

买入（首次）

速冻龙头稳固，发力第二增长曲线

安井食品（603345）深度报告

2023年1月30日

投资要点：

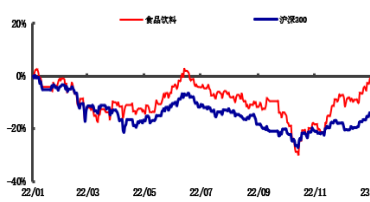
分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：黄冬祎
SAC 执业证书编号：
S0340121020013
电话：0769-22119410
邮箱：
huangdongyi@dgzq.com.cn

主要数据 2023年1月30日

收盘价(元)	162.50
总市值(亿元)	476.60
总股本(亿股)	2.93
流通股本(亿股)	2.93
ROE(TTM)	7.80%
12月最高价(元)	202.64
12月最低价(元)	102.00

食品饮料行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 公司是我国优质速冻食品企业。公司成立于2001年，于2017年2月在上交所上市，总部位于福建省厦门市，主要从事速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售。经过二十多年的发展，公司目前拥有较为丰富的产品矩阵，具有400多个速冻食品品种，形成了以华东地区为中心并辐射全国的营销网络，已成为国内具有影响力和知名度的速冻食品企业之一。
- 我国速冻食品与预制菜行业实现较快增长，多因素推动行业上行。我国速冻食品与预制菜行业的市场规模近几年实现较快增长，集中度仍有提升的空间。预计未来几年推动我国速冻食品与预制菜行业市场规模增长的因素主要包括产品品类多元化、消费升级、消费需求增加、冷链技术提高等。
- 公司多措并举，稳固速冻龙头地位。市场方面，公司积极开拓市场，持续精耕渠道；分品类看，公司采用“自产+并购+贴牌”的策略，速冻菜肴制品已成为公司的第二增长曲线；产能方面，公司目前拥有十一大生产基地，产能扩张稳步推进；研发方面，公司实行“产地研”模式，研发实力具有比较优势；原材料方面，公司对原材料把控力度较强，成本压力趋缓。
- 投资策略：给予公司“买入”评级。公司作为我国速冻食品行业龙头，在夯实传统业务的基础上，紧跟市场积极发展速冻菜肴业务，打造第二增长曲线，产品结构持续优化。短期来看，随着防疫政策放开，消费场景稳步恢复，公司BC端需求有望增加。叠加近期成本压力趋缓，新柳伍、新宏业等成功并表，公司业绩有弹性释放空间。从长期来看，公司具备核心竞争优势，积极开发新品、扩张市场，产能布局稳步推进，市场竞争力有望进一步提升。预计公司2022/2023年每股收益分别为3.70元和4.64元，对应PE估值分别为44倍和35倍，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：食品安全风险，原材料价格波动风险，新品推广不及预期，渠道开展不及预期，宏观经济下行风险。

本报告风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

深度研究

公司研究

证券研究报告

目 录

1. 公司系我国优质速冻食品企业	4
1.1 公司股权结构清晰，管理团队稳定	4
1.2 三路并进，速冻火锅料系公司的主要收入来源	5
1.3 公司营收稳步增长，业绩具有弹性释放空间	7
2. 我国速冻食品与预制菜行业增速较快，多因素推动行业上行	8
2.1 我国速冻食品行业是千亿级市场，细分板块集中度存在差异	8
2.1.1 我国速冻食品行业是千亿级市场，速冻面米制品占据行业主要市场份额	8
2.1.2 我国速冻食品细分行业集中度存在差异	9
2.2 我国预制菜市场增速较快，行业尚属蓝海	10
2.2.1 我国预制菜市场增速较快，未来五年市场规模有望突破万亿元	10
2.2.2 我国预制菜行业竞争格局相对分散，集中度较低	11
2.3 多因素推动我国速冻食品与预制菜行业集中度提高	12
2.4 BC 端齐发力，推动速冻食品与预制菜行业需求增加	13
2.4.1 B 端：餐饮行业发展+餐饮连锁化+企业降本增效，带动需求提升	13
2.4.2 C 端：工作节奏较快+宅经济发展+生活水平提高+人口结构变化+家电普及等因素，共同推动速冻食品需求与预制菜增加	15
3. 多措并举，稳固速冻龙头地位	18
3.1 积极开拓市场，持续精耕渠道	18
3.2 “自产+并购+贴牌”策略，速冻菜肴制品成为公司第二增长曲线	20
3.3 拥有十一大生产基地，产能扩张稳步推进	21
3.4 实行“产地研”模式，研发实力具有比较优势	23
3.5 公司对原材料把控力度较强，成本压力趋缓	25
4. 财务指标对比分析	27
4.1 盈利指标对比	27
4.2 营运能力对比分析	28
5. 投资建议	29
6. 风险提示	30

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）	4
图 3：公司产品矩阵	5
图 4：2018-2022 年前三季度公司产品营收结构（%）	6
图 5：2011-2022 年前三季度公司营业总收入与增速（亿元，%）	7
图 6：2011-2022 年前三季度公司归母净利润与增速（亿元，%）	7
图 7：2013-2021 年我国速冻食品行业市场规模与增速（亿元，%）	8
图 8：2020 年我国速冻食品结构占比（%）	8
图 9：我国速冻面米行业市场竞争格局（%）	9
图 10：我国速冻火锅料制品市场竞争格局（%）	10
图 11：我国预制菜市场规模与增速（亿元，%）	10
图 12：2020 年我国预制菜行业市场集中度（%）	12
图 13：2014-2021 年我国冷链物流市场规模与增速（亿元，%）	13
图 14：2012-2022 年我国餐饮行业收入与增速（亿元，%）	13

图 15: 2015-2021 年我国连锁餐饮企业营业收入与增速（亿元，%）	14
图 16: 2015-2021 年我国连锁餐饮企业总店数与增速（个，%）	14
图 17: 2020 年我国正餐类餐饮企业平均成本构成（%）	15
图 18: 2013-2021 年我国餐饮就业人员平均工资（元/年）	15
图 19: 我国居民早餐用时占比（%）	16
图 20: 我国居民不吃早餐的原因（元/年）	16
图 21: 2020 年疫情期间部分食品天猫销量同比增速（%）	16
图 22: 2016-2022 年我国人均居民可支配收入与增速（元，%）	17
图 23: “一人户”家庭数占比（%）	17
图 24: 我国城镇家庭平均每百户电冰箱拥有量（台/年）	18
图 25: 我国城镇家庭平均每百户微波炉拥有量（台/年）	18
图 26: 2017-2022 年前三季度公司各地区营业收入占比（%）	19
图 27: 2022 年前三季度公司各地区营业收入占比（%）	19
图 28: 公司销售渠道分布	19
图 29: 2022 年前三季度公司各销售渠道占比（%）	20
图 30: 2022H1 可比公司销售渠道结构（%）	20
图 31: 2017-2022 年前三季度公司速冻菜肴制品营收占比（%）	21
图 32: 公司预制菜采用“自产+并购+贴牌”策略	21
图 33: 公司十一大生产基地分布情况	22
图 34: 2021 年可比公司设计产能与产能利用率（万吨，%）	22
图 35: 2017-2022 年前三季度公司研发投入（亿元）	24
图 36: 2017-2021 年公司研发人员数量（人）	24
图 37: 2022 年前三季度可比公司研发投入（亿元）	24
图 38: 2021 年可比公司研发人员数量（人）	24
图 39: 2021 年公司成本项目构成（%）	25
图 40: 2021 年公司原材料成本结构（%）	25
图 41: 相关肉类价格波动（元/公斤）	26
图 42: 36 个城市标准粉平均零售价（元/斤）	26
图 43: 油料油脂类价格指数	26
图 44: 2017-2022 年前三季度公司毛利率（%）	27
图 45: 2017-2022 年前三季度公司净利率（%）	27
图 46: 2017-2022 年前三季度公司期间费用率（%）	27
图 47: 2022 年前三季度可比公司毛利率与净利率对比（%）	28
图 48: 2022 年前三季度可比公司费用率对比（%）	28
图 49: 2017-2022 年前三季度公司应收账款周转率（次）	28
图 50: 2022 年前三季度可比公司应收账款周转率对比（次）	28

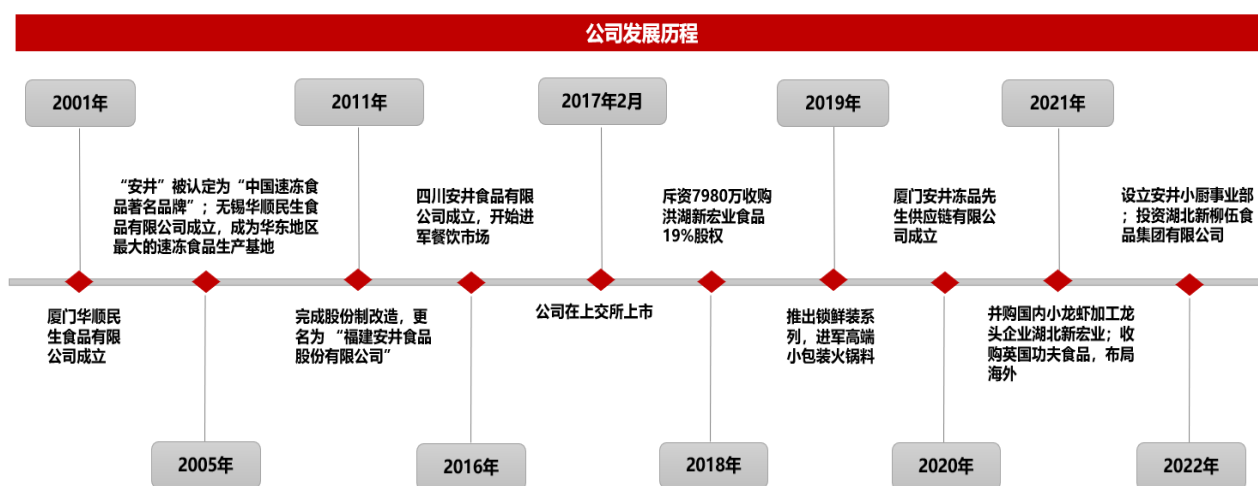
表格目录

表 1: 公司管理层简介	5
表 2: 预制菜业务所覆盖的部分行业公司	11
表 3: 公司 2022 年定向增发募集资金用途	23
表 4: 公司盈利预测简表（截至 2023 年 1 月 20 日）	29

1. 公司系我国优质速冻食品企业

公司是我国优质速冻食品企业。公司成立于 2001 年，于 2017 年 2 月在上交所上市，总部位于福建省厦门市，主要从事速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售。2019 年，公司推出锁鲜装系列，开始进军高端小包装火锅料；2020 年厦门安井冻品先生供应链有限公司成立；2021 年公司成功并购新宏业，收购功夫食品布局海外市场；2022 年公司成立安井小厨事业部，并投资新柳伍有限公司。经过二十多年的发展，公司目前拥有较为丰富的产品矩阵，具有 400 多个速冻食品品种，形成了以华东地区为中心并辐射全国的营销网络，已成为国内具有影响力和知名度的速冻食品企业之一。

图 1：公司发展历程

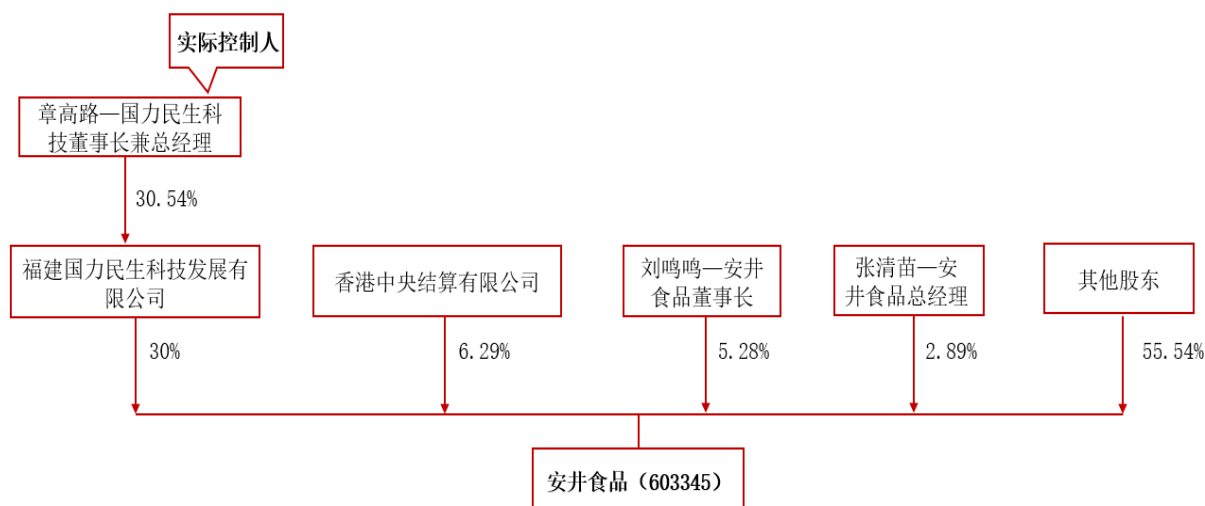


数据来源：公司官网，东莞证券研究所

1.1 公司股权结构清晰，管理团队稳定

公司股权结构清晰。截至2022年9月30日，福建国力民生科技发展有限公司持有公司30%的股份，是公司的第一大股东。国力民生科技董事长兼总经理章高路持有福建国力民生科技发展有限公司30.54%的股份，间接持有安井食品股份，是公司的实际控制人。香港中央结算有限公司、安井食品董事长刘鸣鸣与安井食品总经理张清苗持有安井食品的股份在2%以上，持股比例分别为6.29%、5.28%与2.89%。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司实行职业经理人的管理模式，管理团队稳定。与家族或个人经营为主的公司不同，安井食品主要采用职业经理人团队进行管理，管理团队稳定，管理人员具有较为丰富的经验。稳定的管理团队为公司稳健运营提供了坚实保障。

表 1：公司管理层简介

姓名	职务	简介
刘鸣鸣	董事长	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	董事/总经理	曾任无锡华顺食品工业有限公司总经理
黄清松	副总经理	曾任无锡华顺食品工业有限公司营销副总经理
黄建联	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
唐奕	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	董事会秘书	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，东莞证券研究所

1.2 三路并进，速冻火锅料系公司的主要收入来源

公司实行“三路并进”的产品经营策略。分品类看，公司实行“三路并进”的经营战略，产品主要包括速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴制品三大品类，涵盖“安井”、“冻品先生”、“安井小厨”等品牌，已形成了较为丰富的产品矩阵。其中，公司的速冻火锅料制品主要包括鱼豆腐、Q 鱼板、仿蟹柳、撒尿肉丸、亲亲肠、霞迷饺等；速冻面米制品主要包括手抓饼、烧卖、奶香馒头等；速冻菜肴制品主要包括小龙虾（龙虾尾、调味小龙虾、龙虾仁等）、蛋饺、虾滑、千夜豆腐、酥肉、酸菜鱼、藕盒等。

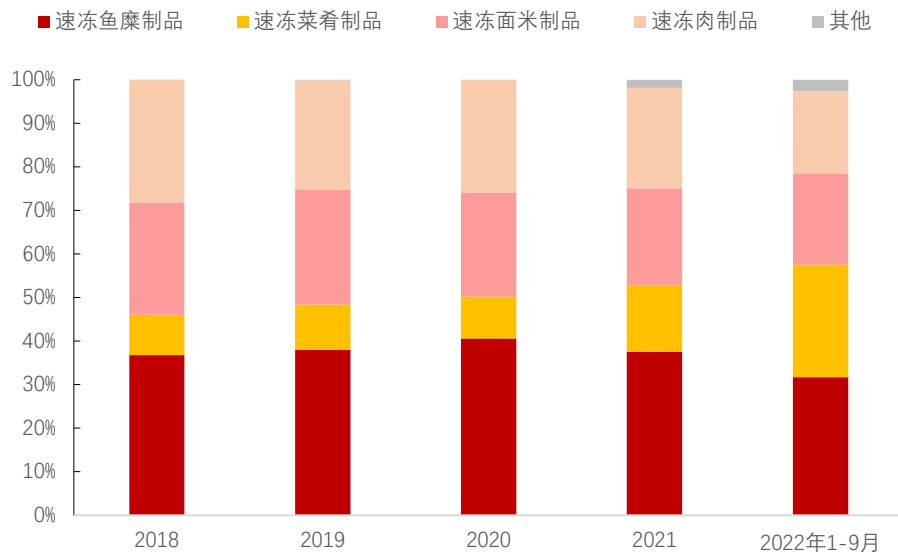
图 3：公司产品矩阵



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

速冻火锅料制品系公司的主要收入来源，速冻菜肴制品实现快速增长。公司成立初期，业务布局主要集中在速冻火锅料制品与速冻面米制品。其中，速冻火锅料制品系公司的主要收入来源，近几年营收占比维持在 50%以上，速冻面米制品的营收占比维持在 20%以上。2022 年前三季度，公司的速冻火锅料制品与速冻面米制品分别实现营收 41.31 亿元与 17.01 亿元，营收占比分别为 50.65%与 20.85%。细分品类看，公司的速冻火锅料制品可进一步分为速冻鱼糜制品与速冻肉制品，速冻鱼糜制品的营收占比整体高于速冻肉制品。2022 年前三季度，公司的速冻鱼糜制品与速冻肉制品分别实现营业收入 25.86 亿元与 15.45 亿元，营收占比分别为 31.70%与 18.95%。公司在夯实传统业务的基础上，持续加大市场开发力度，丰富产品线。近几年，公司重点发展预制菜板块，速冻菜肴制品实现快速增长。2018-2022 年前三季度，公司的速冻菜肴制品营收占比从 9.28%增加至 25.85%，已反超速冻面米制品成为第二大品类。

图 4：2018-2022 年前三季度公司产品营收结构（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究

1.3 公司营收稳步增长，业绩具有弹性释放空间

公司营收稳步增长，业绩具有弹性释放空间。公司作为我国速冻食品行业的优质企业，在发展中持续深耕业务，扩大业务条线，近几年营收稳步增长。2011-2021 年，公司的营业总收入从 12.24 亿元增加至 92.72 亿元，年均复合增速为 22.44%；归母净利润从 0.71 亿元增加至 6.82 亿元，年均复合增速为 25.39%。2022Q3，虽部分地区疫情反复对 B 端需求产生一定影响，公司主营业务仍表现稳健，叠加冻品先生、新宏业放量，业绩实现弹性增长。2022 年前三季度，公司实现营业总收入 81.56 亿元，同比增长 33.78%；实现归母净利润 6.89 亿元，同比增长 39.62%。近期国内防疫政策放开，餐饮等消费场景陆续恢复，有望增加公司产品在 B 端的需求。此外，2020 年疫情发生后宅经济发展速度较快，预计将一定程度上刺激消费者对公司 C 端产品需求的增加，公司的业绩未来或存在一定的弹性释放空间。

图 5：2011-2022 年前三季度公司营业总收入与增速（亿元，%）

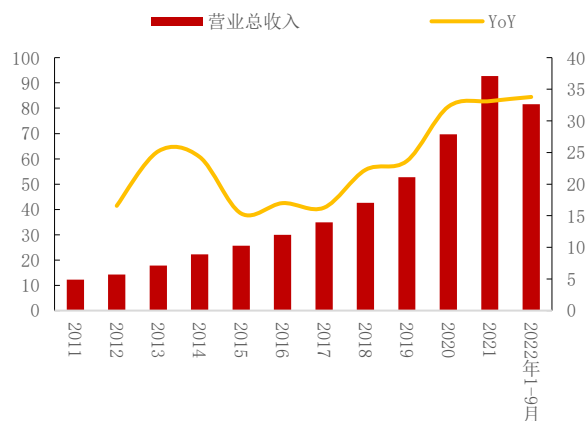
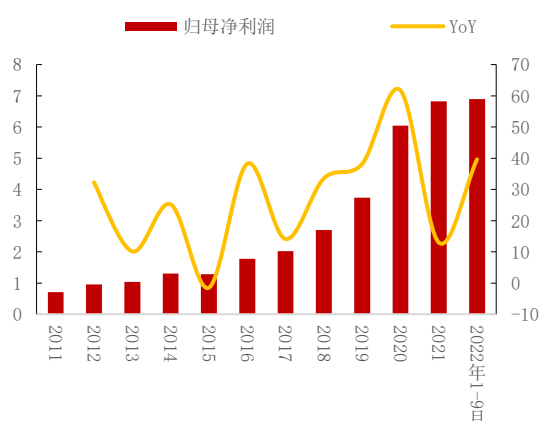


图 6：2011-2022 年前三季度公司归母净利润与增速（亿元，%）



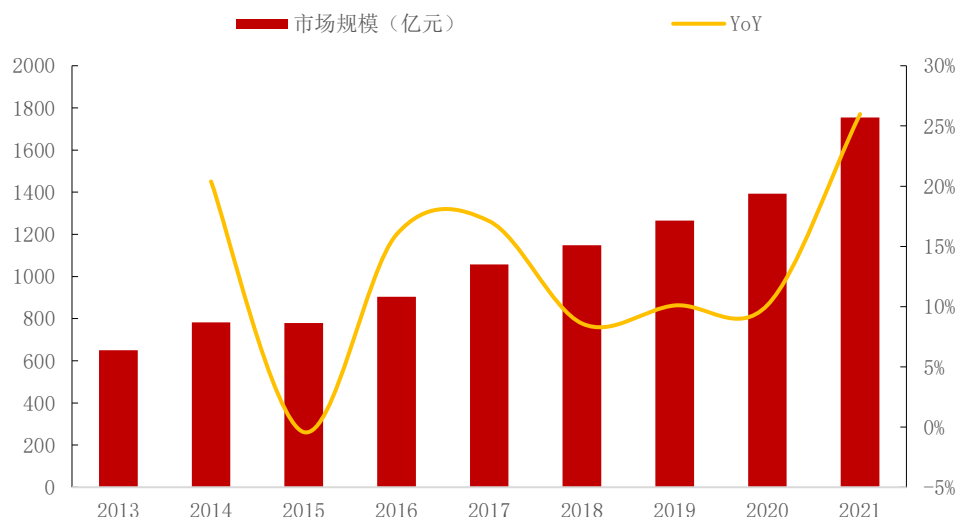
2. 我国速冻食品与预制菜行业增速较快，多因素推动行业上行

2.1 我国速冻食品行业是千亿级市场，细分板块集中度存在差异

2.1.1 我国速冻食品行业是千亿级市场，速冻面米制品占据行业主要市场份额

我国速冻食品行业是千亿级市场，市场规模近几年实现较快增长。随着消费习惯、人口结构、冷链运输技术水平提高等因素影响，我国速冻食品行业市场规模近几年稳步增长。根据 Frost & Sullivan 数据，我国速冻食品行业的市场规模从 2013 年的 649.8 亿元增加至 2021 年的 1755 亿元，年均复合增速为 13.22%。2020 年疫情发生后，消费者对速冻食品的认可度与接受度进一步提高，带动行业需求整体提升。2021 年我国速冻食品行业市场规模实现快速增长，市场规模为 1755 亿元，同比增长 25.99%。预计未来几年我国速冻食品市场将延续增长态势，而推动我国速冻食品市场规模增长的因素主要包括品类多元化、消费升级、需求增加、冷链技术提高等。

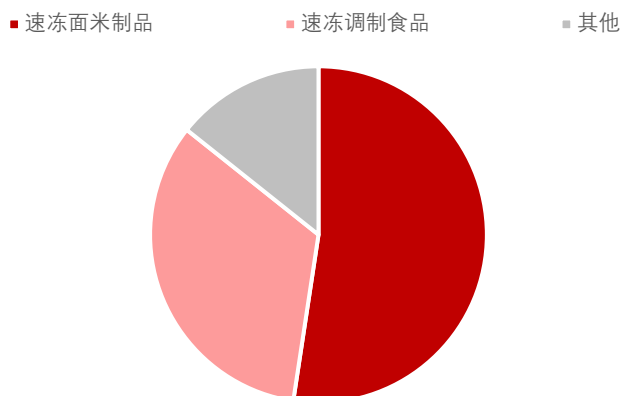
图 7：2013-2021 年我国速冻食品行业市场规模与增速（亿元，%）



数据来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

分品类看，速冻面米制品占据我国速冻食品行业主要市场份额，是第一大细分品类。从速冻食品的结构来看，速冻面米制品目前我国速冻食品行业中的市场份额最高，是第一大细分品类。根据前瞻产业研究院数据显示，2020 年我国速冻面米制品的市场份额达到 52.40%，速冻调制食品的市场份额为 33.30%。

图 8：2020 年我国速冻食品结构占比（%）

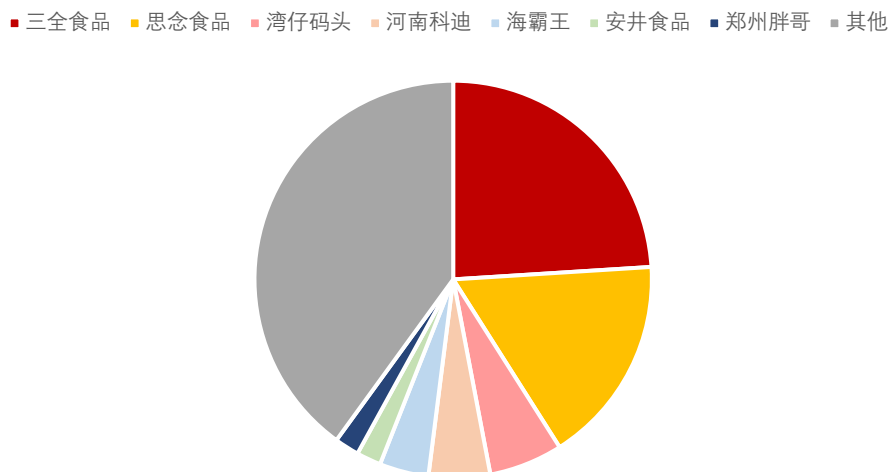


数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

2.1.2 我国速冻食品细分行业集中度存在差异

我国速冻面米行业发展日趋成熟，市场集中度较高。在速冻食品行业中，我国速冻面米制品的市场发展时间较早，从 20 世纪 90 年代初开始起步。通过几十年的稳步发展，速冻面米行业目前已处于相对成熟阶段，市场集中度较高，头部竞争优势相对明显。根据前瞻产业研究院数据，2020 年在我国速冻面米市场份额中，排名前三的公司分别为三全食品、思念食品与湾仔码头，市占率分别为 24%、17%与 6%。其中，三全食品与思念食品二者的市占率达到 41%，在市场中形成了一定的品牌影响力。

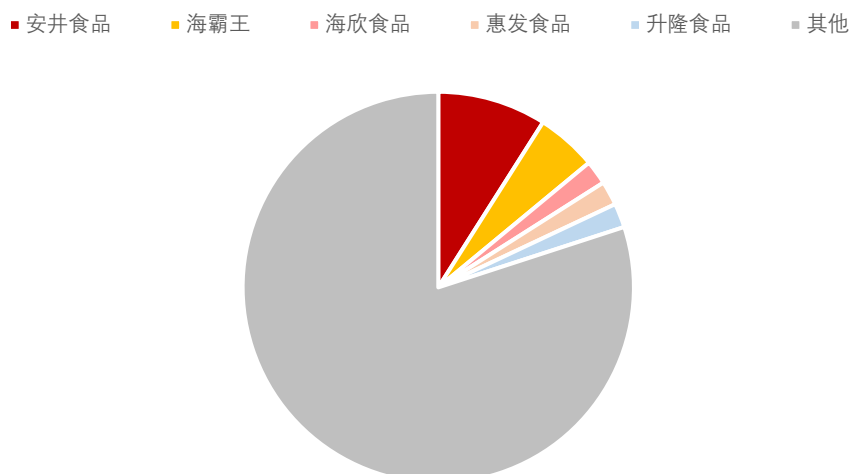
图 9：我国速冻面米行业市场竞争格局（%）



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

我国速冻火锅料制品的市场份额相对分散。速冻火锅料制品的进入壁垒相对较低，众多企业在行业发展过程中纷纷加入，目前市场中存在产品同质化的问题，整体竞争较为激烈，竞争格局相对分散。根据前瞻产业研究院数据，在我国速冻火锅料制品市场中，份额排名前三的公司分别为安井食品、海霸王与海欣食品，市占率分别为 9%、5%与 2%。

图 10：我国速冻火锅料制品市场竞争格局（%）



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

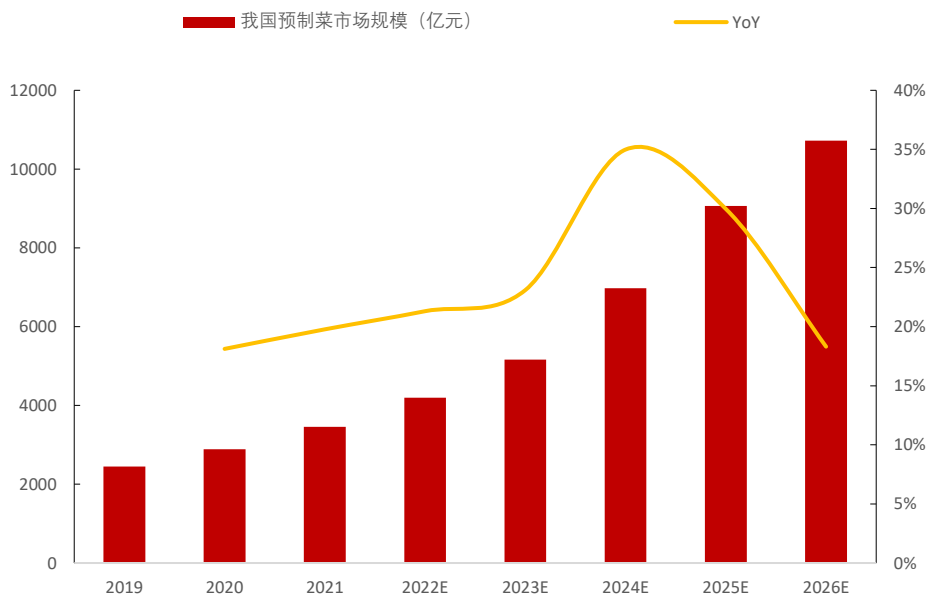
2.2 我国预制菜市场增速较快，行业尚属蓝海

2.2.1 我国预制菜市场增速较快，未来五年市场规模有望突破万亿元

我国预制菜市场增速较快，未来五年市场规模有望突破万亿元。预制菜由于具有方便、快捷、品类多样等特点，使其在市场中的接受度与认可度不断提高。加之疫情发生后宅经济快速发展，我国预制菜步入发展快车道，市场规模保持双位数增长。根据艾媒咨询数据显示，2021 年我国预制菜市场规模为 3459 亿元，同比增长 19.77%。

2019-2021 年，我国预制菜的市场规模从 2445 亿元增加至 3459 亿元，年均复合增速为 18.94%。艾媒咨询预计，未来几年我国预制菜市场将延续较高的增长速度，预计 2026 年我国预制菜的市场规模将突破万亿元，达到 1.07 亿元。推动我国预制菜市场规模增长的因素主要包括餐饮企业对预制菜需求提升，零售端受益于宅经济、消费升级等因素催化，带动预制菜需求增加。与此同时，地区相关刺激政策亦对预制菜市场未来的发展起到一定的支撑。

图 11：我国预制菜市场规模与增速（亿元，%）



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

2.2.2 我国预制菜行业竞争格局相对分散，集中度较低

我国预制菜行业竞争格局相对分散。由于预制菜进入门槛相对较低，我国预制菜市场的企业数量近几年虽然呈现快速增长，但目前全国范围内的预制菜生产商以同类型中小企业及个体工商户居多，并且多数依然停留在作坊式的生产加工模式，处于初期尝试阶段，行业内的规模企业数量较少，竞争格局分散，市场竞争亦相对激烈。从目前我国预制菜所涉及的行业来看，除了专门研制预制菜的公司之外，农业、速冻食品、餐饮等行业中的公司亦对预制菜业务有所涉及，预制菜所覆盖的行业面较广，加剧了行业竞争格局的分散现象。

表 2：预制菜业务所覆盖的部分行业公司

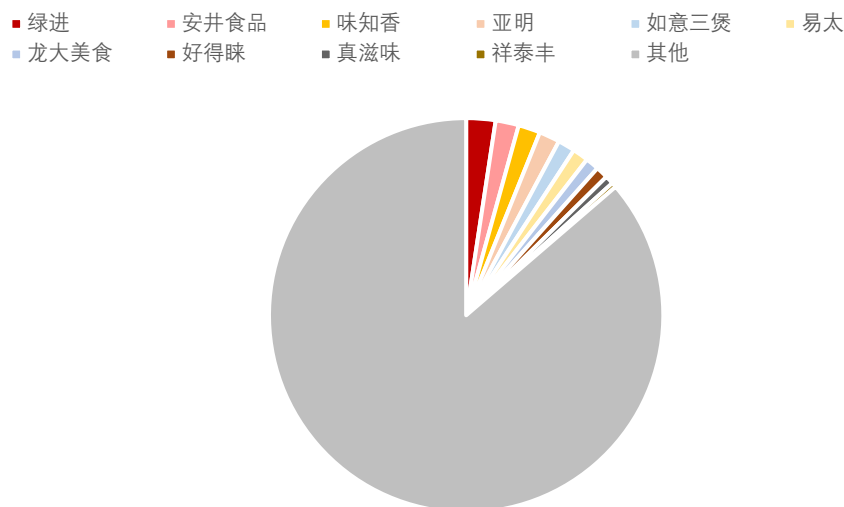
分类	证券代码	证券简称
专业预制菜企业	605089.SH	味知香
	836826.BJ	盖世食品
上游农牧水产企业向下游预制菜延伸	002299.SZ	圣农发展
	605567.SH	春雪食品
	300094.SZ	国联水产
	002726.SZ	龙大美食
冷冻食品企业扩充预制菜类产品	603345.SH	安井食品
	001215.SZ	千味央厨
	603536.SH	惠发食品
餐饮企业发展预制菜	605108.SH	同庆楼
	603043.SH	广州酒家

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

我国预制菜行业市场集中度较低。根据前瞻产业研究院数据显示，2020 年我国预制菜行业 CR10 为 14.23%。其中，绿进食品市占率为 2.40%，安井食品与味知香的市占率分别

为 1.90%与 1.80%。与日本相比，我国预制菜行业的市场集中度较低。根据日冷公司官网，2020 年日本预制菜行业 CR5 达 64.04%。其中，日冷的市占率已达到 18.79%。

图 12：2020 年我国预制菜行业市场集中度（%）



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

2.3 多因素推动我国速冻食品与预制菜行业集中度提高

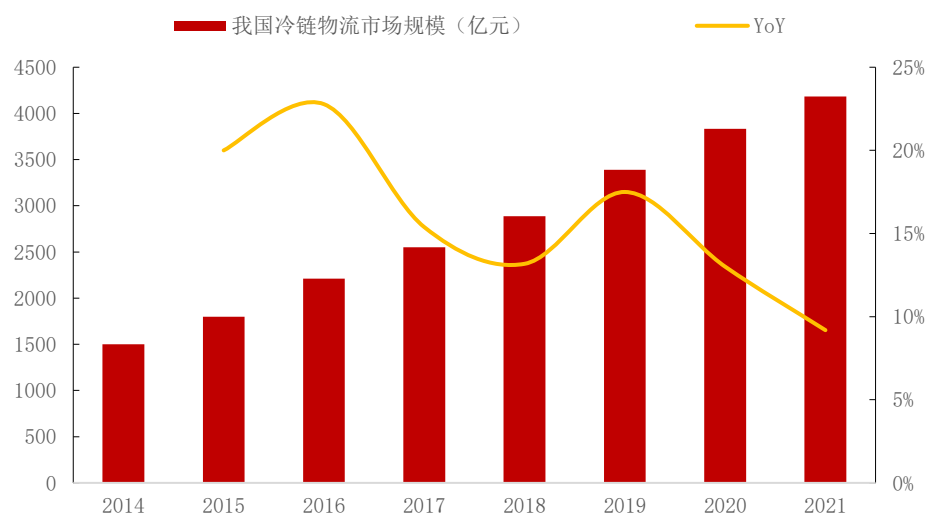
品牌影响力、冷链技术、监管政策等因素共同推动我国速冻食品与预制菜行业市场份额向头部企业靠拢。

（1）**品牌影响力**：一般而言，头部企业品牌影响力相对较强。在发展过程中，为进一步提高市场影响力，速冻食品与预制菜的公司可通过投放广告、举办推广活动等方式提升品牌知名度。品牌影响力的提高，可以增加消费者对品牌的认知度，进而进一步提高知名企业的市场份额。

（2）**监管政策**：食品安全在社会中具有举足轻重的地位与作用，一直是国家重点关注的问题。近几年，为促进我国食品行业规范发展，国家相继出台了一系列政策，市场准入标准亦愈发严格。2021 年 11 月，国务院发布关于印发“十四五”冷链物流发展规划的通知，提出要推动速冻食品与冷链物流产业联动发展；促进速冻食品产业规模化、集约化发展；构建速冻食品冷链过程质量快速检测体系，完善冷链物流服务追溯体系。在此背景下，部分经营不善的小企业被迫退出市场，行业中品牌知名度高、实力强、规模效益显著的优质企业面临一定的发展机遇。

（3）**冷链技术**：为保证产品的品质与新鲜程度，速冻食品与部分预制菜产品的生产、加工、运输直至销售均需要冷链配送，这就对相关企业的冷链技术提出了一定的要求。近几年随着冷链技术提高、冷链需求增加等因素影响，我国冷链物流行业进入了发展快车道。根据中物联冷链委数据显示，2014-2021 年我国冷链物流市场规模从 1500 亿元增加至 4184 亿元，年均复合增速为 15.78%。而在这过程中，一些拥有冷链技术优势的企业配送范围受地域限制减弱，产品配送效率得到提升，进而推动行业市场份额向优质企业集中。

图 13：2014-2021 年我国冷链物流市场规模与增速（亿元，%）



数据来源：中物联冷链委，东莞证券研究所

2.4 BC 端齐发力，推动速冻食品与预制菜行业需求增加

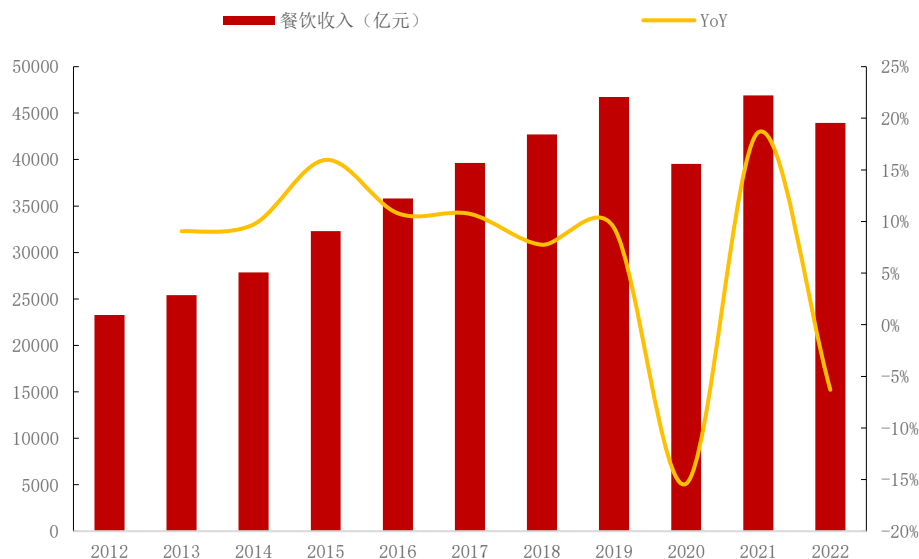
2.4.1 B 端：餐饮行业发展+餐饮连锁化+企业降本增效，带动需求提升

（1）餐饮行业规模稳步增长，拉动速冻食品与预制菜需求增加

疫情前我国餐饮行业收入规模稳步增长，随着管控放松有望逐步复苏。2012-2019 年，我国餐饮行业收入规模稳步增长，收入从 2.34 万亿元增加至 4.6 万亿元，年均复合增速为 10.38%。自 2020 年起，受疫情因素扰动，我国餐饮行业受到一定程度的冲击。2020-2022 年，我国餐饮行业实现营业收入分别为 3.95 万亿元、4.69 万亿元与 4.39 万亿元，同比增速分别为 -15.42%、18.64%与-6.30%。随着对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，预计餐饮消费场景有望复苏回暖，进而带动我国餐饮行业收入规模增加。

餐饮行业发展拉动速冻食品与预制菜需求增加。餐饮行业的发展，使餐饮企业对上游速冻食品以及预制菜的购买需求相应增加。目前随着餐饮消费场景陆续恢复，叠加居民消费水平提高、生活节奏加快等因素带动下，预计我国速冻食品与预制菜需求有望进一步增加。

图 14：2012-2022 年我国餐饮行业收入与增速（亿元，%）

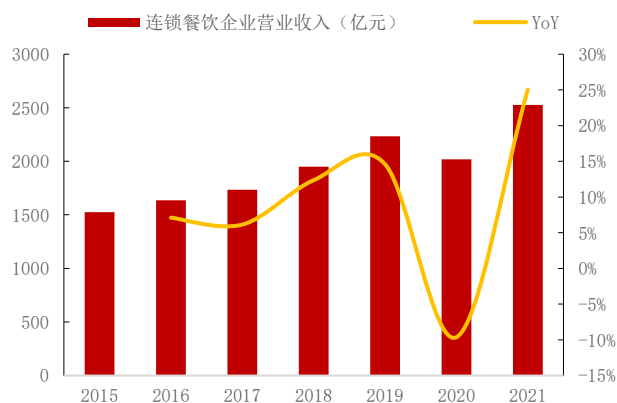


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

（2）我国餐饮连锁化趋势显现，带动速冻食品与预制菜需求提升

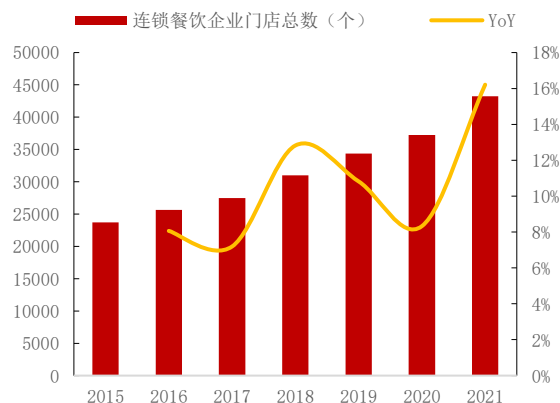
我国餐饮连锁化趋势显现。近几年，我国餐饮行业连锁化与规模化的进程加速，连锁餐饮企业的总营收与总店数呈现增长态势。2020 年受疫情影响，我国餐饮行业受到严重冲击，餐饮连锁化进程有所放缓。若剔除 2020 年的特殊情况，2015-2019 年，我国连锁餐饮企业收入稳步增长，从 1526.61 亿元增加至 2234.50 亿元，年均复合增速为 10.00%。在连锁餐饮营业收入增加的同时，我国连锁餐饮企业的门店数亦稳步增长。2015-2019 年，我国连锁餐饮企业总门店数从 2.37 万个增加至 3.44 万个，年均复合增速为 9.70%。2021 年，随着疫情恢复常态化，餐饮链出现一定复苏，带动我国连锁餐饮企业营收与店数同比增长。根据国家统计局数据，2021 年我国连锁餐饮企业营收为 2525.18 亿元，同比增长 25.05%；连锁餐饮企业店数为 43250 家，同比增长 16.21%。

图 15: 2015-2021 年我国连锁餐饮企业营业收入与增速（亿元，%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 16: 2015-2021 年我国连锁餐饮企业总店数与增速（个，%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

餐饮连锁化趋势将带动速冻食品与预制菜需求提升。连锁化餐饮店的一个主要特征在于

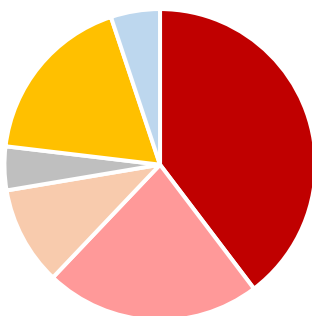
每家连锁店的菜肴具有特色化、标准化与统一化的特点，对于标准化食材与半成品的需求较大。而速冻食品与预制菜企业可以按照标准化的程序向各个连锁门店提供相应食材，一定程度上保证了各连锁门店菜肴口味的一致性与标准化。基于速冻食品与预制菜的相关特点，预计我国餐饮连锁化的发展将带动速冻食品与预制菜需求提升。

（3）企业降本增效带动速冻食品与预制菜需求增长

降本增效是餐饮企业使用速冻食品与预制菜的原因之一。虽然我国餐饮行业收入规模稳步增长，但与此同时人工与房租等成本逐步上涨也是餐饮企业面临的一个普遍问题。根据中国饭店协会公布的数据，在 2020 年我国正餐类餐饮企业平均成本构成中，原材料成本在正餐类餐饮企业的成本占比最高，为 39.68%；人力成本与三项费用占比分别为 22.41%与 18.00%，房租成本约占正餐类餐饮企业成本的 10.26%。而餐饮企业使用速冻食品与预制菜一方面可以通过冷链运输对产品进行配送，减少后厨面积，降低房租成本；另一方面可以一定程度上降低对厨师高标准的要求，进而降低人工成本，提高餐饮企业整体盈利水平。

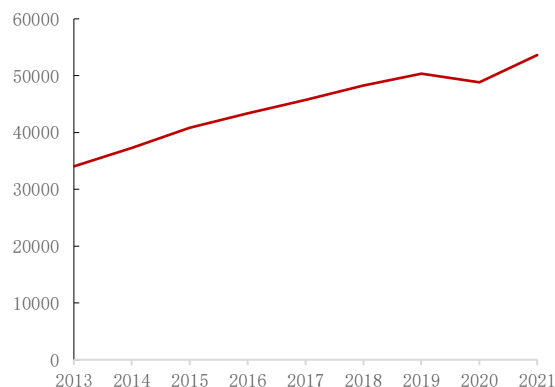
图 17：2020 年我国正餐类餐饮企业平均成本构成（%）

■ 原材料成本 ■ 人力成本 ■ 房租成本 ■ 能源成本 ■ 三项费用 ■ 相关税费



数据来源：中国饭店协会，东莞证券研究所

图 18：2013-2021 年我国餐饮就业人员平均工资（元/年）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

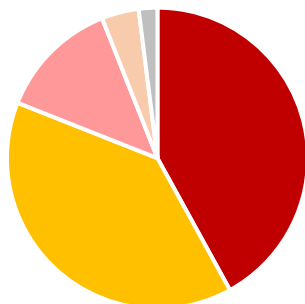
2.4.2 C 端：工作节奏较快+宅经济发展+生活水平提高+人口结构变化+家电普及等因素，共同推动速冻食品需求与预制菜增加

（1）生活工作节奏加快，消费者对速冻食品与预制菜需求增加

生活工作节奏加快，消费者对速冻食品与预制菜需求增加。随着经济社会的发展，我国居民整体的生活与工作节奏加快，工作阶层人士对时间效率愈发看重。根据《中国居民早餐饮食状况调查报告》显示，42%的居民早餐用时在 0-10 分钟，占比最高；用时 10-15 分钟的居民占比 39%，位居第二。而在居民不吃早餐的原因中，时间紧占比最高，达到了 49%。与传统的早餐烹饪相比，速冻食品与预制菜方便、快捷，可以有效的节省时间，满足了工作阶层人士对时间效率的要求，有利于拉动消费者对速冻食品与预制菜需求增加。

图 19：我国居民早餐用时占比（%）

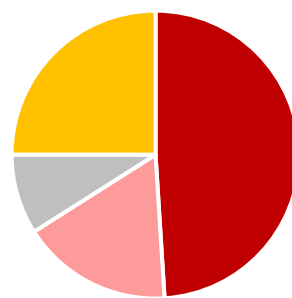
■ 0-10分钟 ■ 10-15分钟 ■ 15-20分钟 ■ 20-30分钟 ■ 30分钟以上



数据来源：《中国居民早餐饮食状况调查报告》，东莞证券研究所

图 20：我国居民不吃早餐的原因（元/年）

■ 时间紧 ■ 不习惯吃早餐/早上没食欲 ■ 没必要/直接吃午餐 ■ 其他

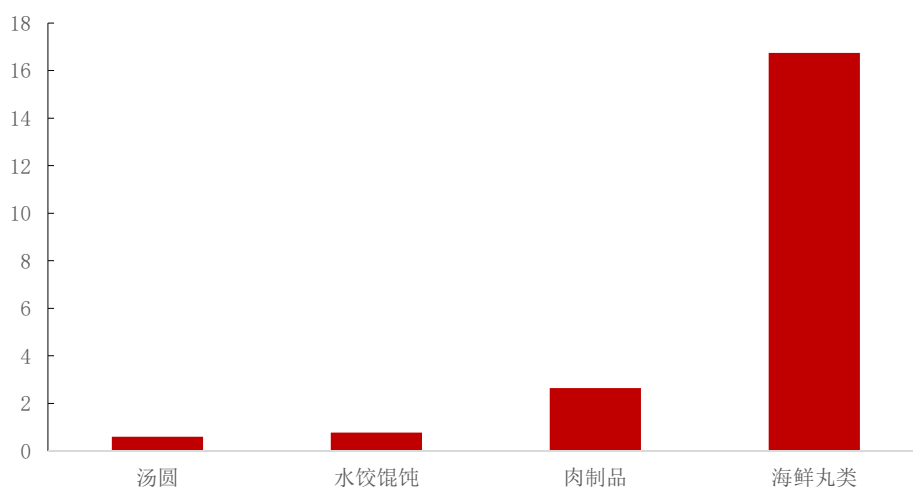


数据来源：《中国居民早餐饮食状况调查报告》，东莞证券研究所

（2）疫情加速宅经济发展，速冻食品与预制菜成为消费者选择之一

疫情加速宅经济发展，速冻食品与预制菜成为消费者选择之一。疫情发生后，餐饮消费场景受到较大冲击，消费者回归家庭，推动宅经济加速发展。考虑到速冻食品与预制菜具有方便、快捷、品类多样等特点，愈发受到消费群体的认可。速冻食品方面，根据天猫数据，在 2020 年疫情发生期间，汤圆、水饺馄饨、肉制品、海鲜丸类等速冻食品销量同比均出现较大幅度的增加。分品类看，速冻火锅制品销量同比增速整体快于速冻面米制品。其中，海鲜丸类 2020 年销量同比增长 1675%。预制菜方面，2021 年双 11，预制菜跻身天猫新生活研究所发布的“10 大趋势单品”之列。与此同时，2021 年双十一期间，包括半成品菜、速食菜在内的预制菜销售火爆，成交额同比增长 2 倍左右。粤菜、川菜、湘菜、西北菜等经典菜系都推出了预制菜。根据目前我国的实际情况，预计宅经济的发展趋势有望延续，进而拉动速冻食品与预制菜需求增加。

图 21：2020 年疫情期间部分食品天猫销量同比增速（%）

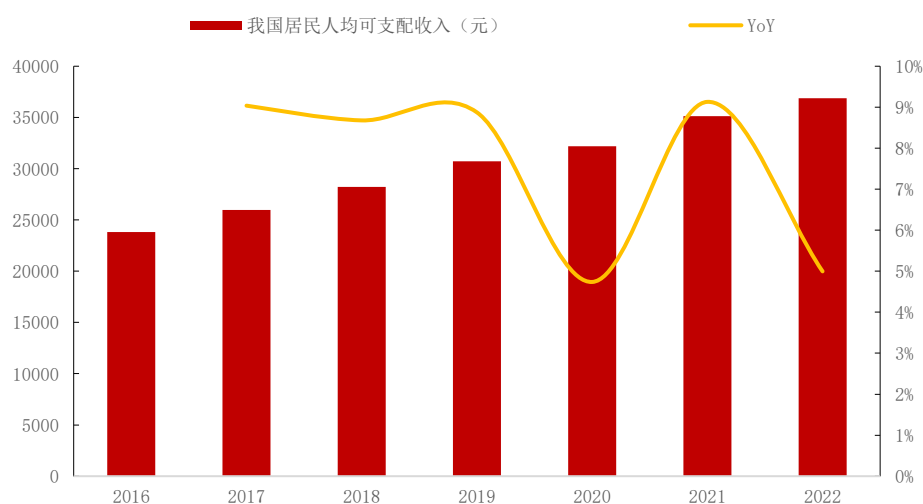


数据来源：天猫数据，东莞证券研究所

（3）居民消费水平提高，带动速冻食品与预制菜量价增加

居民消费水平提高，带动速冻食品与预制菜量价增加。随着我国经济不断发展，人均居民可支配收入稳中有升。2016-2021 年，我国人均可支配收入从 23821 元增加至 35128 元，年均复合增速为 8.1%。2022 年在疫情影响下，我国人均可支配收入仍实现了稳健增长。2022 年，我国人均居民可支配收入为 36883 元，同比增长 5.0%。人均可支配收入的增加，一方面可以带动速冻食品与预制菜消费量的增加，另一方面可以提高居民对速冻食品与预制菜的价格接受程度，有利于速冻食品与预制菜企业产品结构升级。预计在消费者生活水平日益提高的背景下，我国速冻食品与预制菜的渗透率有望进一步提升。

图 22：2016-2022 年我国人均居民可支配收入与增速（元，%）

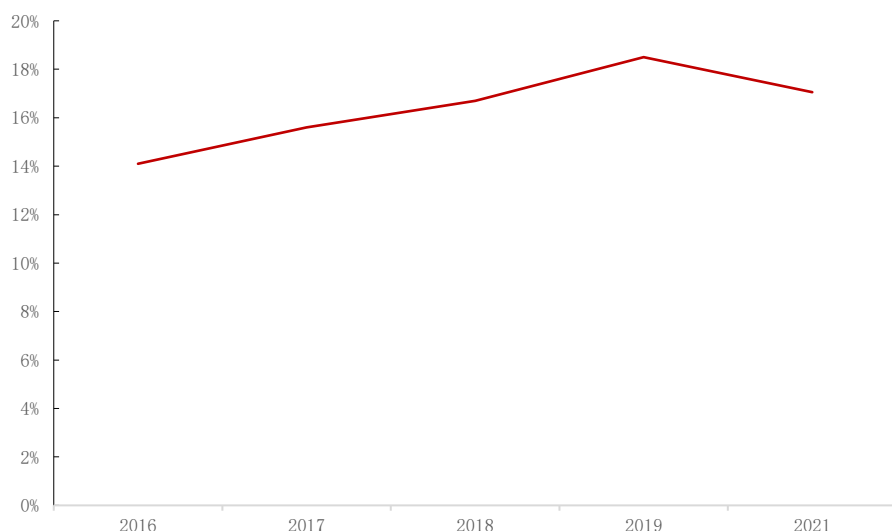


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

（4）速冻食品与预制菜可以较好的满足我国人口结构变化

速冻食品与预制菜可以较好的满足我国人口结构变化。近几年，我国越来越多的女性进入劳动力市场参与工作，使速冻食品与预制菜在家庭端的需求有所增加。与此同时，受晚婚、老龄化、外出打工人数增加等因素影响，我国“一人户”家庭数占比呈现增长态势。2016-2021 年，我国“一人户”家庭数量占比从 14.10% 增加至 17.05%，而“一人户”占比提升主要是因为独居年轻人与独居老人的比例不断提升。根据贝壳《新独居时代报告》，预计到 2030 年我国独居率或将超过 30%。女性劳动参与率上升、“一人户”家庭数占比提高等现象使消费者对菜肴的便捷、快速等要求相应提高。而速冻食品与预制菜的发展可以较好的满足我国人口结构变化，更好的顺应社会发展趋势，进而带动市场对速冻食品与预制菜需求的增加。

图 23：“一人户”家庭数占比（%）



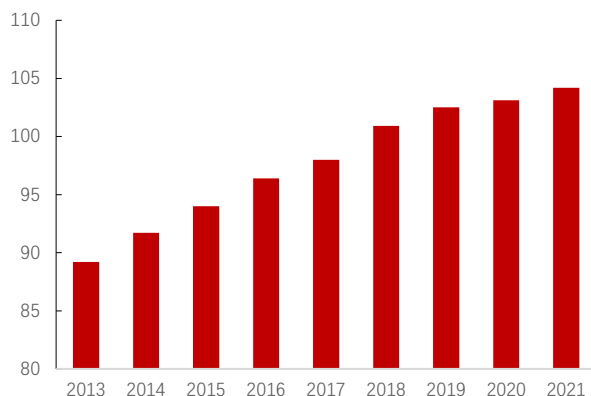
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

注：2020 年全国一人户家庭户数、全国家庭户数数据缺失

（5）家电的普及，延长了速冻食品与预制菜的存放时间

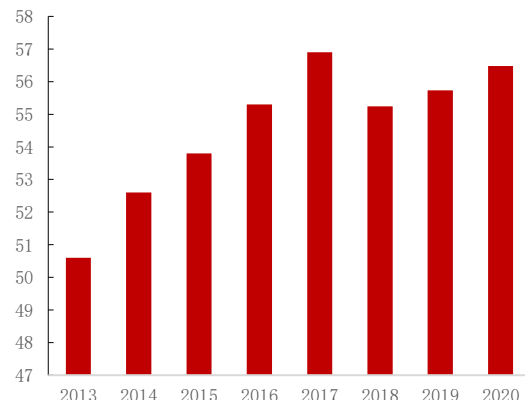
家电的普及，有效的延长了速冻食品与预制菜的存放时间。随着居民生活水平的提高，电冰箱、微波炉等家电普及率稳步上升，家庭的家电拥有量近几年总体呈现增长态势。根据国家统计局数据显示，2013-2021 年我国城镇家庭平均每百户电冰箱拥有量从 89 台/年增加到 104 台/年，我国城镇家庭平均每百户微波炉拥有量从 51 台/年增加到 56 台/年。家电的普及，有效的延长了速冻食品与预制菜的存放时间，进而带动居民对速冻食品与预制菜需求的增加。

图 24：我国城镇家庭平均每百户电冰箱拥有量（台/年）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 25：我国城镇家庭平均每百户微波炉拥有量（台/年）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

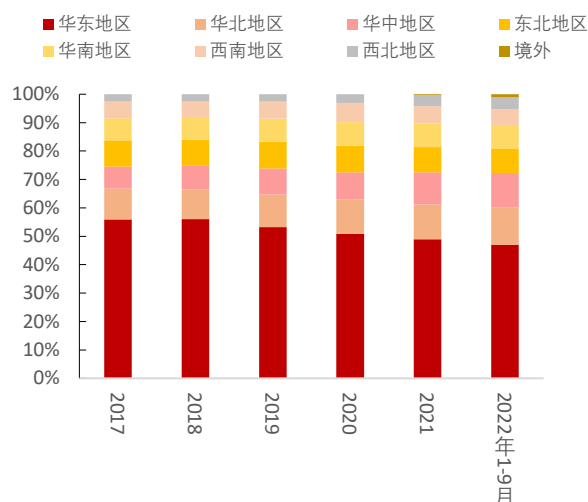
3. 多措并举，稳固速冻龙头地位

3.1 积极开拓市场，持续精耕渠道

公司以华东区域为核心，积极开拓市场。分市场看，公司凭借总部位于福建省的地理

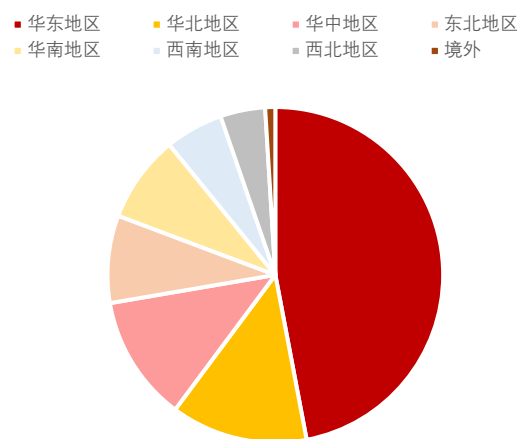
优势，聚焦华东市场，华东市场目前是公司的核心业务区域，近几年营收占比维持在45%以上。2022年前三季度，公司在华东地区的营业收入为38.34亿元，占总营收的比例为47.01%。在发展核心区域的同时，公司持续加大其他区域的布局，目前业务范围已覆盖华北、华中、东北、华南、西南和西北等区域。其中，华北市场是公司的第二大重点发展市场，2022年前三季度实现营收10.74亿元，占比为13.17%。为进一步提高品牌影响力与市场竞争力，公司自2021年起收购英国功夫食品，积极拓展海外市场，海外经营规模不断扩大。2022年前三季度，公司在境外市场的营收为0.79亿元，营收占比增加至0.97%。

图 26：2017-2022 年前三季度公司各地区营业收入占比（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 27：2022 年前三季度公司各地区营业收入占比（%）

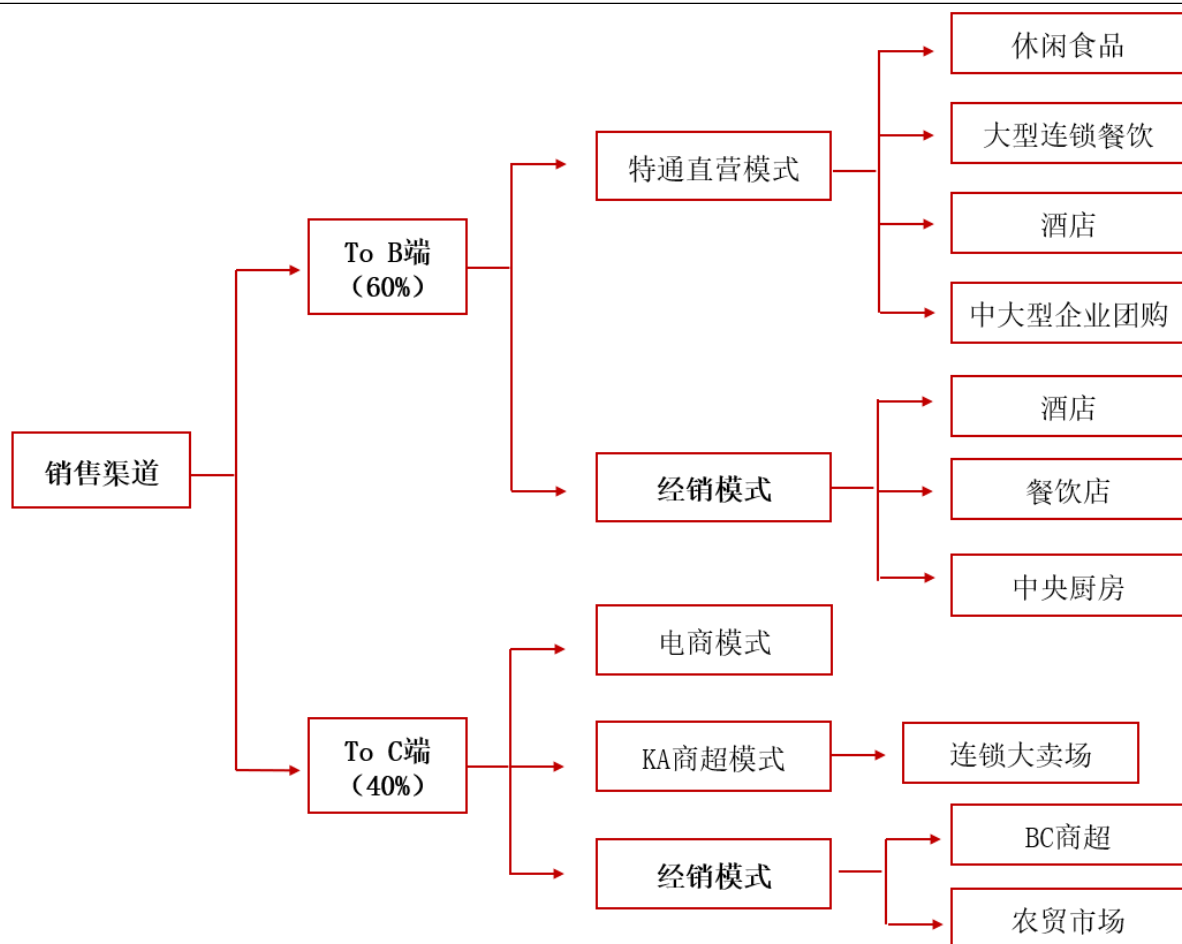


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司渠道以经销模式为主，持续精耕渠道。分渠道看，2021 年公司提出了“BC 兼顾，全渠发力”的渠道策略，BC 端占比约为 6:4。其中，公司在 B 端的销售模式主要包括经销模式与特通直营模式，特通直营体系的客户主要面向全国大机构大企业和 B 端大客户。而公司在 C 端的销售模式主要包括 KA 商超模式、经销模式与电商模式。目前，公司的渠道销售以经销模式为主，2022 年前三季度实现营收 64.82 亿元，同比增长 26.10%，营收占比达到 79.48%。公司在开拓和巩固原有渠道的同时，积极探索新的销售渠道，充分挖掘京东、天猫等平台电商的潜力，加强与前置仓电商合作，特通直营渠道和电商渠道实现较快增长。2022 年 1-9 月，公司的特通直营渠道和电商渠道分别实现营业收入 7.43 亿元与 2.28 亿元，同比增长 351.71%与 54.94%，营收占比分别为 9.11%与 2.80%。

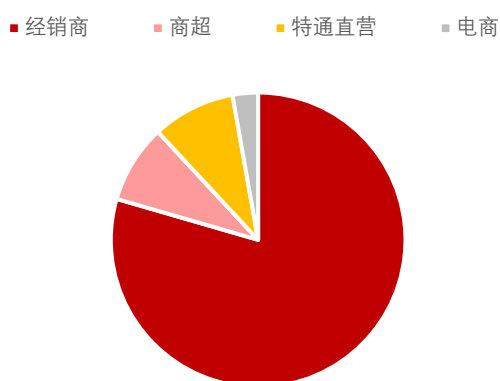
公司经销渠道在可比公司中占比最高。与可比公司进行对比，公司的经销渠道在可比公司中占比最高，2022H1 公司的经销商渠道营收占比为 76.55%，是公司业务经营的关键渠道模式。三全食品与惠发食品 2022 年上半年的经销商渠道营收占比分别为 69.79%与 61.86%，在可比公司中分别位居第二与第三。

图 28：公司销售渠道分布



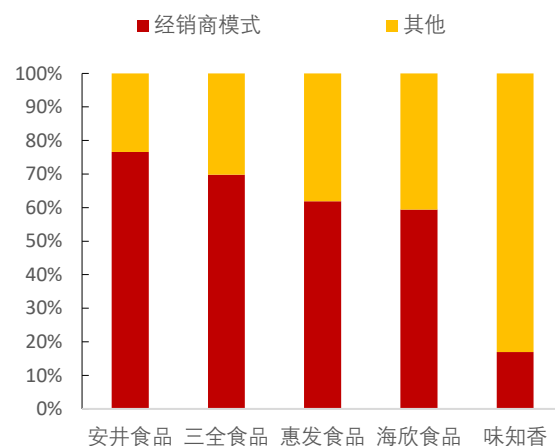
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 29：2022 年前三季度公司各销售渠道占比（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 30：2022H1 可比公司销售渠道结构（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

注：海欣食品的流通渠道由经销商代理

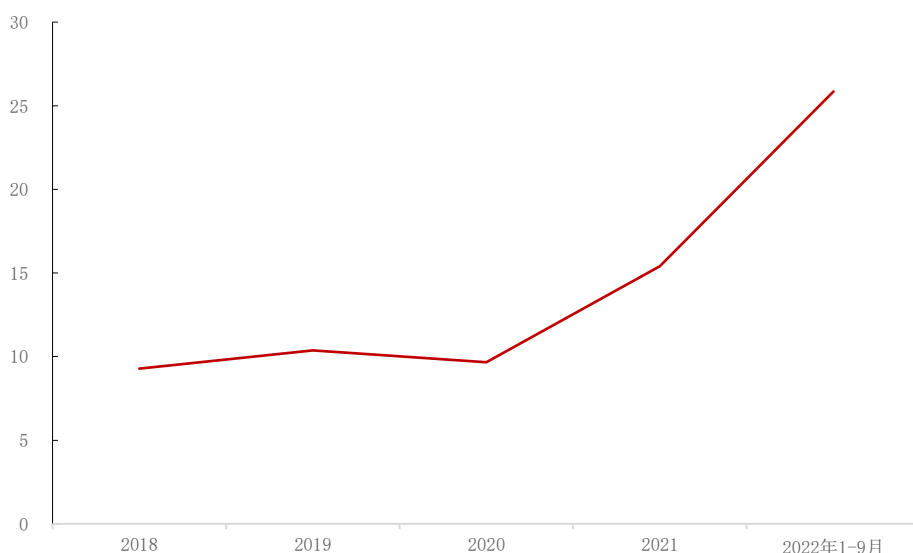
3.2 “自产+并购+贴牌”策略，速冻菜肴制品成为公司第二增长曲线

速冻菜肴制品成为公司第二增长曲线。公司在夯实传统业务的基础上，持续加大市场开发力度，丰富产品线。近几年，公司重点发展预制菜板块，按照“自产+并购+贴牌”的

策略深化预制菜业务布局。其中，“自产”即安井小厨，公司 2022 年设立了“安井小厨”预制菜事业部，按照“B 端为主，BC 兼顾”的模式对产品自研自产。今年二季度，安井小厨事业部已陆续推出了小酥肉、荷香糯米鸡、炸霞糕等品项，进一步丰富了产品线。

“并购”即公司并购了新柳伍和新宏业。新柳伍和新宏业主营小龙虾和冷冻鱼糜，公司成功并购增加了公司对上游原材料的把控能力。“贴牌”即冻品先生，冻品先生在运营中按照“C 端为主、BC 兼顾”的模式，主要进行川湘菜类菜肴食品的生产。从公司速冻菜肴制品的发展情况来看，该业务板块近几年实现快速发展，营收占比从 2018 年的 9.28% 增加至 2021 年的 15.41%。2022 年前三季度，受益于安井小厨成立、冻品先生业务量较高以及新柳伍并表等因素影响，公司的速冻菜肴制品实现营业收入 21.08 亿元，同比增长约 130%，营收占比已超过速冻面米制品增加至 25.85% 位居第二，成为了公司的第二增长曲线。

图 31：2017-2022 年前三季度公司速冻菜肴制品营收占比（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 32：公司预制菜采用“自产+并购+贴牌”策略



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3 拥有十一大生产基地，产能扩张稳步推进

公司目前拥有十一大生产基地。公司在经营过程中，结合市场实际情况以及公司“销

地产”的生产基地布局策略，积极开展生产基地建设。目前，公司已拥有包括福建、山东等在内的十一大生产基地。

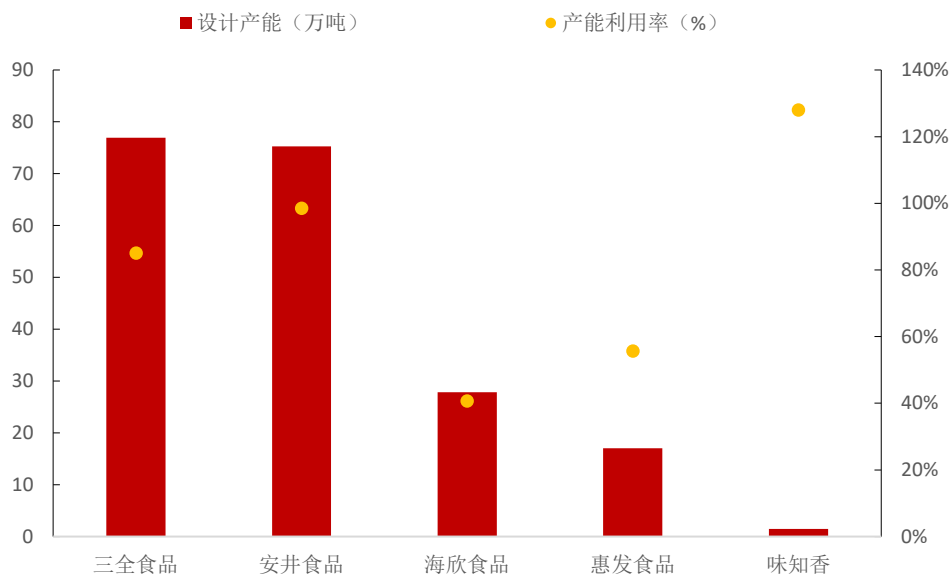
图 33：公司十一大生产基地分布情况



数据来源：公司官网，公司公告，东莞证券研究所

公司产能处于可比公司领先地位，产能扩张有望稳步推进。2021 年，公司的设计产能为 75.28 万吨，仅低于三全食品的 76.94 万吨，在可比公司中处于领先地位。从产能利用率来看，公司 2021 年的产能利用率为 98.54%，基本达到了满销满产的状态。为解决产能瓶颈问题，近几年公司通过发行可转债等方式筹集资金扩张产能。2022 年，公司通过定向增发的方式，共筹集资金净额 56.35 亿元，用于新基地建设及老基地扩建、技术升级改造类等项目建设，公司产能扩张有望稳步推进。

图 34：2021 年可比公司设计产能与产能利用率（万吨，%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

表 3：公司 2022 年定向增发募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额	使用募集资金额
1	新基地建设及老基地扩建类项目	374,800.00	368,800.00
1.1	广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目	71,600.00	65,600.00
1.2	山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项目	105,400.00	105,400.00
1.3	河南三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目	73,000.00	73,000.00
1.4	泰州三期年产 10 万吨速冻食品扩建项目	52,000.00	52,000.00
1.5	辽宁三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目	72,800.00	72,800.00
2	老基地技术升级改造类项目	51,100.00	51,100.00
2.1	四川安井技术升级改造项目	25,000.00	25,000.00
2.2	辽宁安井技术升级改造项目	18,000.00	18,000.00
2.3	泰州安井技术升级改造项目	8,100.00	8,100.00
3	信息化建设项目	10,000.00	10,000.00
4	品牌形象及配套营销服务体系建设项目	30,000.00	30,000.00
5	补充流动资金	114,100.00	114,100.00
合计		580,000.00	574,000.00

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

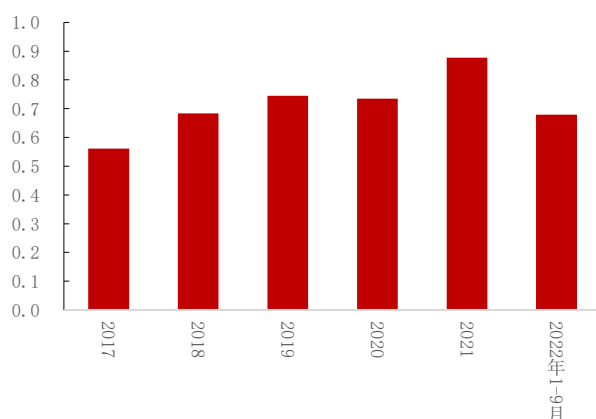
3.4 实行“产地研”模式，研发实力具有比较优势

公司新品实行“产地研”模式，确保新品及时推出。公司目前产品研发主要采用“产地研”模式，即总部负责新品的立项和策划，不同生产基地分别负责某一品类的新品研发，确保新品能够批量密集上市，进而推动企业持续增长。同时，各基地的总经理在该模式下，从单纯的“生产总经理”转变为“经营总经理”，承担起新品上市推进的责任。分品类来看，公司 2021 年火锅料制品继续以锁鲜装为龙头，玲珑包做助推，通过口味组合、档次区隔形成对消费人群的全覆盖；同时拟推出定位全国市场的香肠系列、鱼子虾滑、虾仁福袋等，定位区域市场的牛筋肉丸等，实现渠道、区域、人群多

层级覆盖。面米制品方面，公司及时顺应消费场景变化，推出适合快节奏早餐的微波馅饼，提升速冻面类制品的产品影响力和市占率。菜肴制品方面，公司目前正处于菜肴创新战略的加速期，2022 年公司相继推出水煮牛肉、糖醋里脊、翡翠虾仁、宫保鸡丁等新品，以进一步提高公司在预制菜肴中的市场竞争力。

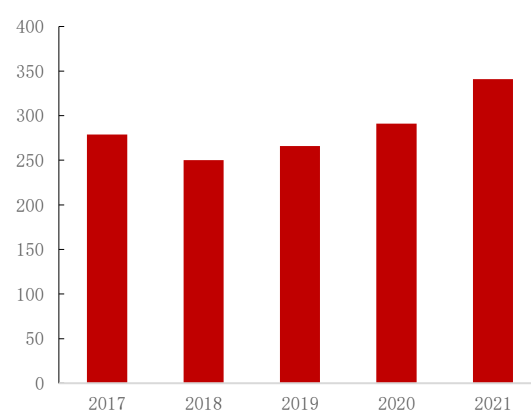
公司积极进行研发生产，研发实力具有比较优势。公司在生产中，重视新品的研发与生产。在新品研发过程中，公司实施“全国性新品+区域性新品”策略，各生产基地每年需推出区域新品 1-3 个，其中必须有本区域销售达到一定考核标准的区域新品。在公司新品研发策略的带动下，公司的研发投入稳步提升。2017-2021 年，公司的研发投入从 0.56 亿元增加至 0.88 亿元，年均复合增速为 11.85%。2022 年前三季度，公司的研发投入为 0.68 亿元，同比增长 11.53%。研发人数方面，2017-2021 年公司的研发人数从 279 人增加至 341 人，年均复合增速为 5.14%。与可比公司进行对比，公司的研发实力具有比较优势。2022 年前三季度，公司的研发投入位居可比公司首位；在 2021 年的研发人员数量中，公司的研发人员数量亦位居可比公司第一。

图 35：2017-2022 年前三季度公司研发投入（亿元）



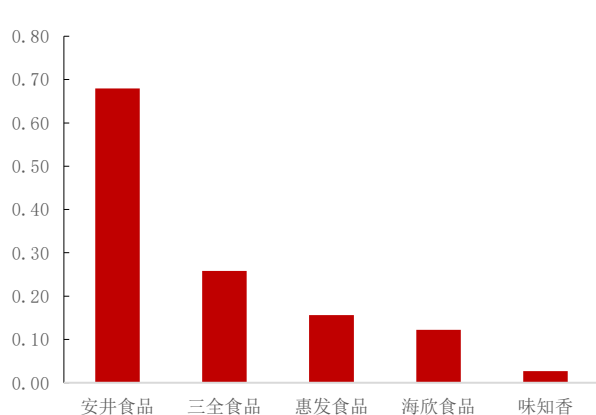
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 36：2017-2021 年公司研发人员数量（人）



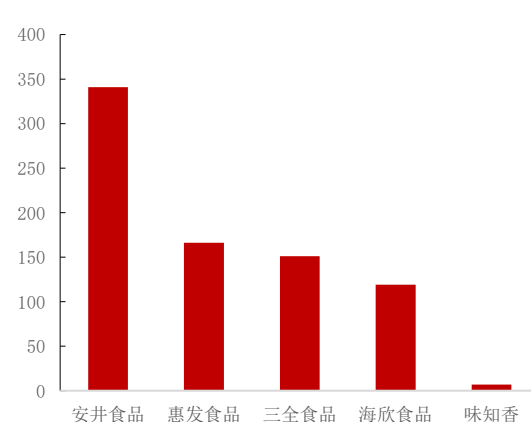
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 37：2022 年前三季度可比公司研发投入（亿元）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 38：2021 年可比公司研发人员数量（人）

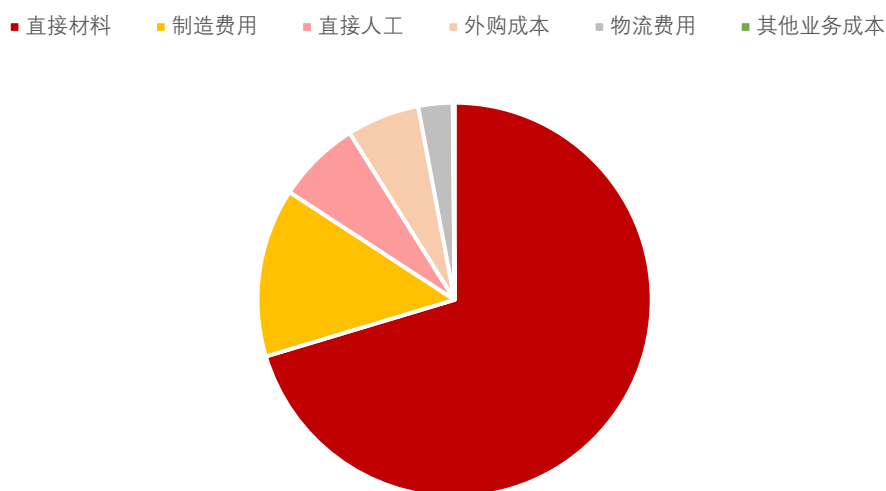


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.5 公司对原材料把控力度较强，成本压力趋缓

公司对原材料把控力度较强。从公司的成本项目构成来看，直接材料是公司成本的主要构成，2021年占比达到了70.36%。制造费用与直接人工在成本结构中的占比分别为13.84%与6.86%，分别位居第二和第三。2021年以来，公司相继收购新宏业，投资新柳伍。新宏业与新柳伍主要以小龙虾的加工为主营业务，同时还提供淡水鱼浆、虾尾、虾粉等产品，可以为公司速冻火锅料制品、速冻菜肴制品的生产提供稳定的原料，一定程度上消除了外部环境的不确定性，把握了主动控制权。公司目前生产采用当期的生产计划制定采购计划。为了确保原材料采购质量，公司制定了详细的供应商评审流程，凭借其品牌影响力对上游经销商具有一定的话语权。在货款结算方面，公司在采购合同中订立了结算条款，规定公司在收取货物并验收合格后的一定信用期内，按照议定价格结算并支付货款，锁定了购货成本，降低了价格波动风险。

图 39：2021 年公司成本项目构成（%）

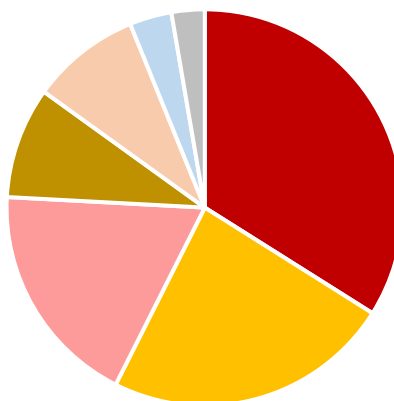


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

肉类、鱼糜是公司直接原材料的主要组成部分。在公司原材料的成本结构中，鱼糜、肉类等是其主要的成本构成。其中，公司原材料成本中肉类占比最高，为 50.99%；鱼糜与粉类占比分别为 33.95%与 18.42%，分别位居第二和第三。将公司的肉类成本进一步细分，2021 年公司的鸡肉成本占比最高，2021 年占比为 23.48%，猪肉类和牛肉类的成本占比分别为 3.44%与 2.70%。

图 40：2021 年公司原材料成本结构（%）

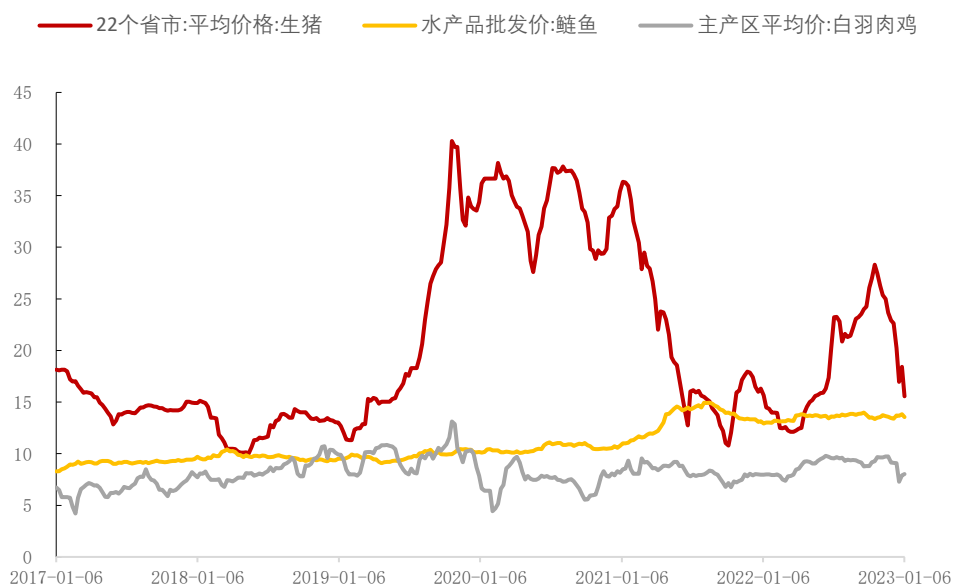
■ 鱼糜类 ■ 鸡肉类 ■ 粉类 ■ 油脂类 ■ 分离蛋白 ■ 猪肉类 ■ 牛肉类



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司原材料成本压力趋缓。从速冻食品主要原材料的价格走势来看，标准粉的价格走势较为平稳，波动相对有限。而油料油脂、猪肉等肉类价格易受周期、进出口等因素影响，价格波动相对来说较大。2021 年下半年，油脂、大麦等多数大宗农产品价格维持上涨态势。针对原材料上涨压力，公司于 2021 年 11 月对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，上涨幅度为 3%-10%。去年 10 月以来，生猪、白羽鸡与油料油脂价格上涨压力趋缓，部分原材料价格高位回落，公司成本压力有所缓解。

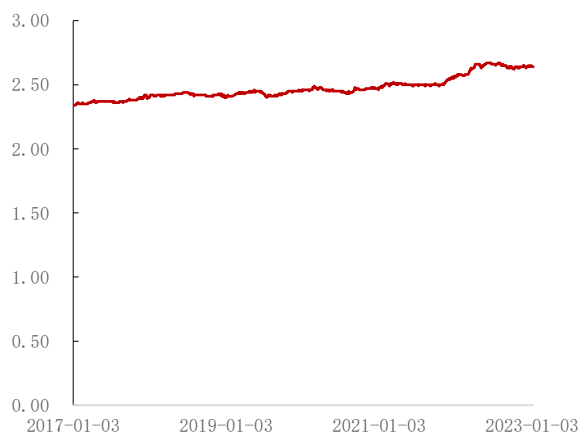
图 41：相关肉类价格波动（元/公斤）



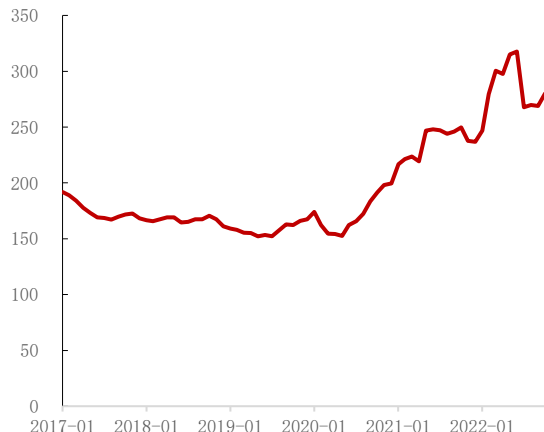
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 42：36 个城市标准粉平均零售价（元/斤）

图 43：油料油脂类价格指数



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



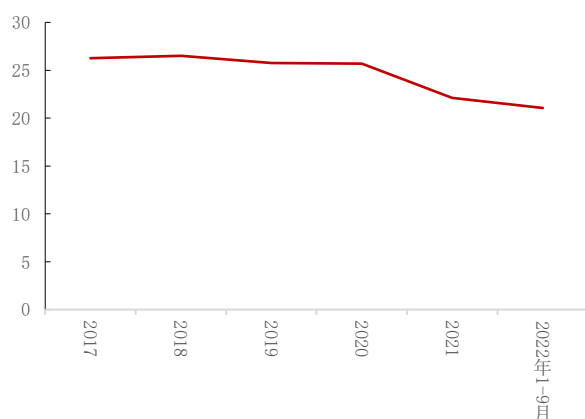
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

4. 财务指标对比分析

4.1 盈利指标对比

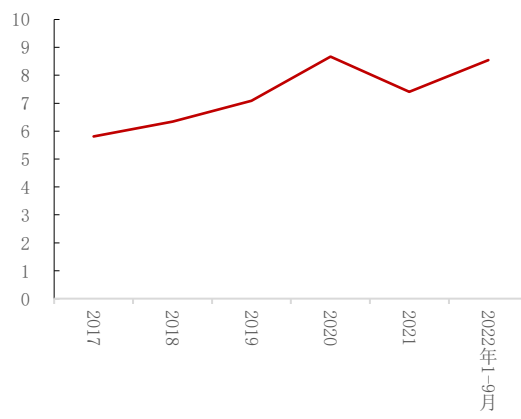
毛利率有所承压，盈利水平有进一步释放空间。2017-2020 年，公司毛利率维持在 25% 以上。2021 年受会计准则改变、工资成本、运费增加、原材料上涨等因素影响，公司毛利率有所承压，同比下降 3.56 个百分点至 22.12%。费用结构方面，公司在发展中持续优化费用结构，近几年费用率整体呈现下降趋势。2022Q3，受成本压力趋缓以及预制菜毛利率提高等因素影响，公司盈利能力整体有所提升。2022Q3，公司的毛利率为 19.60%，同比增加 1.28 个百分点；净利率为 8.23%，同比增加 1.50 个百分点。目前随着餐饮链陆续恢复，速冻食品需求有望延续一定增长。同时，新宏业、新柳伍并表有望为公司业绩带来一定增量，预计公司盈利能力有进一步增长空间。

图 44：2017-2022 年前三季度公司毛利率（%）



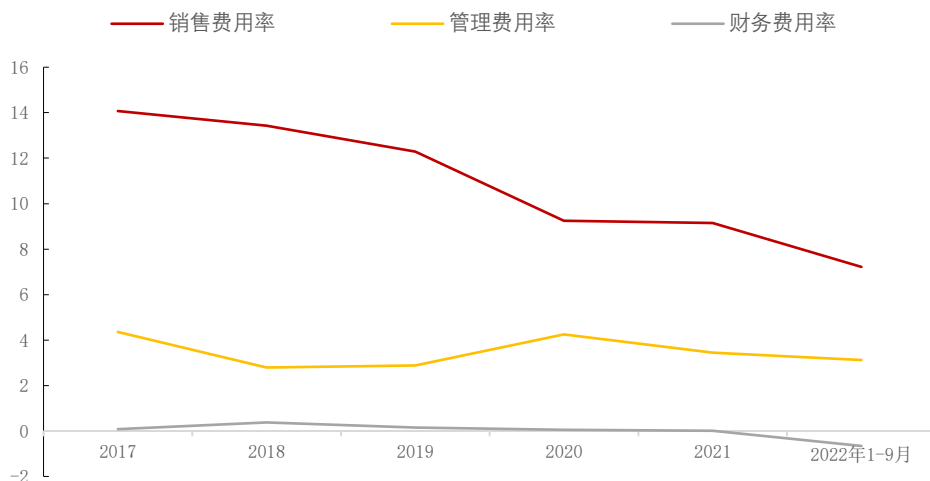
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 45：2017-2022 年前三季度公司净利率（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

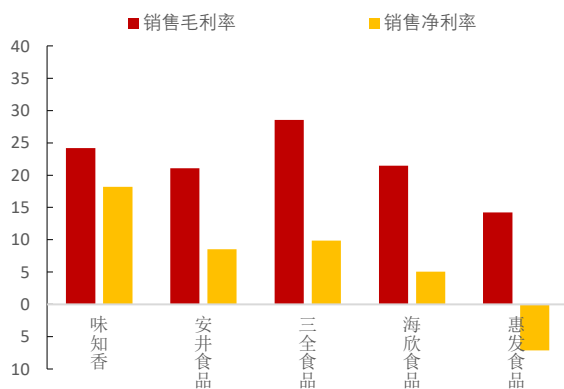
图 46：2017-2022 年前三季度公司期间费用率（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

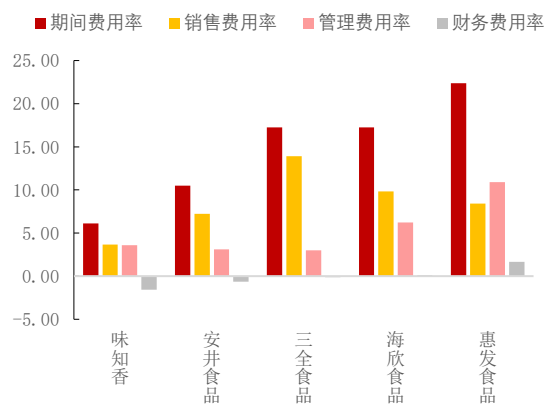
公司毛利率与净利率处于可比公司中游水平，费用结构具有比较优势。与可比公司进行对比，公司 2022 年前三季度的毛利率与净利率分别为 21.06% 与 8.54%，在可比公司中处于中游位置。费用结构方面，公司的费用管控力度较好，期间费用率较低，2022 年前三季度公司的期间费用率为 10.51%，在可比公司中具有较强的比较优势。

图 47：2022 年前三季度可比公司毛利率与净利率对比 (%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 48：2022 年前三季度可比公司费用率对比 (%)



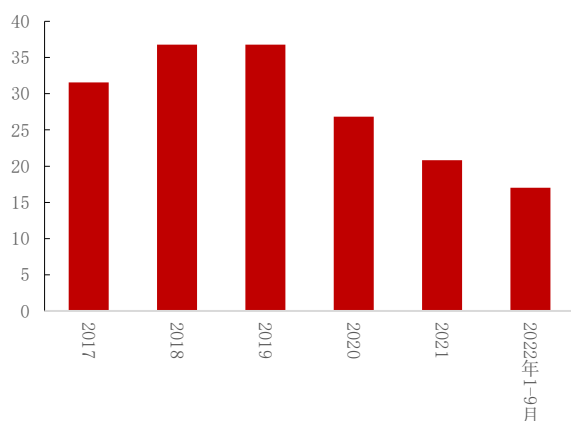
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4.2 营运能力对比分析

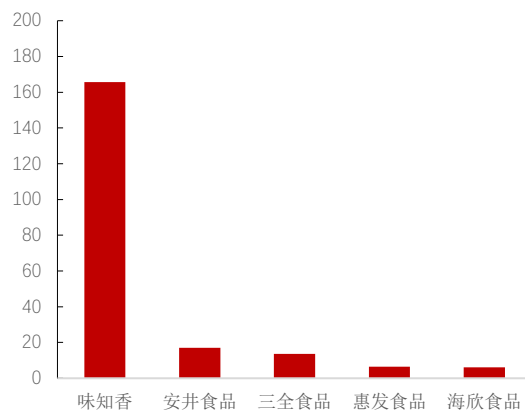
公司的应收账款周转速度较快。公司作为速冻食品行业的优质企业，其产品在市场中具有一定的竞争力，叠加公司对渠道商具有一定的话语权，使公司的应收账款周转速度较快，在可比公司中位居前列。2022 年前三季度，公司的应收账款周转率为 17 次，在可比公司中位居第二。

图 49：2017-2022 年前三季度公司应收账款周转率 (次)

图 50：2022 年前三季度可比公司应收账款周转率对比 (次)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 投资建议

给予公司“买入”评级。公司作为我国速冻食品行业龙头，在夯实传统业务的基础上，紧跟市场积极发展速冻菜肴业务，打造第二增长曲线，产品结构持续优化。短期来看，随着防疫政策放开，消费场景稳步恢复，公司BC端需求有望增加。叠加近期成本压力趋缓，新柳伍、新宏业等成功并表，公司业绩有弹性释放空间。从长期来看，公司具备核心竞争优势，积极开发新品、扩张市场，产能布局稳步推进，市场竞争力有望进一步提升。预计公司2022/2023年每股收益分别为3.70元和4.64元，对应PE估值分别为44倍和35倍，给予公司“买入”评级。

表 4：公司盈利预测简表（截至 2023 年 1 月 30 日）

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9272	12174	15345	18905
营业总成本	8537	11095	13827	16895
营业成本	7221	9554	11946	14635
营业税金及附加	59	55	69	85
销售费用	849	998	1197	1418
管理费用	320	365	445	529
财务费用	1	1	1	1
研发费用	88	122	169	227
公允价值变动净收益	0	3	3	3
资产减值损失	11	1	2	2
营业利润	860	1294	1644	2088
加：营业外收入	22	32	30	32
减：营业外支出	3	4	4	4
利润总额	879	1323	1670	2116
减：所得税	193	231	301	381
净利润	687	1091	1369	1735
减：少数股东损益	5	7	8	10

归母公司所有者的净利润	682	1085	1361	1725
摊薄每股收益(元)	2.33	3.70	4.64	5.88
PE（倍）	69.85	43.94	35.02	27.64

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

6. 风险提示

（1）**食品安全风险**。食品安全问题一直是社会关注的重点。若行业或公司发生食品安全及品质问题，将对公司产生一定的负面影响。

（2）**原材料价格波动风险**。速冻食品原材料价格存在周期波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加公司的成本压力，进而对业绩产生一定影响。

（3）**新品推广不及预期**。若消费者对公司推出说的新品接受度较低，或宣传推广不及预期，或将影响公司的业绩。

（4）**渠道开展不及预期**。若公司在发展中开拓的经销商不及预期，或将在一定程度上影响公司的市场竞争力与业绩。

（5）**宏观经济下行风险**。公司产品在 B 端渠道占比较高，若后续疫情反复扰动，餐饮企业或受到一定冲击，进而影响对 B 端速冻食品的需求。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn