司董事会秘书, 党总支书记, 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, 厦门上市公司协会独立董事委员会委员
唐奕	财务总监	女	本科	1975	0.03%	高级经济师, 现任公司财务总监
边勇壮	董事	男	博士	1954	-	现任公司董事, 福建国力民生科技发展有限公司首席经济学家
戴凡	董事	男	硕士	1957	-	中国香港永久居民, 英国 MBA 学历
郑亚南	董事	男	博士	1954	-	现任太平洋证券股份有限公司董事长等职位

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 截至 2023 年三季度

前端销售部门职能清晰, 营销中心直控营销大区。安井食品前端销售部门架构下设立多个营销大区与直营电商部、商超部、市场企划部, 企划部负责品牌建设、产品策划、市场督导、终端推广, 营销大区分公司与联络处销售人员负责区域市场

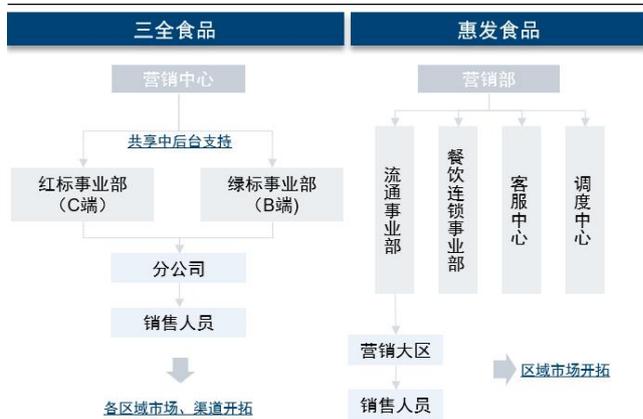
开拓，职能分工清晰。相比安井营销中心直控营销大区，速冻行业竞对三全、惠发均采用事业部形式进行管理，惠发营销部下设流通事业部和餐饮连锁事业部并通过下属客服中心和调度中心负责营销后台支撑工作，流通事业部对接营销大区；三全 2022 年新设营销中心统管红标事业部与绿标事业部，双方独立运作但是共享中后台支持。

图 14: 安井营销中心管理区域销售



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

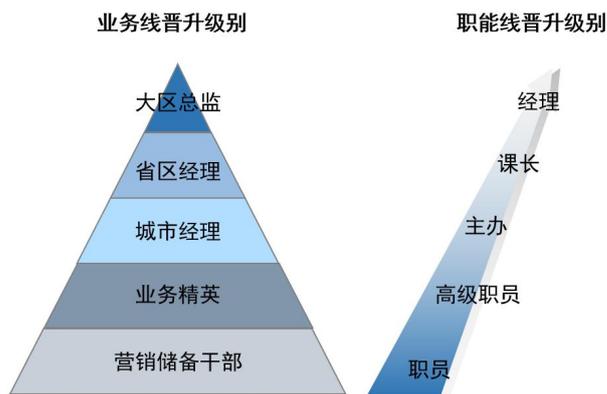
图 15: 三全、惠发均使用事业部形式进行管理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

晋升机制明确有效，企业上下执行力强劲。安井重视内部人才的培养提拔，基本不会出现空降现象，员工竞争氛围浓厚，基层年轻员工具有较大的成长空间。安井的管理理念是：“把企业办成军队，把企业办成学校，把企业办成家庭”，企业作风为“马上去做，用心去做”，其中“马上去做”代表速度，“用心去做”代表态度。在有效的机制和良好的氛围下，公司上至管理层、下至基层员工执行力强。

图 16: 安井食品内部晋升机制明晰



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上市以来推出两轮激励，首轮激励效果卓越，团队具备凝聚力。安井在 2019 年推出第一轮股权激励，业绩考核目标设置 2019-2021 年营收 CAGR 为 14%，但最终收入复合增速实际达到 30%，远高于原定目标，完成效果卓越。2023 年安井再一次推出股权激励，业绩考核目标为 2023-2025 年营收 CAGR 约 12%，覆盖人数达到 1458 人，较上一轮激励范围更广，体现了公司对于中层、基层员工的扶持。

表3: 安井食品两轮股权激励对比

2019 年限制性股票激励计划	授予	激励对象	职位	限制性股票数量 (万股)	授予价格 (元/股)
	首次授予		张清苗	董事、总经理	54.0
		梁晨	董事会秘书	15.0	
		唐奕	财务总监	15.0	
		中层管理人员及生产、技术、营销骨干 (226 人)		547.0	
		合计	229 人	631.0	
预留授予		中层管理人员及生产、技术、营销骨干 (26 人)		29.8	66.3
		合计	229 人	29.8	
解除限售条件 (业绩目标)					完成情况
	第一个解除限售期	2019 年营业收入值不低于 50.26 亿元			已完成
	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			已完成
	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			已完成
2023 年股票期权激励计划	授予	激励对象	职位	股票期权数量 (万份)	行权价格 (元/股)
	首次授予		郑亚南	董事	8.0
		黄建联	副总经理	8.0	
		黄清松	副总经理	8.0	
		梁晨	董事会秘书	7.0	
		唐奕	财务总监	7.0	
		生产、营销、技术骨干 (共 1453 人)		1101.5	
		合计	1,458	1139.5	
预留授予		预计参照首次授予		60.5	105.3
		合计	1458	60.5	
解除限售条件 (业绩目标)					完成情况
	第一个行权期	2023 年营业收入值不低于 136.45 亿元			进行中
	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			进行中
	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			进行中

资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所预测

3.2 沿袭总成本领先路线, 建立全方位产业链控制力

3.2.1 具有鱼糜原料议强势议价权, 成本管理精细化

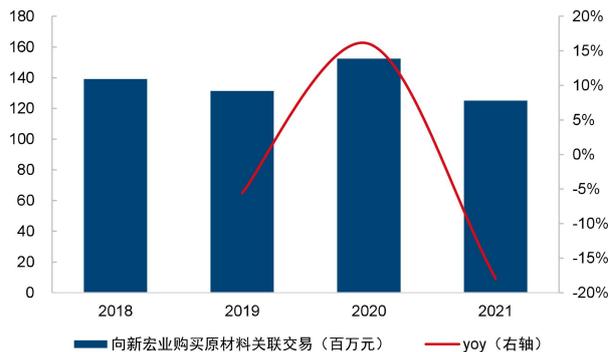
具有鱼糜原料议强势议价权, 并购新宏业、新柳伍向上游延伸。2012 年安井开始与湖北淡水鱼糜供应商宏业水产食品有限公司合作, 向其采购稳定性较高的冷冻淡水鱼糜。淡水鱼糜用途单一, 鱼丸类生产制造厂家几乎为唯一的销售渠道, 上游白鲢鱼价格相比大宗属性强的面粉、油脂等原材料波动更大, 需求大、品牌强劲的速冻厂家对于原料的议价权就较高。安井持续增强淡水鱼糜领域话语权, 2018 受让第一大鱼糜供应商新宏业 19% 股权, 随后完成收购新宏业、新柳伍 90%、70% 股权。

图17: 安井鱼糜采购价格相比白鲢鱼价格波动更小

图18: 安井向新宏业购买原材料关联交易



资料来源：公司公告，iFind，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2022 年开始将新宏业纳入合并报表

生产计划需求决定采购，成本管理模式精细化。公司原辅材料采购主要分大宗商品（鱼糜、肉类、粉类等）和小额物料（蔬菜、添加剂、调味品等），公司对于大宗商品会根据销售、生产需求批量采购或针对性锁价，小额物料按照计划结合销售与库存状况采购。安井对于成本的管理愈加精细化，2022 年公司任命各生产基地总经理兼任大宗物料品类总监，职责为关注行情变化，提供定期行情分析并向集团层面预警提示囤货高低点与操作建议，集团层评估供应商能力，采购与生产部门紧密合作，针对生产基地的分散性问题，则采取订单分配、必要时集采议价的方式以控制成本。

图19：安井食品精细化采购与成本管理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2.2 研发能力优秀，大单品投入产出比高

自身大单品打造能力优异，单品扩张能力出众。安井每年挑选部分符合“全渠道通用、全区域适销”标准的冠军相产品为当年战略大单品，倾斜资源重点推广。安井历年来大单品表现优异，根据公司公告，2013-2015 年公司大单品占总收入比例均值为分别为 30%、35%、37%，其中 2015 年霞迷饺、手抓饼年销售额过亿元。随着规模扩张，安井食品从 2017 年“每年聚焦培养 1-2 个战略大单品”发展到 2023 年“每年聚焦培养 3-5 个战略大单品”，支撑单品扩张的能力实现跃升。

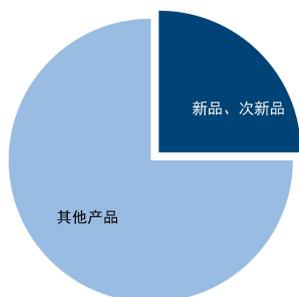
表4: 安井食品历年重要单品

	火锅料	米面	菜肴
2012	烤烤香系列、烧鱼板、太湖燕饺	红糖馒头、紫薯包、手抓饼	
2013	霞迷饺		
2014	迷你系列、脆排		
2015	Q鱼板、卷类系列、三片两肠、鱼豆干	老面馒头系列	
2016	仿龙虾排	米发糕、紫薯糯米球	
2017		核桃包、红糖发糕	
2018	丸之尊(7款)、仿龙虾球、鱼籽包、蟹味宝	芝麻球	小龙虾
2019	破破肠、锁鲜装 1.0	桂花糕、小油条	小酥肉、香炸藕条
2020	锁鲜装 2.0	灌汤小笼包、蒸煎饺	虾滑
2021	锁鲜装 3.0		酥肉、梅菜扣肉、酸菜鱼等
2022	香肠系列、鱼子虾滑、虾仁福袋等	微波馅饼、奶白馒头、爆浆糍粑	手抓扇子骨
2023	锁鲜装 4.0、丸之尊 2.0		香辣烤鱼、火山石烤肠, 牛羊肉卷

资料来源: 公司公告, 安井食品公众号, 国信证券经济研究所预测

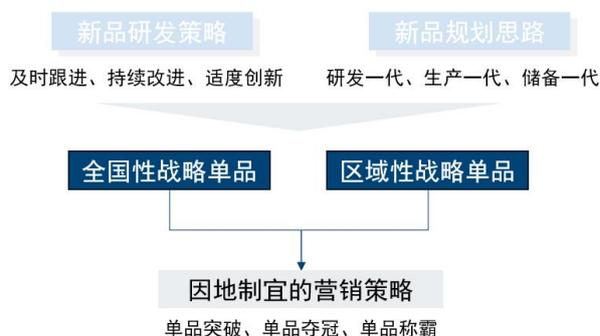
选品逻辑通顺叠加适度创新, 新品成功率高、活力强。安井每年的战略大单品进一步划分为“全国性战略单品”和“区域性战略单品”, 并因地制宜实施“单品突破、单品夺冠、单品称霸”的营销策略, 对于重点产品采取针对性策略。速冻产品本身技术壁垒不强, 安井自身优秀的生产能力使得公司能够基于竞争对手的优秀产品适度创新, 一定程度上保证自身产品成功率。公司坚持“研发一代、生产一代、储备一代”新品规划思路和“及时跟进、持续改进、适度创新”的新产品研发策略, 新品迭代速度快且持续带来增量, 每年新品、次新品的收入贡献达到 20%至 25%。

图20: 安井食品新品、次新品收入占比较高



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 安井战略大单品模式

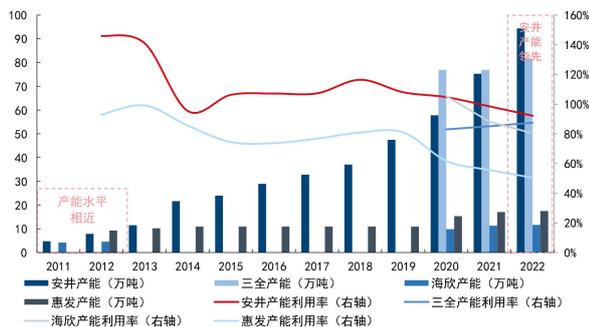


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.2.3 产能领先支撑“销地产”布局, 经营效率提升显著

产能全国化布局基本完成, 为“销地产”策略提供支撑。公司产能逐渐与竞争对手拉开差距。根据公司公告数据计算, 2022年公司总产能达到 94.39 万吨, 相比同期三全、海欣、惠发领先, 其中三全主要产能为速冻米面。目前公司拥有厦门安井、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、洪湖安井、新宏业及新柳伍共计 12 大生产基地。安井食品的全局研发业务布局已覆盖华东、东南、东北、华北、华中、西南等销售大区, 在 10 个生产基地建立了研发中心, 为“销地产”、“产地研”策略提供有力支撑。

图22: 安井相对三全、海欣、惠发实现产能领先



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 此处为速冻产品全部产能

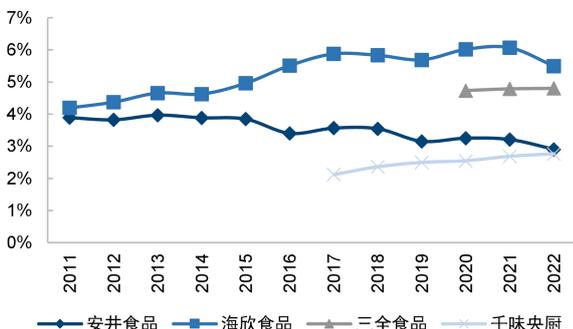
图23: 安井全国布局生产基地, 为销地产提供有力支撑



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

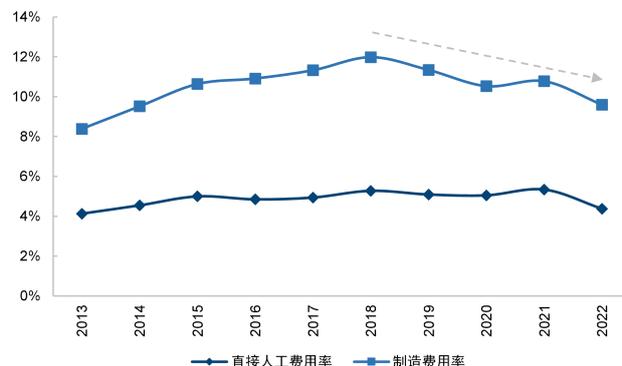
规模效应显现, 费用逐渐被摊薄, 经营效率提高。伴随产能释放与产能利用率提高, 前期投入逐渐发挥效益, 叠加自动化水平提高, 运输费用、人工成本、制造费用也不断被摊薄。在产能逐渐全国化基础上, 公司规模效应逐渐显现, 履约成本得以降低, 根据公司公告, 2011年至2022年安井运输费用率自3.9%下降1pct至2.9%。同时, 安井人工费用率保持较为平稳的趋势, 在前期购置的设备逐渐投入使用后, 制造费用率也在2018年后逐渐降低。

图24: 安井运输费用逐渐下降, 且相对竞争对手较低



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 安井制造费用率 2018 年以后出现下降趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.3 渠道模式以人为本, 扶植并持续赋能大经销商

3.3.1 建立高粘性与高忠诚度, 策略传导通畅

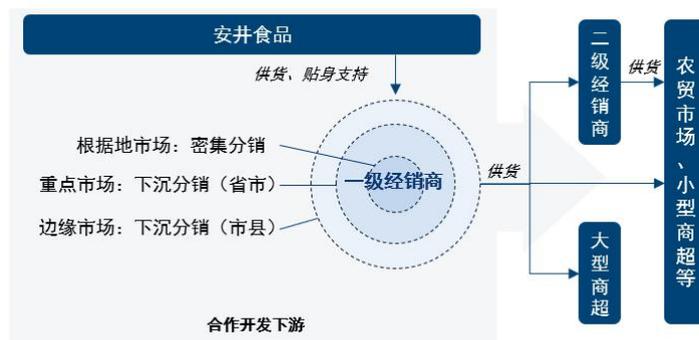
公司注重经销商, 销售策略围绕经销商展开。速冻食品生产、加工、运输、销售全过程需要保证低温环境, 公司将产品直接销售给具有地域资源、销售经验的经销商能够有效降低生产企业前期投入精力与成本, 因此速冻食品行业多采用经销方式经营, 根据公司公告, 2022年安井/海欣/惠发/三全经销模式收入占比均超过50%。安井采取销售人员“贴身支持”方式实施经销商选择、管理、支持、反馈, 将经销商纳入公司销售策略层面。比较速冻食品行业安井三家竞争对手的模式, 相较于注重经销商, 竞争对手普遍更加注重经销结构和终端掌控, 例如海欣、惠发均注重终端掌控, 三全改革后注重精简结构、削减低效经销商。

图26: 安井经销模式 V. S. 海欣、惠发、三全

公司	安井	海欣	惠发	三全
渠道结构				
渠道网络	已形成了以华东地区为中心并辐射全国的营销网络	以福州为中心，逐步在北京、上海、广州、武汉、南京、沈阳、成都设立七大营销大区	以山东为中心，全国14个营销大区具体实施营销工作	公司下属的分、子公司及经销商共同组成遍布全国各省、市、县的销售渠道和网络
经销模式	销售人员“贴身支持”经销商	“掌控终端、合作共赢”的联合分销模式	“微终端”渠道下沉策略	精细化、扁平化；经销商减量提质
销售支持	实施经销商选择、经销商管理、经销商支持、经销商反馈，帮助经销商开拓C端超市、菜场等终端，协助经销商开设线上直播间等新兴营销模式	引进外部优秀营销团队，全国各主要销售大区设立销售子公司，销售团队紧抓一级经销商，协助开发下游客户并交由经销商管理、开展推广活动，进行提升培训，和给予业绩提成（返利）等方式开发、发展经销商	公司积极协助经销商客户拓展销售市场，维护和升级经销商渠道产品，为经销商提供业务开发、市场开拓、人员培训等方面的支持	在全国各地设置分公司或子公司，拓展下沉市场，同时派遣销售专员与经销商合作；以利润为核心的考核方向，实行“3+1”的考核机制

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图27: 安井食品与经销商合作开发下游



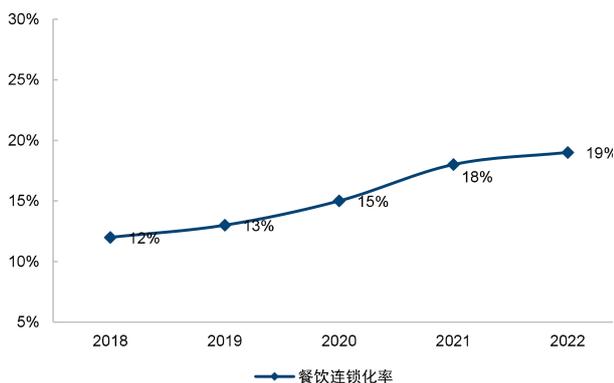
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销售人员“贴身支持”，经销商粘性、忠诚度高，公司战略顺利传导执行。安井单个经销商匹配充足的销售人员，销售人员采取“贴身支持”方式服务经销商，匹配中国广大、分散的中小B渠道，同时在服务过程之中销售人员与经销商建立良好关系链条。在销售适销对路的产品基础上，经销商销售安井品牌时能够获得高于行业水准的服务，对于公司忠诚度高，愿意相信公司规划，能执行到位销售政策，公司战略得以顺利传导至销售环节。

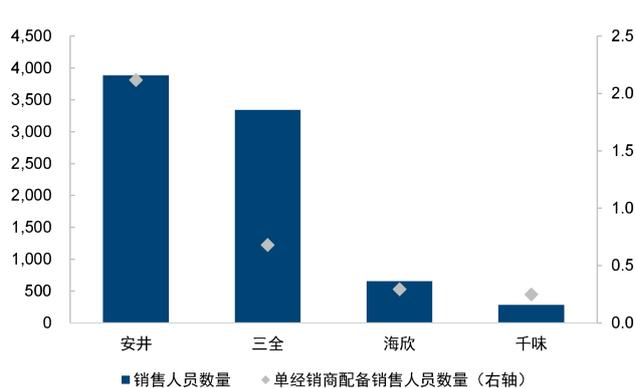
- ◆ **配备销售人员充足，覆盖广大中小B渠道。**中国地域广袤、城乡层级复杂，根据红餐网数据，2022 我国餐饮终端门店数量约 775 万家，而连锁化率仅有 19%，社会餐饮等中小 B 组成了速冻食品不可或缺的销售通道。安井经销商配备销售人员充分覆盖广大中小 B 渠道，2022 年安井平均每个经销商配备 2.1 个销售人员，远高于同行业的三全、海欣、千味。

图28: 2022 年中国餐饮连锁化率仅有 19%

图29: 安井平均每个经销商配备 2.1 个销售人员



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **“贴身支持”帮助经销商扩展市场，建立紧密关系。**经销商通常管理较为粗放，人员分工定位不清晰，出于降低自身工作难度和强度目的，在既定预算之上希望企业能够提供较高响应度和配合度，对于销售人员能力要求高，且需要人情关系进行维系。公司销售团队“贴身支持”经销商帮助扩展销售市场，例如2020年6月安井为帮助经销商抢占“地摊经济”先机推出多款“摆摊”车型，满足不同售卖场景需求。同时，安井销售人员与经销商共同成长、互利共赢，所建立的人情关系能够起到维系合作链条的作用。

图30: 安井销售人员“贴身支持”经销商



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31: 安井推出摆摊车型协助经销商开拓销售市场



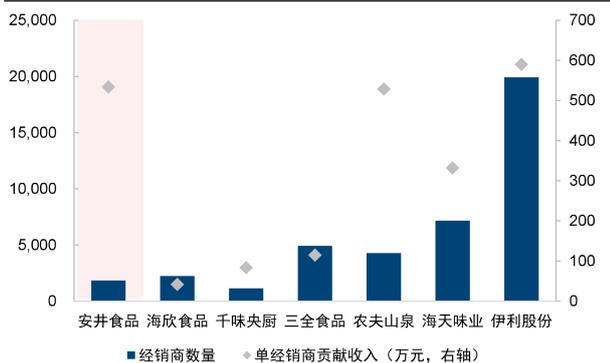
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3.3.2 扶植并持续赋能大经销商，加强销售环节职能分工

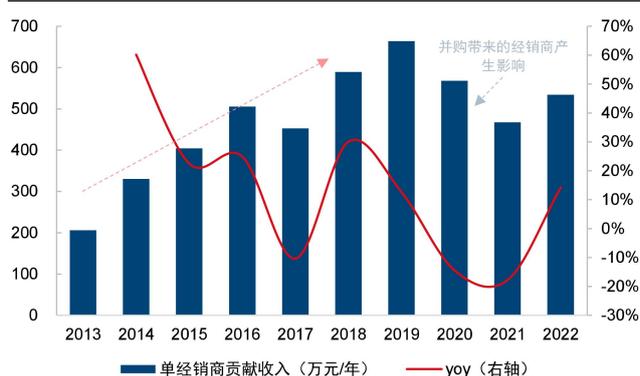
安井始终扶持大经销商形成，大商与公司共同成长，颇具样板效应。安井单体经销商规模大，经销商平均年收入（公司口径）达到534万元，同行业的三全、千味、海欣均不超过150万元，距离安井还有较大差距。与调味品、瓶装水、乳制品行业龙头相比，速冻行业经销商数量偏少，但是安井单经销商贡献收入规模已能与大规模的消费品类龙头比肩。安井始终培养大商形成，伴随公司规模增长，经销商规模不断成长，除了2019年以后并购新增新经销商较多导致经销商体量平均值有所下降外，单体规模保持上升趋势。很多大商与公司合作时间多年，能够为其他经销商提供样板，提高经销团队战斗力、稳定性。

图32: 安井单经销商收入贡献规模较大

图33: 安井单经销商平均贡献收入变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：其中农夫山泉为 2019 年数据



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

通过培训、信息化等方式赋能经销商，提升经销商经营水平。公司以技能培训、信息化等方式赋能经销商，致力于推动经销商从坐商、行商、平台商到终端商的转变。安井致力于提升信息化水平为经销商服务，例如开发订货系统 CRM “安井之家”，系统提供了包括各类产品图册、宣传信息、烹饪方式及渠道建议，使得经销商可以更好的推进产品销售。

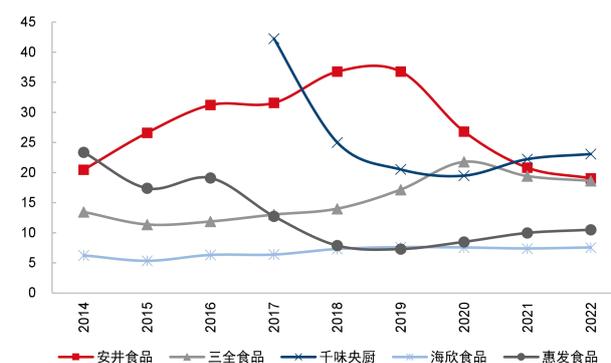
公司强化销售链条职能分工，提升公司运营效率。相比啤酒、乳制、饮料等食品饮料板块，中国广泛的社会餐饮业态规模较大，渠道碎片化特征显著，而其他 C 端占比高的行业对于终端数量需求更加强烈。相比其他食品饮料细分板块，速冻食品龙头规模仍然较小，对于终端的过多把控耗费公司有限的精力与资源。安井培养大商并赋能经销商加强了速冻食品产业链销售环节的职能分工，有效提升整体运营效率，公司应收账款周转率行业领先。

图 34：“安井之家”提升信息化水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 35：安井应收账款周转率在行业内处于较高水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

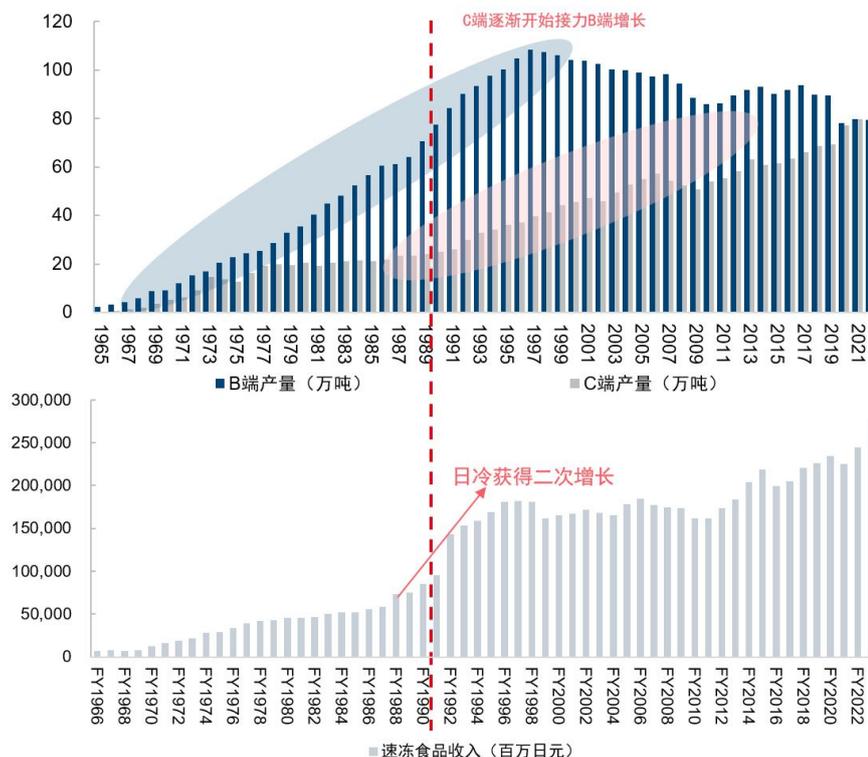
4 存量积极布局，增量并购提供可能性

4.1 C 端产品渠道机遇仍存，预制菜或将再造新安井

4.1.1 C 端产品渠道存在机会，立足市场趋势与自身优势积极布局

对标海外：面临 B 端增长困境，日冷发力家庭端获得二次增长。上世纪 90 年代日本经济环境泡沫破裂，外出餐饮需求下滑，居民家庭速冻食品需求增长，C 端接力 B 端开始持续放量，供给端 80 年代 B 端速冻食品竞争加剧。日本速冻食品龙头日冷 B 端起家，FY1980 至 FY1987 年速冻食品收入 CAGR 仅 3.7%，日冷随后开始发力 C 端速冻食品，推出针对家庭消费便当系列、异国风味系列、微波系列。C 端的成功使得公司获得了二次增长，FY1987 至 FY1992 公司速冻食品收入 CAGR 达到 19.6%。2022 年 B、C 端日本速冻食品产量分别为 79.4、80.5 万吨，占比分别为 50.3%、40.7%，达到较为均衡的状态，以调理类食品为主的日本速冻龙头日冷 2022 财年 C 端速冻食品销售占比约 45%。

图36: 日冷通过发力家庭端产品获得二次增长

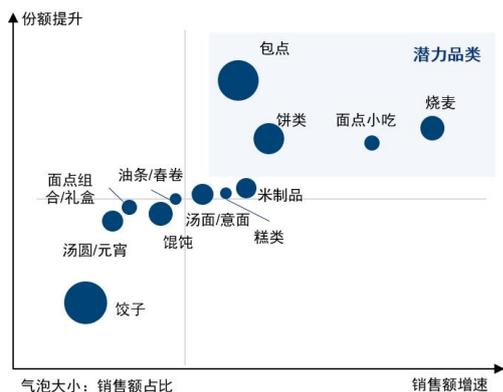


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

中国 C 端仍待渗透，产品与渠道均存在机会，安井跟随市场趋势积极布局。相比日本，中国 C 端速冻食品的品种、渠道均有特殊性，1) 品类上，中国食品品类丰富、口味众多；2) 渠道上，由于地域广袤、城市县乡层级多，C 端零售渠道结构复杂。品类方面安井避开已经较为成熟的汤圆水饺行业，聚焦发面类产品，以锁鲜装打开 C 端火锅料空间，渠道方面安井有望利用优势经销继续拓宽。

◆ **品类方面，新式面点擅长发面类产品，火锅料锁鲜装具有放量空间。**根据京东，烧麦、包点、饼类等新式米面冻品表现突出，是增长较快的潜力品类。安井无锡工厂发面类产品起家，擅长研发此类产品，已推出烧麦、手抓饼、蒸煎饺、馅饼、小笼包等创新差异化发面类产品，是公司速冻米面制品的主要品类。安井于19下半年推出锁鲜装1.0系列，主要包括撒尿牛肉丸、包心鱼丸、鱼豆腐等常规火锅料产品，迅速在当年获得含税2亿元收入。公司采取电商直播达人带货、内容营销推广等方式曝光品牌并持续推新，2022年销售收入达到含税14亿元。

图37: C端新式米面冻品增长较快



资料来源：京东《2023年面点冻品趋势洞察白皮书》，国信证券经济研究所整理

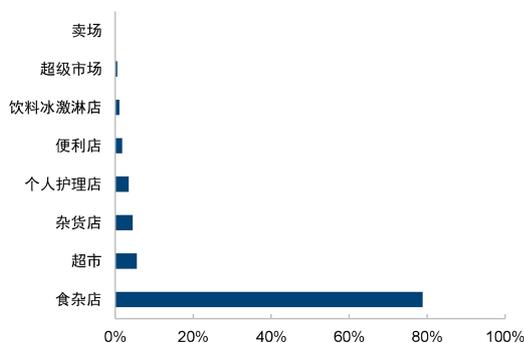
图38: 安井锁鲜装已经迭代至4.0阶段



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

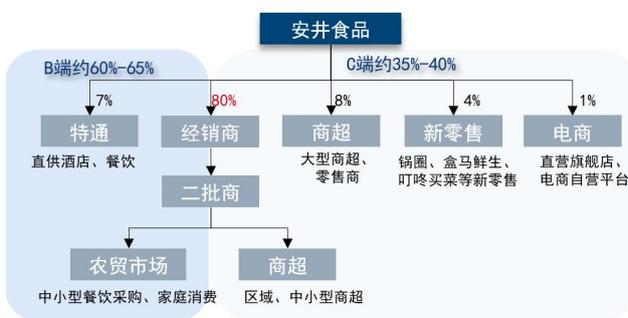
◆ **渠道方面，安井优势经销模式有望通用C端，广度和深度仍需继续挖掘。**根据沙利文，现阶段中国零售终端数量约600万-1200万，其中超过75%为小型食杂店。C端消费品龙头通常经历了对于终端的深度掌握过程，参考海天味业，2022年底通过7172家经销商，超过100万个终端网点覆盖到全国城市、县乡的各大连锁超市、批发农贸市场、城乡便利店、镇村零售店等终端业态，是全国化布局的消费品代表。中国中小B和C端皆具有较为分散、需要服务的特点，安井目前经销模式在中小B客户拓展方面产生极强效果，有望继续通用于C端销售，但是相比其他行业龙头，在广度和深度方面仍有一定距离。

图39: 中国零售终端以小型食杂店为主（2021）



资料来源：沙利文，尼尔森，国信证券经济研究所整理

图40: 2022年安井渠道结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4.2 “三箭齐发”预制菜二次创业，有望“再造新安井”

预制菜行业处于高速增长阶段，预制菜行业格局分散。根据 NGBD 数据，2022 年中国广义预制菜行业规模约 4152 亿元，2017-2022 年 CAGR 达到 28.5%，处于较快增长阶段。根据《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》，目前国内预制菜渗透率只有 10%-15%，仍然处于较低水平。根据中国食品报数据，截至 2022 年底，国内市场目前现存预制菜企业已达 6.4 万家，市场格局较为分散。企业间入局预制菜行业能力存在差异，安井、千味、三全等传统速冻厂商具有较强的渠道优势，能够依托速冻米面、火锅料现有经验实现扩张，而餐饮、零售企业能够利用自身品牌打通与消费者的链条，终端反馈更加有效。

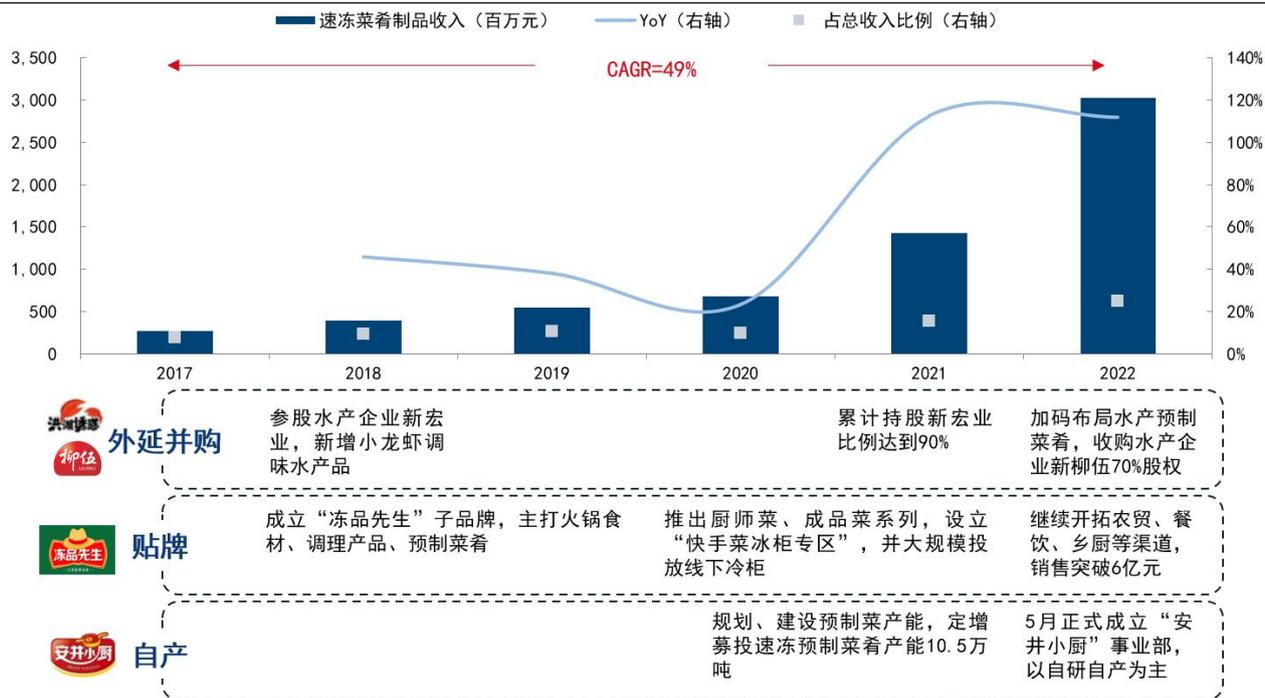
表5: 预制菜行业全国企业众多，格局较为分散

分类	企业	优势	挑战
速冻派	安井、三全、千味央厨、海欣、惠发等	传统速冻渠道复用；全国品牌优势	预制菜选品、单品研发及产品营销；产能支撑
原料派	双汇、美好、正大、圣农、龙大、国联水产、得利斯等	原材料采购、成本优势；产能优势	预制菜选品、单品研发；品牌力、消费者洞察；渠道销售
专业派	味知香、朕宅、谷言、好得睐、绿厨、亚明、绿进、聪厨、彭记坊等	优势渠道客户资源丰富；预制菜品类具有选品经验	产能支撑；全国化发展
餐饮派	眉州东坡、贾国龙功夫菜、广州酒家、王家渡、湘鄂情、海底捞、杏花楼、楼外楼、知味观、全聚德、呷哺呷哺等	品牌优势明显，消费者洞察能力强	传统非餐饮渠道资源与运营能力；产能支撑、品质把控
零售派	锅圈食汇、盒马鲜生、叮咚买菜、美团买菜、元初、永辉、望家欢等	自有渠道资源丰富，消费者洞察能力强	产能支撑或代工厂品质把控；非现有渠道的拓展
互联网派	麦子妈、叮叮懒人菜，珍味小梅园、寻味狮、花花食界等	营销能力强，新兴渠道容易起量	产能支撑或代工厂品质把控；品牌力
跨界派	海天、农夫山泉、金龙鱼、美的、碧桂园、广东邮政、深铁等	品牌力强；资金充足	产能支撑或代工厂品质把控；预制菜行业运营能力

资料来源:公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理及预测

三箭齐发布局预制菜业务，目标再造新安井。安井 2018 年 1 月参股水产企业新宏业，随后新宏业推出 C 端“洪湖诱惑”系列产品，安井新增调味小龙虾水产品，由此安井开始从速冻火锅料、速冻米面拓展至预制菜业务，以“三路并进”泛速冻食品赛道。安井预制菜板块主要通过自产（安井小厨重资产模式）+贴牌（冻品先生轻资产模式）+外延并购（新宏业+新柳伍）三箭齐发发力，打造全场景、全区域和全渠道爆品，目标是预制菜“再造一个新安井”。

图41: 2017-2022 安井食品速冻菜肴制品收入 CAGR 达到 49%

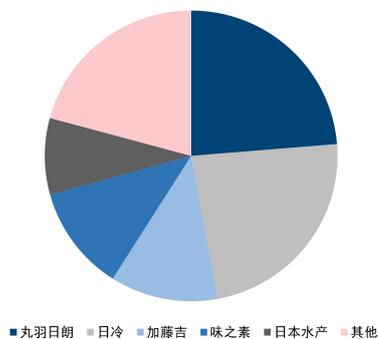


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

4.2 多元化并购提供可能，行业整合存在想象空间

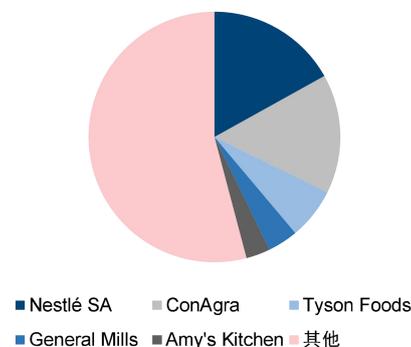
美国、日本速冻市场集中度较高，中国市场较为分散。日本速冻食品行业龙头企业市场份额较高，根据2016年丸羽日朗 (Maruha Nichiro)、日冷 (Nichirei)、加藤吉 (Table Mark)、味之素 (Ajinomoto)、日本水产 (Nissui) 占据前五名，CR5 高达 79%。根据欧睿，美国速冻食品行业市场 (Frozen ready meal 零售口径) 主要参与者包括雀巢、康尼格拉、泰森食品、通用磨坊等，CR5 为 46%，另外 B 端餐饮供应链还有 SYSCO、US FOODS 等龙头。相比之下，中国的速冻食品行业集中度仍然较低。

图42：日本速冻食品行业 CR 高达 79%



资料来源：Nikkei，国信证券经济研究所整理

图43：美国速冻食品零售口径 CR5 为 46%

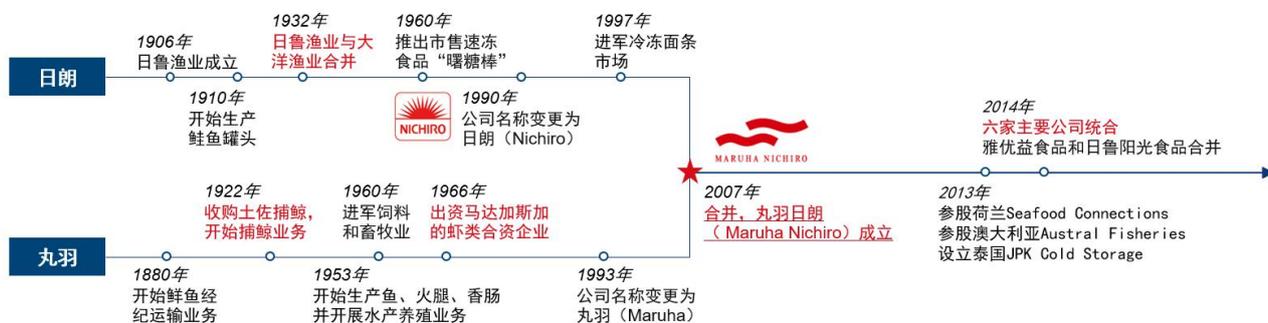


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

多元并购提供扩张可能性，成就多个海外巨头。例如日本速冻食品龙头丸羽日朗就是由 2007 年合并而来，美国餐饮供应链龙头 Sysco 利用横向并购实现美国区域乃至全球的规模扩张，韩国东远集团通过产业链一体化延伸协同掌控资源。

◆ **日本-丸羽日朗：并购整合贯穿始终，合并造就巨头。**2007 年，丸羽（Maruha）与日朗（Nichiro）合并建立日本最大海产品捕捞和加工、运输公司，向全球市场提供罐装、冷冻和其他加工海产品。在两家公司长达百余年的历史中，并购整合贯穿始终，日朗本身就来自于日鲁渔业与大洋渔业的合并，丸羽也通过收购、合资等方式推展业务。2013 年丸羽日朗参股荷兰冷冻海鲜产品的领先供应商 Seafood Connection、澳大利亚最大的综合商业捕鱼公司之一 Austral Fisheries 开始全球业务，截至 2023 年 3 月的财年公司实现营收 1.02 万亿日元（约合 488 亿元人民币）。

图44: 日本领先的速冻食品公司丸羽日朗来源于丸羽与日朗的合并



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ **美国-Sysco：并购拓展区域业务，餐饮供应链网络遍及全球。**1969 年创始人 John Baugh 通过并购 8 个小的食品配送商与原本拥有的 Zero Foods 合并成立 Sysco，在 Sysco 的发展历史中累积并购数量近 200 个。梳理 Sysco 的历史发现，公司主要通过并购拓展不同地区的业务，2009 年收购爱尔兰最大的食品分销商 Pallas Foods，2016 年成功收购了英国餐饮供应链龙头 Brakes，拓展了公司的国际版图，2019 年收购美国年销售额高达 4000 万美元的分销商 Waugh Foods。目前 Sysco 利用全球营销和物流网络为全球 90 多个国家、60 多万客户（包括餐厅、医院和学校）提供食材供应服务。2023 年 Sysco 收入达到 763 亿美元，但是由于业务众多，Sysco 毛利率、净利率水平并不高。

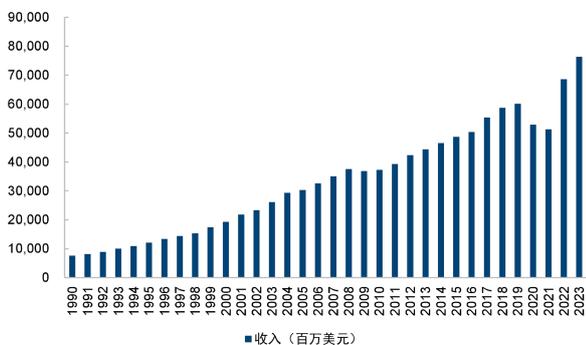
表6: Sysco 历史重要并购

时间	品牌	简介
1970	Arrow Food Distributor	婴儿食品和果汁的配送商
1976	Mid-Central Fish and Frozen Foods	冷冻肉类、家禽、海鲜、水果、蔬菜、罐头、纸张等分销商
1981	Lankford Produce	农产品、冷冻食品和罐头食品分销商
1988	CFS Continental	全美第三大食品配送商
1999	Newport Meat Company	餐厅肉类供应商
2002	SERCA Foodservices	加拿大食品分销商
2003	Asian Foods	北美最大的亚洲食品分销公司
2009	Pallas Foods	爱尔兰最大的食品分销商
2012	European Imports	美国中部全线特色食品分销商
2013	Appert's Foodservice	美国全方位服务分销商

2016	Brakes Group	英国、法国和瑞典领先的餐饮服务分销商
2017	Mayca Distribuidores	哥斯达黎加领先食品分销商
2018	Kent Frozen Foods	英国餐饮服务分销商
2018	Doerle Food Services	路易斯安那州领先的宽线分销商
2019	Waugh Foods	伊利诺伊州领先的宽线分销商
2021	The Coastal Companies	新鲜农产品分销商和增值加工商
2021	Paragon Foods	新鲜农产品加工商和分销商
2022	Coastal Sunbelt Produce	大西洋中部地区领先餐饮服务供应商
2022	Lancaster Food	向零售配送中心和商店提供农产品和鲜切产品的批发供应商
2022	East Coast Fresh	生产预切水果和蔬菜、酱料，提供膳食准备解决方案

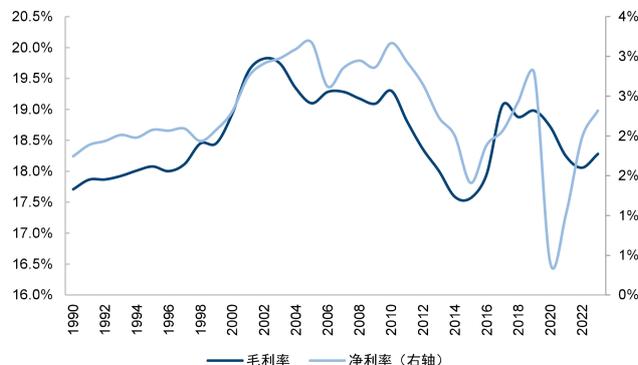
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图45: 2023 财年 Sysco 收入约 763 亿美元



资料来源：Nikkei，国信证券经济研究所整理

图46: Sysco 毛利率、净利率水平不高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **韩国-东远集团：产业链一体化延伸，主线是资源协同掌控。**东远（Dongwon）上世纪的核心为海洋产品捕捞，80年代到90年代开始发力发展食品制造加工业务，主要以海产品为主，1989年上市。2005年以前收购分销企业提升销售能力，2003年建立金融控股企业，此后于2008年收购美国第一金枪鱼品牌 StarKist，建成韩国最大的冷冻海产品制造销售企业。除此以外，东远集团还通过收购包材、物流供应链公司提升产业链效率。

表7: 东远集团历史重要并购

时间	品牌	简介
2001	FS	食品分销企业
2005	DM Food	食品制造企业
2006	Haitai Dairy	乳制品企业
2007	Samjo Celltec	酱料和调味料制造商
2008	StarKist	美国第一金枪鱼品牌
2014	Ardagh Samoa	金枪鱼罐头包装制造商
2014	Techpack Solutions	韩国最大的多元化包装材料制造商
2015	TTP	越南包装材料公司
2017	Dongbu Express	物流供应链公司

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

国内速冻行业并购已有实践，行业整合想象空间大。国内速冻行业公司也曾通过并购实现规模扩张，三全曾经在 2013 年以 1.6 亿元收购龙凤登顶中国速冻第一品牌。千味央厨 2023 年完成并购味宝向茶饮供应链业务拓展，安井 2021-2023 年通过并购新宏业、新柳伍布局水产预制菜，也加强了对于上游鱼糜原材料的控制。目前中国速冻食品第二梯队、第三梯队存在大量体量微小、管理粗放的公司，行业整合具有较大的想象空间。

5 财务分析，盈利预测与估值

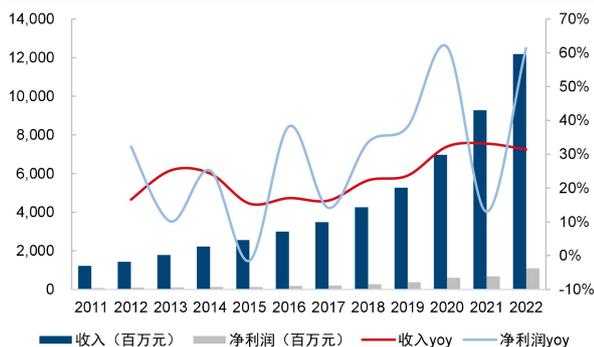
5.1 财务分析

我们选取速冻食品行业主要上市公司立高食品、三全食品、千味央厨、惠发食品、海欣食品进行对比。

盈利能力：营收、利润快速增长，净利率稳步提升

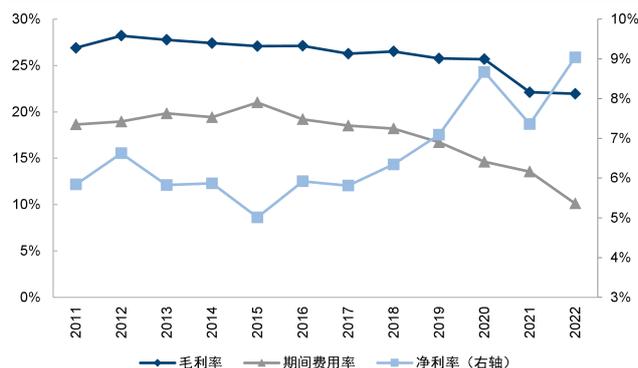
2011-2022 年营收从 12.2 亿元增长至 121.8 亿元，归母净利润从 0.7 亿元增至 11.0 亿元，CAGR（2011-2022 年）分别为 23.2% 和 28.2%。2020 年后公司锁鲜产品放量、三箭齐发布局预制菜带来速冻菜肴产品收入高速增长，2020-2023 年连续三年收入增速均保持在 30% 以上。速冻食品行业整体盈利水平不高，立高食品业务包含毛利较高的冷冻烘焙食品，三全食品毛利率高于安井则主要源于销售渠道不主要为 C 端。安井食品毛利率保持相对稳定，2021 年后毛利率下降主因运输费用计入成本。随着公司体量增加，销售费用、管理费用不断被摊薄，2011-2022 年公司期间费用率由 18.6% 下降至 10.1%。综上，公司净利率稳步提升，2011-2022 年公司净利率由 5.8% 增长至 9.0%，处于行业中的第一梯队。

图47：2011-2022 公司收入、利润 CAGR 分别约为 23%、28%



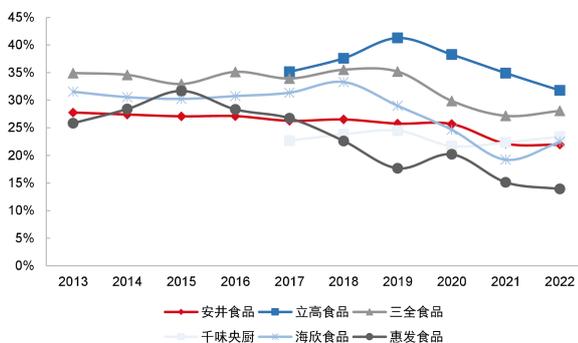
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：公司规模效应逐渐显现，净利率稳步提升



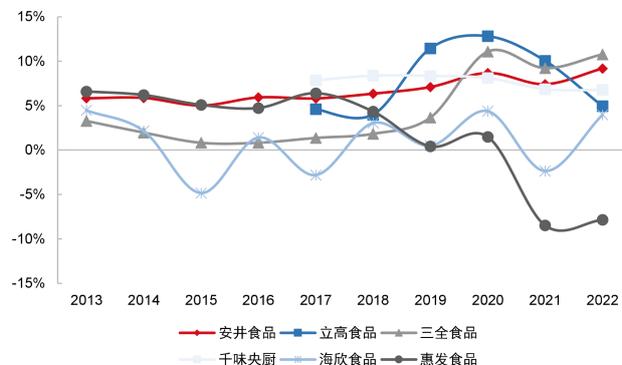
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2021 年后毛利率下降存在口径调整原因

图49：速冻食品行业毛利率水平对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

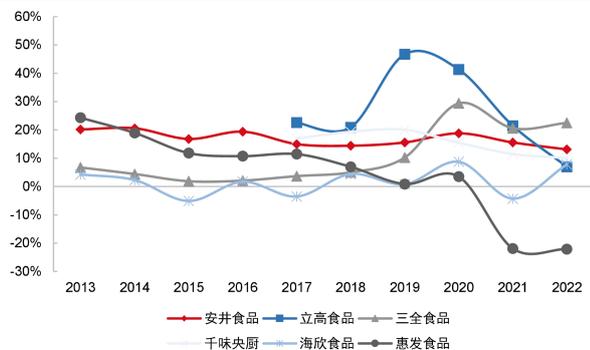
图50：速冻食品行业净利率水平对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

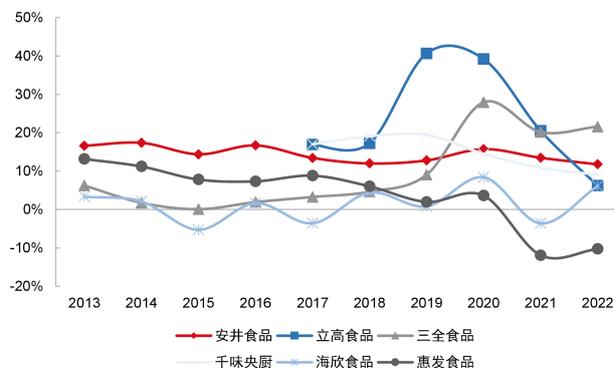
2022 年公司净资产收益率为 13%，投入资本回报率（ROIC）12%，疫情期间行业需求以及公司经营受到扰动，安井食品盈利能力较同行业竞争对手保持相对稳定，近年来 ROE、ROIC 都处于行业领先水平，2022 年公司 ROE、ROIC 分别为 13%、12%。

图51: 公司 ROE 水平较为稳定, 且处于行业较高水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图52: 公司 ROIC 水平较为稳定, 且处于行业较高水平

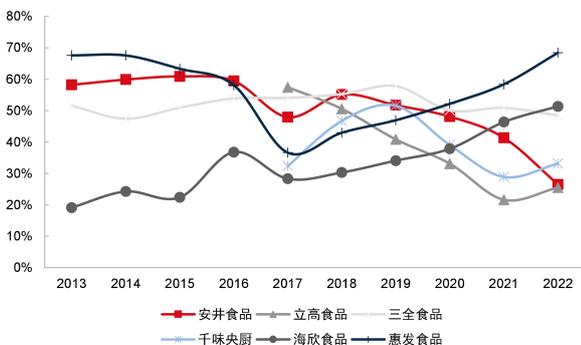


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

资本结构、偿债能力及现金流: 资产负债率相对可控, 偿债能力良好

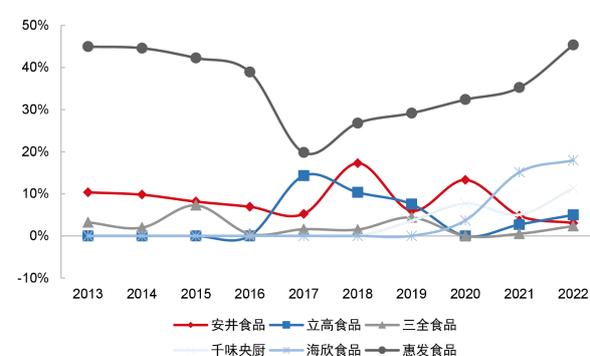
2018 年以来公司资产负债率逐渐下降, 2022 年末资产负债率约 27%。2022 年公司有息负债率 3%, 与同业相比处于较低水平, 整体经营状况较为稳定。2022 年公司流动比率 2.66、速动比率 1.85, 均处于行业较高水平, 具有良好的偿债能力。

图53: 公司资产负债率呈现下降趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

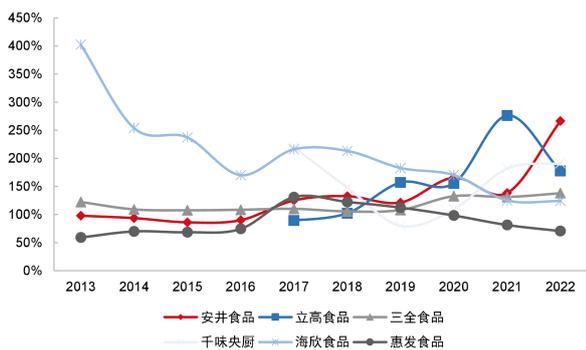
图54: 公司有息负债率处于同行业较低水平



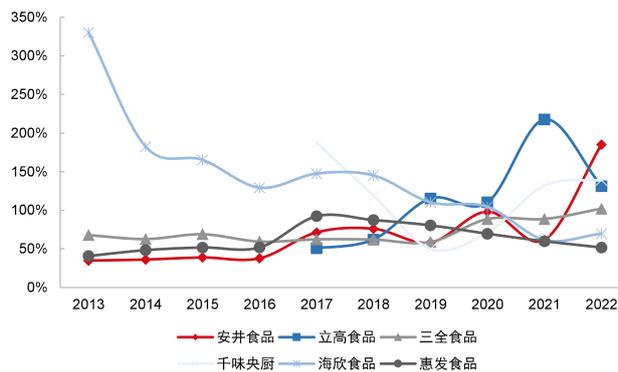
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图55: 公司 2022 年流动比率达到 2.66

图56: 公司 2022 年速动比率达到 1.85



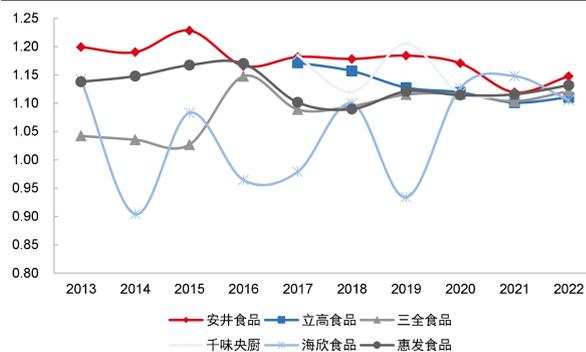
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

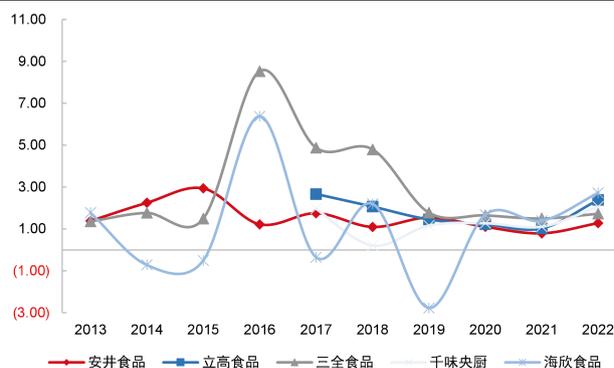
2022 年销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为 1.15，公司收现比一直处于行业较高水平。近年来公司经营活动产生的现金流量净额与净利润的比率几乎都大于 100%，整体净利润的质量比较高。

图57：公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入较高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图58：公司净利润现金含量较高，净利润质量较高



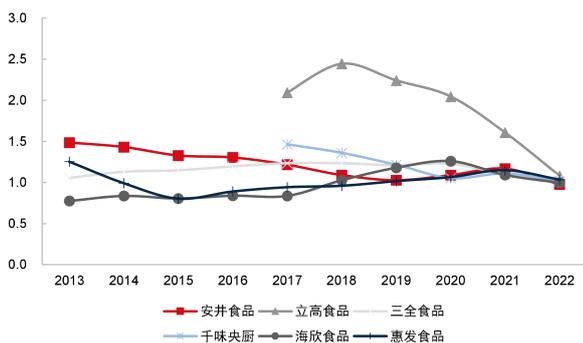
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

经营效率分析：总资产周转率较高，存货周转率一般

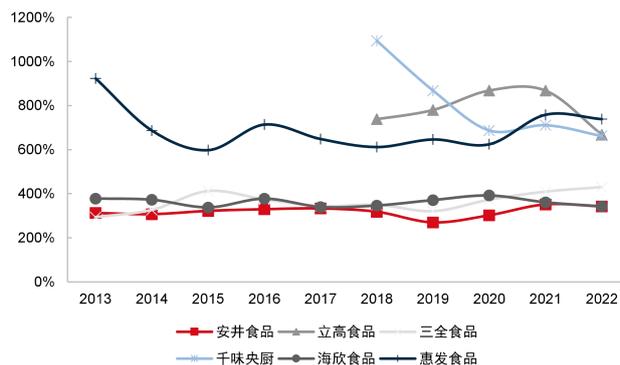
速冻食品行业资产周转率接近，公司总资产周转率一直保持较高水平，2022 年公司总资产周转率 0.98，对应周转天数 374 天。速冻食品行业周转速度较快，各公司存货周转天数都保持在 4 个月以下。公司存货周转率较为稳定，对应周转天数约 100-120 天，行业中属于较低水平，2022 年公司存货周转率 3.4，对应周转天数 107 天，整体经营效率稳健。

图59：公司 2022 年总资产周转率 0.98

图60：公司 2022 年存货周转率为 3.43



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.2 盈利预测

假设前提：行业增长稳健，成本端价格较为稳定

我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入端：速冻火锅料行业进入集中度提升阶段，我们预计公司能够发挥龙头优势实现份额抢占，获得较行业基础增速以外的红利，并通过自身发掘新品、拓宽C端渠道，实现盈利能力提升。速冻面米行业安井通过继续发力优势发面类产品，拓宽团餐渠道，依托优秀的大单品开发能力实现市占率逐步提升。速冻菜肴板块作为安井重点发力的新领域，公司通过自产（安井小厨）+贴牌（冻品先生）+外延并购（新宏业+新柳伍）三箭齐发打造全场景、全区域和全渠道爆品，有望在高速增长、格局高度分散的预制菜行业凭借自身产品力、渠道力抢占份额、打造第二增长曲线。分品类看：1）速冻鱼糜制品：预计2023-2025年收入增速分别为13.5%/12.0%/11.0%；2）速冻肉制品：预计2023-2025年收入增速分别为13.5%/12.0%/11.0%；3）速冻米面制品：预计2023-2025年收入增速分别为16.8%/15.0%/14.5%；4）速冻菜肴制品：预计2023-2025年收入增速分别为40.0%/30.0%/28.0%。

成本端：公司对于鱼糜原料掌控能力优秀，同时会根据采取囤货和锁价等方式应对其他辅料（包括油脂、大豆等）成本价格波动压力，2023年盈利能力有望提升。安井全国化布局已经基本形成，随着全国工厂逐步投产并落实“销地产”、“产地研”方式，安井规模效应逐步显现，公司中长期盈利能力有望提升。公司前期投入较多的速冻菜肴产能逐步投产，随着产能利用率上升，速冻菜肴毛利率有望逐渐提升。分品类看：1）速冻鱼糜制品：预计2023-2025年毛利率分别为26.4%/26.6%/26.7%；2）速冻肉制品：预计2023-2025年毛利率分别为26.0%/26.2%/26.3%；3）速冻米面制品：预计2023-2025年毛利率分别为23.7%/23.9%/24.0%；4）速冻菜肴制品：预计2023-2025年毛利率分别为16.0%/17.4%/19.0%。

表8：安井食品业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
安井食品						
营业总收入	6,965	9,272	12,183	14,804	17,399	20,314
YoY	32.2%	33.1%	31.4%	21.5%	17.5%	16.8%
毛利率	25.7%	22.1%	22.0%	22.5%	22.8%	23.2%
速冻鱼糜制品						

收入 (百万元)	2,826	3,478	3,945	4,478	5,015	5,567
YoY	41.0%	23.1%	13.4%	13.5%	12.0%	11.0%
毛利率	25.9%	22.7%	26.2%	26.4%	26.6%	26.7%
速冻肉制品						
收入 (百万元)	1,798	2,142	2,384	2,705	3,030	3,363
YoY	36.2%	19.2%	11.3%	13.5%	12.0%	11.0%
毛利率	24.8%	24.9%	25.8%	26.0%	26.2%	26.3%
速冻米面制品						
收入 (百万元)	1,662	2,054	2,414	2,820	3,243	3,713
YoY	19.7%	23.6%	17.6%	16.8%	15.0%	14.5%
毛利率	27.8%	24.1%	23.5%	23.7%	23.9%	24.0%
速冻菜肴制品						
收入 (百万元)	673	1,429	3,024	4,234	5,504	7,046
YoY	23.3%	112.4%	111.6%	40.0%	30.0%	28.0%
毛利率	22.0%	14.2%	11.4%	16.0%	17.4%	19.0%
其他						
收入 (百万元)	7	169	415	567	607	625
YoY	-13.5%	2278.0%	145.2%	36.6%	7.0%	3.0%
毛利率	40.2%	18.3%	27.0%	17.9%	18.5%	18.9%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收营收 148.04/173.99/203.14 亿元, 同比增加 21.5%/17.5%/16.8%, 毛利率 22.5%/22.8%/23.2%。

费用端: 2023年公司应对消费环境弱复苏局势主动采取控费措施, 随着下游餐饮场景恢复, 公司未来会在C端持续增加市场投入及品牌投入, 但是在规模效应作用下, 预计整体费用率保持稳定。预计2023-2025年公司销售费用率为 6.6%/6.6%/6.6%, 2023-2025年公司管理费用率为 2.2%/2.7%/2.3%, 其中2024年有股份支付费用影响。

未来3年业绩预测

表9: 未来3年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12183	14804	17399	20314
营业成本	9508	11470	13424	15593
销售费用	873	973	1143	1335
管理费用	342	360	490	496
财务费用	-75	-74	-86	-101
营业利润	1340	1948	2255	2749
利润总额	1427	1968	2275	2769
归属于母公司净利润	1101	1518	1756	2137
EPS	3.75	5.18	5.99	7.29
ROE	9.43%	11.78%	12.28%	13.34%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司23-25年收入分别为 148.04/173.99/203.14 亿元, 同比增加 21.5%/17.5%/16.8%, 预计归属母公司净利润 15.18/17.56/21.37 亿元, 同比增加 37.9%/15.6%/21.7%。每股收益23-25年分别为 5.18/5.99/7.29 元。

表10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	9,272	12,183	15,067	17,972	21,283
(+/-%)	33.12%	31.39%	23.67%	19.28%	18.43%
净利润(百万元)	682	1,101	2,639	3,127	3,795
(+/-%)	13.00%	61.37%	139.71%	18.49%	21.35%
摊薄 EPS	2.79	3.75	9.00	10.66	12.94
中性预测					
营业收入(百万元)	9,272	12,183	14,804	17,399	20,314
(+/-%)	33.12%	31.39%	21.52%	17.53%	16.75%
净利润(百万元)	682	1,101	1,518	1,756	2,137
(+/-%)	13.00%	61.37%	37.92%	15.62%	21.71%
摊薄 EPS(元)	2.79	3.75	5.18	5.99	7.29
悲观的预测					
营业收入(百万元)	9,272	12,183	14,726	17,230	20,029
(+/-%)	33.12%	31.39%	20.87%	17.00%	16.25%
净利润(百万元)	682	1,101	1,201	1,374	1,682
(+/-%)	13.00%	61.37%	9.05%	14.40%	22.48%
摊薄 EPS	2.79	3.75	4.09	4.68	5.74
总股本(百万股)	244	293	293	293	293

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

5.3 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。绝对估值方法下，得到目标价区间为 98.47-105.33 元；相对估值方法下，得到目标价 93.19-113.90 元。综合来看，我们得到公司的合理价值区间 98.47-105.33 元，（中值 101.90 元），对应市值 289-309 亿元（中值 299 亿元）。

绝对估值：98.47-105.33 元

我们将公司分为可预测期（2023-2025 年）、过渡期（2026-2032 年）和永续期（2033 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

- ◆ **可预测期（2023-2025 年）**：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2023-2025 年营收 148.04/173.99/203.14 亿元，同比增加 21.5%/17.5%/16.8%，预计归属母公司净利润 15.18/17.56/21.37 亿元，同比增加 37.9%/15.6%/21.7%。
- ◆ **过渡期（2026-2032 年）**：假设公司 2026-2028 年营收增速仍能保持在约 9-14% 增速水平，2028 年后逐年收窄。
- ◆ **永续期（2032 年起）**：目前火锅料产品等速冻调理制品仍然以 B 端消费为主，预制菜仍处于起步阶段，未来随着调理类产品在 C 端渗透率增长，行业具有较大成长空间。从公司角度考虑，公司产品、渠道、供应链能力领先，有望继续提升市场占有率。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.0%。

表11：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	32.25%	33.12%	31.39%	21.52%	17.53%	16.75%	13.54%	11.24%	9.27%
营业成本/营业收入	74.32%	77.88%	78.04%	77.48%	77.15%	76.76%	76.47%	76.19%	76.21%
管理费用/营业收入	4.17%	3.29%	2.52%	2.24%	2.65%	2.30%	2.30%	2.21%	2.21%
研发费用/营业收入	1.06%	0.95%	0.77%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
销售费用/销售收入	9.25%	9.15%	7.17%	6.57%	6.57%	6.57%	6.57%	6.57%	6.57%
营业税及附加/营业收入	0.64%	0.63%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%

所得税税率	22.73%	21.90%	21.68%	21.68%	21.68%	21.68%	21.68%	21.68%	21.68%
股利分配比率	21.38%	28.64%	19.92%	19.92%	19.92%	19.92%	19.92%	19.92%	19.92%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.50	T	21.68%
无风险利率	2.65%	Ka	10.90%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.51
公司股价 (元)	90.33	Ke	10.95%
发行在外股数 (百万)	293	E/(D+E)	99.24%
股票市值 (E, 百万元)	26493	D/(D+E)	0.76%
债务总额 (D, 百万元)	202	WACC	10.89%
Kd	3.45%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.5x; 无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.65%, 股票风险溢价率取 5.50%; 债务成本采用 1 年人民币贷款基准利率 3.45%; 由此计算出 WACC 为 10.89%。根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 98.47-105.33 元 (中值 101.90 元), 对应市值 289-309 亿元 (中值 299 亿元), 维持买入评级。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		10.5%	10.7%	10.89%	11.1%	11.3%
永续 增长 率变 化	2.6%	110.71	107.99	105.41	102.96	100.62
	2.4%	109.25	106.63	104.14	101.76	99.50
	2.2%	107.87	105.33	102.92	100.61	98.42
	2.0%	106.55	104.09	101.75	99.52	97.39
	1.8%	105.29	102.91	100.64	98.47	96.40
	1.6%	104.08	101.78	99.57	97.47	95.45
	1.4%	102.93	100.69	98.55	96.51	94.54

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 93.19-113.90 元

选取和公司较为相似的速冻食品行业公司做比较, 采用 PE 法进行估值。

速冻食品仍然处于成长阶段, 在中国的渗透率依然正在提升, 可享更高永续增长率: 伴随租金、人力、原材料成本高企, 餐饮连锁企业、非连锁社会餐饮对于速冻食品需求逐渐上升, 叠加团餐、宴席等场景不断丰富, 餐饮端速冻食品规模仍然在快速成长。家庭消费速冻食品习惯逐渐培育, 疫情下居家需求变多, 居民养成囤货习惯, C 端速冻食品渗透率逐渐提升。目前行业市场规模超 1700 亿元, 受益于餐饮扩容和消费升级, 预计未来 5 年行业 CAGR 超过 10%, 赛道属性决定速冻行业可享更高估值。

从公司层面来看, 安井食品渠道、产品力突出, 经销商渠道优势显著, 大单品打造能力突出。 同行业的三全食品以 C 端速冻米面为主要产品, 立高食品以冷冻烘

焙食品与原料为主要产品，味知香则以线下预制菜销售为主，火锅料厂商海欣、惠发体量、产能均较小，安井速冻食品龙头地位显著。2019年公司推出锁鲜装火锅料引领行业升级，使得火锅料产品开始向C端渗透，产品、渠道方面公司仍具有较强的成长空间。

从PE估值角度，我们选择千味央厨、三全食品、立高食品、味知香等速冻食品企业。根据我们的预测，预计2023-2025年公司归母净利润15.18/17.56/21.37亿元，同比增加37.9%/15.6%/21.7%，每股收益分别为5.18/5.99/7.29元。考虑到公司作为速冻食品龙头，市场份额有望持续提升，因此应享有估值溢价，我们给予公司2024年18-22X估值水平，目标价93.19-113.90元（中值约103.55元），对应市值约273-334亿元（中值约304亿元），维持“买入”评级。

表14: 可比公司估值表（2024年3月15日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				23E	24E	23E	24E		
603345.SH	安井食品	17.28	90.33	5.18	5.99	17.45	15.09	264.93	买入
002216.SZ	三全食品	13.27	12.49	0.98	1.10	12.73	11.35	109.81	买入
001215.SZ	千味央厨	39.65	50.46	1.59	1.95	31.84	25.84	50.15	买入
300973.SZ	立高食品	31.38	37.38	0.95	1.97	39.17	19.02	63.30	不适用
605089.SH	味知香	31.06	31.50	1.07	1.28	29.48	24.70	43.47	不适用

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为，短期看，公司作为行业龙头，管理思路清晰，增长韧性十足，2023年有望在高基数背景下收入保持20%以上增速。中长期看，速冻食品行业空间广阔，公司作为行业龙头，组织富有活力，渠道、产品力突出，市场占有率有望加速提升，同时预制菜仍处于起步阶段，公司“三箭齐发”布局预制菜行业，中长期增长势能充足，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 98.47-105.33 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.65%、风险溢价 5.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相似的千味央厨、三全食品、立高食品、味知香等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予一定溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 21.5%/17.5%/16.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率 22.5%/22.8%/23.2%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

下游餐饮复苏较弱：公司销售渠道中餐饮占比较高，产品销售情况受到下游餐饮行业景气度影响较强，若餐饮市场在弱复苏环境中表现较弱，公司销售不佳，将会对公司收入、利润增长产生不利影响。

原材料价格波动风险：公司成本中原材料占比较高，主要产品的毛利率与鱼糜、大豆等大宗原材料价格关联度大，若原材料价格大幅上涨，公司毛利率存在下降的风险。

行业竞争加剧的风险：公司火锅料市占率领先，随着行业竞争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。预制菜仍处于培育阶段，未来发展方向尚不明确，市场格局未来具不确定性，随着国内中小厂商持续扩产，可能存在行业竞争加剧的风险

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1145	5504	5738	6559	7729	营业收入	9272	12183	14804	17399	20314
应收款项	564	763	927	1090	1272	营业成本	7221	9508	11470	13424	15593
存货净额	2414	3137	3783	4429	5147	营业税金及附加	59	90	110	129	150
其他流动资产	183	216	262	308	360	销售费用	849	873	973	1143	1335
流动资产合计	4361	10292	11383	13058	15181	管理费用	320	342	360	490	496
固定资产	3215	4104	4657	5140	5542	研发费用	88	93	91	107	125
无形资产及其他	500	703	675	647	619	财务费用	1	(75)	(74)	(86)	(101)
投资性房地产	696	1085	1085	1085	1085	投资收益	99	8	3	3	3
长期股权投资	0	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	11	48	30	20	0
资产总计	8771	16194	17809	19939	22435	其他收入	(73)	(162)	(51)	(67)	(95)
短期借款及交易性金融负债	275	494	200	200	200	营业利润	860	1340	1948	2255	2749
应付款项	1652	1670	2014	2358	2740	营业外净收支	19	87	20	20	20
其他流动负债	1224	1699	2030	2389	2766	利润总额	879	1427	1968	2275	2769
流动负债合计	3150	3863	4244	4947	5706	所得税费用	193	309	427	493	600
长期借款及应付债券	141	2	2	2	2	少数股东损益	5	16	23	26	32
其他长期负债	336	430	430	430	430	归属于母公司净利润	682	1101	1518	1756	2137
长期负债合计	477	432	432	432	432	现金流量表（百万元）					
负债合计	3628	4295	4676	5379	6138	净利润	682	1101	1518	1756	2137
少数股东权益	70	220	238	259	285	资产减值准备	10	35	8	7	6
股东权益	5073	11679	12895	14301	16013	折旧摊销	240	338	398	459	520
负债和股东权益总计	8771	16194	17809	19939	22435	公允价值变动损失	(11)	(48)	(30)	(20)	0
关键财务与估值指标						财务费用	1	(75)	(74)	(86)	(101)
每股收益	2.79	3.75	5.18	5.99	7.29	营运资本变动	(573)	(723)	(174)	(144)	(187)
每股红利	0.80	0.75	1.03	1.19	1.45	其它	(7)	(22)	10	14	20
每股净资产	20.76	39.82	43.97	48.76	54.60	经营活动现金流	341	682	1730	2071	2496
ROIC	13.00%	12.62%	15%	21%	24%	资本开支	0	(1276)	(900)	(900)	(900)
ROE	13.45%	9.43%	12%	12%	13%	其它投资现金流	1064	(617)	0	0	0
毛利率	22%	22%	23%	23%	23%	投资活动现金流	1064	(1903)	(900)	(900)	(900)
EBIT Margin	8%	10%	12%	12%	13%	权益性融资	(1)	5682	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	15%	15%	15%	负债净变化	141	(139)	0	0	0
收入增长	33%	31%	22%	18%	17%	支付股利、利息	(195)	(219)	(302)	(350)	(426)
净利润增长率	13%	61%	38%	16%	22%	其它融资现金流	488	615	(294)	0	0
资产负债率	42%	28%	28%	28%	29%	融资活动现金流	(1092)	5580	(596)	(350)	(426)
股息率	0.7%	0.8%	1.2%	1.3%	1.6%	现金净变动	313	4359	234	821	1170
P/E	32.0	23.8	17.2	14.9	12.2	货币资金的期初余额	832	1145	5504	5738	6559
P/B	4.3	2.2	2.0	1.8	1.6	货币资金的期末余额	1145	5504	5738	6559	7729
EV/EBITDA	26.1	18.9	14.0	12.3	10.3	企业自由现金流	0	(661)	734	1064	1482
						权益自由现金流	0	(185)	498	1131	1561

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032