

速冻龙头新征程，厚积淀护新航

买入（首次）

2023 年 05 月 31 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,272	12,175	16,035	19,846
同比（%）	33%	31%	32%	24%
归母净利润（百万元）	682	1,090	1,396	1,758
同比（%）	13%	60%	28%	26%
每股收益（元/股）	2.33	3.72	4.76	6.00
P/E（倍）	65.49	40.99	32.02	25.41

投资要点

■ **复盘安井发展史，优秀的管理层、清晰的战略定位帮助企业行稳致远。**在经营层面上，安井过往 20 余年是一段锐意进取的发展史。我们认为公司能稳扎稳打、实现弯道超车，与其优秀的管理、清晰的战略定位、和高效的执行密不可分。充足的激励为高效管理奠定了良好的基础，帮助企业成就基业长青。在资本市场，安井自 2017 年上市以来已成为十倍股，公司以优异的成绩逐渐被市场认可，认知差消除后，估值中枢整体上移，市场对公司预期愈发充分，股价对业绩的反应也越来越快。

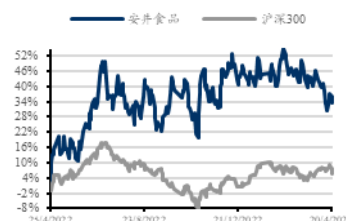
■ **在传统主业上，安井产品渠道先行，铸造规模效应壁垒。**速冻行业长期空间广阔，但本质是门 ROE 不高的苦生意，要提升盈利能力与周转效率都对企业管理提出了较高的要求。安井在产品、渠道和供应端都建立起了强有力的优势，帮助企业行稳致远：**1）产品端：**大单品战略定位准，优秀的综合实力帮助企业提高推新成功率，大单品的成功为企业构筑规模效应提供了强有力的基础。**2）渠道端：**安井“贴身服务”经销商，经销队伍长期稳定，跟随安井一起成长为大商后资源丰富、忠诚度高、粘性强，对安井的政策执行效率高。渠道力为大单品成功进一步提供了保障，成为企业构筑规模效应的重要前提。**3）供应链端：**安井“销地产”布局全国 8 省，有效降低了采购成本及运输费用，在供应链端构建了的规模优势成为长期护城河。

■ **预制菜新业务空间广阔，寻找大单品是突破关键，安井优势有望复制助推第二曲线新增长。**预制菜空间超 3000 亿元，未来 3-5 年有望保持复合 25%以上增长。目前仍处于渗透率持续提升阶段，B 端连锁化率的提升+降本增效需求驱动预制菜餐饮端渗透率提升，C 端“便捷化”趋势长期持续驱动 C 端消费习惯的培育。行业格局分散，玩家类型众多，目前仍处于错位竞争阶段。参考速冻企业的成长之路，我们认为大单品或是破局的重点。安井强有力的渠道基础、全国化的生产基地布局和原材料成本优势能部分直接应用于预制菜业务的发展。

■ **盈利预测与投资评级：**长期看好速冻食品行业发展。公司渠道 BC 兼顾，生产基地布局完善，速冻火锅料龙头优势愈发凸显，第二增长曲线速冻预制菜持续亮眼表现，中长期逻辑清晰。可比公司我们选取千味央厨、三全食品、立高食品。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 10.9/14.0/17.6 亿元，同增 60%/28%/26%，EPS 分别为 3.72/4.76/6.00 元，对应当前 PE 为 41x、32x、25x，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**预制菜行业竞争加剧；预制菜新品开发、推广、销售不及预期；原材料价格大幅波动；食品安全事件。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	152.36
一年最低/最高价	112.01/176.54
市净率(倍)	3.97
流通 A 股市值(百万元)	44,686.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	38.39
资产负债率(% ,LF)	25.53
总股本(百万股)	293.29
流通 A 股(百万股)	293.29

相关研究

《安井食品(603345): 2021Q3 收入稳健，短期盈利承压》

2021-11-01

《安井食品(603345): 2021 年半年报点评：Q2 收入维持快增，看好长期发展》

2021-08-06

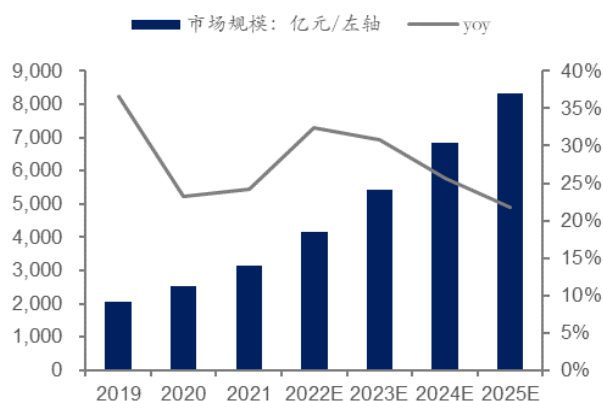
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢汤军和罗颖影的指导。

1. 预制菜：安井优势有望复制，助推第二曲线新增长

预制菜规模超 3000 亿元，B 端发展更早。根据 CCFA 数据，2021 年国内预制菜市场达到 3137 亿元，2016-2021 CAGR 为 30%，正处于快速发展时期，预测未来 4 年市场规模复合增速仍可达到 25-30%。目前 80%来自于 B 端消费场景，C 端仍处于培育期。

他山之石：日本预制菜发展中 C 端滞后于 B 端，降本增效需求+连锁化率提升催生 B 端爆发，家庭结构改变+消费习惯培育催生 C 端需求。日本预制菜行业起步于 1950 年。80 年代开始预制菜 B 端渠道迎来爆发期，这一时期日本经济高速发展，餐饮连锁化大幅提升，同时日本商圈地价与租金大幅上涨，餐厅成本压力剧增，因此餐饮业降本增效需求驱动 B 端预制菜爆发增长。90 年代日本经济泡沫破灭，日本社会结构发生变化，老龄化、单身化和小型家庭化趋势增加，便捷化消费趋势驱动了 C 端预制菜的需求爆发。对标我国看，B 端预制菜与日本 80 年代发展阶段类似，C 端则刚刚起步，处于培育阶段。

图1：中国预制菜市场规模及预测



数据来源：CCFA，东吴证券（香港）

图2：日本预制菜发展历程



数据来源：灼识咨询，东吴证券（香港）

安井分别以安井小厨、冻品先生布局预制菜 B、C 端，新宏业、新柳伍相对独立运营小龙虾类预制菜。安井小厨是公司在 2022 年成立的事业部，自产模式，以炸点心、调理制品类预制菜面向 B 端，目前大单品主要为小酥肉。冻品先生是独立品牌，OEM 模式，早期以水发类产品面向 B 端为主，2022 年重新定位主要以川湘菜系预制菜面向 C 端，C 端大单品主要为酸菜鱼。新宏业和新柳伍则仍相对独立地运营小龙虾类预制菜，包括调味小龙虾、虾尾和虾仁，目前渠道仍以餐饮为主，2022 年新开拓盒马等新零售渠道，打开 C 端市场。

图3：安井各主体介绍

	传统主业	安井小厨	冻品先生	新宏业	新柳伍	英国功夫食品
主要品类	速冻火锅料、速冻米面、部分速冻菜肴	预制菜		鱼糜、鱼粉和小龙虾		速冻米面、火锅料、菜肴
2022H1收入	42e	2022Q3开始铺货	2.1e	9.1e	暂未披露	4000+w
2022H1利润	4e		280w	6100w		
主要大单品	年化5e+：锁鲜装、撒尿牛肉丸 年化1-5e：虾滑、千页豆腐、手抓饼	年化1e+：小酥肉	年化1e+：酸菜鱼 年化0.5-1e：香酥藕盒、黑鱼片等	小龙虾分为虾尾、调味小龙虾和虾仁，其中虾尾过半，虾仁最少大概在10%左右		

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

如何看待预制菜作为安井的第二增长曲线？首先，速冻米面和火锅料制品都逐步步入成长后期，增速放缓。而预制菜仍处于快速渗透阶段，因此我们认为，将预制菜作为企业的第二曲线能有效承接公司未来的成长。其次，速冻预制菜与速冻米面、火锅料属于同一行业的再延伸，原材料和产线可部分共用，企业的部分优势可直接复制于新业务，而不是完全从0开始的陌生玩家。最后，即烹、即热类预制菜的加工附加值高于速冻米面、火锅料，尤其是C端预制菜，未来有望提升企业整体的盈利能力。

如何看待安井能力的复制？通过对安井二十余年成长史的复盘，我们认为企业优秀的管理层是成功的重要基础，这能为新业务的稳步发展高效护航。同时在这个过程中，安井已经建立起的渠道力和供应链优势都是可以直接赋能于预制菜领域。1）渠道力：公司长期稳定的经销商队伍忠诚度高，一方面已有的部分小B资源更易于预制菜的销售；另一方面长期稳定的经销商对公司粘性强、忠诚度高能帮助公司“力往一处使”，在推新、铺货时执行力更强、效率更高。2）供应链：在生产基地上，公司在全国8省的布局能有效降低运输费用，同时销地产模式也能更好的洞察当地需求，快速反馈，有利于提高大单品的挖掘。在原材料上，安井是全国淡水鱼糜最大的单体采购企业，收购新宏业、新柳伍后对鱼糜供应链的掌控性更强，企业在开发水发、鱼类预制菜时原材料端享有一定的成本优势。

2. 盈利预测与投资评级

长期看好速冻食品行业发展。公司渠道BC兼顾，生产基地布局完善，速冻火锅料龙头优势愈发凸显，第二增长曲线速冻预制菜持续亮眼表现，中长期逻辑清晰。可比公司我们选取千味央厨、三全食品、立高食品。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为10.9/14.0/17.6亿元，同增60%/28%/26%，EPS分别为3.72/4.76/6.00元，对应当前PE为41x、32x、25x，给予“买入”评级。

3. 风险提示

预制菜行业竞争加剧；预制菜新品开发、推广、销售不及预期；原材料价格大幅波动；食品安全事件。

安井食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,361	10,515	12,361	13,907	营业收入	9,272	12,175	16,035	19,846
现金	1,200	5,876	6,358	6,363	减:营业成本	7,221	9,455	12,476	15,428
应收账款	635	906	1,320	1,666	营业税金及附加	59	82	104	129
存货	2,414	3,616	4,548	5,733	销售费用	849	889	1,235	1,508
其他流动资产	112	117	135	145	管理费用	320	402	513	615
非流动资产	4,411	5,385	5,929	6,851	研发费用	88	91	128	159
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	1	-61	-102	-112
固定资产	2,909	3,528	4,072	4,994	资产减值损失	15	10	5	0
在建工程	316	316	316	316	加:投资净收益	99	24	32	40
无形资产	500	525	525	525	其他收益	43	55	72	89
其他非流动资产	686	1,016	1,016	1,016	资产处置收益	-2	0	0	0
资产总计	8,771	15,900	18,290	20,757	营业利润	860	1,386	1,780	2,247
流动负债	3,150	3,752	4,738	5,435	加:营业外净收支	19	19	19	19
短期借款	275	375	375	375	利润总额	879	1,405	1,799	2,266
应付账款	1,652	2,025	2,653	3,004	减:所得税费用	193	308	394	496
其他流动负债	1,223	1,352	1,710	2,056	少数股东损益	5	7	9	12
非流动负债	477	477	477	477	归属母公司净利润	682	1,090	1,396	1,758
长期借款	141	141	141	141	EBIT	765	1,311	1,650	2,096
其他非流动负债	336	336	336	336	EBITDA	1,015	1,717	2,106	2,674
负债合计	3,628	4,229	5,215	5,912	重要财务与估值指标				
少数股东权益	70	78	87	98	2022A	2023E	2024E	2025E	
归属母公司股东权益	5,073	11,593	12,988	14,747	每股收益(元)	2.33	3.72	4.76	6
负债和股东权益	8,771	15,900	18,290	20,757	每股净资产(元)	20.76	39.53	44.28	50.28
					发行在外股份(百万股)	293	293	293	293
					ROIC(%)	11.72	11.53	10.00	11.30
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	13.45	9.40	10.74	11.92
经营活动现金流	538	496	1,444	1,461	毛利率(%)	22.12	22.34	22.19	22.26
投资活动现金流	-216	-1,337	-949	-1,441	销售净利率(%)	7.36	8.95	8.7	8.86
筹资活动现金流	-76	5,517	-14	-14	资产负债率(%)	41.36	26.6	28.51	28.48
现金净增加额	244	4,676	481	5	收入增长率(%)	33.12	31.3	31.71	23.77
折旧和摊销	251	406	456	578	净利润增长率(%)	13	59.78	28.02	25.99
资本开支	-908	-1,361	-981	-1,481	P/E	65.49	40.99	32.02	25.41
营运资本变动	-407	-986	-384	-843	P/B	7.34	3.85	3.44	3.03

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

