

安井食品（603345）深度研究报告

品类视角，再论安井底线与空间

- ❖ **引言：从品类视角探讨安井增长底线和空间。**安井已通过高效的商业模式实现了高速增长，但增速放缓叠加悲观情绪，市场多有未来不增长的预期，故本文以品类为着力点，详解公司单品结构和拓品思路，辨析增长的底线与空间。
- ❖ **速冻品类飞轮：新品筑基，次新放量，选品决定天花板，运营能力影响放量周期。**速冻品类复杂且单品天花板低，因此高效品类管理至关重要，通常而言遵循“新品筑基、次新品放量、老品自然增长”的扩张路径，因而业内存在“1-3-6”的黄金曲线，一旦推新节奏衔接良好，至少能稳定2-3年增长表现。从单品规模看，选品决定天花板，越基础品类天花板越高，主力单品规模常在1-5亿，而10亿级单品则可遇不可求。从生命周期看，品类上升期通常在3年左右，后续更考验企业运营能力，持续品类迭代和渠道拓展下5-10年增长的单品亦多有存在。
- ❖ **企业规模边界：从品类视角理解，安井主业天花板仍未至。**信息成本和激励不相容是阻碍企业无限扩大的核心因素，一般而言信息技术应用、组织扁平化、员工持股和大单品规模化能有效降低扩张阻力，以此思路我们推演安井规模仍未触达天花板：一是考虑中日国情体量，通常我国消费龙头的收入规模为日企2-3倍，日本1.3亿人口已蕴育110亿的日冷，而23年安井主业仅120亿，二是品类构成对比，日冷中长尾品类占比40%，而安井39个过亿单品占比超70%，中长尾品类占比约25%，此外日冷SKU巅峰数超2500，而安井目前约400，品类凝聚度上安井更强，管理边界尚有余力，三是场景视角，速冻企业成长本质是场景拓宽，过去13-20年泛火锅业态驱动安井成长，未来家庭、烧烤小吃、团餐和连锁正餐等有待进一步开发。
- ❖ **安井拓品路径：极致效率的运营能力，围绕系列化、高端化和属地化发力，保守预测主业收入年增10亿有径可循。**安井成功的关键有三，一是在选品推品上差异化以锐化产品力，二是在供应链各环节极致效率以抠出成本优势，三是因时因变对市场快速反应的组织文化，以此为依托公司逐步建立平台化优势，并形成三个梯队的拓品思路，其中第一梯队凝聚集团全力、拉大领先优势，包括规模200-300亿、符合“高大上”标准的烤肠，以及定位家庭和中高端市场的百亿级品类锁鲜装和虾滑，第二梯队夯实增量来源、基本在几十亿规模，包括以小酥肉为代表的鸡肉调理品、以牛羊肉为代表的火锅食材和以烧卖为代表的中式面点，第三梯队潜力大、但尚缺乏成熟路线，包括初级加工的蛙虾螺藕等加工水产品，以及以量取胜的区域爆品。
- ❖ **投资建议：估值已至低点，价值视角配置，维持“强推”评级。**在外部悲观情绪影响下，市场存在线性外推公司不增长现象，但经过对公司拓品思路和子赛道情况梳理后，我们认为公司经营稳健、战略清晰，特别是围绕“系列化、高端化和属地化”的品类拓展和具体赛道的份额抢夺在切实发生，底线视角拆解收入高个位数到10%的增长中中枢有支撑，在当前外部环境下，“管理优秀、至少增长”的消费标的确显稀缺，且从海外对比、产业并购、极端悲观情景假设等三个视角来看，当前安井估值已至底部区间，值得以价值视角配置，我们给予24-26年EPS预测为5.42/5.78/6.15元，对应PE为13/12/11倍，维持一年目标价为100元，对应25年17倍PE，维持“强推”评级，关注后续盈利下行风险可控确认、治理风险逐步出清等股价催化。
- ❖ **风险因素：价格战盈利超预期下降，终端需求疲软，新品推广不及预期，股东和管理层减持风险。**

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	14,045	15,711	17,246	18,885
同比增速(%)	15.3%	11.9%	9.8%	9.5%
归母净利润(百万)	1,478	1,588	1,696	1,803
同比增速(%)	34.2%	7.5%	6.8%	6.3%
每股盈利(元)	5.04	5.42	5.78	6.15
市盈率(倍)	14	13	12	11
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年9月13日收盘价

强推（维持）

目标价：100元

当前价：68.93元

证券分析师：欧阳宇

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：彭俊霖

邮箱：pengjunlin@hcyjs.com
执业编号：S0360521080003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

联系人：严文场

邮箱：yanwenyang@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	29,329.42
已上市流通股(万股)	29,329.42
总市值(亿元)	202.17
流通市值(亿元)	202.17
资产负债率(%)	20.98
每股净资产(元)	44.02
12个月内最高/最低价	136.47/68.93

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《安井食品（603345）2024 半年报点评：主业势能延续，价值视角布局》

2024-08-20

《安井食品（603345）2023 年报和 2024 年一季报点评：经营好于预期，分红凸显价值》

2024-04-28

《安井食品（603345）跟踪分析报告：动销好转，积极蓄势》

2024-03-03

投资主题

报告亮点

1) 提出安井单品模型及增长边界的两点思考：一方面提炼安井的品类增长模型，总结出行业的单品方法论，认为新品是增长的前验指标；另一方面从品类视角探讨安井的增长边界，拆解日本速食龙头，日冷品类迭代是日本速食行业发展史的缩影，认为安井主业天花板仍未达，寻找新品类、新场景是安井接下来的发展重点。**2) 梳理安井拓品路径：**复盘安井持续成功关键得益于差异化、成本领先、高效反应；系统梳理了安井对烤肠类、虾滑类、鸡肉调理品、新式面点类、牛羊肉卷、水产类产品进行系列化更新迭代；同时布局高端化、属地化产品，其中复盘双汇王中王对锁鲜装和丸之尊的高端化获得启示，且以华南为例分析区域爆品潜质。

投资逻辑

估值已至低点，价值视角配置，维持“强推”评级。在外部悲观情绪影响下，市场线性外推公司不增长甚至负增长，但经过对公司拓品思路和子赛道情况梳理后，我们认为公司经营稳健、战略清晰，特别是围绕“系列化、高端化和属地化”的品类拓展和具体赛道的份额抢夺在切实发生，底线视角拆解收入高个位数增长实有支撑，在当前外部环境下，“管理优秀、至少增长”的消费标的确显稀缺，且从海外对比、产业并购、极端悲观情景假设等三个视角来看，当前安井估值已至绝对低点，值得以价值视角配置，我们给予 24-26 年 EPS 预测为 5.42/5.78/6.15 元，对应 PE 为 13/12/11 倍，维持一年目标价为 100 元，对应 25 年 17 倍 PE，维持“强推”评级，关注后续盈利下行风险可控确认、治理风险逐步出清等股价催化。

目录

引言：从品类视角再论安井的底线和空间	6
一、 两点思考：单品模型和增长边界	6
（一） 单品方法论：新品是增长的前验指标	6
1、 安井的增长飞轮：新品筑基，次新放量	6
2、 单品规模：受产品属性和渠道广度影响，选品决定天花板	8
3、 产品生命周期：必选品类持续性更强，更考验运营能力	8
（二） 企业的规模边界：安井主业天花板未至	9
1、 从品类视角拆解日本速食龙头	9
2、 寻找下一个增长点：从场景视角看品类演绎	11
二、 拓品路径：能力扎实，围绕“三化”打开空间	12
（一） 为什么看好安井的品类扩张？	12
（二） 系列化：选中大赛道，持续产品迭代	14
1、 烤肠类：“高大上”首选，战略定位第三曲线	14
2、 虾滑类：天然高端食材，协同效应明显	18
3、 小酥肉及鸡肉调理品：中国版“天妇罗”，小吃定位场景通用	20
4、 烧麦等新式面点：老树新芽，竞争恒强	22
5、 牛羊肉卷及火锅周边：潜力大但加工初级，以C端为主	24
6、 牛蛙、小龙虾和藕等水产类：强季节性品类，湖北产地禀赋强	25
（三） 高端化：锁鲜装和丸之尊，又一个“王中王”？	26
（四） 属地化：以华南为例，区域爆品不可低估	28
三、 投资建议：估值已至低点，价值视角配置	30
（一） 增长底线拆解：预计主业每年增长10亿/实现7-10%增速应有支撑	30
（二） 三个视角看估值，安井当前已至低位	31
（三） 投资建议：估值已至低点，价值视角配置	32
四、 风险提示	32

图表目录

图表 1	安井过去推的新品及其时间梳理	6
图表 2	新品和次新品增长模型	7
图表 3	2013-2016 年各年安井前十大单品情况	7
图表 4	公司历年新品贡献与收入正相关	7
图表 5	冻品行业规模化企业渠道推品过程演示	8
图表 6	安井锁鲜装、千味油条持续迭代，延长品类成长周期	9
图表 7	国内企业相较日本还有较多份额提升空间	10
图表 8	中国消费品龙头收入规模通常是日企 2-3 倍	10
图表 9	日冷品类结构图示意	11
图表 10	安井品类构成结构	11
图表 11	日冷速冻产品演绎	12
图表 12	日冷选品思路拆解	12
图表 13	1997-2023 年日本速冻食品行业品类产量变化	12
图表 14	安井研发和单品策略总结	13
图表 15	安井细分赛道及经营打法梳理	13
图表 16	烤肠发展历史	15
图表 17	低温肉制品潜力较大、多场景	15
图表 18	肠类市场规模划分	15
图表 19	烤肠主要竞品玩家和对手	16
图表 20	安井甄选火山石烤肠系列产品包装及海报	18
图表 21	虾滑产品研发流程	18
图表 22	虾滑行业发展阶段	18
图表 23	2022 年中国火锅消费者喜爱的火锅单品人数占比调查	19
图表 24	2019-2026 中国虾滑食品市场规模及预测	19
图表 25	虾滑主要竞品玩家和对手	19
图表 26	安井的虾滑系列产品	20
图表 27	安井虾滑发展布局	20
图表 28	小酥肉制品发展历程	21
图表 29	小酥肉市场规模	21
图表 30	2023 年中国小酥肉覆盖店铺类占比	21
图表 31	安井的小酥肉系列化产品	22
图表 32	日本天妇罗专门店	22
图表 33	米面行业主要单品矩阵	23

图表 34	第二梯队面点企业差异化错位	23
图表 35	蒸煎饺行业发展历史	23
图表 36	部分火锅品牌最受欢迎前十大食材情况	25
图表 37	牛蛙、小龙虾和莲藕加工规模估算（万吨）	26
图表 38	牛蛙、小龙虾和莲藕主要预制菜形式	26
图表 39	安井锁鲜装和双汇王中王对比	27
图表 40	安井锁鲜装、丸之尊及市场对手价格带的品相对比	27
图表 41	安井锁鲜装推广方式	28
图表 42	全国各个区域特色速冻单品较多	29
图表 43	华南区域主要单品和参与玩家	29
图表 44	全国性和区域性爆品的规模比较（亿元）	29
图表 45	安井主业底线年增长 10 亿有支撑，且长期布局潜力赛道	30
图表 46	日冷公司股价复盘	31
图表 47	日冷 PE 极端情况下在 12-13 倍	32
图表 48	日冷估值与企业盈利水平变化情况	32

引言：从品类视角再论安井的底线和空间

相较传统快消品行业，速冻食品一是品类纷繁，二是爆款单品往往能供给创造需求，带动行业渗透率的提升，因此品类研究实为关键。而安井作为行业龙头，已成功通过灵活的单品策略实现高增，并逐步进入稳健增长阶段，当前公司再次提出“推锁鲜、战烤肠”、“推进属地化转型，打造区域爆品”等经营策略，故本文以品类为着眼点，从三个方面再论安井的底线和空间：

1. 提炼安井的品类增长模型，总结行业单品方法论；
2. 从品类视角探讨安井的增长边界；
3. 分析重点下注的细分赛道，厘清未来拓品路径，明确增长底线。

一、两点思考：单品模型和增长边界

（一）单品方法论：新品是增长的前验指标

1、安井的增长飞轮：新品筑基，次新放量

公司爆款抓取能力强，每年均有重点新品推出，互相接力贡献收入稳增。公司践行大单品策略，凭借对市场消费趋势敏锐感知，通过及时跟进、持续改进和适度创新不断抓取到有潜力的爆款，研发一代、生产一代同时也储备一代，每年都有新品密集推出，并重点聚焦 3-5 款核心品，在全区域、全渠道范围重点推广，互相接力并完成持续较快增长。

图表 1 安井过去推的新品及其时间梳理

	2007-2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
研发一代 生产一代 储备一代													
火锅料	鱼丸 虾丸 花枝丸 仿蟹肉棒 豆腐卷	烧烤香系列 烧鱼板 太湖燕饺	霞迷饺	迷你系列 脆排	Q 鱼板 三片两肠系列 鱼豆干 火龙鱼果	仿龙虾排	仿墨鱼丸 鱼豆腐 仿虾丸	丸之尊1.0 速冻油条	锁鲜装1.0 啵啵肠 三太丸	锁鲜装2.0	锁鲜装3.0 玲珑装 牛仔肉卷	香肠系列 鱼子虾滑 虾仁福袋 牛筋肉丸	锁鲜装4.0+虾滑 丸之尊2.0
速冻米面		红糖馒头 紫薯包 手抓饼			老面馒头系列 卷类系列	紫薯糯米球	红糖发糕 米发糕 流沙包	蛋饺 核桃包 手抓饼	蒸煎饺 桂花糕 小油条	馅饼 小笼包	烧麦 红糖糍粑	微波馅饼 奶白馒头 炸霞糕	
菜肴制品						千叶豆腐 鲜腐竹	小龙虾	香炸藕条 天妇罗鱼 天妇罗虾 香脆藕盒 鲑鱼头	小酥肉 香炸藕条	虾滑	梅菜扣肉、 佛跳墙、蒜 香骨、扇子 骨、牛仔骨、 酸菜鱼、 藕盒、天妇 罗系列、黑 鱼片、水发 系列、如虎 添翼”新年 礼盒	水煮牛肉 糖醋里脊 咖喱鸡肉 翡翠虾仁 官保鸡丁 荷香糯米鸡 “玉兔迎春 ”礼盒	火山石烤肠 鸡排 鸡块 鸡米花 烤鱼

资料来源：公司官网，华创证券整理

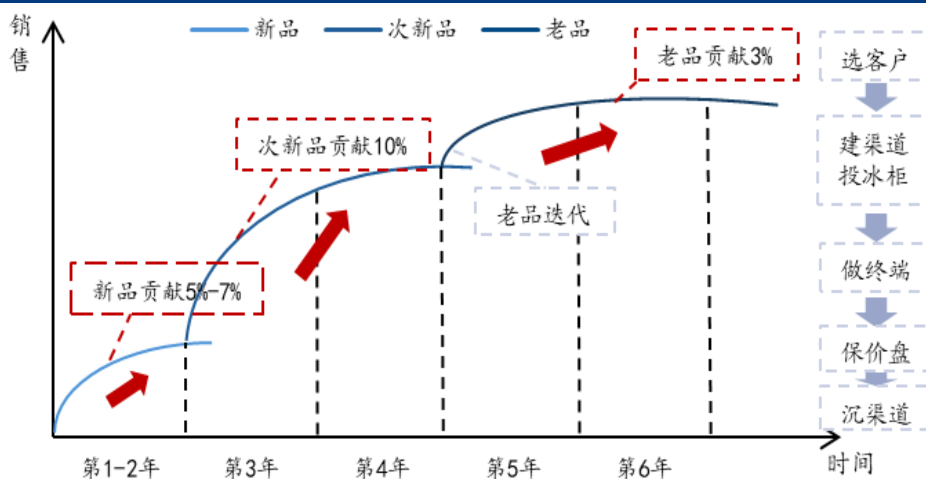
梳理过去增长经验，我们提炼出公司品类驱动模型，其中新品是核心前验指标。速冻食品种类缤纷、单品天花板较低，因此高效的新品抓取能力、快速的品类迭代能力至关重要，新品不仅仅是当年的直接贡献来源，同时考虑到对应的生命周期，因此也影响了未来几年的收入增长，基于此我们总结了如下规律和模型：

➢ 核心模型：营收增量中，新品一般贡献 30%，次新品贡献 50-60%，老品维持平均自

然增速、贡献 10-20%。往年 18%的主业增长目标中，我们预计新品贡献个位数增长，次新品贡献双位数以上，其余老品参照行业平均增速，维持中低个位数增长，今年的新品就是第二、三年的次新品，一旦推新节奏衔接较好，至少能稳定 2-3 年增长表现。例如 16-19 年主业收入复合增速 23%，期间新品快速涌现下增速普遍在高个位数，而 20 年高增，则主要是锁鲜装等新品放量带动，预计其中新品贡献甚至超 10%。此外考虑到公司全国化过程中渠道持续下沉、终端数量持续增加，品类放量周期亦对应延长。

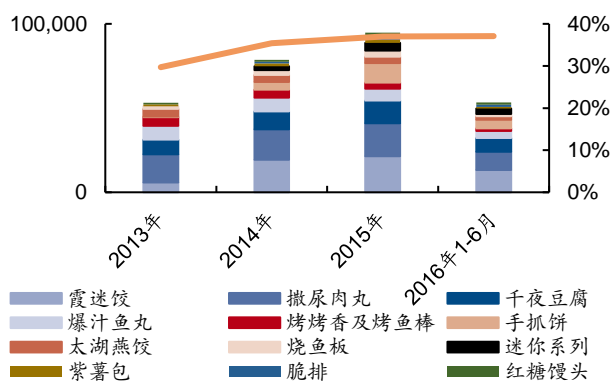
- **“1-3-6”黄金增长曲线。**在速冻食品行业，多数企业关于重点单品的推广口号都按照 1-3-6 路径进行，属于行业黄金增长曲线，背后原因其实也是行业增长模型的外在体现。一般而言，第一年重点打好基础，如果能做到 2-3 千万水平，证明有爆款能力，会进入公司重点培育的品类名单，第二年到第三年围绕投冰柜、建渠道、做终端、保价盘和沉渠道不断拱大。

图表 2 新品和次新品增长模型



资料来源：华创证券整理 注：此处贡献值为营收增量/前一年整体营收*100%不同。

图表 3 2013-2016 年各年安井前十大单品情况



资料来源：安井食品招股说明书，华创证券。注：单位为万元。

图表 4 公司历年新品贡献与收入正相关

时间	主业增速	新品贡献
00-02	从 2000 年的 1300 万到 2002 年近 6000 万，每年保持翻倍增速	40%左右
16-19	复合增速 20%	8%
20 年	整体增速约 32.2%	10-15%
21 年	主业增速约 20%	5-10%
22 年	主业增速约 17%	5%左右
23 年	主业增速约 10%	3%

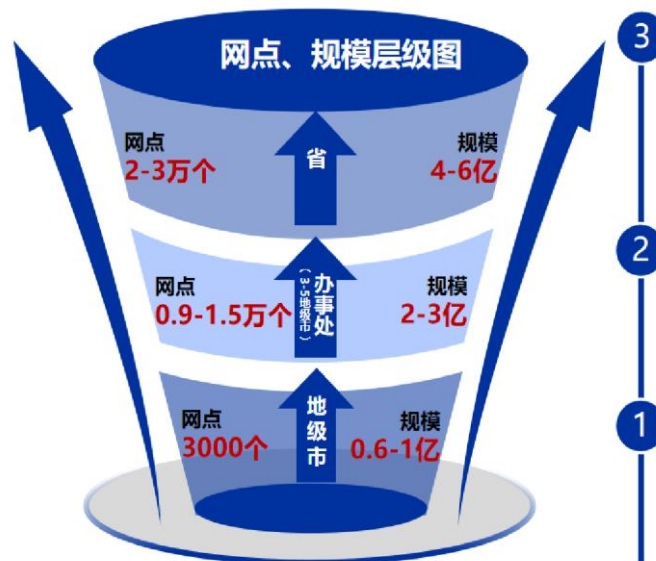
资料来源：张清苗《无锡华顺食品公司发展战略初探》，渠道调研，公司公告，华创证券测算

2、单品规模：受产品属性和渠道广度影响，选品决定天花板

速冻单品天花板较低，其中越基础的品类天花板越高，单品内的头部企业通常规模在 1-5 亿区间，10 亿级可遇不可求。头部饮料企业单品规模集中于 50-200 亿区间，相较而言，速冻企业受限于 sku 众多、难以规模化，单品内的头部规模主要在 1-5 亿区间，10 亿级较为少见。综合来看，必选款品类规模普遍大于可选款，如饮品里面，农夫山泉等包装水的单品规模是王老吉、元气森林等口味型饮料的两倍左右，而相较于肉丸、虾滑、油条等速冻单品，仅三全饺子、汤圆等基础款预计也可以达到 20 亿左右规模。

单品打样时 2000 万为门槛，成功后通过流通放大至过亿规模，规模性企业网点规模在 5 万级别以上。渠道广度和场景适应性也是决定单品规模的关键，不似多数传统快消品龙头的网点规模在百万以上，冻品终端单网点销售规模更大、售卖的场景和网点数也有所受限，根据我们草根调研，通常而言客流较好的餐饮网点、农贸市场摊贩年销售规模能达 10 万，生鲜超市则在 2-3 万规模，单个地级市内头部企业铺设到的网点大约在 2-3 千，省级企业网点数在 2-3 万左右，预计头部冻品企业全国网点数在 40-50 万级别。若对应到大单品运营上，参考《餐饮供应链大 B 渠道深度研究系列一：寻找结构性“快车道”》关于相对较大餐饮品牌单品类放量的研究，单品在单一网点预计年售多在小几千元水平，故我们预计 5 万级别终端（布局 2-3 个省份市场）是打造过亿单品的门槛，此外大的连锁餐饮系统亦能贡献千万级别单品。

图表 5 冻品行业规模化企业渠道推品过程演示



资料来源：草根调研，华创证券整理 注：根据市场调研经验整理，可能存在误差

3、产品生命周期：必选品类持续性更强，更考验运营能力

快速上升期通常在 3 年左右，之后必选品和高性价比品更具持续性。速冻食品主要单品快速爬坡期基本在 3 年，也对应铺货期，之后能否持续上涨驱动力，主要看复购率和份额扩张，一般来说产品属性影响复购率，如可选的品类如冷冻烘焙等考虑消费潮流变迁，单品存在下行可能，而必选或者主食类品类持续性则更强，而份额扩张则与公司能力有关，性价比定位的产品通常越易抢占对手份额。

行业比较来看，冻品生命周期较为长青。对于口味型饮料、游戏、化妆品、服装等品类

产品生命周期较短，大部分在 2-3 年便走完生命周期。而对进入流通渠道的速冻单品而言，一旦积累一定消费者基础后（比如突破 5000 万），生命周期比想象中要长，不少安井单品持续增长近 10 年。

产品迭代可延续单品生命周期，因此运营能力和管理边界亦是产品生命周期的重要影响因素。安井持续围绕单品做系列化运营，比如围绕鱼丸既有淡水鱼也有墨鱼、鲨鱼和鳗鱼等海水鱼丸，既有爆汁鱼丸、也有包心鱼丸再到最新的芝士鱼丸等，再包括 19 年推出面向 C 端的锁鲜装产品以来，历经四次迭代，不断导入新品，23 年已经升级至锁鲜装 4.0，销售额达 14 亿+。此外如千味 06 年推出第一款工业化速冻油条后，又于 12 年开始对油条产品进行场景细分，新增茴香小油条、火锅油条、油条片、大油条等油条新品类，细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景，并持续推出加芯油条等多款创新性产品，油条系列已成长为公司的拳头产品，在一线品牌中具备价格优势。

图表 6 安井锁鲜装、千味油条持续迭代，延长品类成长周期

	2019 年 锁鲜装 1.0	2020 年 锁鲜装 2.0	2021 年 锁鲜装 3.0	2023 年 锁鲜装 4.0	
	 <p>推出撒尿牛肉丸、包心鱼丸、鱼豆腐等 9 个常规火锅料产品</p>	 <p>推出 10 个火锅料产品，包含部分区域特色产品，主推家庭式优质真空小袋包装</p>	 <p>推出鱼籽虾滑、鱼籽福袋两个 C 端全渠道单品</p>	 <p>推出芝士鱼豆腐、鱼籽炸鱼蛋、咸蛋黄虾球、芝士肉肠五个全新单品</p>	
	2006 年 安心油条	2012 年 茴香油条	2018 年 麻辣烫小油条	2019 年 外卖油条	2021 年 加芯油条
	 <p>推出第一款工业化速冻油条</p>	 <p>油条产品丰富场景细分，新增茴香小油条、火锅油条、油条片、大油条等油条新品类，并开始专注油条产品在不同场景下的应用研究</p>			 <p>推出灌蛋大油条、咸蛋黄注芯火锅油条等加芯油条</p>

资料来源：各公司官网，各公司年报，华创证券

(二) 企业的规模边界：安井主业天花板未至

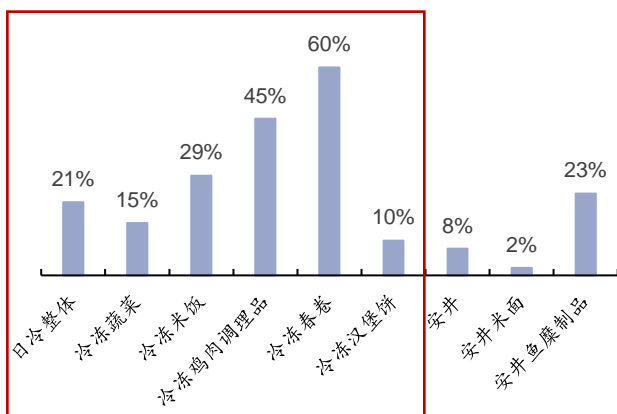
1、从品类视角拆解日本速食龙头

我国冷冻食品和龙头规模均具备提升潜力：

- 首先是行业成长逻辑坚实，未来仍有成长空间：相较于日本，国内一是经济仍有潜力，市场纵深足够，行业发展仍处在中期，二是饮食更加丰富，还有大量品类工业化改造的挖掘空间，三是 C 端仍在逐步导入过程，渗透率还有较大提升空间。目前我国冷冻食品人均消费量及金额较日本仍有较大差距，未来还有增长空间。

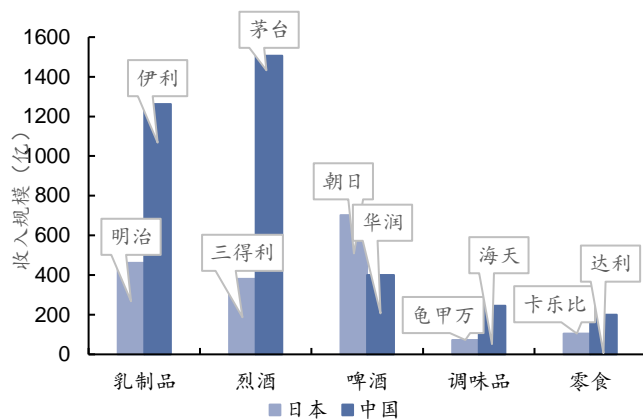
- 其次是无无论是企业还是品类份额，龙头市占率均有望继续提升：从公司而言，日冷在日本速冻行业市占率 20+%，从品类上讲，日冷速冻炒饭市占率 29%，速冻蔬菜 15%，鸡肉调理品 45%，春卷更是 60%，当前安井市占率接近 10%，面点不到 5%，优势产品速冻鱼糜类市占率在 20%左右，无论是企业还是品类均具备提升空间
- 最后是从体量对比看，企业还有潜力可以挖潜：我们对中日乳制品、啤酒等传统消费品企业进行比较，发现中国传统消费品龙头的规模在日本的 2-3 倍左右，按照日冷的约 110 亿营收规模（仅统计加工食品业务，单位换算为人民币）推算，我国速食龙头安井未来仍有翻倍以上空间。

图表 7 国内企业相较日本还有较多份额提升空间



资料来源: kabu-maga, 日冷官网, 艾媒咨询, 智研咨询, wind, 华创证券。注: 数据为市占率数据, 红框中为日冷数据, 日冷整体市占率数据为 2018 年, 其余数据统计时间均为 2023 年。

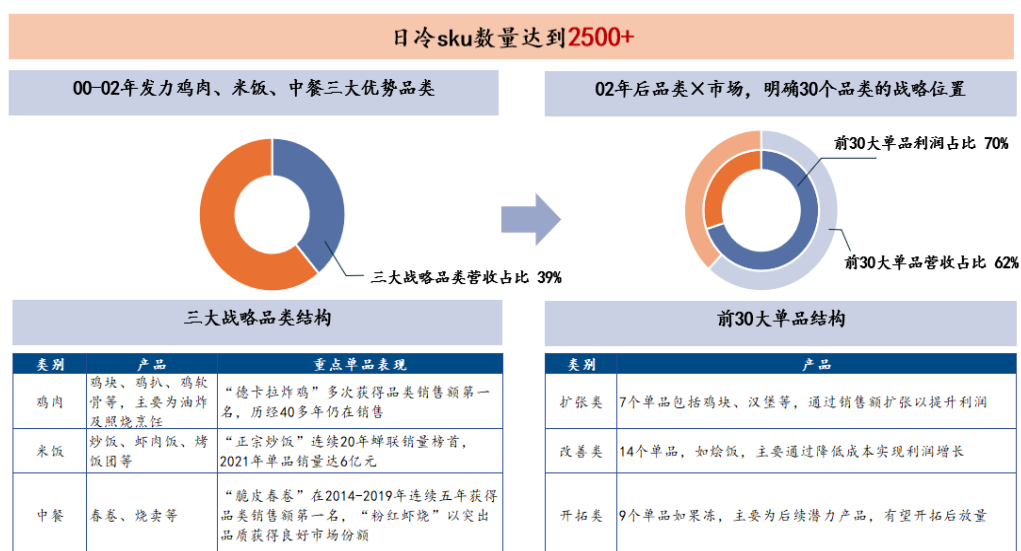
图表 8 中国消费品龙头收入规模通常是日企 2-3 倍



资料来源: 相关公司官网, Wind, 彭博, 创证券。注: 统计时间为 2023 年, 均换算为人民币, 且仅统计日本公司在国内业务部分, 可能存在一定误差。

110 亿的日冷 VS 140 亿的安井：安井品类凝聚度更强，管理边界远未触达。日冷和安井规模相似，有较大借鉴价值，日冷于 2000 年将产品聚焦于鸡肉、米饭、中餐三大类，前三大单品占比 39%，并在 2002 年引入“品类×市场”战略，确立 30 个重点品类，覆盖公司 62% 的营业额。除大单品外，日冷中长尾品类占比接近 40%，而安井前三大单品占比 20%，但是前 20 大单品占比近 70%。同时，日冷 sku 数量超 2500，安井目前仅有 400sku，从管理边界来说，安井中长尾品类挖潜空间充足，同时中餐食材加工深度、冷冻运输需要提供了更多改造需求。

图表 9 日冷品类结构图示



资料来源：日冷公司官网，公司公告，华创证券

图表 10 安井品类构成结构

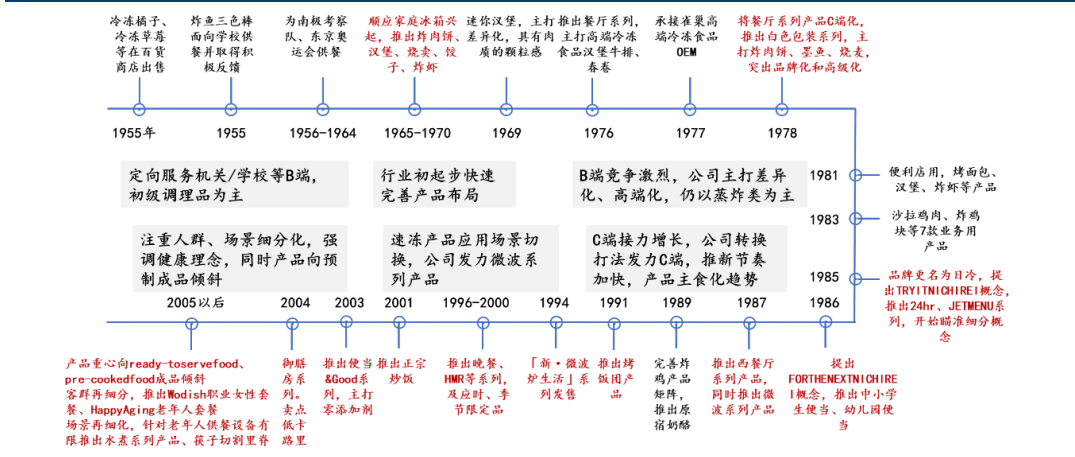


资料来源：公司官网，公司公告，公司交流，华创证券。注：统计时间为2023年，可能存在误差。

2、寻找下一个增长点：从场景视角看品类演绎

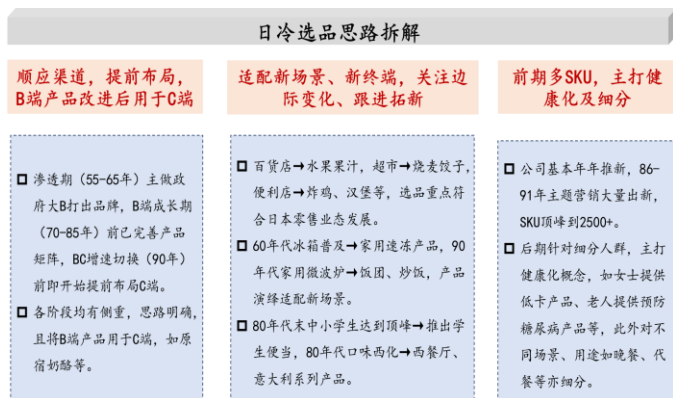
寻找消费场景、推进高端化，是速食品类演绎路径。日冷的品类迭代便是日本速食行业发展史的缩影。第一阶段 1958-1974 年，战后物资紧缺与冷链技术的发展带动了水产、农产、调理食品的快速发展；第二阶段 1974-1997 年，便利店、快餐店等场景兴起，炸猪排、炸肉饼等油炸物以及汉堡、披萨等快速易食的非油炸物在 B 端场景下加速放量；第三阶段 1997 年至今，老龄化社会与单身经济带来了单人餐需求的增加，在 C 端家庭场景下，米饭、面食、饺子等主食迎来了飞速增长。对于安井而言，19 年之前火锅、麻辣烫和冒菜等类火锅业态走热拉动驱动公司快速增长，20-21 年得益于 C 端品类补齐，亦享受了 C 端场景放量红利，但是 22-23 年以来随着类火锅业态逐步放缓，公司增长动力亦有所减弱，因此寻找新的品类、新的场景是接下来安井发展的重中之重。

图表 11 日冷速冻产品演绎



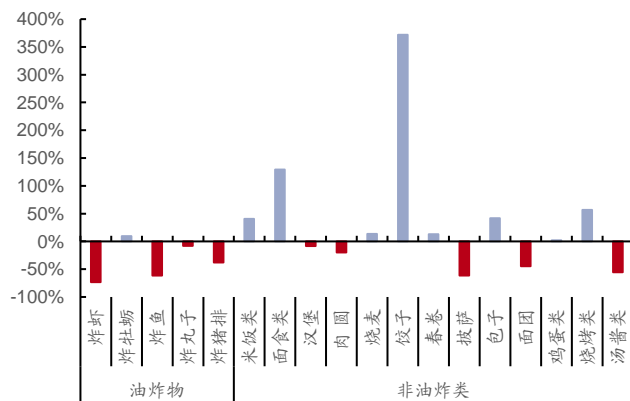
资料来源：日冷公司官网，华创证券梳理。注：黑色为 B 端，红色字体为 C 端。

图表 12 日冷选品思路拆解



资料来源：日冷公司官网，华创证券梳理

图表 13 1997-2023 年日本速冻食品行业品类产量变化



资料来源：日本冷冻协会，华创证券。注：代表 2023 年产量相较 1997 年变化情况。

二、拓品路径：能力扎实，围绕“三化”打开空间

(一) 为什么看好安井的品类扩张？

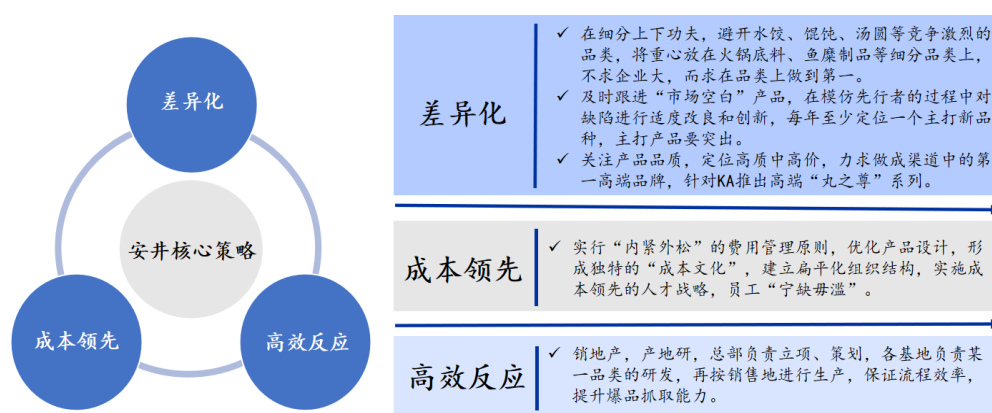
极致效率的经营体系：差异化、成本领先和高效反应。复盘安井持续成功的关键，主要得益于三方面：

- 一是差异化：做好定位并打磨产品。安井始终坚持差异化思路，避开竞争激烈的存量市场，优选好的品类及渠道机会，不求整体规模最大，而在细分品类第一，最终实现超额增长。如在发展早期，公司经营重心从米面制品向火锅料倾斜，米面制品避开传统汤圆水饺，发力手抓饼、红糖馒头等新式面点，火锅食材也重点打造自身禀赋较足鱼丸类产品，同时在渠道端减少商超投放，优先发力农贸等大流通。
- 二是成本领先：供应链各环节抠成本。安井追求成本极致领先，一是原材料端，通过收购上游水产公司新宏业、新柳伍，牢牢掌握原材料议价权，二是在生产端，公

司明确大线快跑，在全国东北、华中、西南、华南等各个区域均有生产基地，通过销地产进一步节约运输成本，三是在产品打造上，公司坚持大单品策略，可进一步放大规模效应。成本领先下，公司经营底牌更足，得以维持“高质中高价”、甚至目前“高质中价”，最终通过灵活调价（如15-17年价格战）来攫取更多份额。

- **三是高效反应：高层了解市场，基层做好执行。**冻品生意虽不似传统快消行业，但也需把握趋势、灵活调整、跟进销售。安井对研发和营销两块最重要的业务，进行哑铃式重点管理，研发由总经理参与跟进，而市场营销则由副总分管，车间主任均兼任开发人员，职务上采取上一级领导兼任下级个别部门领导的扁平化办法，保持对业务、生产等工作敏感度，形成“马上去做、用心去做”的企业执行文化，此外安井产地研、及时跟进适度创新的经营策略，也保证了对市场变化的及时响应。

图表 14 安井研发和单品策略总结



资料来源：安井食品官网，吴费锋&刘昊宇《找到自己的位置最关键——访华顺民生食品有限公司总经理张清苗》，华创证券整理

当前已建立起既有优势后，接下来具体打法变化上，更侧重选择“高大上”赛道，随后再通过系列化持续拱大。安井当前已成为行业领军企业后，未来选品和增量贡献难度均有所提升，因此要站在更高维度去规划大品类级别的成长路径，公司提出来选择高速增长、大品类和上升周期的细分赛道，比如烤肠、鸡肉油炸调理品和蛙虾等水产品类，通过OEM代工切入和积累前期经验后，再发挥差异化研发思路、成本领先和渠道等传统优势，最后通过系列化来持续做大，形成公司新的成长曲线，因此本章接下来围绕以上重点布局赛道，进一步分析子行业的现状和机会，厘清安井拓品的前景和空间。

图表 15 安井细分赛道及经营打法梳理

路径	品类	特点	安井打法
系列化	烤肠类	高速增长、大品类和上升周期	在营销推广上采用“高投入”模式，持续借力终端优势大力推广烤肠，B端推出“进烤肠，送烤机”优惠政策，吸引渠道商。
	虾滑类	天然高端食材，协同效应明显	虾滑大单品延续爆品策略，采用OEM代工模式，从产品口味、包装、营销等多方面进行创新升级。
	小酥肉等鸡肉调理品	小吃定位、场景通用	成立安井小厨进入鸡肉调理品、油炸产品，同时在东自建工厂，发挥禽类原料优势强化产品爆点，逐步发力自产提升规模效率。
	新式面点	老树新芽，竞争恒强	紧盯风口卡点下注，再通过差异化聚焦引爆，烧麦是较成功案例。
	牛羊肉卷及火锅周边	潜力大但加工初级，以C端为主	优化冻品先生产品策略，加大发力火锅周边食材，重点发力牛羊肉卷

	牛蛙、小龙虾和藕等水产类	强季节性品类，产地禀赋强	通过 OEM 代工切入积累经验后，再发挥差异化研发思路、成本领先和渠道等传统优势，最后通过系列化来持续做大，形成公司新的成长曲线
高端化	锁鲜装、丸之尊	对标王中王，坚持品质和品牌	定位高质中高价，推动安井完成产品升级，由渠道品牌向消费者品牌迈进，围绕“高利润、强产品力、高投入”持续发力
属地化	——	以区域单品为主，单个产品体量小，但合计体量不可低估	结合区域市场特点，推动工厂全面属地化转型，在全国建成 12 大生产基地，追求纵向发展，精耕细作发力产品创新，在特定区域的细分市场中实现高市占率。

资料来源：公司官网，华创证券整理

（二）系列化：选中大赛道，持续产品迭代

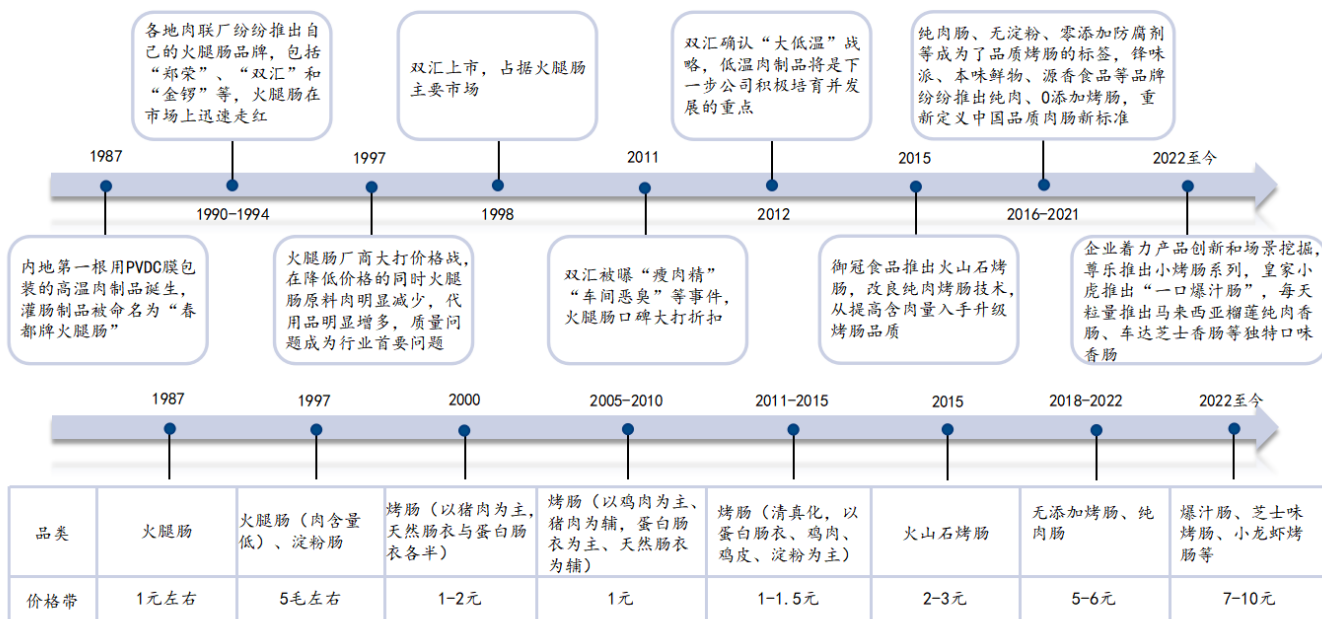
1、烤肠类：“高大上”首选，战略定位第三曲线

烤肠属于高速增长、大品类、上升周期的产品。烤肠一是消费基础广阔，不受地域限制，B 端和 C 端都有需求，二是早期低端产品过多，当前存在结构升级红利，同时品类持续细分，消费场景逐步多元化，如从传统的台式猪肉肠、鸡肉肠、淀粉肠，到品质升级后出现的“新中式烤肠”（火山石烤肠、道地肠）、无添加烤肠，从特色的牛肉肠、羊肉肠和创新的芝士肠、墨鱼肠等，到适用于不同场景而出现的微波冷冻烤肠、小烤肠、爆汁肠等。

品类历史：从品质入手重获消费者信任，产品层面创新成目前主流。分三个发展阶段：

- **低价竞争期（2015 年前）：**在此阶段，烤肠主要通过烤肠机销售，产品差异难以体现，价格竞争加剧，厂家为了降低成本而改变原料来源，从鸡肉到更便宜的鸡皮、机械脱骨肉等，淀粉、添加剂含量也越来越高，导致肉肠质量参差不齐，烤肠被消费者贴上了“不健康、不卫生”的标签。行业陷入低毛利阶段，出厂吨价由 2-2.2 万元降至 0.8 万元。
- **品质升级期（2015-2022 年）：**2015 年御冠食品推出火山石烤肠，改良纯肉烤肠，从提高含肉量入手升级品质。在此之后，消费者愈发重视天然食材，纯肉肠、无淀粉、零添加防腐剂等成为品质烤肠的标签，如锋味派爆汁烤肠不添加食用香精、淀粉和防腐剂；本味鲜物纯肉肠配方坚持“无添加，零淀粉”等。
- **功能创新期（2022 年至今）：**当前产品层面的升级已成主流，通过产品创新，不同功能烤肠开始区隔消费人群，早餐、休闲、餐饮等消费场景也被挖掘出来。

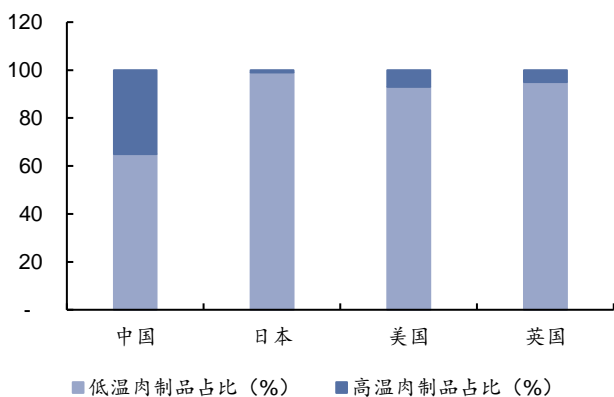
图表 16 烤肠发展历史



资料来源：双汇食品公司官网，冷冻食品，半佛仙人公众号，华创证券

烤肠属于低温肉制品下，预计规模在 200-300 亿。据头豹研究所预测，我国包装肉制品已达 1.5 万亿规模，其中低温肉制品占比接近 40%，规模在 5550 亿元左右，而低温肉制品又可分为冰保鲜预调理肉制品、低温腌制熟肉制品和低温香肠制品三大类，烤肠归属于后者。《中国食品报》2014 年测算烤肠规模在 160 亿，按低温肉制品 CAGR≈6.3%类推，目前烤肠规模为 295 亿左右，同时若按市占率推算，目前双汇烤肠预计在 20 亿以上，齐汇在 15 亿以上，御冠、源香、皇家小虎等第二梯队企业在 10 亿左右，国内 top4 企业超过 55 亿，而参考低温肉制品市场集中度，top4 市占率约在 24%，由此估算烤肠规模为 230 亿左右。综合来看，烤肠预计在 200-300 亿。

图表 17 低温肉制品潜力较大、多场景

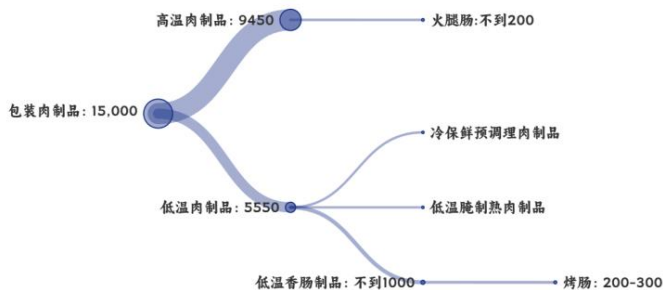


资料来源：前瞻产业研究院，华创证券。注：为 2018 年数据。

图表 18 肠类市场规模划分

肉制品细分行业市场规模

单位：亿元



资料来源：头豹研究院，FBIF，央视网，冻品头条，前瞻产业研究院，双汇食品官网，华创证券。注：统计时间为 2023 年，可能存在一定误差。

15 年烤肠结束低价竞争以来，玩家加速入局，主要品牌可分为三类，各有优势。

第一类（双汇/御冠）：传统烤肠企业，品牌认知与渠道基础较强。

- **双汇：**以“产品+烤肠机”模式崛起，长期受限于低价模式。08年前，双汇曾大规模铺设烤肠机，借助“烤肠+烤肠机”的模式，加上1~2元的低价，迅速形成一定的影响力。但受累于早年低价竞争的影响，较难摆脱价格低廉、用料粗糙、多含有防腐剂等添加剂的标签。目前，双汇依然把烤肠作为重点发展的单品之一，同时持续推出慢烤香肠、蒸香肠等创新单品。
- **御冠：**以“火山石+烤肠”模式起家，“火山石道地肠”为最大单品。御冠于2015年首创火山石烤肠，带领行业从低价竞争转变为品质升级，自创立起八年间便年销售额十几亿元，大单品“火山石道地肠”贡献了近八成的营收。

第二类（安井/三全/海霸王）：速冻行业龙头，加大烤肠布局。安井、三全、海霸王等作为国内速冻巨头，如今均发力于烤肠市场。具体来说（安井在后文具体介绍）：

- **三全：**主攻C端渠道，烤肠对业绩起到积极作用。22年起三全在预制菜领域全面布局，其中包括烤肠产品，三全烤肠主攻C端渠道，主要匹配空气炸锅、烤箱等小家电烹饪场景。
- **海霸王：**重磅推出6支烤肠新品，兼顾B/C端需求。海霸王23年底发布6支烤肠新品，其中包括4支新中式烤肠（道地肠/火山石烤肠）和2支锁鲜装烤肠。

第三类（本味鲜物/皇家小虎等）：差异化竞争，自带“电商基因”，填补中高端市场空白。新势力玩家不仅局限于线下门店、商超等零售渠道，通过淘宝、抖音等电商平台进行售卖，在原料选择、品牌定位、推广渠道上与前两类形成差异化竞争。

- **本味鲜物：**构建全渠道运营，从原料、配方、研发入手打造差异化肉制品。19年成立以来，本味凭借无添加黑猪肉纯肉烤肠，填补了中高端市场的空白。
- **皇家小虎：**年销十亿，以“超值产品主义”打造烤肠爆品。2020年成立以来，皇家小虎从烤肠入手，逐渐打造多元产品线，定位“速冻小吃大王”，年营收额超十亿元。

图表 19 烤肠主要竞品玩家和对手

分类	品牌	上市时间	规模	价格带	打法
肉制品、肠类生产企业	双汇	1998年	>90亿（火腿肠系列） 80亿（低温肉系列）	1-3元	传统高温肉制品龙头顺势布局烤肠 ，以“产品+烤肠机”模式崛起，低价竞争占领市场，主要占据 中低端市场 ，如今凭借其渠道优势在高温、低温肉制品市场中均占据领先地位
	御冠	2015年	12亿左右（2021年）	2-3元	不断下沉市场， 全线打通线上销售线下配送经营模式 ，解决速冻食品线下最后一公里配送问题，同时采用 经销商持股 模式，将经销售融入公司；以“ 火山石 ”+“ 烤肠 ”起家，结合自研火山石烤肠设备，引发市场强烈反响
	齐汇	2016年	15亿（2022年）	2-3元	线下传统渠道占比85% ，与711、罗森等便利店以及西贝莜面村等大型连锁餐饮建立了长久合作关系，同时在电商、自营等均有布局；此外，拥有全自动智能真空包装流水线、国内顶尖迅速冷冻生产线，技术优势明显

	源香	2018年	8 亿左右	2-4 元	建造源香河南 4.0 智造工厂，系 行业首条烤肠智能生产线 ，凭借超高自动化程度大大提高烤肠产能，对今后深耕西南市场起到重要作用；凭借工艺创新实现烤肠常温保鲜储存，重新定义中国好肉肠新标准；目标未来三年 高端肠占比肠类销售额 70% ，成长为以肠类为代表的高端肉制品龙头企业
	御味香	-	5-10 亿	2-3 元	主要向便利店供应烤肠产品 ，产品主要进入朴朴、美团、华莱士、全家便利店等渠道；厂区位于福建福州，拥有先进生产设备及全智能冷链系统
速冻企业	安井	2022年	>1 亿	2-3 元	公司针对各生产基地 因地制宜研发、生产适销对路的区域单品 ，如区分串的大小规模；在 营销推广上采用“高投入”模式 ，C 端持续借力终端优势大力推广烤肠，B 端推出“进烤肠，送烤机”优惠政策，吸引渠道商。
	三全	2022年	1-2 亿	3-5 元	主攻 C 端渠道 ，直接面向家庭消费者销售，且主要匹配空气炸锅、烤箱等小家电烹饪场景
	海霸王	2020年	-	2-3 元	同时切入 B 端终端餐饮和 C 端家庭市场 ，产品兼顾 B、C 端需求，其“新中式烤肠”新品在品质技术上进一步改良，适应家庭烹饪、餐饮店油炸卤制双重需求，大大增加其产品适用度
新兴品牌	本味鲜物	2019年	>2 亿	7-10 元	主攻 C 端线上渠道， 在原料和营销上实现差异化竞争 ，原料上选取营养价值更高的雪山黑猪作为肉源，采用 0 添加配方；营销上利用小红书、抖音、快手等线上渠道推广
	皇家小虎	2020年	>10 亿	1-2 元	主攻 C 端线上渠道，以“超值产品主义”打造烤肠爆品， 主打产品性价比 ，以单根烤肠 1-2 元的价格迅速切入市场

资料来源：冷冻食品，新食材，马蹄社，御冠食品官方公众号，冻品头条，各公司官网，华创证券整理。注：统计时间为 2023 年，可能存在一定误差。

与其他竞争对手相比，安井主业基本盘优秀，对烤肠重视度高，将其提升到与主业火锅料同等的战略高度，差异化定位叠加高投入推广，安井仅用两个月，烤肠销售额就达到了 5000 万级别，目前体量早已过亿，未来有望快速放量。

- **调性贴近主流产品，打造渠道、区域差异化定位。**22 年开始，安井推出甄选火山石烤肠等系列产品，包装延续安井绿+米色，凸显品质和简约风格。目前共有 700g、3.5kg 等多种规格和原味、麻辣味和黑椒味等多款口味，以满足不同渠道的消费场景。比如 3.5kg 主要供应 B 端，700g 兼顾 B 端和 C 端渠道，500g 主要供应 C 端，组成安井火山石烤肠爆品系列矩阵，基本贴近或低于对手价格，如双汇、小东北、名佑。
- **战略重视度高，品牌传播和产品推广高投入，取得良好的预期效果。**与其他玩家相比，除了产品差异化程度高，更重要的是安井将烤肠视为第二曲线的核心产品、战略重视度高，在品牌传播和产品推广采取“高投入”模式。在**销售端**，安井持续借力终端优势，大力推广烤肠产品，悬挂推广横幅等；在**渠道端**，安井在各大区陆续开展主题经销商推广大会，推出了经销商进货赠送烤肠机、围裙等物料的各种优惠政策，活动力度极大，吸引大量渠道商；在**品牌宣传方面**，安井拍摄各类短视频或图文海报等文宣资料，在公众号、视频号、小红书、抖音等各类平台持续种草。

图表 20 安井甄选火山石烤肠系列产品包装及海报



资料来源：公司官网、华创证券

2、虾滑类：天然高端食材，协同效应明显

由火锅业态切入到向 C 端发展，虾滑行业趋于精细化。虾滑以虾、鱼等为原料，通过将虾仁经过上千次摔打，加入微量淀粉、蛋清等摔打搅拌制成，既保持营养成分，又具爽脆口感。虾滑起初 10-13 年作为市场导入期，“澳门豆捞店”推出，主应用于火锅场景，13-17 年关注度陆续提升，传统做法是手打，但由于成本较高速冻虾滑开始出现，17-20 年火锅迅猛发展、消费升级驱动，带动产业快速扩张，并出现专业虾滑企业。据统计 15 年全国 50 万家火锅店中，手工与速冻虾滑比例基本持平，20 年速冻虾滑比例已经高达 90%，且宅家场景明显增加，需求由 B 端向 C 端传递。

图表 21 虾滑产品研发流程



资料来源：食品研发与生产公众号，华创证券

图表 22 虾滑行业发展阶段



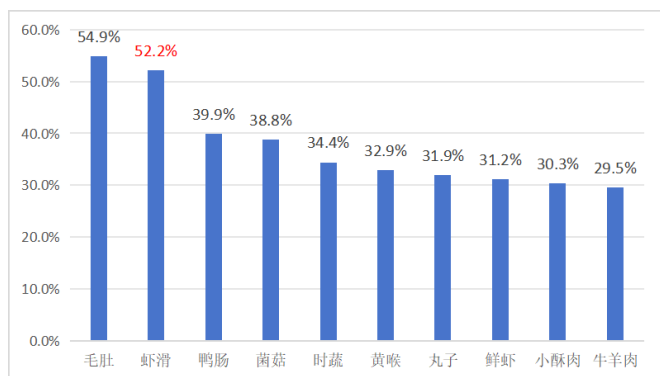
资料来源：冷冻食品，火锅餐见，速虾记，公司公告，华创证券

目前规模突破百亿，具备天然高端食材、产区集中等特点：

- **虾滑市场规模破百亿，全国 60%工厂集中于广西北海。**22 年虾滑市场 100.6 亿元，已经诞生了一批规模化企业，速虾记成立第三年销售额近 10 亿元，22 年鲜美来、安井虾滑营收分别达 5.72 亿元、5 亿元。虾滑整体呈现产业集群，北海集聚虾滑产业约 60%的工厂，产值达三十亿规模，此外广东湛江亦是全国知名水产产业高地。
- **虾滑高毛利高客单，存在终端推力，未来仍有望扩容。**虾滑一是低脂肪、高蛋白，具备功能属性，满足消费者健康需求，二是属于高客单高毛利产品，目前火锅店虾滑每份 120-150g，价格 28-46 元不等，毛利一般高于 60%，终端存在推力三是品类层面，虾滑可围绕多项标准进一步细分迭代，如颗粒度≥75%为特级品，≥50%为一级

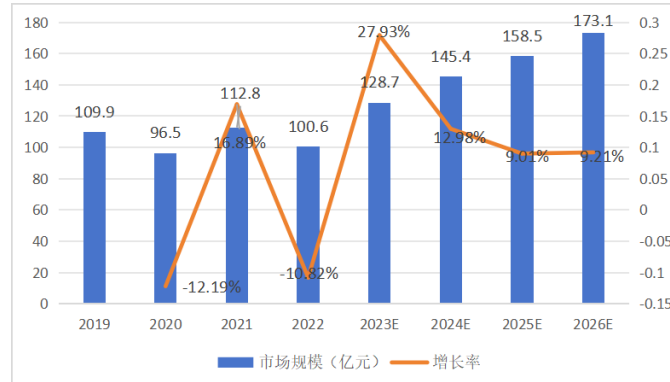
品，≥20%为合格品，此外还可分黑虎虾滑，甚至扩容到虾滑肠、虾球等。

图表 23 2022 年中国火锅消费者喜爱的火锅单品人数占比调查



资料来源：艾媒咨询《2023-2024 年中国水产行业现状及消费趋势洞察报告》，华创证券

图表 24 2019-2026 中国虾滑食品市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询《2023-2024 年中国水产行业现状及消费趋势洞察报告》，华创证券

从传统手打蜕变成规模化生产，仍存在有品类无品牌现象，主要玩家可分为：

- **速冻企业、鲜美来等专业头部水产类企业：**1) **速冻企业：**单场单品，深耕供应链，虾滑龙头品牌。20 年速冻企业作为虾滑单品类深加工品牌成立，专注虾滑供应链，坚持“窄、小、深、重”的战略方针，成为 B 端头部企业，22 年规模达 10 亿，并针对 C 端开始研发新品，C 端销售额超 1.2 亿。23 年渠道进一步扩宽至餐饮、经销商、电商“三驾马车”。2) **鲜美来：**多次冲击 IPO，营收规模超 5 亿。产品线从生鱼片等即配类发展至虾滑等即烹类。21 年起三次提交 IPO 申请，虾滑收入由 18 年 2.7 亿元增至 21 年 5.72 亿元，主要以 B 端渠道为主。
- **安井、三全和正大等速冻食品企业，推出虾滑打造大单品，BC 兼顾。**速冻企业主要将虾滑作为一个大单品推出，如三全在预制食材方面加强虾滑类产品的布局，推出大颗粒虾滑，正大推出手打虾滑，一袋手打虾滑等同于 30-40 只虾，可进行煎炒烹炸涮煮。
- **海底捞、锅圈、东方甄选等餐饮或零售平台型企业。**这类企业大多以合作代工或控股源头工厂等方式来制作虾滑，如盒马的虾滑产品是由北海速冻企业、福州百洋海味等代工的；锅圈参股投资了虾滑供应商速冻企业，其中青虾滑产品总收入超 7 亿元。

图表 25 虾滑主要竞品玩家和对手

	品牌	成立时间	2023 净利率	2023 年虾滑规模	虾滑打法
水产类企业	鲜美来	2006	8.05% (2022)	5.72 亿 (2022)	产品线从生鱼片等即配类发展至虾滑等即烹类，对虾类产品依赖程度较高，渠道上积极拓展线上渠道。
	速冻企业	2020	—	> 10 亿	“窄、小、深、重”策略主攻虾滑，单厂单品，深耕产业供应链，原材料 A1\A2\A3 分级，满足多层次需求。组建“特战队”用直销模式加速 B 端渗透，建立品牌、产品认知、消费场景攻克 C 端。
	大洋世家	2009	9.95% (2021)	> 5 亿 (虾及虾类制品)	公司控股的浙江北极品负责虾类制品生产，“以销定产”的生产模式。虾及虾类制品的主要直销客户为海底捞、盒马鲜生，更多是通过贸易模式销售给盖州市鲜美达海产有限公司。

速冻企业	安井	2001 (17上市)	10.69%	> 5 亿	以“销地产+产地研”策略全国化布局，全渠发力的品牌战略，贴身支持赋能经销商。虾滑大单品延续爆品策略，采用 OEM 代工模式，从产品口味、包装、营销等多方面进行创新升级。
预制菜企业	味知香	2008 (21上市)	16.95%	0.96 亿(水产虾类)	其核心品牌：饃玉、味知香，不同渠道产品实现分开研发和生产，满足不同渠道客户需求。重磅推出味知香火锅季，其中涮菜类推出了手工虾滑。
连锁餐饮新零售	锅圈	2019 (23上市)	4.32%	> 7 亿	投资虾滑供应商“逮虾记”，“单品单厂”供应链赋能，实现虾滑自产。

资料来源：安井年报、味知香年报、锅圈年报，鲜美来招股说明书，大洋世家招股说明书，海鲜指南公众号，华创证券。

(备注：大洋世家的虾滑规模是按其招股说明书披露的前十贸易商客户、前五直销客户的虾及虾类制品销售额估算，锅圈只列出其下滑产品，并非整体营收及盈利水平。)

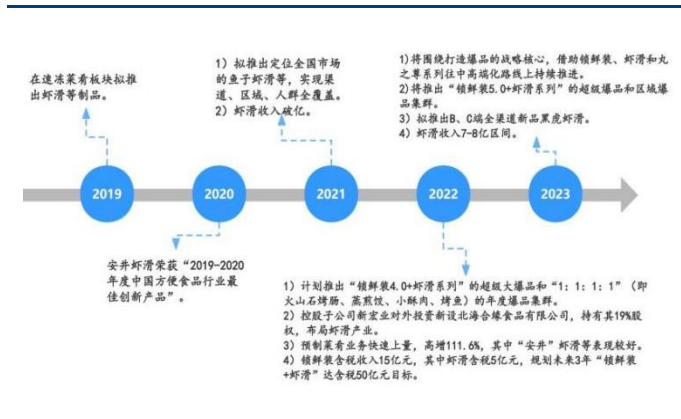
安井通过 OEM 代工切入，未来计划作为重点品类完善系列化布局。安井目前通过北海合缘进行代工生产，估算 23 年规模在 7-8 亿左右，未来作为重点发力方向，一是计划自产，二是作为重点品类系列化打造，23 年安井计划推出“锁鲜装 5.0+虾滑系列”的超级爆品和区域爆品集群，“锁鲜装+虾滑”3 年达到含税 50 亿目标，研发推出袋装虾滑、鱼子虾滑、丸之尊虾滑、黑虎虾滑、锁鲜装虾滑球等新品，丰富虾滑系列产品矩阵。另外对于包装，针对“不易撕、撕不齐”的痛点进行了升级，同时新增黑虎虾滑 150g、500g 餐饮装，对 150g 鱼籽虾滑升级创新包装。

图表 26 安井的虾滑系列产品



资料来源：安井美食馆，华创证券

图表 27 安井虾滑发展布局

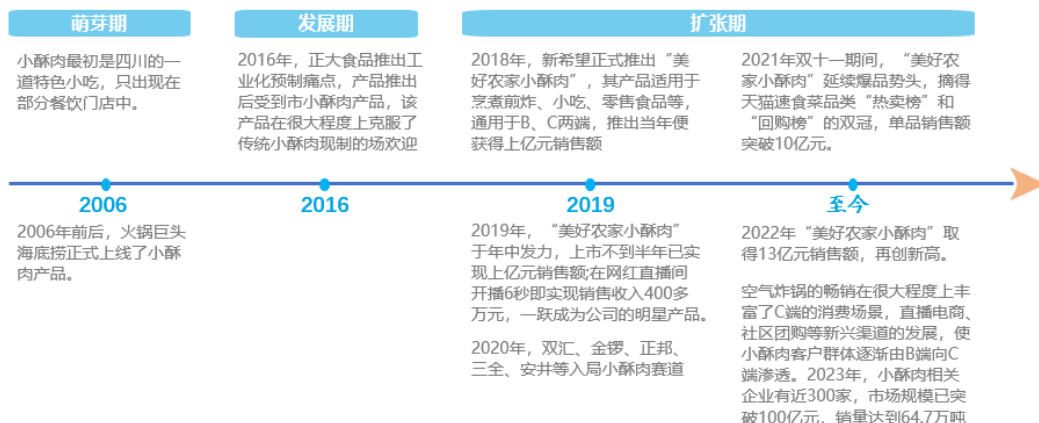


资料来源：公司交流，华创证券

3、小酥肉及鸡肉调理品：中国版“天妇罗”，小吃定位场景通用

小酥肉前身为四川特色小吃，16 年后开启工业化浪潮。小酥肉是由肉类、面粉、蛋清和香料等组成油炸食品，最初是四川特色小吃，如今已突破地域限制成为全国级单品，其中猪肉占比 60%/鸡肉占比 25%，其他则包括牛肉、鱿鱼和鱼类等。传统现制小酥肉存在流程复杂、品质参差和出品较慢的特点，比如裹粉不均回卷、油温过高口感发硬等，通过上浆机、油炸机能较好解决以上问题同时降低成本，因此从 16 年正大推出工业化小酥肉后迎来快速发展，19 年新希望推出美好农家小酥肉迅速成为爆款，上市不到半年已实现过亿销售，此后行业参与者持续涌入，美好小酥肉 22 年破 10 亿、23 年破 13 亿。

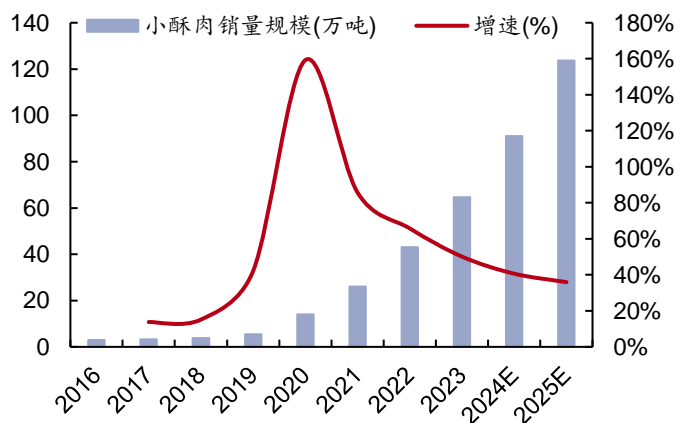
图表 28 小酥肉制品发展历程



资料来源：美好食品&NCBD《2023 中国预制菜暨小酥肉行业发展白皮书》，美好食品公司官网，正大食品官网，华创证券

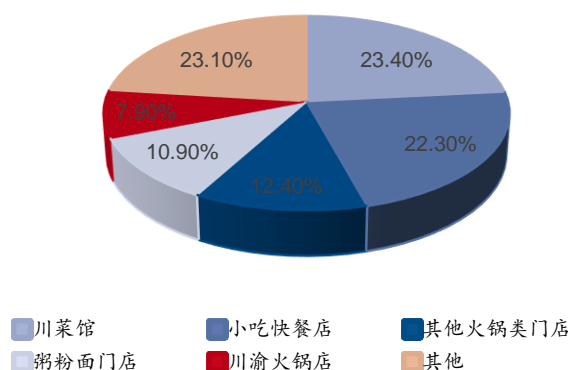
当前行业规模近 60 亿左右，应用场景丰富，未来潜力较大。小酥肉最初主要是应用于火锅场景，以海底捞、小龙坎等火锅店为例，-目前应用场景越加广泛，川菜馆、面馆、粥铺等类型的餐饮门店也在菜单中加入小酥肉，既可当正餐，又能当零食，炸能做小吃、涮能吃火锅，蒸能做扣碗，煮能成烩菜，NCBD（餐宝典）监测数据显示，在北上广深成渝六大城市中，在小酥肉已覆盖的餐饮门店里，川菜/小吃快餐/火锅类/粥粉面门店占比分别为 23.4%/22.3%/20.3%/10.9%，B 端占比 80-85%左右，《餐宝典》显示，小酥肉行业规模从 19 年破 10 亿后，22 年 40+亿，23 年 60-70 亿规模，未来有望成为百亿级别赛道。

图表 29 小酥肉市场规模



资料来源：美好食品&NCBD《2023 中国预制菜暨小酥肉行业发展白皮书》，华创证券

图表 30 2023 年中国小酥肉覆盖店铺类占比



资料来源：美好食品&NCBD《2023 中国预制菜暨小酥肉行业发展白皮书》，华创证券

行业玩家共同高速增长，格局上梯队化分布：

- **第一梯队行业领军者新希望美好食品。**新希望 19 年 3 月推出小酥肉产品，依赖原料优势进行布局，早期主要发力大客户，随后打出了冻品的黄金增长曲线，第二年 6 亿，第三年进入流通渠道并破 10 亿，2023 年突破 13 亿，公司销售额主要以餐饮为主，主要市场集中在西南和华北市场，近期公司以美好小酥肉的成功为基点，陆续推出了美好香酥排骨、酥炸平菇、鸡肉酥肉等矩阵化的酥炸系列产品。

- 其余梯队中，第二梯队为安井、双汇和正大食品，年销量在 0.5-1 万吨，第三梯队为金锣、三全食品、龙大食品、海底捞、小龙坎、麦子妈、大希地和全聚德等企业，年销售小于 0.5 万吨。

对标日本天妇罗产品，小厨发展潜力可期。天妇罗并不单指某一类菜肴，而是日式料理中用面糊炸的油炸食品的总称，可分为蔬菜、海鲜和什锦天妇罗等，和寿司、荞麦面并称为江户三味，得益于饮食文化、便捷适用等特点而被广泛食用，日本冻品构成中油炸品曾长期维持在 25-35% 水平，受喜爱程度甚至达到“万物皆可天妇罗”地步。在国内小酥肉作为头部产品率先被大范围工业化，安井 22 年成立安井小厨事业部，顺势进入鸡肉调理品、油炸产品发展赛道，其中安井小酥肉依托公司成熟的泛火锅渠道迅速放量，22-23 年分别完成破亿/近 3 亿销售，24 年预计实现 4 亿以上体量，公司以小酥肉为敲门砖，推出了卡兹脆鸡排、鸡米花、黄金鸡块、洋葱圈等系列单品，同时在山东地区自建工厂，发挥禽类原料优势强化产品爆点外，亦进一步提升单品盈利能力。

图表 31 安井的小酥肉系列化产品



资料来源：安井官网，华创证券

图表 32 日本天妇罗专门店

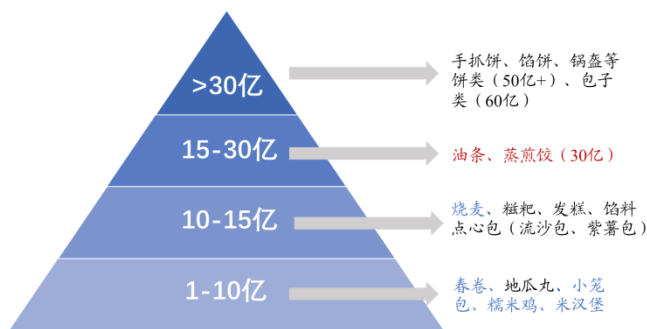


资料来源：世界知识画报

4、烧麦等新式面点：老树新芽，竞争恒强

面点迭代持续贡献增量，米面中层梯队崛起。速冻米面产品规模达千亿，其中水饺、汤圆、粽子和馄饨等传统单品占比八成以上为存量市场，其余面点类产品则是核心增长驱动，近年来品类创新丰富，比如大黄米汤圆、馅饼、拇指生煎、红糖锅盔、淄博小饼等爆品，因此早些年行业除了三全、思念等头部企业外，3 亿以上企业鲜有所见，近些年新中式面点加速涌现，销售额在亿元到 20 亿元左右的企业明显增加，这类企业依托拳头产品、优势渠道/区域，有望真正增厚行业第二梯队。同时我们亦梳理了主要单品矩阵，包点类、饼类等主食规模在 50 亿以上，其次是处于成长期的油条/蒸煎饺规模在 20/30 亿以上，其余糍粑、发糕和含馅包点在 10 亿级，多数培育阶段品类基本在 5 亿上下水平，展望未来，速冻面点依旧有望保持较高景气。

图表 33 米面行业主要单品矩阵



注：字体蓝色为培育阶段；红色为成长阶段；黑色为成熟阶段

资料来源：冷冻食品，华创证券。注：统计时间为2023年，可能存在一定误差。

图表 34 第二梯队面点企业差异化错位

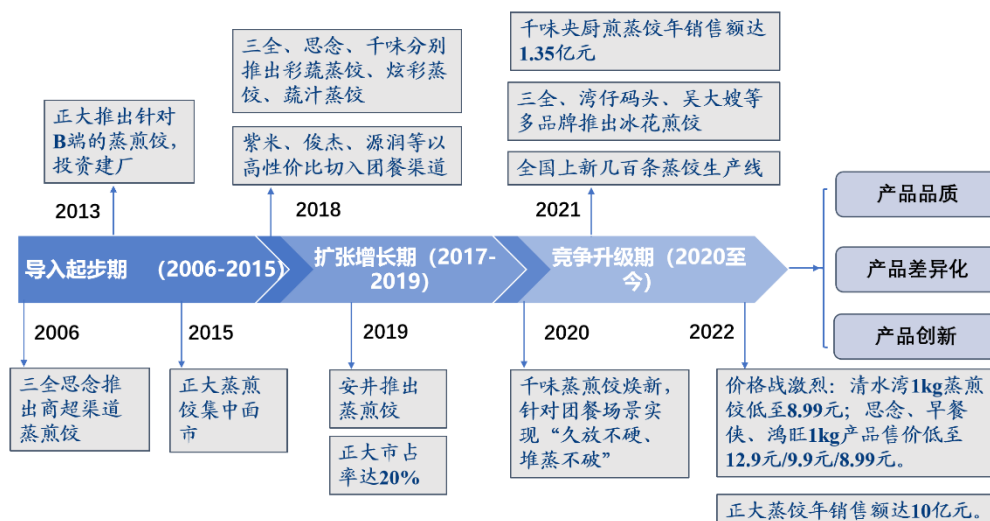
	手抓饼、馅饼和锅盔等饼类	春卷	糍粑	烧麦	地瓜丸	蒸煎饺	油条	糯米鸡	发糕	小笼包	米汉堡	包子类	馅料点心（流沙包、紫薯包等）
安井													
三全													
屏东食品													
龙旺食品													
俊杰食品													
露露食品													
康发食品													
紫米食品													
中雪食品													

资料来源：各公司官网，各公司淘宝旗舰店，华创证券

注：产品是否为重点布局主要依据该产品在本公司细分种类的多少与销售额多少确定。标深红指代重点品类，浅红代表公司官网/公众号/淘宝有相关统计，考虑品类BC均有，个别品类或需存在疏漏

以蒸煎饺为例，以快速便捷替代水饺，逐步放量至近30亿规模，但近两年竞争也日趋激烈。水饺是生制品，蒸煎饺是熟制品，从生到熟一方面改变了口感，另一方面客户只需简单加热即可食用，大大提高了便捷性，早在2006年三全思念推出了商超渠道蒸煎饺，真正拐点是15年正大推出针对B端产品，由于可蒸可煎且在早餐、团餐等多场景适用而迅速风靡，正大依托先发优势23年规模近10亿，17-19年紫米、俊杰、源润、天健等中小企业纷纷加入蒸煎饺行业，20年千味凭借对团餐渠道烹制特点的精准把握，推出久放不硬、堆蒸不破的蒸煎饺并迅速成为行业第二，21年后三全、思念和安井等加快投入，竞争加剧后价格战情况较为普遍。

图表 35 蒸煎饺行业发展历史



资料来源：冷冻食品网，中国食品网，华创证券

复盘安井打法，由于新式面点单品更碎，公司紧盯风口卡点下注，再通过差异化聚焦引爆，烧麦是较成功案例。相较火锅料等品类，新式面点一是单品较新、规模普遍不大，

二是竞争也更为激烈，对于企业选品能力要求也更高，相较火锅料而言安井在米面类优势稍弱，23年过亿单品6个，主要为烧麦、手抓饼、发糕和含馅包点等，展望未来，一方面公司重点品类均有卡位布局，另一方面采取跟随策略，并不讲究首发创新，但一旦观察到品类规模有10亿级潜力后，如手抓饼、馅饼、烧卖、包点和爆浆糍粑等，会迅速拔高至战略层面，不仅迅速研判找出差异化的着力点，而且集中资源重点投入迅速拱大，如烧麦单品，到23年已至近4亿的规模。

5、牛羊肉卷及火锅周边：潜力大但加工初级，以C端为主

牛羊肉营养价值高，价格降低后催化牛羊肉消费势头。国内养殖效率弱于巴西等海外国家，因此早期牛羊肉价格高且进口量较大，近些年我国饮食结构中占比有所提升，但对比美国/日本等还有较大潜力，近两年由于进口价格持续下降，牛羊相关肉制品等逐步走热。以牛羊肉卷为例：

- **肉卷类产品是典型“泡货”，物流成本高，厂商多依托港口或原材料地就近加工。**三全借助全国化产能布局，实现“一个核心+多地辅助”的生产方式，即借助天津的港口优势，进口的牛羊肉原料可在天津工厂就近进行浅调理加工，制作成肉砖，然后在天津、郑州、佛山等多个生产基地，进一步加工成肉卷进行销售。
- **产品标准化程度有限，同时市场假货较多。**牛肉产品不同部位不同价格，通常一头牛能用来制作牛肉卷部位不到1/3，通常为牛颈肉、下肩胛肉、牛胸肉、牛后臀肉等，好的如雪花牛肉肥瘦相间外还香嫩鲜，是最适合涮食的部分，此外市场上存在以次充好、其他肉类调制后的低价牛羊卷等，产品间价格差异较大，因此对于规范性企业而言竞争较激烈。
- **加工程度不高，速冻企业多选择C端切入。**牛羊卷加工过程主要为清洗排酸、切割和理料包装等，加工过程比较简单，因此对于餐饮端而言通常直接采购肉砖或者自有中央工厂处理，当天采购冷藏运输等更常见，因此速冻食品企业切入多选择以C端产品为主。

对标火锅底料推算，预计家庭端火锅肉类食材规模300+亿，单品规模15-50亿级别。考虑火锅C端缺乏数据，我们从底料C端规模反推，假设火锅中肉类占比45%左右（具体单品预计占比中小个位数不等），底料15-20%，蔬果15%，其他耗材15%左右，假设C端火锅底料规模约在120亿左右¹，则预计家庭端肉材采购规模在300亿+，结合单品占比，预计家庭端牛羊肉卷规模约50亿左右（参考弗若斯特沙利文数据，2023年中国羊肉卷销售规模约25亿元），其中三全以原材料进口和自加工方式规模破亿，安井24年加大发力目标牛羊肉卷+乌鸡卷1.5亿。

¹ 天味食品火锅底料超10亿，颐海国际剔除关联交易后约20亿，若按两者市占率约25%左右倒算，可得C端火锅底料规模约120亿+

图表 36 部分火锅品牌最受欢迎前十大食材情况

品牌	NO.1	NO.2	NO.3	NO.4	NO.5	NO.6	NO.7	NO.8	NO.9	NO.10
海底捞	招牌虾滑	番茄锅底	捞派脆脆毛肚	捞派滑牛肉	捞派鸭肠	捞派捞面	牛肉粒	现炸酥肉	捞派巴沙鱼片	捞派生鸭血
巴奴	经典毛肚	野山菌汤	雪花牛肉	鲜鸭血	茴香小油条	虾滑	绣球菌	乌鸡卷	新西兰毛肚	巴奴毛肚
呷哺呷哺	呷哺调料	呷哺草原羊肉炸串	拉面	印度风味咖喱锅底	缤纷蔬菜拼盘	麻酱	手打芝士虾滑	茉香奶绿	田园番茄锅	菌汤锅底
蜀大侠	贵妃牛肉	花千骨	太极双滑	冰川鹅肠	大侠水牛毛肚	红糖糍粑	神仙肥牛	巴蜀麻辣牛肉	大侠上上签	大刀肝片
大龙	麻辣牛肉	雪花肥牛	跳水虾滑	大刀毛肚	嫩牛肉	冰粉	鲜鸭肠	雪花牛肉	鸳鸯锅	大龙蘸千层肚

资料来源：窄门餐眼，华创证券。注：统计时间为2024年8月，可能存在一定误差。

6、牛蛙、小龙虾和藕等水产类：强季节性品类，湖北产地禀赋强

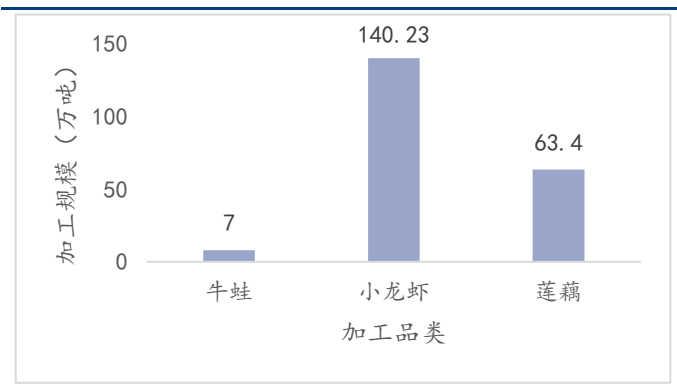
水产类加工品具有强季节性、产地集中和初级加工三大特征。1) 供需端均有季节性：国内上游水产养殖生产规模效应不强，养殖决策延后反应和原料成本波动会加剧供给端起伏，此外需求端亦有季节性，如小龙虾5-9月为旺季，牛蛙在夏天为旺季，莲藕则在秋冬季消费居多，季节性通常会加剧规模化难度、弱化盈利稳定性；2) 湖北产地禀赋明显：湖北洪湖号称“中国水产之都”，水产资源丰富，养殖规模86万亩，产量近40万吨（2018年数据），包含鱼、牛蛙、小龙虾、蟹等众多品类，莲藕和水生蔬菜种植面积30万亩，总产量30万吨；3) 加工深度不高，菜品还原度弱：小龙虾和牛蛙目前处理多集中于前端洗切选，后端精加工有限，同时水产加工易破坏肉质纤维损失新鲜度，因此呈现初级加工行业特征，产品单价和盈利随着上游原材料波动。

牛蛙类尚在培育期，藕盒类规模性和成长性兼具，小龙虾渐趋成熟。具体来看：

- **牛蛙类：下游餐饮走红催生加工食品发展，但尚处导入初期，加工产值规模约14亿。** 2011年后牛蛙专门店出现，凭借细腻的肉质、鲜美的味道，获得了大量年轻群体的青睐，红餐大数据显示23年国内牛蛙餐饮门店数超5万家，目前市场主流餐饮店主要以活蛙先烹为主，22年牛蛙加工量约7万吨，仅占养殖总量10%，目前加工方式更多为免浆牛蛙等初级加工品，主要参与玩家包括国联、恒兴、通威、中洋等水产公司，亦有聚焦牛蛙全产业链的鸿益、源信、科绿等，整体看市场还处于发展初期，从塘头到餐桌整个产业链食安和加工技术等问题还有待持续完善。
- **莲藕类：底层莲藕市场较大，成熟规模化单品和规模企业已现，处在加速工业化中。** 我国的莲藕产业领先，种植面积超600万亩，集中在湖北、江苏、浙江、山东、河北等地，22年莲藕产销量破1200万吨，底层莲藕产业规模达658亿，其中加工比率5%，莲藕制品规模超60万吨。该品类围绕藕饼、藕盒、藕丁、藕丝等形态有丰富成熟的加工空间，如藕肉丸子、藕香肠、虾茸藕饺、炸脆藕丝、油炸藕蟹、煨炖藕汤、鲜藕炖排骨和凉拌藕片等，其中成熟的藕夹/藕盒品类单品规模已达10亿级，且行业已有代表性龙头荷仙集团和以江苏宝应县为代表的产业集群，安井22年藕盒产品规模已破亿。

- **小龙虾：产业发展成熟，但近年供给端快速扩容，当前行业价格和盈利堪忧。**13 年小龙虾快速走热，16 年后资本加速进入，目前行业渐趋成熟，整体产值 4580 亿，但养殖端和加工端占比较低仅 21%/11%，加工产品以速冻虾尾（占比 35-40%）、调味小龙虾（近 30%）、速冻虾仁（5%）、速冻整虾和小龙虾休闲食品等为主，此外还有少量虾壳等副产物的精加工。行业主要参与企业为湖北莱克、湖北华山和洪湖新宏业等（年加工量近 10 万吨），近几年资本推动下产能快速扩容，17 年全国产量尚不足 120 万吨，23 年产量已超 300 万吨，间接导致小龙虾价格快速向下。

图表 37 牛蛙、小龙虾和莲藕加工规模估算（万吨）



资料来源：中国水产，中物联，沙利文，预制菜 365，华创证券。注：统计时间为 2022 年，可能存在一定误差。

图表 38 牛蛙、小龙虾和莲藕主要预制菜形式

	代表性加工品类	23 年市场规模 (亿元)	主要企业
牛蛙	小酥蛙、香辣牛蛙、紫苏牛蛙、金汤酸辣牛蛙	14	国联水产、绿程水产、新希望美好、珍珠小梅园
小龙虾	麻辣小龙虾、蒜蓉小龙虾、十三香小龙虾、速冻虾尾	265	湖北交投莱克、国联水产、新宏业、信良记、红小厨
莲藕制品	藕饼、藕条、藕汤、藕盒	105	荷仙集团、华贵食品、晨光实业、洛阳正大、安井

资料来源：中物联食材供应链分会，中国水产流通与加工协会，公司官网，华创证券整理。牛蛙通过 22 年产值/加工量推算，小龙虾通过抽样公司收入加工量*市场加工总量推算，莲藕通过公司产值/加工量推算，统计时间为 2023 年，或存在一定误差。

（三）高端化：锁鲜装和丸之尊，又一个“王中王”？

复盘双汇王中王启示：坚持品质和品牌。双汇 92 年刚推出火腿肠时，市场已经是春都一家独大的局面，公司 1995 年通过把猪肉比例从 85% 下降到 70%，价格从 1.1 元降到 0.9 元掀开行业价格战，随后双汇和春都针锋相对，含肉量从 70% 一路降到了 10%，价格也降到了五毛钱，就在消费者怨声载道时，双汇 98 年推出了王中王，通过含肉量 85%、大瘦肉块等卖点，结合电视广告迅速拔高品牌形象成为了高品质的代表，并超越春都成为行业龙头，当前双汇火腿肠市占率约 50%。复盘此案例，我们认为价格战只在短期内有效果，长期制胜的因素是产品和品牌，而肉制品产品力最直接体现则是肉类蛋白含量，正如安井 19 年后推出锁鲜装，凭借高质中高价的定位，推动安井完成产品升级，同时由渠道品牌向消费者品牌迈进。

图表 39 安井锁鲜装和双汇王中王对比

安井锁鲜装	VS	双汇王中王
锁鲜装 1.0(鱼籽包、龙虾尾球等 9 款) 锁鲜装 2.0(仿蟹肉、嫩鱼丸等 6 款) 锁鲜装 3.0(香菇贡丸、墨汁一口肠等 4 款) 锁鲜装 4.0(咸蛋黄虾球、芝士虾肠等 5 款) 锁鲜装 5.0(鳕鱼肠和虾滑球)	产品线	基本款、新特级火腿肠、特级猪肉长、火锅优质香肠、无淀粉王中王
真空锁鲜包装	包装升级	PVDC 做肠衣，流行动画片狮子王作 logo，增加红色版本
鱼肉含量大于 45%、肉质紧实并和鱼籽、芝士、咸蛋黄等多类食材组合	产品力	肉含量达 85%、无淀粉等
以丸之尊 60% 左右更具性价比定价切入，消费升级下鱼板、桂冠等中高端产品快增 20 年后家庭端消费快速渗透	诞生前后背景	与春都两强相争价格战，火腿肠从 1.1 到 0.9 再到最低 0.5 元，肉质含量最低降到 10% 左右，消费者骂声不断下双汇推出高质产品

资料来源：公司公告，冷冻食品，天眼新闻，安井，双汇淘宝旗舰店，华创证券。注：统计时间为 2023，具体数字可能存在误差。

中高端火锅料市场有望破百亿，安井有望挖掘小几十亿体量。一是 C 端扩容带动，速冻火锅料 23 年规模或破 700 亿，其中 BC 比由过去 9: 1 变为当前的 8: 2²，考虑产品持续丰富拓展、同时参考日本速冻先 B 后 C 趋势，速冻 C 端有望进一步扩容，带动小包装中高端产品需求提升，二是参考瑞信数据，国内超高及高净值人群占比约在 12%，对应换算中高端火锅料市场理应也在百亿以上。整体来看，中高端火锅料市场扩容趋势明确，中期有望成为百亿市场，假设安井维持 30-50% 的份额，则有望挖掘 30-50 亿营收。

图表 40 安井锁鲜装、丸之尊及市场对手价格带的品相对比



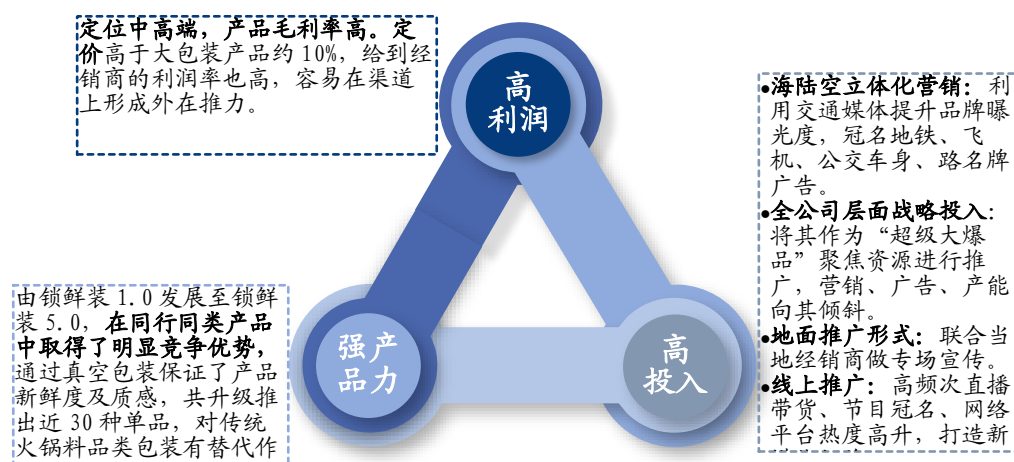
资料来源：淘宝旗舰店，拼多多，草根调研，华创证券。注：统计时间为 2024 年，可能存在一定误差。

² 根据北京餐饮展《锁鲜装“催化”火锅料升级，下一个增长点是预制菜》安井总经理张清苗发言

中高端市场安井一马当先，且通过“高利润、强产品力和高投入”，有望复刻双汇王中王的成长路径。公司锁鲜装和丸之尊保持双位数增长，近年来市场剧烈竞争主要集中在中低价格带，在 150 元/箱以上价位带，公司产品和渠道优势依旧明显，当前公司把锁鲜装和丸之尊作为集团战略重点推进，围绕三方面持续发力：

- **高利润：毛利率/净利率均高，且保持频繁新品迭代。**利润率方面高于大包装产品 10%，且给到经销商渠道利润率更高，并保持新品迭代提振产品盈利；
- **强产品力：肉质含量大于 45%，且价格相比对手更实惠。**目前安井主流 B 端大包装终端售价在 11-13 元/斤，公司丸之尊定位 18 元/斤，锁鲜装定位 30+元/斤，与市场其他对手相比在含肉量和定价方面均有一定性价比优势。
- **高投入：多方式全年持续强投入。**不同于其他产品根据季节断续投入，要求规模增长同时费用绝对额收缩 2-3 成，而锁鲜装和丸之尊活动全年持续保持高强度，且地面和高空广告多种方式结合，费用力度上全力支持。

图表 41 安井锁鲜装推广方式



资料来源：公司公告，冷冻食品公众号，华创证券整理

（四）属地化：以华南为例，区域爆品不可低估

结合区域市场特点，安井推动工厂全面属地化转型。目前安井已经在全国范围内建成了 12 大生产基地，坚持“全区域适销、全渠道适用”，同时兼顾“属地化策略”，追求纵向发展，通过精耕细作，来建立起当地品牌文化和口碑，在特定区域的细分市场中实现高市占率。和全国性推广的大单品不同，区域性单品所覆盖的市场范围没有前者广阔，但在特定区域有着更强的影响力和渗透率，更贴合当地的饮食习惯和消费文化，并且非常多样化，往往没有专业的生产设备，对手工的依赖度较高，因此产品供应集中度低，更多掌握在本土企业手中，整体市场格局也相对分散，龙头若是精准施策，更有望争夺获得一定份额。

图表 42 全国各个区域特色速冻单品较多

区域	口味偏好	区域特色单品
东北地区	喜欢吃面食，爱用大酱、豆瓣酱和豆油做调料	粘豆包、锅包肉、烤冷面、包子、馒头、花卷
华北地区	以面食为主，喜欢吃饺子、馒头、面条、烙饼，口味偏咸	狗不理包子、菜盒、菜蟒、水煎包、孜然肉根
华东地区	以大米为主食，口味清淡偏甜	汤包、生煎包、年糕、糯米团、芝士年糕
华中区域	以米面为主，口味偏辣，油盐重	热干面、臭豆腐、糖油粑粑、火烧馍
华南地区	饮食清淡，喜鲜味，对各种禽、肉、鱼虾较喜爱	虾饺、潮汕牛肉丸、墨鱼饼、鱼皮角、鸡肉肠
西南地区	以大米为主食，特别喜欢麻辣、火锅	冰粉、毛血旺、红糖糍粑、红糖锅盔
西北地区	以面食为主，口味喜酸辣，油辣子、胡麻油是主要调味剂	肉夹馍、肚包肉、黄米凉糕、糖包、嫩鱼丸、鱼糕、豆腐丝

资料来源：华创证券

参考当地品牌龙头，区域单品贡献充足。聚焦于华南地区，我们认为潮汕牛肉丸、虾饺、干蒸烧卖、叉烧包、虾饼、墨鱼饼等单品都具备爆品潜质，其供应厂商主要集中在华南的本土食品加工企业手上，安井在当地规模没进入前三，展望未来挖潜空间较足，如立足广东本土的广州酒家速冻食品规模超 10 亿，达濠李记是潮汕的本土品牌，牛肉养殖供给稳定，自有冷链物流，辐射周边 200 公里，23 年牛肉丸销量全国第一，年产值可达 10 亿元，在牛肉丸品牌林立的华南地区脱颖而出。此外，鸿津、屏荣、欣得等公司在华南地区也占据了不少份额。

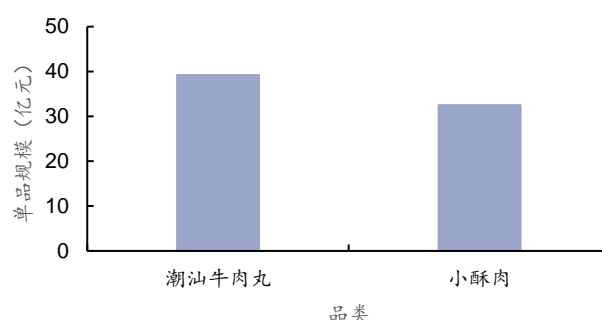
自下而上部署属地化策略，区域爆品单品有望做到 5000 万体量。安井的属地化策略基本思路可概括为“渠道平台化、品类多元化、管理专业化”。公司的核心优势在于对于终端渠道的全方位把控，把终端渠道变为平台化运营，同时投产的工厂都有专门针对当地市场的研发专员、企划专员、销售专员和当地的餐饮生态体系进行对接，同时积极探索和当地连锁系统的合作，配合 B 端餐饮市场进行配额，甚至定制化生产。在扩张速度上，通常一个单品一个网点年销售在 1-2 千左右，结合单省网点分布，我们预计地区单品有望做到“500-1000 万、2000-3000 万、5000 万及以上左右”的放量路线（如夹心鱼饼）。公司目前要求每个工厂年推出区域爆品 2 个，结合工厂数量预计年贡献量预计 2-3 亿水平，后续若能持续推新则有望提高至 4-6 亿水平（网点缩小可能放量周期缩短）。

图表 43 华南区域主要单品和参与玩家

华南区域单品	对应企业
牛肉丸	达濠李记、金奕兴、潮庭、真美、六记雄、潮氏、幸乐
虾饺	广州酒家、国联水产、海霸王、思念、稻香、万正
烧卖	广州酒家、鸿津、屏荣、包道、欣得
叉烧	广州酒家、鸿津、屏荣、包道、润丰源、乐着居
流沙包	广州酒家、鸿津、屏荣、包道、乐着居、粤香
墨鱼饼	国联水产、浩洋、南海海宝、永昊
鱼蛋	全利、四海、鸿津、升隆
虾饼	速虾记、玖嘉久、安井、达濠李记
核桃包	广州酒家、屏荣、安井、乐着居、禾万千
鱼皮角	欣得、鸿津、顺峰
鱼腐	恒鲜农业、壮袁、鸿津

资料来源：各公司官网，华创证券梳理

图表 44 全国性和区域性爆品的规模比较（亿元）



资料来源：Wind，冷冻食品，汕头草根播报，食品研发与生产，华创证券；注：潮汕牛肉丸通过潮汕牛肉丸价格*广东销量测算，小酥肉通过新希望美好的营收/市占率反推测算，统计时间为 2023 年，或存在一定误差

三、投资建议：估值已至低点，价值视角配置

（一）增长底线拆解：预计主业每年增长 10 亿/实现 7-10%增速应有支撑

增长底线拆解：烤肠、锁鲜装和属地化核心驱动，预计主业底线增长 10 亿/实现 7-10% 增速应有支撑，此外潜在市场亦有积极布局。在外部环境疲软下，市场普遍对公司未来增长点有所怀疑，但根据上文梳理，结合公司规划和动作，我们保守测算未来公司增长来源：

- **烤肠品类：定位第三曲线，200-300 亿市场，年增量贡献预计在 2-3 亿。**烤肠是所有品项里唯一具有大空间和成长性的细分赛道，且已批量诞生十亿规模级别企业，安井目前围绕烤肠推出不同规格品类，分别布局团餐、连锁餐饮、烤肠机和农贸等不同场景，且价格贴近或略低于对手，未来集中资源投入，计划按照“1-3-6”黄金放量曲线推进，预计年增量贡献 2-3 亿水平。
- **锁鲜装、虾滑和丸之尊：全年不间断推锁鲜，享受家庭中高端市场扩容红利，预计年贡献合计 3 亿。**家庭端消费占比提升，加上较好竞争格局，安井锁鲜装有望享受 10% 增速，而虾滑得益于较低基数有望实现更快增长，丸之尊考虑 B 端提价慢预计贡献小个位数。
- **属地化新品：加大中长尾品类开发，预计年贡献 2 亿以上。**公司要求每个工厂成功抓取 2 个区域爆品，假设每个规模在千万级别，理想状态下有望达到 2-4 亿水平。
- **主业其余品类：预计小厨 1 个亿增量，其余老品 1-2% 自然增长，每年全国化新品 1 个亿。**考虑小酥肉仍属重点赛道，23 年翻倍增长，24 年目标大双位数增长，且当前公司重点聚焦打磨差异化，预计未来仍能年贡献大几千万增量，加上糯米鸡等其他调理品预计年贡献 1 亿水平，此外考虑全国性新品诞生放缓，预计每年抓到 1 个全国性新品贡献 0.5 亿（此前为 3-4 个），叠加老品 1-2% 自然增速，预计合计贡献 3 亿。
- **主业以外：持平微增。**尽管未来计划布局牛蛙、藕类和田螺类等潜力赛道，但保守我们预计水产公司不增长，冻品先生按照火锅食材系列化、酒店菜通路化改造推进，预计增速在中个位数水平，年贡献 3-5 千万。

图表 45 安井主业底线年增长 10 亿有支撑，且长期布局潜力赛道

增长来源	23 年规模	未来增速	年贡献额（亿）
老品自然增长	23 年约 78 亿	未来 2% 增速	1.5 亿
全国化新品	1% 新品贡献，每年抓到 1 个全国化新品		0.5 亿
属地化	每个工厂 2 个品，年 20 个品，每个品 1000 万		2 亿
烤肠	1 亿	翻倍以上增速	2 到 3 亿
锁鲜装	14 亿	公司原规划 3 年后含税收入 50 亿，其中锁鲜装 10% 增速，虾滑更快	1.5 亿
虾滑	6 个亿		1.2 亿
丸之尊	7.5 亿	5% 的个位数增长	0.3 个亿
小厨（小酥肉等）	5-6 亿	小酥肉维持 30-40% 增速	1 个亿
冻品先生	7 亿+	5% 增速	0.3 到 0.5 亿
新宏业和新柳伍	18 亿	持平或小幅下滑	0
总计	140 亿		10.7 亿

资料来源：公司交流，华创证券预测。注：可能存在一定误差

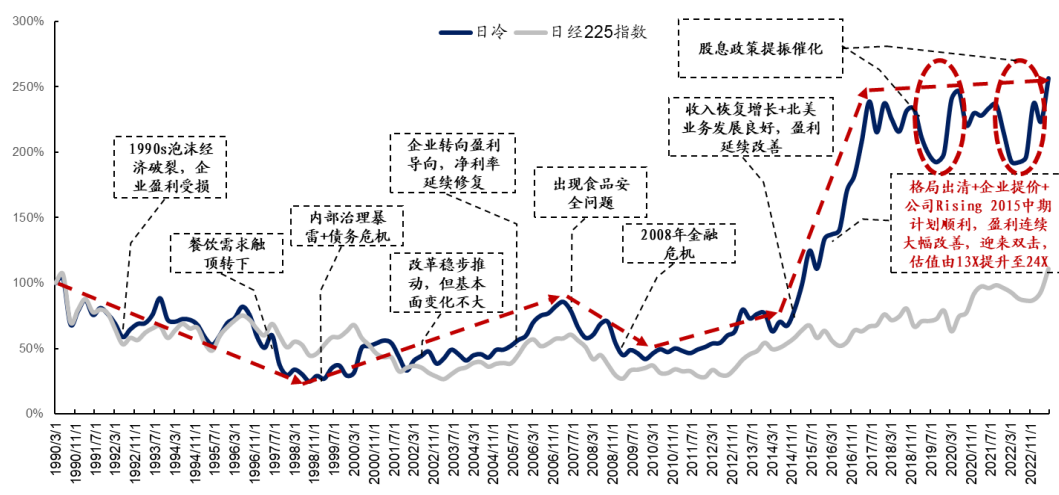
(二) 三个视角看估值，安井当前已至低位

三个视角看估值，当前安井估值已至低位：

- **海外估值对比视角：当前安井估值基本对标日冷极端情况，但实际经营、行业阶段更优。**

日冷股价复盘：1970-80年代行业增长阶段，日冷PE稳定在30-40倍，餐饮1997年起下行，加上内部治理暴雷，估值由约45X快速回落2000年不到20X。此后改革驱动下估值回到25X，加上盈利改善初步兑现，2006年股价基本反弹至1990年水平。2008年起爆发食品安全事件，C端需求阶段性转跌，公司增长再次停滞，同时受股份出售、退休金费用、大地震损失等扰动，利润大幅波动，致使股价再次下行区间，估值跌至2012年12X左右。2013年日冷重点转向盈利优化，一方面宏观向好、景气回升，另一方面格局改善下提价顺利，净利率由2014年1.8%提升至2016年3.5%，加上估值重回20X左右，带动股价双击。

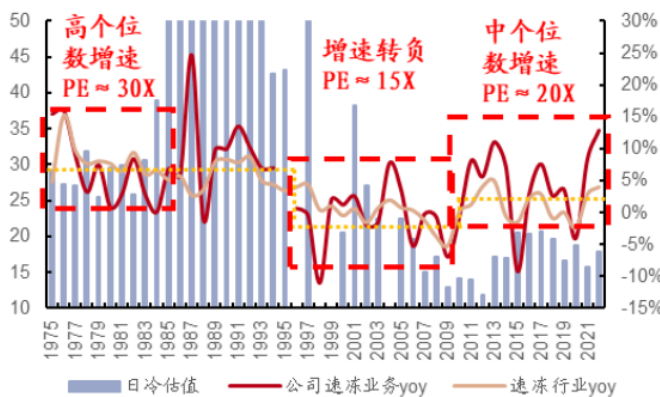
图表 46 日冷公司股价复盘



资料来源：Bloomberg，华创证券。注：以1990/3/30日清股价/日经225指数为100%基准。

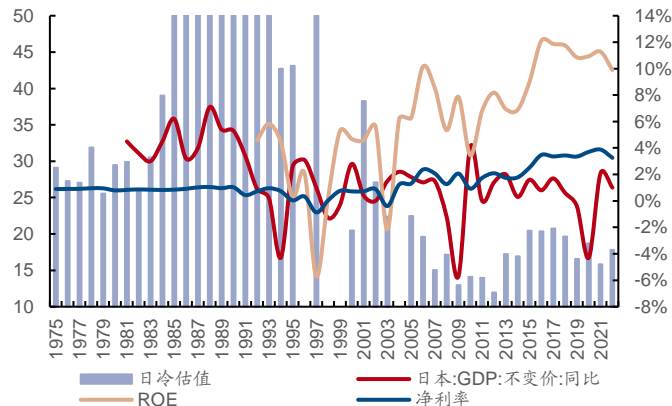
安井对比启示：目前估值基本对标日冷历史（2012年）低点12X，但实际行业阶段、企业增速、经营质地更优。一是从行业阶段来看，当时日本速冻B端已经衰退平稳，但C端短期受食品安全问题影响，总量连续几年负增，国内尽管目前增速放缓，但无论B端C端都还有增长，存在不少增量空间。二是从企业增速来看，日冷低点出现在速冻连续负增+ROE阶段性低点，但目前安井至少主业保持稳健，每年10亿增量有望达成，同时ROE依旧保持在双位数出头，三是从经营质地来讲，日冷经营并不突出，长期净利率仅0-2%水平，彼时还受股份出售、退休金等扰动，而安井已经证明经营管理、盈利优化等能力。无论是后续增长潜力，还是企业经营状态，安井均远好于当时日冷。

图表 47 日冷 PE 极端情况下在 12-13 倍



资料来源：日冷官网，Bloomberg，日本冷冻食品协会，华创证券。注：日冷估值为市盈率指标。

图表 48 日冷估值与企业盈利水平变化情况



资料来源：日冷官网，Bloomberg，wind，华创证券。注：日冷估值为市盈率指标。

- **现金流分红的视角：当前安井股息率对应在 4% 左右。**一方面公司资本开支趋于减少，上半年资本支出约 5.5 亿，同比去年回落，现金流质量亦有所优化，另一方面公司已经承诺每年分红比例不低于 40%，若按目前估值计算，股息率实际上也已接近 3% 左右水平，从价值的角度已具备足够吸引力。
- **安全边际视角：若安井净利率回落至 8%，目前也仅有 16X 左右估值。**目前市场主要担心行业竞争加剧，公司高盈利中枢能否维持，在此前报告《看懂安井的三个阶段》中，我们也曾提出过“7%应是底线，远期 10%可至”，在极端悲观的情况下，假设安井净利率回落至 8%（实际上公司近年来费用控制、品类升级等动作扎实，已经超出我们当时预期），则 24 年对应利润下限约是 12.5 亿，目前对应到的估值也仅有 16X 出头，若考虑到公司未来“收入 10%左右，利润稍慢于收入”的增长中枢，实际也处在相对低位。

（三）投资建议：估值已至低点，价值视角配置

投资建议：估值已至低点，价值视角配置，维持“强推”评级。在外部悲观情绪影响下，市场线性外推公司不增长甚至负增长，但经过对公司拓品思路和子赛道情况梳理后，我们认为公司经营稳健、战略清晰，特别是围绕“系列化、高端化和属地化”的品类拓展和具体赛道的份额抢夺在切实发生，底线视角拆解收入高个位数增长实有支撑，在当前外部环境，“管理优秀、至少增长”的消费标的确显稀缺，且从海外对比、产业并购、安全边际等三个视角来看，当前安井估值已至低点，值得以价值视角配置，我们给予 24-26 年 EPS 预测为 5.42/5.78/6.15 元，对应 PE 为 13/12/11 倍，维持一年目标价为 100 元，对应 25 年 17 倍 PE，维持“强推”评级，关注后续盈利下行风险出清、治理担忧结束等股价催化。

四、风险提示

价格战盈利超预期下降。主要是市场需求不振下，叠加竞争对手加大火锅料市场布局，行业价格战进一步扩大，导致公司净利率出现回落；

终端消费需求疲软超预期。居民消费需求疲软，特别是餐饮类等消费下行等；

新品推广不及预期。主要系新品的消费者接受度、竞争格局变化、赛道持续增长动力存在不确定性。

股东和管理层减持风险。股东和管理层阶段性大量减持。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,975	4,679	5,409	6,305
应收票据	2	1	2	1
应收账款	569	822	912	973
预付账款	71	131	128	129
存货	3,567	3,958	4,380	4,815
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,242	1,238	1,263	1,291
流动资产合计	10,426	10,830	12,093	13,515
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	4,060	4,523	4,532	4,539
在建工程	1,064	1,154	1,204	1,254
无形资产	683	752	831	922
其他非流动资产	1,053	1,019	976	984
非流动资产合计	6,874	7,463	7,557	7,714
资产合计	17,300	18,293	19,651	21,229
短期借款	325	162	262	362
应付票据	234	264	264	323
应付账款	1,635	1,797	1,957	2,185
预收款项	0	0	0	0
合同负债	630	704	773	846
其他应付款	382	382	382	382
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
其他流动负债	798	951	1,004	1,082
流动负债合计	4,006	4,262	4,645	5,183
长期借款	1	3	3	4
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	392	392	392	392
非流动负债合计	394	395	396	396
负债合计	4,400	4,657	5,040	5,579
归属母公司所有者权益	12,628	13,293	14,195	15,150
少数股东权益	273	343	415	499
所有者权益合计	12,901	13,636	14,610	15,649
负债和股东权益	17,300	18,293	19,651	21,229

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,956	1,694	1,891	2,182
现金收益	1,834	2,002	2,165	2,293
存货影响	-430	-391	-423	-435
经营性应收影响	240	-257	-31	-7
经营性应付影响	49	192	161	288
其他影响	262	149	19	43
投资活动现金流	217	-1,017	-567	-628
资本支出	-1,422	-1,096	-665	-685
股权投资	-6	0	0	0
其他长期资产变化	1,645	80	98	57
融资活动现金流	-705	-974	-595	-658
借款增加	-167	-163	101	101
股利及利息支付	-569	-821	-870	-924
股东融资	29	29	29	29
其他影响	1	-19	146	137

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,045	15,711	17,246	18,885
营业成本	10,785	11,978	13,221	14,565
税金及附加	102	108	120	134
销售费用	926	1,005	1,121	1,209
管理费用	385	534	535	567
研发费用	94	110	121	132
财务费用	-90	-85	-76	-66
信用减值损失	4	-5	-5	-5
资产减值损失	-65	-55	-55	-55
公允价值变动收益	8	8	8	8
投资收益	21	19	15	16
其他收益	64	30	30	30
营业利润	1,866	2,047	2,188	2,327
营业外收入	82	60	50	50
营业外支出	12	15	15	15
利润总额	1,936	2,092	2,223	2,362
所得税	435	479	509	541
净利润	1,501	1,613	1,714	1,821
少数股东损益	23	25	17	18
归属母公司净利润	1,478	1,588	1,696	1,803
NOPLAT	1,431	1,548	1,655	1,771
EPS(摊薄) (元)	5.04	5.42	5.78	6.15

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	15.3%	11.9%	9.8%	9.5%
EBIT 增长率	36.6%	8.8%	7.0%	7.0%
归母净利润增长率	34.2%	7.5%	6.8%	6.3%
获利能力				
毛利率	23.2%	23.8%	23.3%	22.9%
净利率	10.7%	10.3%	9.9%	9.6%
ROE	11.7%	11.9%	12.0%	11.9%
ROIC	15.3%	16.1%	15.9%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	25.4%	25.5%	25.6%	26.3%
债务权益比	5.6%	4.1%	4.5%	4.9%
流动比率	2.6	2.5	2.6	2.6
速动比率	1.7	1.6	1.7	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	17	16	18	18
应付账款周转天数	51	52	51	51
存货周转天数	112	113	114	114
每股指标(元)				
每股收益	5.04	5.42	5.78	6.15
每股经营现金流	6.67	5.77	6.45	7.44
每股净资产	43.06	45.32	48.40	51.66
估值比率				
P/E	14	13	12	11
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	9	8	8	7

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，7年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2023年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、联席首席分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，5年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

分析师：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，5年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

分析师：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

高级分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，4年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严文炀

南京大学经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，15年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2023年，获得新财富最佳分析师七届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续五届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522