

安井食品（603345）

证券研究报告
2024年02月27日

论速冻龙头的多“极”成长！

1、行业：传统速冻行业集中度加速提升，新兴预制菜板块处于高速成长期

1) **速冻火锅料：近几年增速放缓，集中度提升。**2010年以来速冻火锅料制品持续扩容，近几年下游火锅餐饮步入稳定发展期，火锅料行业增速有所放缓，2017-2021年市场空间由411亿元提升至520亿元，CAGR为6%。目前行业集中化趋势明显，行业CR5从2013年不足15%增长至2021年20%，安井食品以9%的市占率领跑行业。

2) **速冻米面制品：起步较早，已进入相对成熟阶段，集中度高。**据华经产业研究院，2021年速冻米面制品市场规模达782亿元，2017-2021五年CAGR为6.06%。目前行业龙头集中度高，CR3近50%。未来破局关键在于产品结构突破，差异化竞争。

3) **预制菜：蓝海赛道，“池大鱼小”，处于高速发展期，潜力较大。**B端降本需求迫切+C端新零售渠道兴起，2021年国内预制菜市场规模达到3459亿元，预计19-23年CAGR达20%，未来或仍可保持20-30%的复合增速。目前行业参与者类型众多，集中度低。2020年预制菜行业CR10仅为13.6%，CR5仅为9.2%。

2、公司竞争力：产业链、产品、渠道三位一体发力，优势突出

1) **产业链把控力强，打造核心成本优势。**①**传统冻品规模优势已形成，生产成本优于同业。**2017年之前，速冻行业红利期，公司抓住时机大幅扩产，目前速冻火锅料、速冻米面制品两品类均已占据行业领先地位，尤其火锅料市占率9%，体量是龙二两倍，规模优势已然形成。②**对上话语权强，采购议价能力突出；**③**“销地产”模式下，运输费用率存在下降空间，效率显著优于同行。**

2) **产品端：研发属地化、定制化，打造系列化爆品；多元品牌矩阵已成型，聚焦细分大类。**①**研发上，公司提出“打造爆品系列化”策略，**推出不同规格、不同口味的产品，匹配渠道碎片化和分化趋势。此外，公司积极开展属地化研发工作，提升区域性市场份额，后续着重在华南、东北、西南区域开展。②**品牌上，多元品牌矩阵，聚焦细分大类。**目前安井已经构建了丰富的品牌矩阵，除了主要“安井”牌速冻火锅料及速冻米面产品，还有“安井小厨”主营糯米鸡和小酥肉，“冻品先生”经营酸菜鱼等预制菜产品，打造第二成长曲线。

3) **渠道端：经销网络全国化布局，打法成熟、忠诚度高；主动拥抱大B、特渠及新零售，应对渠道碎片化趋势。**目前公司仍然以经销为主，多年来已积累大量有实力、有忠诚度的经销商资源，单个经销商的二批商资源大概100家，单个经销商的创收水平在行业内较高，并保持增长趋势，由2013年206.08万元增长至2022年533.99万元。此外，为适应渠道变化和市场发展趋势，公司积极调整组织架构，扩编特通部门、设立新零售部门，主动拥抱特通渠道定制化、大B定制化、新零售定制化。

3、未来亮点：全面发力预制菜，打造第二成长曲线

①**战略方面：“自产+贴牌+并购”三箭齐发，多品牌运作抢占市场；**②**募投+自筹，产能持续扩张。**目前公司建有12个生产基地，2022年公司产能利用率已达到92.24%，随着公司各生产基地扩产计划逐步投产落地，产能扩张稳步推进，规模优势有望凸显；③**速冻龙头—渠道粘性高+选品能力强，打造先发优势。**公司作为速冻食品龙头，布局预制菜行业，优势突出。一方面公司已率先建立起全国性的销售渠道，现阶段产品起量和渠道扩张加速；另一方面公司不断优化、打磨选品，具备成熟的消费品推广经验。

4、投资建议：基本面强劲，历史偏底部区间，重视戴维斯双击

预制菜行业蓝海赛道，公司有望凭借产品、渠道及产业链把控优势实现市占率稳步提升。未来规模效应加持下，预制菜肴生产成本仍有进一步下行空间。我们预计，随着公司第二成长曲线发力，及餐饮行业估值修复，有望迎来戴维斯双击！我们预计2023-2025年公司归母净利润15.6/18.3/23.1亿元，同比增长41.8%/17.5%/25.7%；对应2024年2月26日，PE 16x/14x/11x，维持“买入”评级。

风险提示：预制菜行业竞争加剧；食品质量安全风险；原材料价格变动的风险；产能进度不达预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,272.20	12,182.66	14,599.66	17,189.15	20,438.00
增长率(%)	33.12	31.39	19.84	17.74	18.90
EBITDA(百万元)	1,173.28	1,764.54	2,385.18	2,787.95	3,449.90
归属母公司净利润(百万元)	682.30	1,101.03	1,561.73	1,834.30	2,305.72
增长率(%)	13.00	61.37	41.84	17.45	25.70
EPS(元/股)	2.33	3.75	5.32	6.25	7.86
市盈率(P/E)	37.46	23.21	16.37	13.93	11.08
市净率(P/B)	5.04	2.19	2.00	1.82	1.63
市销率(P/S)	2.76	2.10	1.75	1.49	1.25
EV/EBITDA	34.77	23.65	7.72	6.79	5.05

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	87.14元
目标价格	元

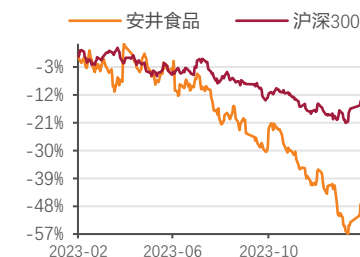
基本数据

A股总股本(百万股)	293.29
流通A股股本(百万股)	293.29
A股总市值(百万元)	25,557.66
流通A股市值(百万元)	25,557.66
每股净资产(元)	41.93
资产负债率(%)	24.95
一年内最高/最低(元)	173.90/68.57

作者

陈潇 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《安井食品-季报点评:业绩亮眼，增长发力显著！》2023-11-05
- 《安井食品-公司点评:股权激励计划发布，充分激发团队活力！》2023-09-28
- 《安井食品-季报点评:费效比显著提升，预制菜板块逻辑持续强化》2022-11-02

内容目录

1. 公司简介：速冻食品龙头企业，多点发力，与时俱进	5
1.1. 发展历程：小丸子“撬动”百亿营收，预制菜发力再添新动能	5
1.2. 管理架构：股权结构清晰，职业经理人模式深度激发企业活力	7
1.3. 盈利能力：规模优势逐步凸显，净利率稳步提升	8
2. 行业：速冻品相对成熟走向集中；预制菜蓝海赛道大有可为	9
2.1. 速冻火锅料制品：近年市场扩容增速放缓，集中化趋势明显	9
2.2. 速冻面米制品：市场进入成熟阶段，龙头集中度高	10
2.3. 速冻菜肴制品：新兴赛道，成长性强、集中度低	11
3. 核心竞争力：产业链、产品、渠道三位一体，优势突出	12
3.1. 产业链：向上采购优势突出，向下“销地产”模式优化费用	12
3.1.1. 规模优势：传统品类工业化程度高，公司成本表现优于同行	12
3.1.2. 采购优势：对上游把控力强，议价能力突出	13
3.1.3. 效率优势：“销地产”模式走通，费用率显著优于同行	14
3.2. 产品端：品牌矩阵多元，爆品打造能力突出	15
3.2.1. 品牌矩阵：走向多元化，聚焦细分大类	15
3.2.2. 爆品系列化策略：推出不同规格、口味新品，拥抱大 B 定制化	16
3.3. 渠道端：传统经销渠道优势突出粘性高；主动拥抱大 B、新零售、特通定制化	20
3.3.1. 安井食品历史渠道策略复盘	20
3.3.2. 经销网络全国化布局，打法成熟、忠诚度高；主动拥抱大 B、新零售、特通定制化	20
4. 未来亮点：全面发力预制菜，第二增长曲线初显	23
4.1. 战略：“自产+贴牌+并购”三箭齐发，多品牌运作抢占市场	23
4.2. 产能：募投+自筹，产能持续扩张	24
4.3. 优势：渠道粘性高+选品能力强，打造先发优势	25
5. 盈利预测与估值	26
5.1. 安井股价复盘	26
5.2. 业绩拆分与估值	27
6. 风险提示	28

图表目录

图 1：2018-2023Q1-Q3 安井营业总收入（亿元）及 YOY（%）	5
图 2：2018-2023Q1-Q3 安井归母净利润（亿元）及 YOY（%）	5
图 3：2022 年，公司主营业务营收占比（%）	5
图 4：公司主要产品矩阵	6
图 5：公司股权结构（截止 2023.10.26）	7
图 6：2017-2023Q1-Q3，安井期间费用率（%）	8
图 7：2017-2023Q1-Q3，安井食品毛利率及净利率（%）	8

图 8：速冻制品细分板块对比	9
图 9：速冻火锅料市场空间（亿元）及 YOY(%)	10
图 10：火锅行业市场空间（亿元）及 YOY(%)	10
图 11：速冻面米制品产品结构（2019 年）	10
图 12：2017-2021 年速冻面米制品市场规模（亿元）及 YOY	11
图 13：2020 年我国速冻面米制品市场竞争格局	11
图 14：2019-2023 我国预制菜市场规模（亿元）及 YOY(%)	11
图 15：2020 年我国预制菜市场竞争格局	11
图 16：行业可比公司 ROE 对比	12
图 17：2017-2022 年安井及同业公司的研发费用率对比	12
图 18：安井及同业公司销量对比（万吨）	13
图 19：安井及同业公司生产吨成本对比（元/千克）	13
图 20：安井及惠发生产吨成本对比（元/千克）	13
图 21：安井及同业公司原材料成本占比对比	13
图 22：安井食品 2017 年-2022 年成本构成要素占比变化	14
图 23：公司全国化布局进展	14
图 24：公司各地区收入构成（%）	15
图 25：安井食品和同业公司的销售费用率对比	15
图 26：公司物流运输费用率变化	15
图 27：公司主要子品牌	16
图 28：大单品战略：“战术单品” VS 战略单品	17
图 29：大单品销售收入情况（亿元）及占比（%）	18
图 30：大单品营收增量（亿元）及对整体营收增长的贡献率	18
图 31：1:1:1:1 爆品集群	18
图 32：研发人员数量（人，左轴）与人均薪酬（万元，右轴）	19
图 33：2018-2022 销售费用（亿元）、YOY 及销售费用率（%）	19
图 34：经销商收入情况（亿元）及 YOY（%）	19
图 35：安井食品历史渠道复盘	20
图 36：安井经销商占主营业务收入比例	21
图 37：按区域分安井经销商占比（%）	21
图 38：按区域分安井经销商数量（家）及 yoy（%）	21
图 39：安井及同业公司单个经销商销售人员投入数量	21
图 40：安井及同业公司销售人员人均创收对比（万元）	21
图 41：经销商管理体系	22
图 42：2021-2023 年新宏业业绩承诺	24
图 43：2022-2024 年新柳伍业绩承诺	24
图 44：2018-2022 年公司预制菜肴业务营收（亿元）及 YOY（%）	26
图 45：安井食品历史股价与 PE 复盘	27
图 46：公司各板块业务盈利拆分（百万元，%）	28
表 1：公司高管工作经历（截止 2023 年 4 月）	7

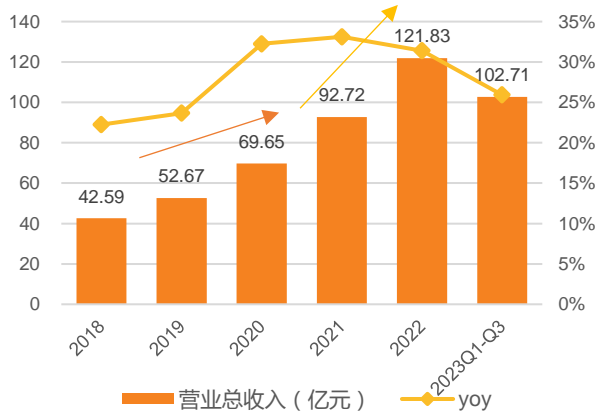
表 2：2022 年预制菜产业省级政策盘点.....	11
表 3：公司品牌产品发展历程.....	16
表 4：安井历年推出的大单品.....	17
表 5：公司每年推出的新品.....	18
表 6：五种渠道模式对比.....	22
表 7：公司预制菜发展战略.....	23
表 8：公司改扩建项目汇总（数据截止 2022 年末）.....	24
表 9：五类预制菜企业及其特征.....	26
表 10：可比公司估值（截止 2024 年 2 月 26 日）.....	28

1. 公司简介：速冻食品龙头企业，多点发力，与时俱进

1.1. 发展历程：小丸子“撬动”百亿营收，预制菜发力再添新动能

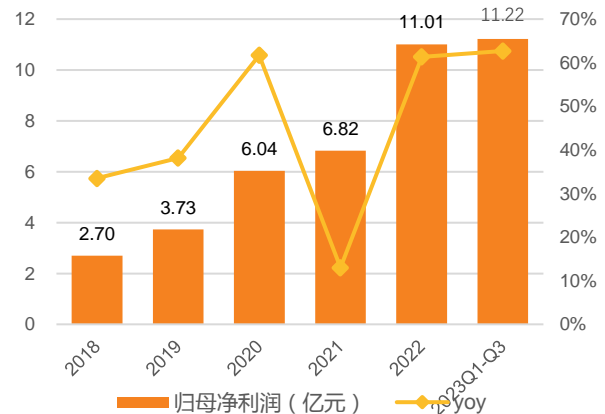
公司成立于 2001 年 12 月，前身为厦门华顺民生食品有限公司，于 2011 年 3 月完成股份制改造并更名为“福建安井食品股份有限公司”，并于 2017 年 2 月在上海证券交易所主板挂牌上市。经过多年发展，公司已形成了以华东地区为中心并辐射全国的营销网络，逐步成长为国内最具影响力和知名度的速冻制品企业之一。

图 1：2018-2023Q1-Q3 安井营业总收入（亿元）及 YOY（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

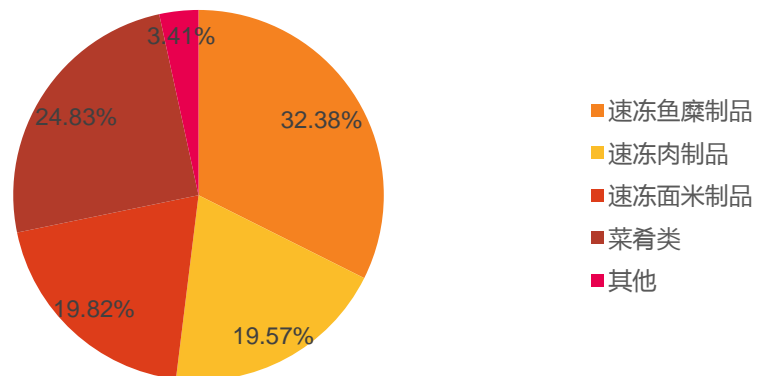
图 2：2018-2023Q1-Q3 安井归母净利润（亿元）及 YOY（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司主业包括速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品及菜肴制品，2022 年分别占比 32.38%、19.57%、19.82%、24.83%。公司以速冻面米制品与速冻火锅料制品（包括速冻鱼糜及速冻肉制品）起家，2018 年以来发力预制菜。随着预制菜行业的快速扩容，公司采用速冻火锅料、速冻面米制品和速冻预制菜肴制品“三路并进”的策略，进一步拓宽产品线，抢占新兴市场。

图 3：2022 年，公司主营业务营收占比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司主要产品矩阵

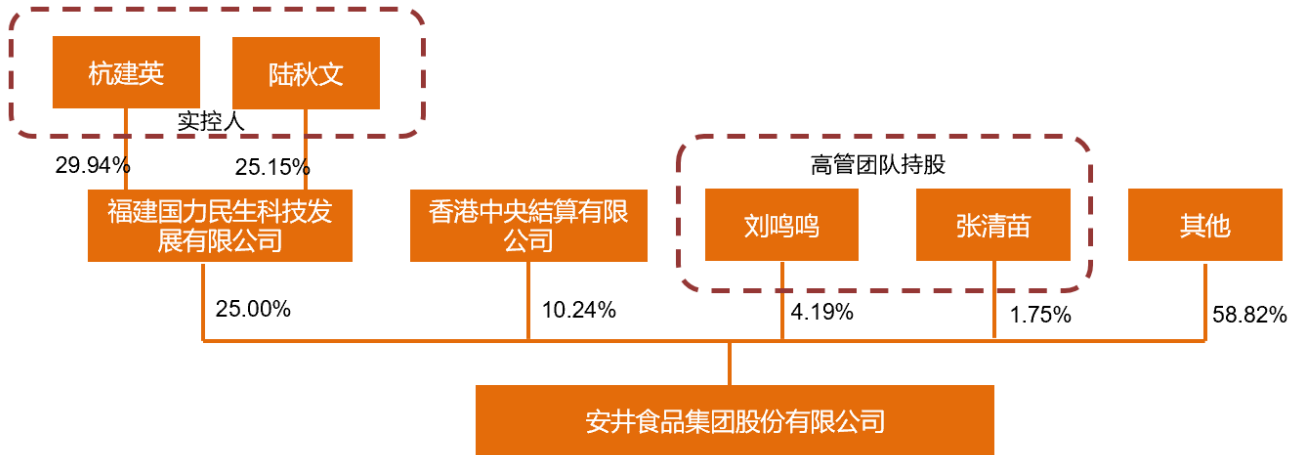


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 管理架构：股权结构清晰，职业经理人模式深度激发企业活力

公司股权结构清晰，职业经理人模式激发企业活力。福建国力民生为公司第一大股东，截止 2023 年 10 月，持股比例 25%。公司通过职业经理人模式管理公司，**有利于发挥高管团队自身优势**；核心管理团队持股与公司形成深度利益绑定（董事长刘鸣鸣、总经理张清苗及副总经理黄清松分别持股 4.19%、1.75%及 0.78%），助力长期稳健经营。

图 5：公司股权结构（截止 2023.10.26）



资料来源：Wind，天风证券研究所

核心管理层稳定，与公司利益深度绑定。总经理张清苗在安井工作多年，核心管理层 10 余年无变动，职业化的管理团队与丰富的管理经验使得安井把握住行业变革机会。

注重股权激励，充分激发员工活力。1) 2019 年 11 月，公司发布限制性股票激励计划，向时任董事、总经理张清苗先生、董事会秘书梁晨先生、财务总监唐奕女士以及中层管理人员及生产、技术、营销骨干共计 231 人授予 632 万股限制性股票。**公司 2019 年营收 52.67 亿元，2019-2020 两年累计营收 122.32 亿元，2019-2021 三年累计营收 215.04 亿元，均超额完成既定目标。**2) 2023 年 10 月，公司发布股票期权激励计划，向 1456 名激励对象授予股票期权 1199.40 万份，授予的股票数量占公司总股本的 4.09%，其中包含 60.46 万份预留部分，首次授予行权价格为 105.28 元/股。三个行权期业绩考核目标为：23 年营业收入不低于 136.45 亿；2023-24 年累计营收不低于 289.27 亿；23-25 年累计营收不低于 460.42 亿；2023-2025 年收入复合增速不低于 12%。有利于深度绑定公司发展骨干，进一步调动员工积极性。

表 1：公司高管工作经历（截止 2023 年 4 月）

姓名	主要经历
刘鸣鸣	现任公司董事长、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，曾任黄河国际租赁有限公司部门经理、河南建业集团总经理助理、福建春天房地产有限公司董事长、牛津剑桥总经理。
张清苗	现任公司董事兼总经理、厦门海沧永萱科技有限公司执行董事兼总经理，曾任无锡华顺食品工业有限公司总经理。
黄建联	现任公司副总经理。曾任厦门金冠顺食品公司厂长、福州馥华食品有限公司厂长。
黄清松	现任公司副总经理。曾任无锡华顺食品工业有限公司营销副总经理。
唐奕	现任公司财务总监。曾任无锡新科信特焊材有限公司、无锡力达科技有限公司、无锡华顺食品工业有限公司财务经理、洪湖市新宏业食品有限公司监事。

梁晨 现任公司董事会秘书。公司党支部书记、工会主席、厦门市海沧区政协委员；兼任厦门上市公司协会副秘书长、厦门上市公司协会独立董事委员会委员、欣贺股份有限公司独立董事。历任华顺民生证券部副经理、管理部副经理、证券部经理。

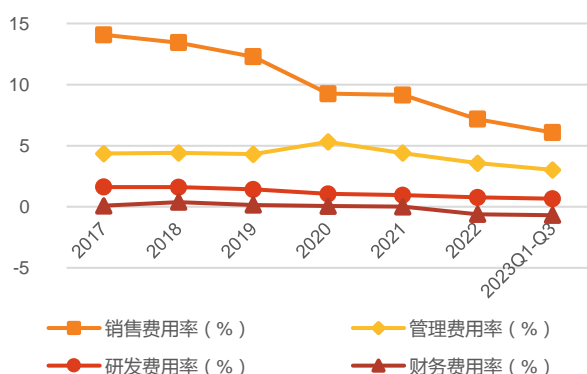
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 盈利能力：规模优势逐步凸显，净利率稳步提升

近年公司毛利率相对稳定，随着产品结构优化，未来仍有提升空间。2017-2020年，公司毛利率维持在25%以上；2021年毛利率有所下滑，主要系人员工资成本增加、生产投入增加、运费增加，另新增冻品先生及新宏业公司毛利率低于公司原主营业务。2022年以来，菜肴类业务（2020年以来毛利率低于其他业务）占比提升，但公司毛利率整体维持稳定，主要系原材料采购成本下降及产品结构优化。2023Q1-Q3，公司毛利率为22.1%；随着锁鲜装、虾滑等高端产品占比提升，公司毛利率仍有提升空间。

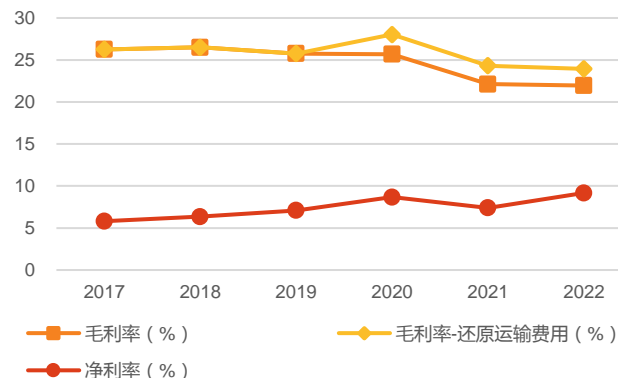
规模效应逐步凸显，盈利能力稳步提升。公司净利率从2017年的5.8%提升至2023Q1-Q3的11.1%，提升幅度明显，主要得益于规模效应凸显，以及内部运营效率的精细化带来的费用率下降。随着公司产品结构优化及规模效应持续放大，盈利能力有望持续改善。

图6：2017-2023Q1-Q3，安井期间费用率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

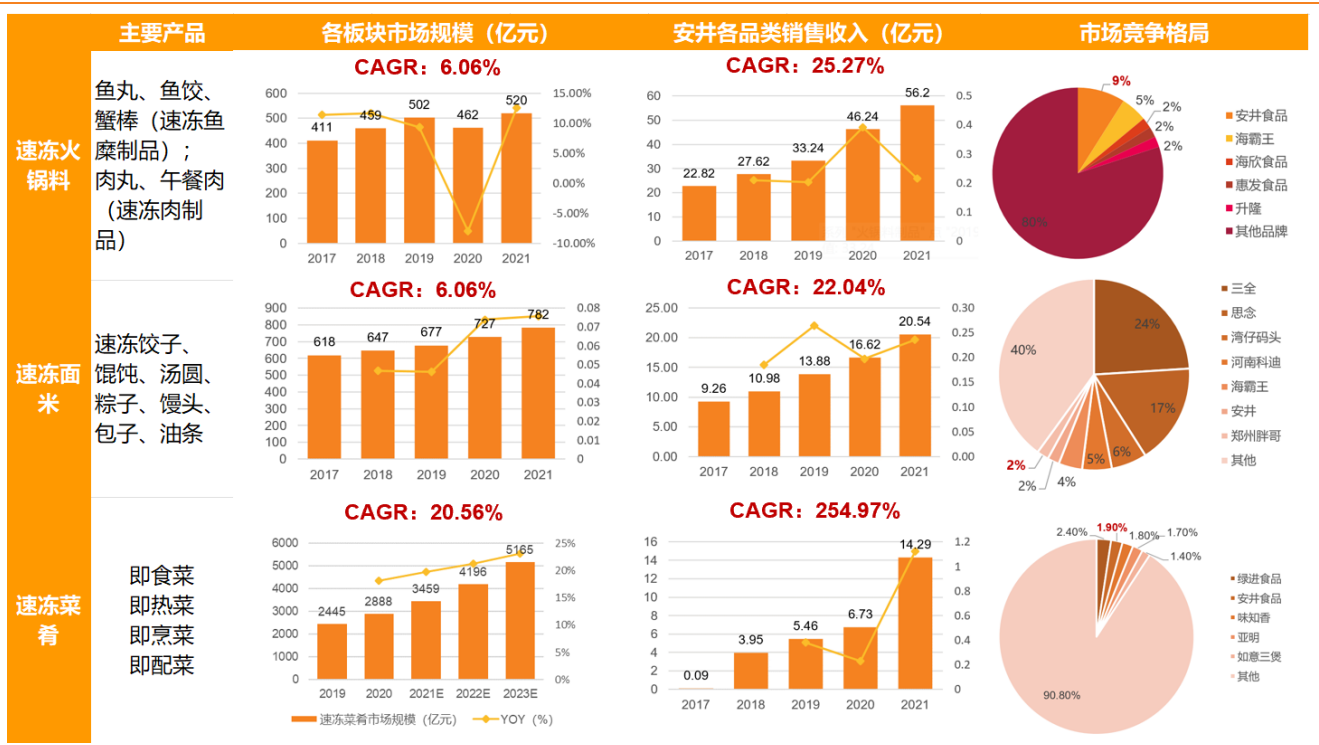
图7：2017-2023Q1-Q3，安井食品毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业：速冻品相对成熟走向集中；预制菜蓝海赛道大有可为

图 8：速冻制品细分板块对比



资料来源：华经产业研究院公众号，艾媒咨询，中商情报网，华经情报网，同花顺资讯，天风证券研究所（注：速冻火锅料市场竞争格局为 2021 年数据，速冻米面和速冻菜肴市场竞争格局为 2020 年数据）

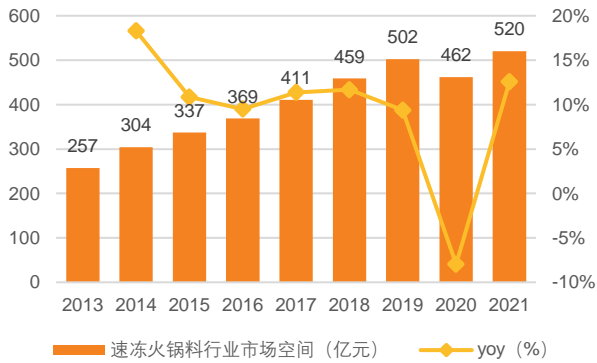
2.1. 速冻火锅料制品：近年市场扩容增速放缓，集中化趋势明显

速冻鱼糜制品占主导地位，消费场景主要包括麻辣烫、家庭消费等。速冻火锅料包括速冻肉制品和鱼糜制品，据智研咨询预计，2021 年速冻鱼糜制品产量占比 53.5%，处于主导地位；肉制品产量占比约 46.5%，同比有所提升。速冻火锅料的主要消费渠道包括麻辣烫、家庭消费（菜市场+便利店）、火锅店、中式快餐、小吃店、冒菜等六大渠道，2017 年已达 91%。

1) 市场空间：速冻火锅料制品持续扩容，但近几年增速有所放缓。火锅餐饮行业繁荣发展是驱动火锅料行业收入高速增长的重要因素；受益于火锅餐饮的容易上瘾、易标准化、简单方便、社交等属性，速冻火锅料制品持续扩容。2013-2021 年我国火锅行业市场空间由 2813 亿元增长至 4998 亿元，CAGR 达 7%；速冻火锅料行业由 257 亿元增长至 520 亿元，CAGR 达 9%。考虑到下游火锅餐饮逐渐步入稳定发展期，速冻火锅料行业增速近年来有所放缓，2017-2021 CAGR 为 6%。

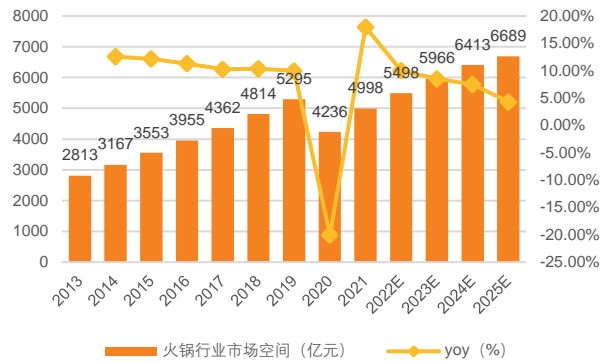
2) 竞争格局：集中化趋势明显，安井食品领跑行业。2021 年安井食品以 9% 的市场份额占据行业 TOP1，行业 CR5 为 20%。对标发达国家速冻制品行业，未来速冻市场份额将日趋集中，我们认为大企业有望凭借自身优势收割中小企业份额：①原材料上涨，环保、税收、社保政策趋严有望加速小企业退出；②冷链物流发展和火锅餐饮全国化扩张助力龙头区域扩张；③餐饮口味主要靠调味品和加工过程，火锅料影响弱于前两者，产品性价比更为重要，大企业的规模效应优势更为明显。

图 9：速冻火锅料市场空间（亿元）及 YOY(%)



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 10：火锅行业市场空间（亿元）及 YOY(%)



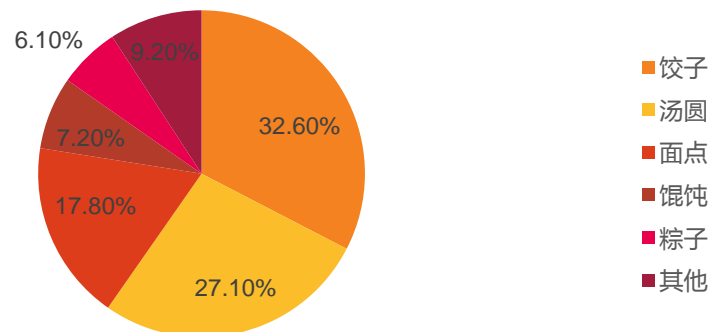
资料来源：观研报告网，天津市烹饪协会公众号，天风证券研究所

2.2. 速冻面米制品：市场进入成熟阶段，龙头集中度高

1) 市场空间：起步较早，已进入相对成熟阶段；传统品类增长受限，“差异化”布局打开新增长点。我国速冻面米制品生产起步于上世纪 90 年代初，行业成熟度相比速冻火锅料制品较高。据华经产业研究院数据，2021 年速冻面米制品市场规模达 782 亿元，为速冻火锅料制品的 1.5 倍，2017-2021 五年 CAGR 为 6.06%。从产品结构来看，2019 年“传统老三样”（速冻饺子、汤圆、面点）在面米制品市场的合计占有率达 77.5%。经过多年的发展渗透，“传统老三样”未来市场增长受限，**行业新增长点的出现主要依靠产品结构的调整**，我们预计新型差异化发面产品如红糖发糕，桂花糕等产品或成为新的行业增长点，据中国产业信息网数据显示，预计 2025 年我国速冻米面制品市场规模或将达 1045 亿元。

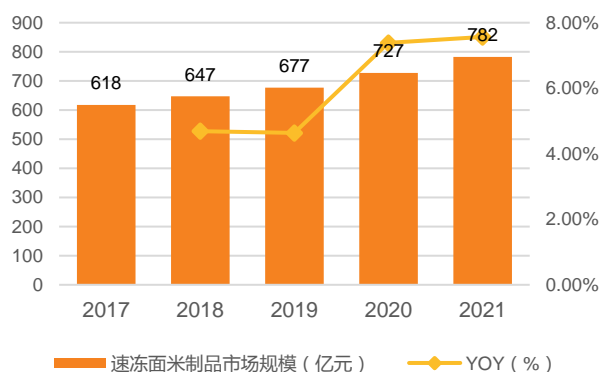
2) 竞争格局：龙头集中度高，CR3 近 50%。2020 年我国速冻米面制品行业 CR3 三全、思念、湾仔码头合计市占率达到 47%，其中三全以 24% 的市占率稳居市场龙头。未来破局关键在于产品结构突破，差异化竞争，以安井为例，积极布局发面类产品，避免进入汤圆、水饺等传统红海市场。

图 11：速冻面米制品产品结构（2019 年）



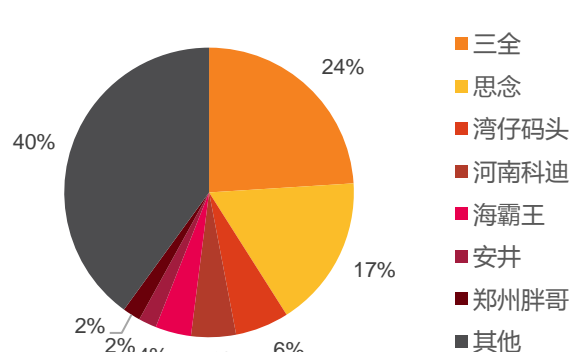
资料来源：工业化餐饮联盟公众号，观研天下，天风证券研究所

图 12：2017-2021 年速冻面米制品市场规模（亿元）及 YOY



资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

图 13：2020 年我国速冻面米制品市场竞争格局



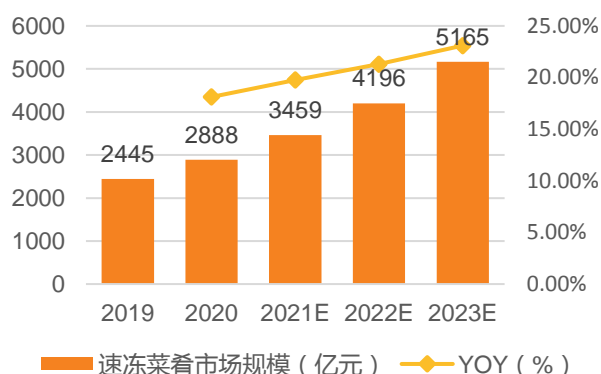
资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

2.3. 速冻菜肴制品：新兴赛道，成长性强、集中度低

1) 市场空间：处于高速发展期，潜力较大。随着海外连锁餐饮巨头于 80 年代开启中国市场，国内开始出现净菜配送工厂；2014 年后，经济发展、外卖快速增长，B 端场景步入放量期；至 2020 年，疫情影响线下消费，餐厅主动将菜品以预制菜形式售卖，叠加宅家文化盛行，C 端消费市场迎来发展机遇。23 年 80% 的预制菜消费仍来自 B 端消费场景，C 端尚处于培育期，渗透空间大。B 端降本需求迫切+C 端新零售渠道兴起+政策规范行业，预计未来预制菜行业会加速发展。根据艾媒咨询，2021 年国内预制菜市场规模达到 3459 亿元，预计 2019-2023 年 CAGR 为 20.56%，未来仍有较大增长空间。

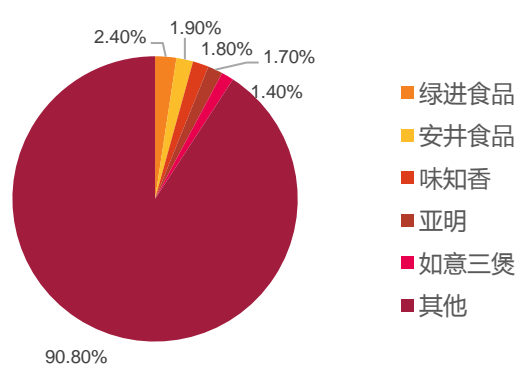
2) 竞争格局：参与者类型众多，集中度低。由于我国预制菜行业起步较晚，行业内仍有大量规模较小、实力较弱、管理水平落后的参与者，甚至不乏个体工商户和作坊式的加工点。2020 年预制菜行业 CR5 仅为 9.2%，其中绿进食品、安井食品、味知香分别占比 2.4%、1.9%、1.8%。目前行业整体集中度较低，尚未出现类似美国的 SYSCO、日本的神户物产和日冷公司等市场占有率较高的龙头公司。

图 14：2019-2023 我国预制菜市场规模（亿元）及 YOY(%)



资料来源：艾媒咨询公众号，天风证券研究所

图 15：2020 年我国预制菜市场竞争格局



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

表 2：2022 年预制菜产业省级政策盘点

时间	省份	政策
2022 年 3 月	广东	《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》

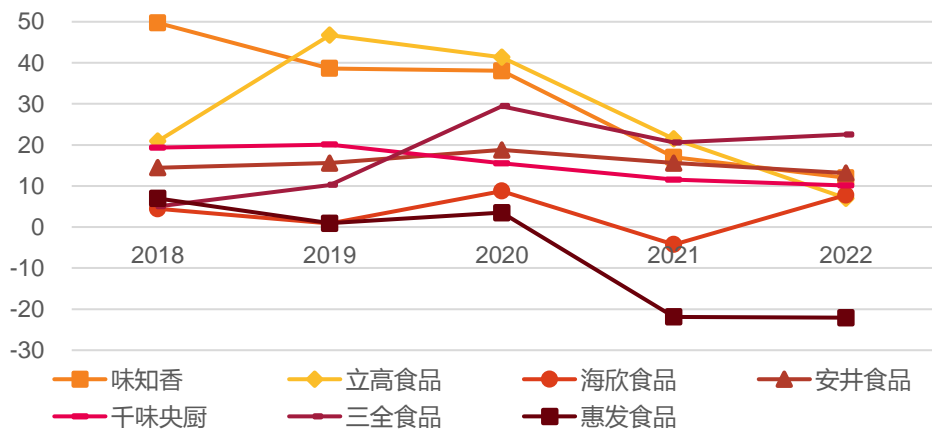
2022年9月	云南	《云南省预制菜产业发展实施意见》
2022年10月	河南	《河南省加快预制菜产业发展行动方案（2022—2025年）》
2022年11月	福建	《加快推进预制菜产业高质量发展的措施》
2022年11月	山东	《关于推进全省预制菜产业高质量发展的意见》

资料来源：广东省人民政府官网，云南省委农村工作领导小组办公室官网，河南省人民政府办公厅官网，福建省商务厅官网，山东省人民政府，天风证券研究所

3. 核心竞争力：产业链、产品、渠道三位一体，优势突出

卓越的产品力、极致的运营效率是公司持续高 ROE 的根基。对比行业可比公司，近年来安井食品 ROE 维持在 10% 以上，稳定高于可比公司海欣食品 and 惠发食品。

图 16：行业可比公司 ROE 对比



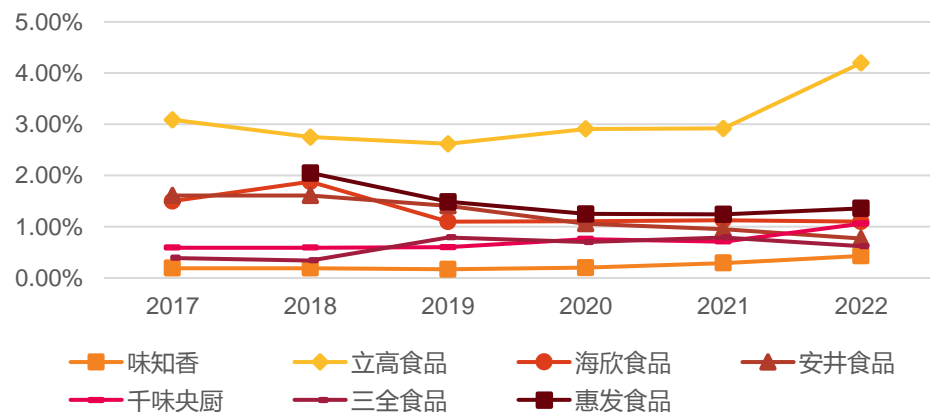
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 产业链：向上采购优势突出，向下“销地产”模式优化费用

3.1.1. 规模优势：传统品类工业化程度高，公司成本表现优于同行

成熟品类工业化程度高，易于形成规模化和效率优势。从产品角度看，速冻火锅料、米面制品均处于相对成熟阶段，产品相对同质化，我们认为公司推新能力及规模效应下的成本控制能力和效率水平是核心竞争力。

图 17：2017-2022 年安井及同业公司的研发费用率对比

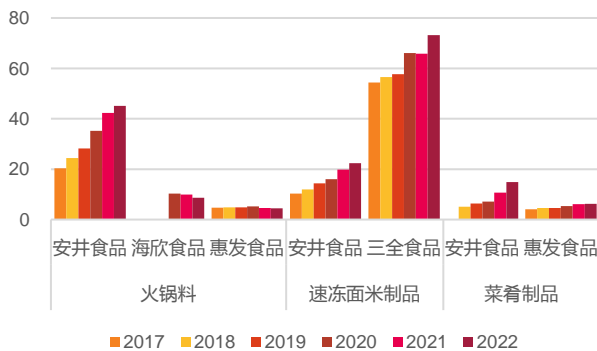


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司在火锅料、速冻米面两类传统的工业化成熟品类规模优势已经形成，生产成本优于同行业公司。2017 年之前，火锅料行业红利期，公司抓住时机大幅扩产，实现火锅料销量快速增长，基本维持 20% 以上的增速水平；速冻米面制品行业整体相对平稳，13-22 年基本维持 10%-20% 的平稳增速。目前公司在这速冻火锅料、速冻米面制品两个细分赛道均已占据行业领先地位，尤其火锅制品市占率 9%，体量接近龙二两倍，规模优势已然形成。具体看：

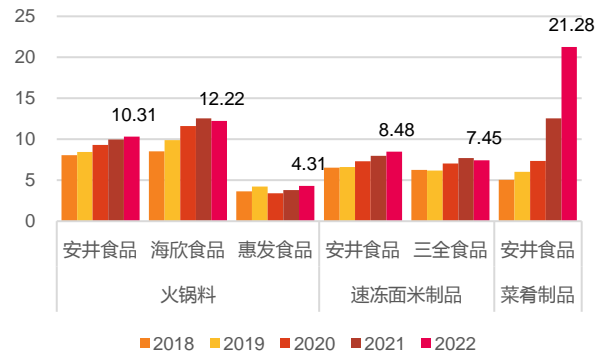
- **火锅料：规模优势明显，相较于同行业公司，生产吨成本波动较小。**安井食品在该品类的产销规模优势显著，生产吨成本趋于稳定；海欣食品生产成本波动较大，受市场环境和原材料成本影响明显。
- **速冻米面制品：生产成本略高于三全，但成本增速整体趋缓。**安井食品在该品类的销量低于三全食品，生产吨成本相对较高，但生产成本增速逐渐放缓。
- **菜肴制品：尚未形成规模优势，生产成本受工业化程度影响大。**公司的菜肴制品仍处于发力阶段，各品牌产品方向、推广目标清晰，随着菜肴制品规模增长，成本优势有望显现。

图 18：安井及同业公司销量对比（万吨）



资料来源：同花顺资讯，公司公告，天风证券研究所

图 19：安井及同业公司生产吨成本对比（元/千克）

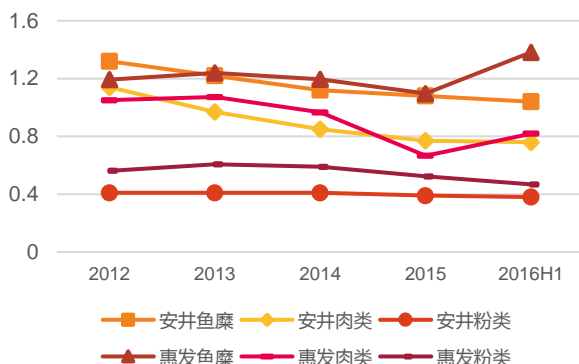


资料来源：同花顺资讯，公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 采购优势：对上游把控力强，议价能力突出

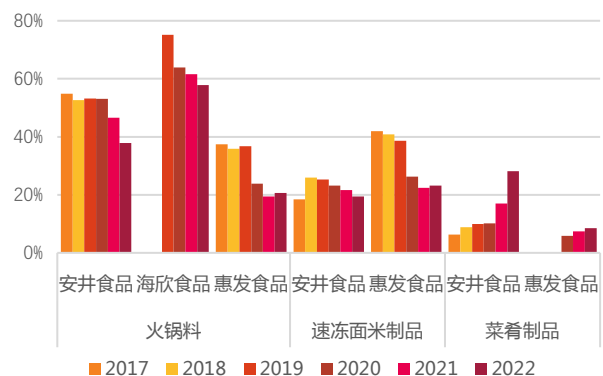
上游原材料价格波动明显，但公司原材料采购能力明显优于同行。公司上游原材料包括猪肉、鸡肉等大宗农产品以及鱼糜等小众商品，其价格变动与宏观经济、市场环境密切相关。对比安井和惠发在 2012-2016H1 期间主要原材料采购价，惠发在此期间营收和采购体量没有增长，其生产成本基本可用来代表原材料行情波动；而安井的鱼糜、肉类和粉类三大原材料采购价逐年稳定下降，在 2016H1 均低于惠发采购价。

图 20：安井及惠发生产吨成本对比（元/千克）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

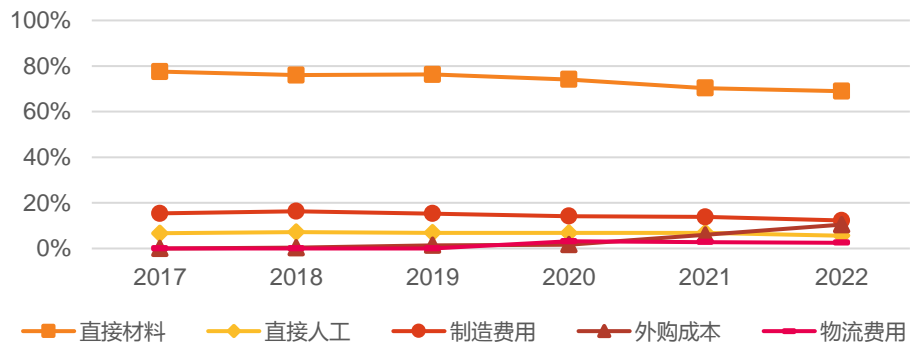
图 21：安井及同业公司原材料成本占比对比



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

安井采购优势的来源：①**规模优势放大对上游话语权。**2018年-2022年安井鱼糜制品产量在全国鱼糜制品加工量的占比从10.19%提升至20.87%，鱼糜产量逐渐向头部集中，有利于公司利用规模优势降低原材料成本，并降低采购价的大幅波动。②**收购上游企业打通全产业链：**公司收购新宏业（上游鱼糜供应商，持股90%）和新柳伍食品（上游鱼糜供应商，持股70%，且具备小龙虾初、深加工能力），为公司鱼糜类产品生产提供稳定的原材料，在价格体系及上游行业标准制定上掌握主动权。③**内部运营效率精细化：**A 低价囤货策略：公司为控制原材料的采购成本，提前对未来主要原材料商品预测，通过中间商以更实惠的价格购买进入库存。B 管理分工细化：公司围绕集团采购的大宗物料设置品类总监，由各生产基地总经理兼任，通过加强协作和业务指导，使采购成本进一步优化。

图 22：安井食品 2017 年-2022 年成本构成要素占比变化



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

3.1.3. 效率优势：“销地产”模式走通，费用率显著优于同行

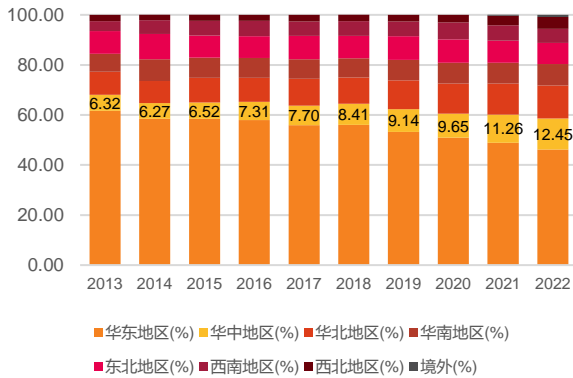
相比其他行业，速冻食品对冷链要求高，物流成本负担大，安井“销地产”的建设模式下，在全国各区域市场布局生产基地，有利于缩小销售和运输半径、减少费用投入。“销地产”模式的核心壁垒在于投入成本，前期投资金额高，配置链路长，公司基于现有基地扩产，协同水、电、环保等基础设施，高效实现区域性收入提升。以子公司河南安井为例，2020年实现一期投产，并稳步推进二期的投产和三期的建设，同时缩短华中地区的产销链，提升其在收入构成中的比例，2019年-2022年华中地区收入贡献占比上升4.8pct。

图 23：公司全国化布局进展



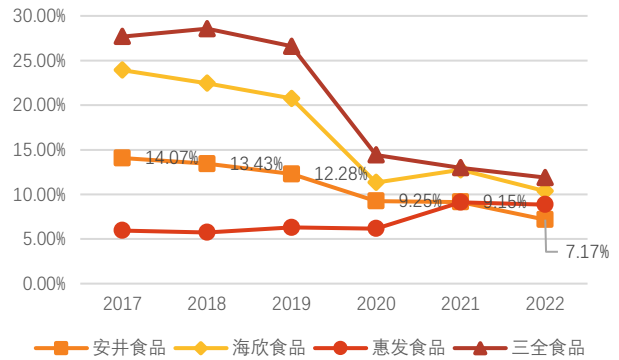
资料来源：公司公告，自然资源部，天风证券研究所

图 24：公司各地区收入构成（%）



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 25：安井食品 and 同业公司的销售费用率对比

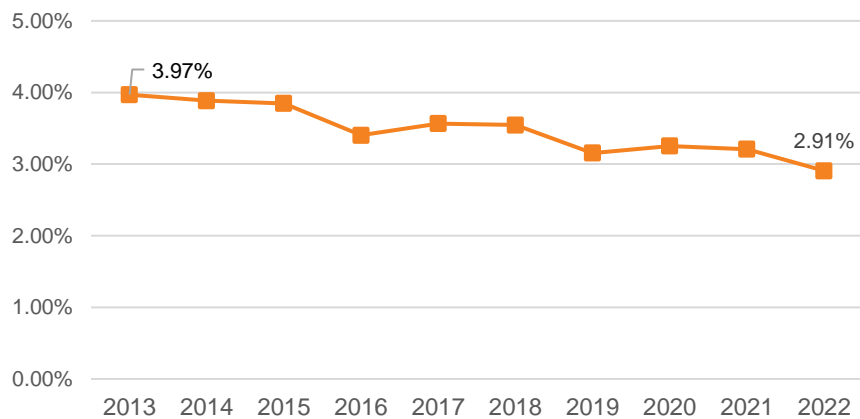


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

具体指标看，“销地产”模式对费用的优化主要体现在：

- **销售半径缩小，销售费用率下降：**“销地产”模式推动公司在建立长期稳定的合作关系，缩短产销地之间的物流运输半径。尤其是 2019 年-2020 年，工厂建设投产为产品销售提供了有效保障，销售费用率明显下降。
- **产销地之间的物流运输半径缩小，物流费用相应降低：**生产基地的扩张有效缩短陆路运输距离（如辽宁基地），同时也拓展了更多的区域可能性（如四川基地）。近几年安井运输费用率逐步下降，2013 年-2022 年下降 1.99pct。横向对比看，海欣也在多地建设生产基地，但整体密度和分布不如安井，行业平均运输费用率水平在 4% 以上，而安井则可以做到 3% 以内。

图 26：公司物流运输费用率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 产品端：品牌矩阵多元，爆品打造能力突出

3.2.1. 品牌矩阵：走向多元化，聚焦细分大类

公司多年来聚焦“安井”单一品牌，前期深蹲夯实品牌知名度；直到 2018 年在行业地位稳固开始寻找第二成长曲线时才推出其他品牌。2018 年安井开始进军预制菜行业，据新食材，安井首先成立“冻品先生”以 OEM 模式轻资产尝试预制菜，并且入股新宏业推出小龙虾制品，并于 2022 年成立“安井小厨”事业部，加速建设安井预制菜品牌。

目前安井已经构建了丰富的品牌矩阵，聚焦细分大类。除了主要“安井”牌速冻火锅料及速冻面米产品，还有“安井小厨”主营糯米鸡和小酥肉，“冻品先生”式经营酸菜鱼等预制菜产品。“洪湖诱惑”及“柳伍”主营小龙虾尾及调味小龙虾等水产预制菜。2023 年安井计划推出“锁鲜装 4.0+ 虾滑系列”的超级大爆品和“1：1：1：1”（即火山石烤肠、蒸煎饺、小酥肉、烤鱼）的年度爆品集群，以“安井”品牌配合新成立预制菜品牌提高新品上市速度，不断提高新产品销售占比。

图 27：公司主要子品牌



资料来源：安井食品官网，天风证券研究所

表 3：公司品牌产品发展历程

	安井传统产品		预制菜产品		
	安井	安井小厨	冻品先生	洪湖诱惑	新柳伍
成立时间	——	2022 年 5 月自身成立	2018 年自身成立	2018 年入股新宏业， 2021 年正式收购	2022 年 5 月收购 新柳伍
主营	1、鱼豆腐、鱼籽包、蟹味排等速冻鱼糜制品 2、撒尿肉丸、亲亲肠、霞迷饺等速冻肉制品 3、烧麦、手抓饼、奶香馒头、红糖发糕等速冻面制品	小酥肉、荷香糯米鸡等预制菜制品	酸菜鱼、藕盒等预制菜制品	小龙虾尾及调味小龙虾等水产类预制菜肴	
2023 年计划	推出“锁鲜装 4.0+ 虾滑系列”的超级大爆品	推出鸡排、爆浆鸡排、鸡米花、鸡块、洋葱圈等五大菜肴制品	推出烤鱼等具备 BC 渠道属性的菜肴新品	继续做精做强小龙虾产业的同时，将着力布局其他水产类预制菜肴	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.2. 爆品系列化策略：推出不同规格、口味新品，拥抱大 B 定制化

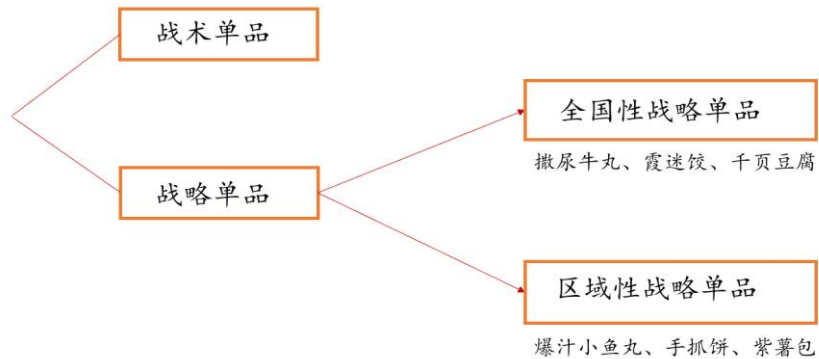
公司将主要单品分为战略单品和战术单品，营销资源倾斜到战略单品上。根据各地区市场成熟程度和单品竞争态势，战略大单品又进一步划分为“全国性战略单品”和“区域性战略单品”。公司在 2016 年及之前成功推出撒尿肉丸、霞迷饺、干夜豆腐等大单品之后，近几年发力预制菜，相继推出了锁鲜装系列、虾滑系列、冻品先生酸菜鱼等大单品，产品迭代迅速，大单品打造经验丰富。

表 4：安井历年推出的大单品



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

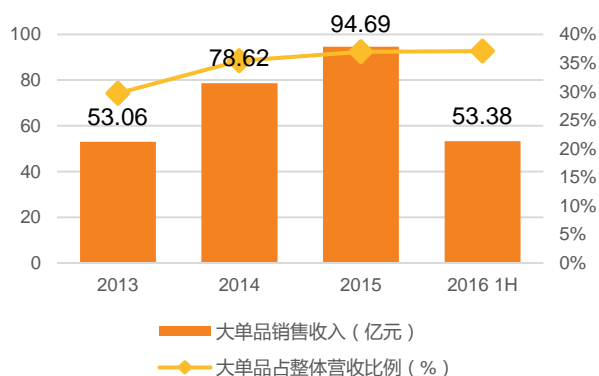
图 28：大单品战略：“战术单品” VS 战略单品



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

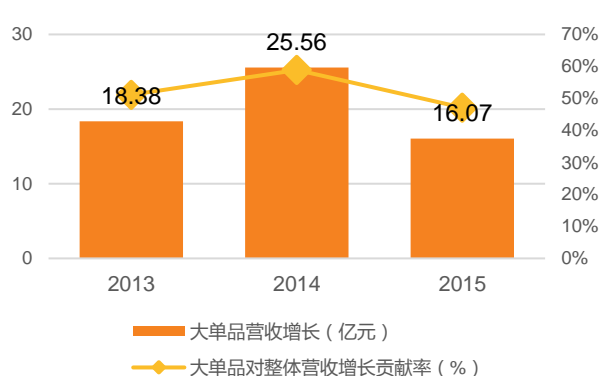
大单品以点带面拉动营收，提升品牌知名度和规模效应。2015 年，公司大单品合计贡献收入 9.5 亿，占比 37%，同时大单品销售收入对整体营收增长的影响为 47%，显著快于公司整体增速；2022 年，安井冻品先生培育出酸菜鱼、藕盒等亿级大单品，实现收入超 5 亿元。2023 年以来，为结合消费环境变化及渠道碎片化趋势，公司积极拥抱大 B 定制化，由过去“超级大爆品+爆品集群”策略转向打造爆品系列化，推出不同规格、不同口味的产品，用细分行业的大品类策略把爆品打爆，面对细分行业竞争者时，不会在系列化或产品矩阵上形成劣势。

图 29：大单品销售收入情况（亿元）及占比（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：大单品营收增量（亿元）及对整体营收增长的贡献率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：1:1:1:1 爆品集群



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司采用精准市场策略、先进研发能力、全渠道发力护航新品开发：

- **研发能力：**公司注重研发投入，按照“研发一代、生产一代、储备一代”的新品规划思路，“及时跟进、持续改进、适度创新”的新品研发理念来进行产品研发，每年可推出一系列较为成功的新产品。新品管理实行“产地研”模式，提高产品针对性。公司的新品销售增长对营业收入增长的作用显著，自 2012 年以来开发新产品累计实现的销售收入逐年增长，占营业收入的比例也不断提高。公司注重研发团队的建设，2022 年公司研发人员数量达 341 人，人均工资薪酬高于同行业其他竞品。

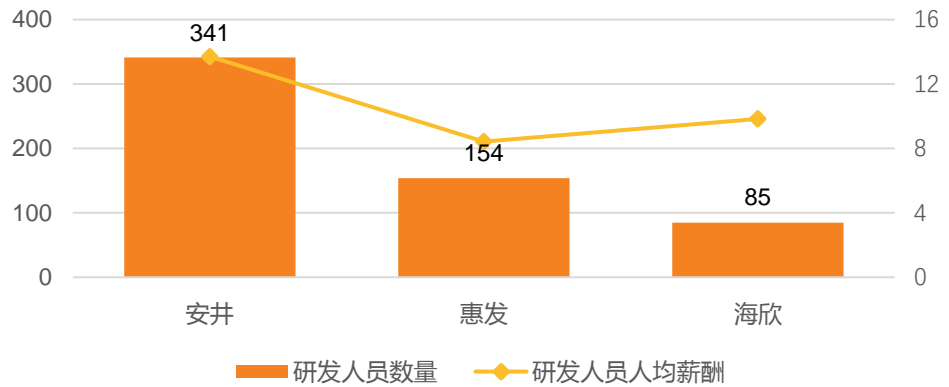
表 5：公司每年推出的新品

2012	红糖馒头、紫薯包、烤烤香、烧鱼板、太湖燕饺、手抓饼
2013	霞迷饺
2014	迷你系列、脆排
2015	火龙鱼果、Q 鱼板、老面馒头、三片两肠、鱼豆干
2016	仿龙虾排、紫薯糯米球
2017	蛋饺、流沙包、核桃包、丸之尊
2018	蒸煎饺、桂花糕、小油条、破破肠、小酥肉、香炸藕条

2019	馅饼、虾滑
2020	微波馅饼、烧卖、梅菜扣肉、佛跳墙、蒜香骨、扇子骨、牛仔骨、酸菜鱼
2021	鱼子虾滑、虾仁福袋、牛筋肉丸、奶白馒头、出水煮牛肉、糖醋里脊、咖喱鸡肉、翡翠虾仁、宫保鸡丁

资料来源：公司公告，天风证券研究所

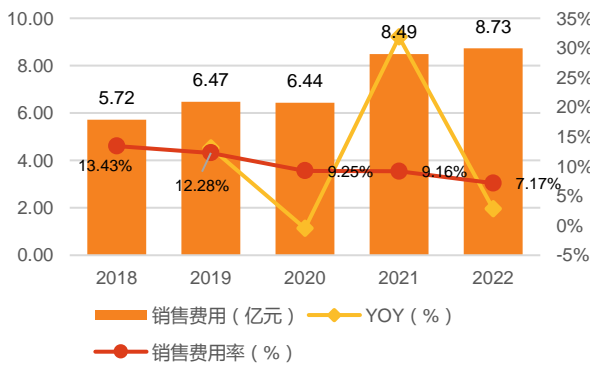
图 32：研发人员数量（人，左轴）与人均薪酬（万元，右轴）



资料来源：同花顺资讯，公司公告，天风证券研究所

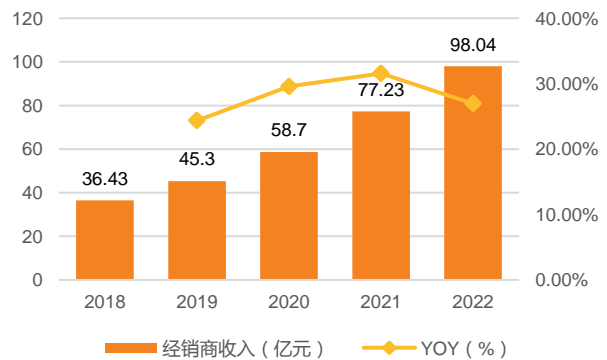
- **营销策略：**公司坚持以“视觉营销”为主要手段的渠道品牌建设思路，积极布局新媒体，打造立体式宣传矩阵，更好的触达年轻消费群，扩大品牌声量，推动宣传品效合一。公司注重新品推广，销售费用稳步增加。在营销团队建设上，公司将新品推广业绩纳入营销团队考核范围，保障员工新品推广的积极性。
- **销售渠道：**目前公司的销售模式主要有经销模式、商超模式、特通直营模式、电商模式和新零售模式五大模式，其中 22 年经销商收入在营业总收入中占比 80.48%。这主要得益于安井对经销商的“贴身支持”：帮助经销商开拓 C 端超市、菜场等终端，协助经销商开设线上直播间等新兴营商模式，渠道力不断增强。另外，公司继续坚持“BC 兼顾、全渠发力”战略，按照“渠道扫盲、终端为王”思路不断推进渠道下沉、完善渠道建设。

图 33：2018-2022 销售费用（亿元）、YOY 及销售费用率（%）



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 34：经销商收入情况（亿元）及 YOY（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 渠道端：传统经销渠道优势突出粘性高；主动拥抱大 B、新零售、特通定制化

3.3.1. 安井食品历史渠道策略复盘

2001-2013 年：安井成立于 2001 年，正值速冻行业商超渠道发展及争夺阶段，一二线商超渠道已经被三全、思念把控，安井另辟蹊径以“农村包围城市”，着力发展二三线城市农贸及中小餐饮店市场，以华东地区为大本营，搭建出属于自身的经销商体系。

2013-2017 年：安井确立“经销商渠道为主，商超渠道为辅”的渠道策略，以经销商实现主要销售，商超深入提升安井的品牌形象，加深消费者对安井的品牌认知程度。同时开始北上建设工厂及经销商体系，布局全国产能。

2018 年：随着餐饮行业发展及连锁化程度提升，安井调整渠道策略为“餐饮流通渠道为主，商超电商渠道为辅”，不断推出餐饮渠道适销产品，持续打造餐饮渠道中央厨房概念，强化餐饮渠道的综合竞争力。

2019-2022 年：2019 年安井率先推出“锁鲜装”，开始了速冻火锅料行业由 B 端向 C 端的转型升级。安井提出“BC 兼顾”渠道策略，加大 BC 超市经销商、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发。一方面，公司在 B 端渠道保持竞争力，另一方面通过产品升级主动迎接行业向 C 端中高端化的发展趋势，不断打造提升全渠道大单品竞争力。

2023 年以来：为适应渠道碎片化、分散化趋势，公司积极调整组织架构，扩编特通部门、设立新零售部门，主动拥抱特通渠道定制化、大 B 定制化、新零售定制化。

图 35：安井食品历史渠道复盘

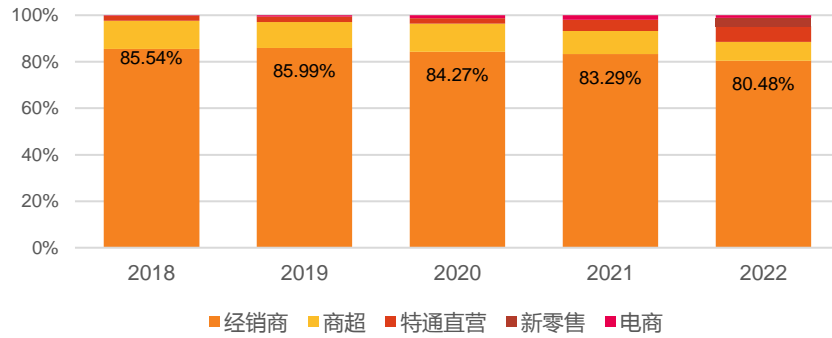


资料来源：公司公告，经理人传媒公众号，天风证券研究所

3.3.2. 经销网络全国化布局，打法成熟、忠诚度高；主动拥抱大 B、新零售、特通定制化

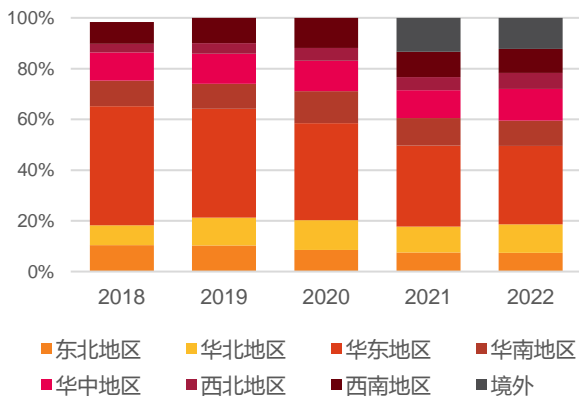
经销渠道为公司强势渠道，占比超 80%。数量上看，公司经销商数量持续快速增长，2019 年安井各工厂建设投产后产能释放，支撑安井经销商数量快速扩张。区域上看，华东地区作为安井大本营，是安井最主要的销售区域，经销商数量占比最多，网络覆盖最为精细；西南、华南、西北等区域网络覆盖相对粗放，预计后续成为重点开拓市场。2021 年安井境外投资英国功夫食品（Oriental Food Express Limited），境外经销商数量从无到有；2022 年安井进一步加强在西南、华南、西北等地三四线城市的开发，经销商渠道进一步下沉，数量占比明显提升。

图 36：安井经销商占主营业务收入比例



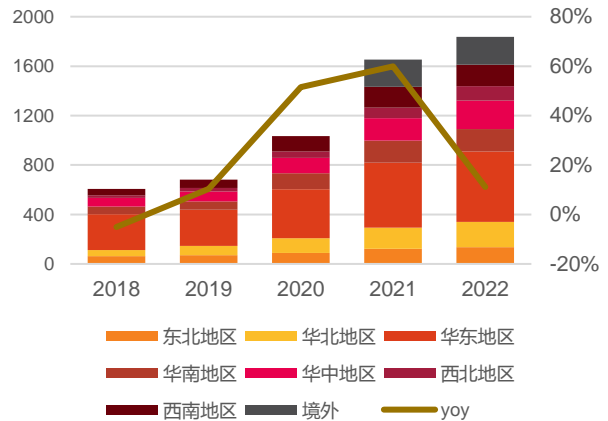
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：按区域分安井经销商占比 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：按区域分安井经销商数量 (家) 及 yoy (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司强势、高粘性的经销渠道，主要来自销售人员“贴身支持”的服务模式以及系统化的经销商管理体系。

- 公司销售队伍庞大，为经销商提供“贴身支持”服务，持续经销商粘性。2022 年，公司销售人员数量 3885 人，平均 2-3 个销售对接单个经销商，而海欣、三全平均 1 个销售对接 2-3 个经销商，可见公司对经销商服务的人员投入高于同行业公司。同时从公司人效可见一斑，安井人效明显领先同行，2022 年安井人均创收 314 万，同比增长 47.69%；海欣食品仅为 247 万，三全为 222 万。

图 39：安井及同业公司单个经销商销售人员投入数量

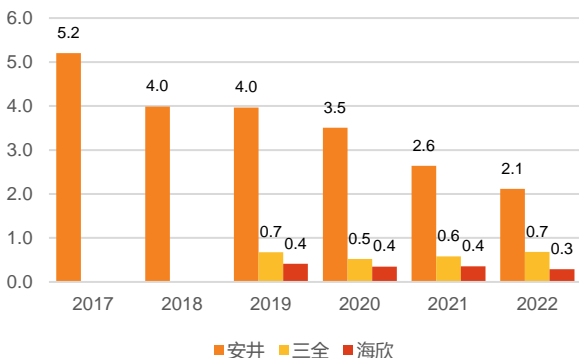
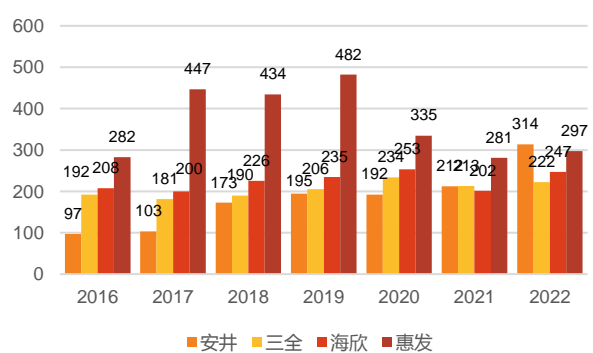


图 40：安井及同业公司销售人员人均创收对比 (万元)

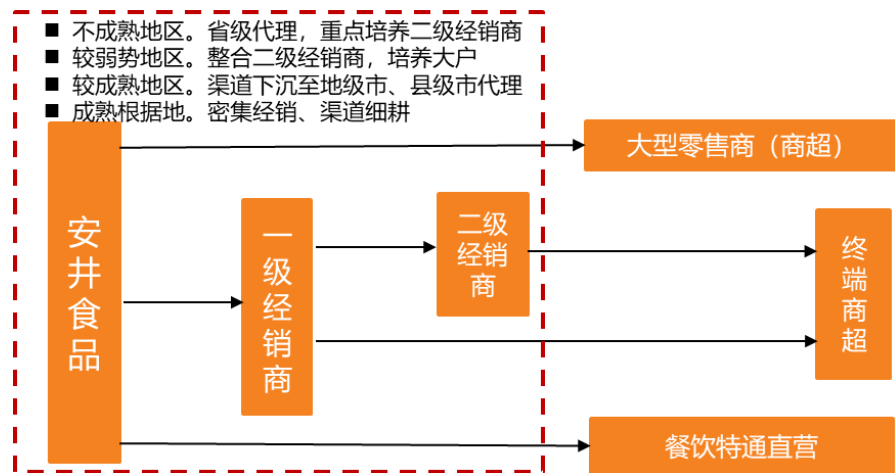


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **安井对按照不同区域的市场成熟度差异，制定不同的经销商管理策略。**针对不成熟和偏远地区市场，安井选择当地拥有较为成熟销售网络的经销商作为省级代理，同时培养重点二批，逐步培育市场。**相对弱势市场，安井整合二级经销商、培养大户，重点扶持少数经销商做大做强，树立标杆客户，对弱势市场发展起带头作用。**较成熟区域的重点市场，安井根据市场发展态势和渠道特点进行渠道下沉，逐步由省级经销商过渡至地级市或县级市经销商为主的方式。**成熟的根据地市场，安井采取密集分销的管理策略，同一地区密集设立经销商并定期整合淘汰，实现经销商渠道细耕。**

图 41：经销商管理体系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **此外，近年来，公司重视新兴渠道布局，坚持“BC 兼顾、全渠发力”战略，按照“渠道扫盲、终端为王”思路推进渠道建设。**安井现有 5 种销售模式，包括经销商模式、商超模式、特通直营、电商模式和新零售模式等。2023 年以来，为适应渠道碎片化、分散化趋势，公司积极调整组织架构，扩编特通部门、设立新零售部门，主动拥抱特通渠道定制化、大 B 定制化、新零售定制化。

表 6：五种渠道模式对比

渠道模式	模式简介
1 经销商模式	基本特点表现为在以“贴身支持”为核心的基础上实施经销商选择、经销商管理、经销商支持、经销商反馈。
2 商超模式	以健康饮食为品牌诉求，制定风格统一的全年推广活动计划，并协助商超开展形式多样的终端产品促销，提高商超渠道的销售额；随着线上平台赋能各商超系统，同步加强商超线上销售拓展，积极参与各大商超的直播带货活动。
3 特通直营模式	目标客户主要覆盖休闲食品、大型连锁餐饮、酒店、中大型企业团购等领域。目前，公司与包括海底捞、彤德莱、永和大王等在内的国内多家餐饮客户，与周黑鸭、绝味食品、湖北旭乐、浙江瑞松、浙江渔福等休闲食品类上市公司及其上游供应链企业均建立了长期合作关系。
4 电商模式	巩固强化与原有渠道天猫、京东等 B2C 平台合作；积极开拓直播带货板块建设，构建“头部主播+外协直播机构+自建直播团队”三位一体的直播渠道。
5 新零售模式	在价格体系相对稳定的盒马鲜生、锅圈、叮咚买菜、京东超市、朴朴、美团买菜等新零售渠道，公司凭借强大的产品研发及服务能力、丰富的产品矩阵及生产技术经验，开展推新品、占坑位、争曝光、做活动等措施，适应新兴销售场景需要。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 未来亮点：全面发力预制菜，第二增长曲线初显

4.1. 战略：“自产+贴牌+并购”三箭齐发，多品牌运作抢占市场

依靠内生式增长和外延式并购相结合的发展模式，公司在行业内的优势地位有望进一步扩大。

- **自产方面**，公司成立“安井小厨”独立事业部，2023H1 把串烤项目部并入安井小厨，以鸡肉调理品和串烤两条主线推进，同步发展空间更大，也更符合安井的渠道特点。2023 年安井小厨小酥肉、糯米鸡的表现均达预期；
- **OEM 贴牌模式上**，公司推出子品牌“冻品先生”，聚焦两条主线：1) 酒店菜的通路化改造，与公司的优势渠道小 B 端和 C 端更加契合，产品适销对路；2) 火锅周边食材系列化丰富化。火锅周边和安井主业契合、想象空间大。冻品先生的毛肚、黄喉、百叶、鸭肠、黑鱼片、巴沙鱼片等火锅周边产品销售较好；未来公司将在供应链端进一步延伸，培育牛羊肉卷，结合原有水发产品协同发力。
- **并购路线上**，公司以收购的新宏业、新柳伍为代表，充分利用当地原料优势和行业经验，开展水产类菜肴业务，在强化公司在鱼糜原料供应保障和成本管控的同时，扩充产品品类。

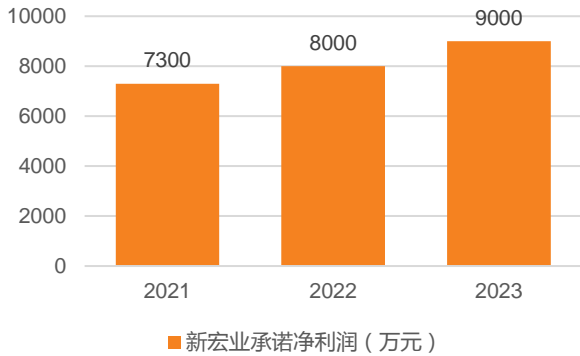
表 7：公司预制菜发展战略

模式	品牌	主营	产品
自产	安井小厨	调理类、蒸炸类产品	
贴牌	冻品先生	家庭川湘类菜肴制品	
并购	洪湖诱惑/柳伍	水产类菜肴	

资料来源：公司公告，淘宝天猫旗舰店，天风证券研究所

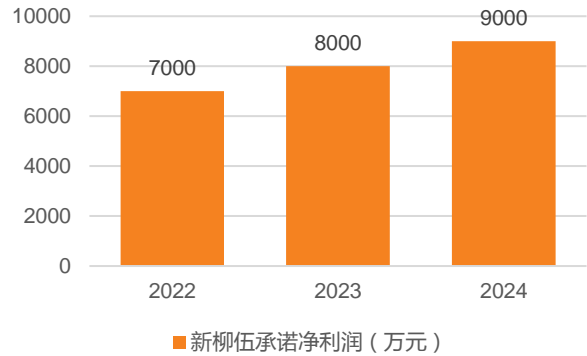
2021 年 6 月，公司拟收购新宏业食品 71% 的股权，合计持股比例达到 90%，新宏业承诺 2021/2022/2023 年规范净利润不低于 7300/8000/9000 万元；2022 年 4 月，公司拟分两步收购新柳伍食品 70% 的股权，新柳伍承诺 2022/2023/2024 规范净利润不低于 7000/8000/9000 万元。两家公司均位于我国淡水鱼糜、小龙虾产业重地湖北，收购完成后有望进一步增强公司在原材料方面的抗风险能力，提高小龙虾菜肴领域的市场占有率。

图 42：2021-2023 年新宏业业绩承诺



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43：2022-2024 年新柳伍业绩承诺



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 产能：募投+自筹，产能持续扩张

目前公司分别在福建厦门、江苏无锡、江苏泰州、辽宁鞍山、四川资阳、湖北潜江、湖北洪湖、河南安阳、广东佛山、山东德州建有 12 个生产基地。2022 年公司产能利用率为 92.24%，各工厂合计设计产能 94.39 万吨，同比增加 19.11 万吨；实际产量 87.07 万吨，同比增长 12.88 万吨。

2023 年 6 月 7 日，安井在中国（三水）国际水都饮料食品基地正式揭牌，与华南理工大学联合共建的广东省预制菜（食品）工程技术研究中心同步揭牌，该中心是目前广东省首个，也是唯一一个预制菜工程中心。6 月 9 日，四川安井三期签约项目也在四川省资阳市正式签约。随着公司各生产基地扩产计划逐步投产落地，公司产能扩张有望稳步推进，跑出规模优势。

表 8：公司改扩建项目汇总（数据截止 2022 年末）

募投项目	项目投资总额 (万元)	使用募集资金额 (万元)	产能增加情况	工程进度（截止 2022 年末）
（一）新基地建设及老基地扩建类项目				
广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目	71,600.00	65,600.00	鱼糜制品 8 万吨、肉制品 2.7 万吨、米面制品 2.6 万吨	主体完成，进入装修
山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项目	105,400.00	105,400.00	鱼糜制品 9.0 万吨、肉制品 5.0 万吨、米面制品 2.5 万吨、菜肴制品 3.5 万吨	土建
河南三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目	73,000.00	73,000.00	鱼糜制品 6.6 万吨、肉制品 4.0 万吨、米面制品 1.4 万吨、菜肴制品 2.0 万吨	土建
泰州三期年产 10 万吨速冻食品扩建项目	52,000.00	52,000.00	鱼糜制品 3.0 万吨、肉制品 4.5 万吨、菜肴制品 2.5 万吨	土建
辽宁三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目	72,800.00	72,800.00	鱼糜制品 6.5 万吨、肉制品 3.0 万吨、米面制品 2.0 万吨	工程前期准备

			菜肴制品 2.5 万吨。	
河南年产 15 万吨速冻食品生产项目	30,000.00	17,800.00	10 万吨速冻制品产能 (21 年增改为 15 万吨项目)	工程完工
辽宁年产 4 万吨速冻调制食品项目	18,600.00	18,600.00	4 万吨速冻制品	一期已完工, 二期部分已完工, 部分尚未验收未决算
湖北厂房二期工程	60,000.00	53,600.00	15 万吨速冻制品产能	部分工程完工, 部分在建
洪湖安井小龙虾预制菜肴制品基地建设项目				土建

(二) 老基地技术升级改造类别

辽宁安井技术升级改造项目	18,000.00	18,000.00	2.00 万吨速冻食品	部分工程完工, 部分在建
四川安井技术升级改造项目-三期冷库	25,000.00	25,000.00	2.50 万吨速冻食品	主体完工

自筹项目	预算数 (万元)		工程进度
四川厂区建设二期工程	9,000.00		工程完工
湖北新宏业整肢虾车间工程项目	2,800.00		主体已完工, 配套尚未完工
湖北新柳伍年加工 5000 吨出口小龙虾项目	7,000.00		土建完成, 进入装修

资料来源：公司公告，天风证券研究所

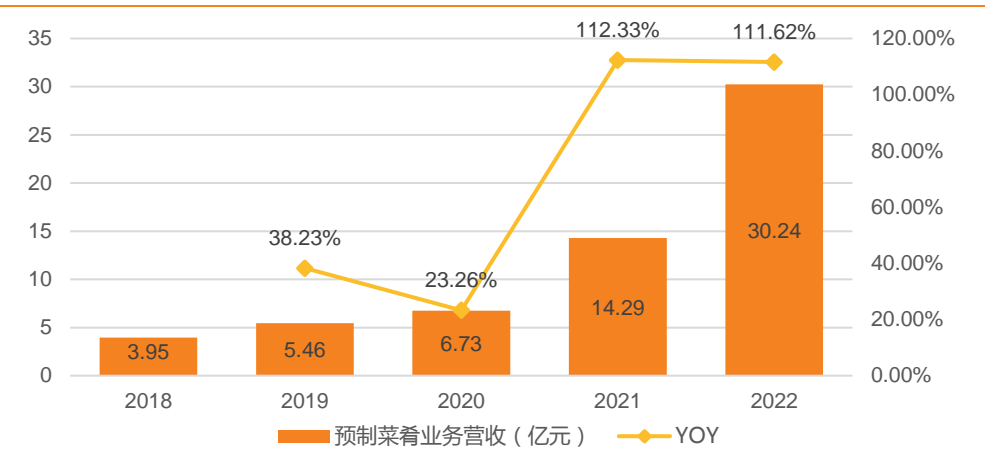
4.3. 优势：渠道粘性高+选品能力强，打造先发优势

公司作为预制菜行业中的速冻食品派，具备两点主要优势：1) 冻品行业比专业预制菜行业发展更早，公司率先建立了全国销售网点和营销渠道，现阶段产品快速起量和渠道扩张有直接关系；2) 公司推广新品采用不断优化、打磨选品模式，具备更成熟的消费品推广经验。

在以冻品先生为例，安井冻品先生目前主要有三类经销商：1) 原有冻品经销商中具备销售预制菜能力的，此类经销商公司更多采用竞品替代的策略；2) 公司广大经销商中原本不具备预制菜终端销售渠道和销售经验的，此类客户由公司引领其进行业务扩容；3) 新开发的专业预制菜经销商，由于进入行业较早，此类经销商掌握一定终端客户资源，而预制菜早期产品存在一定同质化，此类经销商专业性强、选择面宽，公司正在逐步开发和拓展。

目前冻品先生经销商主要由第二类构成，公司原有经销商团队具备较强的资金实力、丰富的产品推广经验且对公司有着极高的忠诚度和认可度，公司与经销商共同扩大能力边界，按照“原有渠道叠加新品——新品导入拓展新渠道”的模式不断开拓业务。2022 年度，安井冻品先生供应商数量增长 66%，培育了酸菜鱼、藕盒等亿级大单品，实现收入超 5 亿元，对公司的预制菜肴业务起到了开拓市场、先试先行的作用。

图 44：2018-2022 年公司预制菜肴业务营收（亿元）及 YOY（%）



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

在选品方面，公司预制菜品牌有差异化和清晰的品牌产品定位。以公司在 2022 年 5 月成立的“安井小厨”事业部为例，安井小厨以即热食品为主，聚焦调理品、点心类菜肴，菜系定位蒸炸类产品。消费者定位为年龄约 30-40 岁之间的家庭主妇、年轻人，这类人群经济能力、消费水平、接受能力较强，是消费的主流。安井小厨现已陆续推出了小酥肉、荷香糯米鸡、炸霞糕等产品，未来将更加明确产品方向和推广目标，在继续重点推广拳头产品小酥肉的同时，推出鸡排、爆浆鸡排、鸡米花、鸡块、洋葱圈等五大菜肴制品，预计营收有望进一步增长。

目前参与预制菜行业的企业众多，在 B 端开始大量使用预制菜情况下，C 端对预制菜仍有抗拒心理，需要持续研发迭代产品。安井于 2019 年推出面向 C 端火锅料“锁鲜装”，引领火锅料行业从 B 端向 C 端的转型升级，对 C 端需求和自身产品研发策略都有丰富经验。安井在 B 端渠道上，从原有小 B 端渠道入手导入预制菜新品；C 端渠道上，以 OEM 模式的冻品先生布局家庭川湘类菜肴制品，**BC 兼顾，渠道加选品能力，打造先发优势。未来在巩固 B 端渠道同时有望再一次引领预制菜行业打通 C 端市场。**

表 9：五类预制菜企业及其特征

分类	代表企业	特征
上游原料型企业	龙大美食、国联水产	主营业务多为农产品预处理及初加工，在原料、产能、资金、B 端渠道均有优势，长期来看，有望出现预制菜龙头企业
速冻食品企业	安井食品、千味央厨	产品标准化程度高，渠道分销能力强，容易出爆品
专业预制菜企业	味知香、珍味小梅园	具有产品思维和爆款思维，具备大单品研发能力，不过受制于供应链和资金，规模不如前两类企业大
餐饮企业	西贝、广州酒家	深耕 C 端多年，具有品牌背书，明星单品有望占领高端预制菜市场
生鲜电商	京东超市、叮咚买菜	具备丰富供应链积累，SKU 丰富，接近终端消费者，可基于大数据挖掘 C 端偏好

资料来源：《2022 预制菜年度消费报告》，半月谈，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

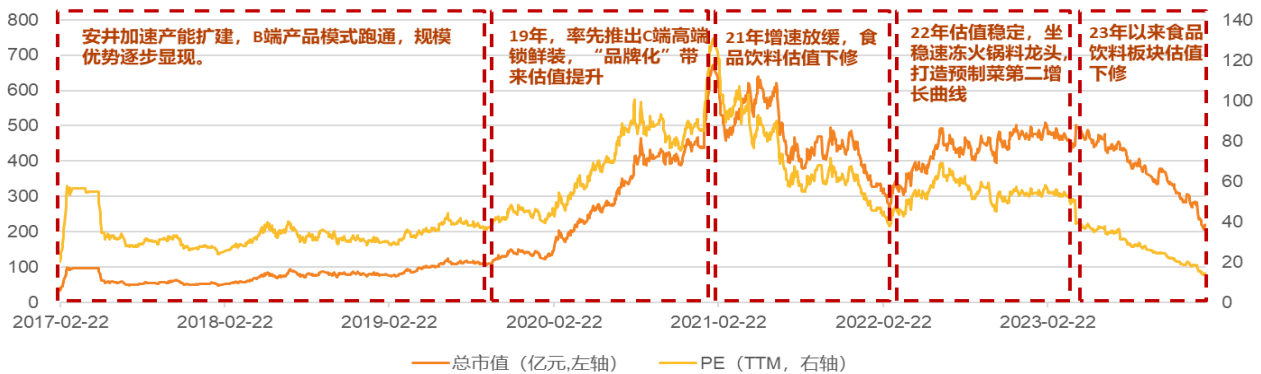
5.1. 安井股价复盘

- **2017.2-2019.10**：加速产能扩建，B 端速冻产品模式跑通，规模优势逐步显现。
- **2019.10-2021.2**：2019 年安井率先推出**面向 C 端全渠道销售的中高端火锅料锁鲜**

装系列，在同行同类产品中其取得明显竞争优势，“品牌化”带来估值与 PE 提升。

- **2021.2-2022.6**：安井食品确立“**双剑合璧，三路并进**”的经营策略，在火锅料、米面制品外，增加了速冻菜肴制品业务。2018-2022 年，公司速冻菜肴制品收入从 3.95 亿元增长至 30.24 亿元，年复合增长率达 66.34%。重点打造预制菜第二增长曲线。
- **2022.6-至今**：2021 年速冻火锅料行业，安井食品以 9% 的市场份额占据领先地位，市占率接近排名第二海霸王(5%)的两倍。截止 2024 年 2 月 7 日，安井 PE(TTM) 为 14 倍，估值处于上市以来低位，向上空间明显。

图 45：安井食品历史股价与 PE 复盘



资料来源：同花顺资讯，公司公告，天风证券研究所

5.2. 业绩拆分与估值

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 146.0/171.9/204.4 亿元，同比增速 19.8%/17.7%/18.9%。具体拆分看：

- 1) 速冻火锅料制品：公司火锅料制品市占率第一，龙头地位稳固。2022 年受疫情影响，增速有所放缓；随着消费餐饮逐步恢复，预计 2023 年增速回升后稳定增长。我们预计 2023/2024/2025 年火锅料营收 73.2/81.3/90.2 亿元，同比增长 15.7%/11.0%/11.0%。考虑到公司提价转嫁部分成本，叠加高端产品占比提升，我们预计整体毛利率水平有提升空间，预计 2023/2024/2025 年毛利率为 28.2%/28.8%/29.7%。
- 2) 速冻面米制品：速冻面米行业进入成熟阶段，整体增速或进入平稳期，我们预计 2023/2024/2025 年面米制品营收 26.0/27.6/29.3 亿元，同比增长 7.5%/6.2%/6.3%；随着面粉等大宗原材料成本震荡回落，我们预计 2023/2024/2025 年毛利率为 23.4%/23.6%/23.8%。
- 3) 速冻菜肴制品：预制菜行业空间市场容量大，目前处于发展早期，竞争格局尚不稳固。公司持续发力预制菜板块，菜肴制品处于高速增长通道，我们预计 2023/2024/2025 年菜肴制品营收 40.6/54.4/72.9 亿元，同比增长 34.4%/33.9%/33.9%；2023/2024/2025 年毛利率为 12.3%/14.0%/14.8%。

图 46：公司各板块业务盈利拆分（百万元，%）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5267	6965	9272	12183	14600	17189	20438
yoy	23.7%	32.2%	33.1%	31.4%	19.8%	17.7%	18.9%
毛利润（百万元）	1357	1789	2051	2675	3318	3958	4734
毛利率	25.8%	25.7%	22.1%	22.0%	22.7%	23.0%	23.2%
分产品拆分							
速冻火锅料	3325	4623	5620	6329	7322	8129	9021
yoy	20.4%	39.0%	21.6%	12.6%	15.7%	11.0%	11.0%
毛利率	24.0%	25.4%	23.5%	26.1%	28.2%	28.8%	29.7%
速冻面食制品	1388	1662	2054	2414	2595	2756	2930
yoy	26.4%	19.7%	23.6%	17.6%	7.5%	6.2%	6.3%
毛利率	28.8%	27.8%	24.1%	23.5%	23.4%	23.6%	23.8%
菜肴类及其他	546	673	1429	3024	4064	5442	7287
yoy	38.2%	23.3%	112.3%	111.6%	34.4%	33.9%	33.9%
毛利率	28.8%	22.0%	14.2%	11.4%	12.3%	14.0%	14.8%
农副产品+休闲食品			148	380	570	798	1117
yoy				156.8%	50.0%	40.0%	40.0%
毛利率			15.8%	26.0%	23.0%	23.0%	23.0%
其他业务	8	7	21	35	49	64	83
yoy	114.1%	-3.6%	186.6%	65.2%	40.0%	30.0%	30.0%
毛利率	15.8%	37.0%	35.4%	38.2%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司核心竞争优势突出。产业链把控能力强，成本优势突出；产品端大单品战略坚定，爆品开发能力强；渠道端经销网络成熟，新兴渠道持续发力。目前公司速冻火锅料龙头地位显著，预制菜有望复制速冻火锅料成功经验，打造第二成长曲线。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 15.6/18.3/23.1 亿元，同比增长 41.8%/17.5%/25.7%；对应 2024 年 2 月 26 日，PE 16x/14x/11x，维持“买入”评级。

表 10：可比公司估值（截止 2024 年 2 月 26 日）

股票简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		23E	24E	25E	23E	24E	25E
千味央厨	44	1.5	2.0	2.5	29	22	17
立高食品	62	1.7	3.4	4.5	36	18	14
味知香	42	1.5	1.9	2.2	27	22	19
三全食品	109	8.4	9.2	10.2	13	12	11
平均值	64	3.3	4.1	4.9	26	19	15

资料来源：Wind，天风证券研究所（千味央厨、立高食品、味之香、三全食品盈利预测来自 wind 一致预期。）

6. 风险提示

- 1、预制菜行业竞争加剧：**预制菜行业处于快速发展阶段，大量新企业进入参与竞争。若行业竞争加剧，可能会对价格造成负面影响，从而影响公司盈利水平。
- 2、食品质量安全风险：**公司虽建立了严格的质量控制制度和标准，但若因质量控制不力、管理不到位等原因出现食品安全事故或质量问题，将可能对公司的声誉和经营造成不利影响。
- 3、原材料价格变动的风险：**公司的原材料主要为鱼糜、猪肉、禽肉等，呈现一定的波动性。公司产品、原材料价格虽存在一定的联动效应，但价格传导时间、变化的幅度等存在一定的不确定性，会对公司的盈利水平造成一定影响。

- 4、**产能进度不达预期**：公司将遵循“销地产”的生产基地布局策略，稳步推进湖北安井一期、河南安井二期、四川安井二期等项目的逐步投产，以及广东安井一期、山东安井一期、泰州安井三期、辽宁安井三期、河南安井三期等项目的建设，可能受外部环境因素影响存在产能进度不达预期的风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,145.12	5,504.02	6,927.53	6,486.14	8,044.85	营业收入	9,272.20	12,182.66	14,599.66	17,189.15	20,438.00
应收票据及应收账款	542.23	737.00	763.52	936.29	1,050.74	营业成本	7,221.27	9,507.72	11,281.44	13,230.70	15,703.53
预付账款	92.37	79.28	165.71	117.00	203.03	营业税金及附加	58.68	90.14	98.11	117.16	142.62
存货	2,414.09	3,136.84	3,684.38	4,064.41	5,222.35	销售费用	848.66	873.00	887.74	967.84	1,150.77
其他	166.94	835.04	795.86	825.43	826.19	管理费用	319.50	341.74	340.35	526.20	488.72
流动资产合计	4,360.75	10,292.16	12,337.00	12,429.26	15,347.16	研发费用	87.79	93.33	101.92	111.40	132.45
长期股权投资	0.00	9.50	19.50	24.50	24.50	财务费用	0.68	(75.42)	(66.34)	(79.71)	(101.97)
固定资产	2,899.09	3,343.22	3,871.54	4,314.85	4,721.81	资产/信用减值损失	(14.54)	(57.51)	(24.70)	(32.25)	(38.15)
在建工程	315.61	761.09	696.65	657.99	694.79	公允价值变动收益	0.12	2.32	2.85	2.06	0.91
无形资产	500.06	702.94	848.94	981.61	1,100.94	投资净收益	98.51	7.73	33.00	12.00	12.00
其他	695.96	1,084.68	1,076.99	1,044.70	1,057.90	其他	(208.87)	59.51	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4,410.72	5,901.43	6,513.63	7,023.64	7,599.95	营业利润	860.39	1,340.10	1,967.59	2,297.37	2,896.64
资产总计	8,771.47	16,193.59	18,850.63	19,452.90	22,947.10	营业外收入	22.03	92.72	50.00	50.00	50.00
短期借款	256.33	489.00	500.00	550.00	600.00	营业外支出	3.03	6.01	6.00	6.00	5.00
应付票据及应付账款	1,651.54	1,670.10	2,998.21	2,160.12	3,875.49	利润总额	879.40	1,426.81	2,011.59	2,341.37	2,941.64
其他	979.08	1,264.44	2,046.69	2,114.98	2,208.23	所得税	192.59	309.31	432.49	503.39	632.45
流动负债合计	2,886.95	3,423.54	5,544.90	4,825.10	6,683.73	净利润	686.80	1,117.50	1,579.10	1,837.97	2,309.19
长期借款	141.11	2.27	0.20	0.20	0.20	少数股东损益	4.51	16.47	17.37	3.68	3.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	682.30	1,101.03	1,561.73	1,834.30	2,305.72
其他	336.17	429.56	311.37	359.03	366.65	每股收益(元)	2.33	3.75	5.32	6.25	7.86
非流动负债合计	477.27	431.83	311.57	359.23	366.85						
负债合计	3,627.68	4,294.58	5,856.47	5,184.33	7,050.58	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	70.37	219.72	231.88	234.46	236.88	成长能力					
股本	244.42	293.29	293.29	293.29	293.29	营业收入	33.12%	31.39%	19.84%	17.74%	18.90%
资本公积	2,419.92	8,023.97	8,023.97	8,023.97	8,023.97	营业利润	11.05%	55.76%	46.82%	16.76%	26.09%
留存收益	2,514.72	3,410.74	4,503.95	5,787.96	7,401.96	归属于母公司净利润	13.00%	61.37%	41.84%	17.45%	25.70%
其他	(105.65)	(48.73)	(58.94)	(71.10)	(59.59)	获利能力					
股东权益合计	5,143.79	11,899.01	12,994.16	14,268.58	15,896.52	毛利率	22.12%	21.96%	22.73%	23.03%	23.17%
负债和股东权益总计	8,771.47	16,193.59	18,850.63	19,452.90	22,947.10	净利率	7.36%	9.04%	10.70%	10.67%	11.28%
						ROE	13.45%	9.43%	12.24%	13.07%	14.72%
						ROIC	28.54%	24.01%	25.12%	30.98%	29.59%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	41.36%	26.52%	31.07%	26.65%	30.73%
净利润	686.80	1,117.50	1,561.73	1,834.30	2,305.72	净负债率	-14.18%	-42.09%	-49.40%	-41.53%	-46.78%
折旧摊销	247.55	353.56	440.11	512.69	586.90	流动比率	1.38	2.66	2.22	2.58	2.30
财务费用	14.09	(23.08)	(66.34)	(79.71)	(101.97)	速动比率	0.62	1.85	1.56	1.73	1.51
投资损失	(98.51)	(7.73)	(33.00)	(12.00)	(12.00)	营运能力					
营运资金变动	(199.73)	109.63	928.46	(1,228.82)	447.58	应收账款周转率	20.79	19.05	19.46	20.22	20.57
其它	(112.00)	(142.66)	20.22	5.73	4.37	存货周转率	4.52	4.39	4.28	4.44	4.40
经营活动现金流	538.20	1,407.23	2,851.18	1,032.20	3,230.61	总资产周转率	1.17	0.98	0.83	0.90	0.96
资本支出	1,631.90	1,691.07	1,168.19	1,002.34	1,142.38	每股指标(元)					
长期投资	0.00	9.50	10.00	5.00	0.00	每股收益	2.33	3.75	5.32	6.25	7.86
其他	(1,848.37)	(6,495.71)	(2,200.54)	(2,049.34)	(2,282.38)	每股经营现金流	1.84	4.80	9.72	3.52	11.01
投资活动现金流	(216.46)	(4,795.14)	(1,022.35)	(1,042.00)	(1,140.00)	每股净资产	17.30	39.82	43.51	47.85	53.39
债权融资	(529.20)	155.73	78.63	131.97	149.34	估值比率					
股权融资	683.75	5,379.30	(483.95)	(563.55)	(681.24)	市盈率	37.46	23.21	16.37	13.93	11.08
其他	(230.33)	(113.65)	0.00	0.00	0.00	市净率	5.04	2.19	2.00	1.82	1.63
筹资活动现金流	(75.78)	5,421.38	(405.32)	(431.58)	(531.90)	EV/EBITDA	34.77	23.65	7.72	6.79	5.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	43.70	29.27	9.47	8.32	6.08
现金净增加额	245.96	2,033.47	1,423.51	(441.38)	1,558.71						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com