

## 安记食品 (603696)

## 专注复合调味粉的区域企业，预计上市定价区间15.0-17.5元

## 发行价格

10.10 RMB

## 预计上市定价

15.0- 17.5 RMB

## 主要数据

行业	
公司网址	www.anjifood.com
大股东/持股	林肖芳/72.00%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	90
流通 A 股(百万股)	
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	4.32
资产负债率(%)	4.90

## 证券分析师

**张宇光** 投资咨询资格编号  
S1060515090001  
0755-22627694  
ZHANGYUGUANG467@PINGAN.COM.CN

**文献** 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

**汤玮亮** 投资咨询资格编号  
S1060512040001  
0755-22624571  
TANGWEILIANG978@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

**王俏怡** 投资咨询资格编号  
S1060515110001  
0755-22626689  
WANGQIAOYI597@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

- **摘要：**调味品整体发展趋势向好，复合调味料、酱料等小品类成长空间广阔。公司产品差异化，专注于复合调味粉等细分子行业，选定蓝海市场发展，同时采取传统经销模式，依靠经销商进行渠道拓展，走出典型中小企业发展路径。短期拓展商超渠道，长期看向现代经销模式转型应是发展方向。16年成本下行概率较大，上市后募集资金将投入到产能、研发、营销网络建设，提升公司整体竞争实力。
- **调味品景气度持续提升，小品类发展趋势向好。**调味品行业整体景气度较高，盈利能力持续提升。调味品酱醋子行业渗透率较高，以龙头企业与地方品牌抢夺市场为主；小品类如复合调味料、香辛料、酱料子行业尚属蓝海市场，竞争环境相对较为宽松。行业发展趋势向好，复合调味料与酱料均可保持快速增长。
- **选定蓝海市场成长空间广阔，采取传统经销模式渠道迅速扩张。**安记食品属地方性品牌企业，凭借差异化产品在蓝海市场中率先发展，同时依靠经销商推动渠道扩张，品牌投入、市场推广费用较少，以较低费用实现迅速铺货，走出典型中小企业的发展路径。短期内公司拓展商超渠道，巩固复合调味粉市场同时发展食用菌提取物与骨汤产品，进行细分品类扩张；中长期看企业由小到大成长，向现代渠道模式转型应是发展方向。
- **成本下行概率较大，募投项目提升综合竞争实力。**受益于农产品供给格局宽松，16年花椒、姜黄等主要农作物价格均有下降，对公司毛利率起到正向刺激作用。公司募集资金投入生产、研发及营销建设项目，推动产能扩张同时提升公司研发与销售实力。
- **盈利预测与上市定价：**预计公司2015-2017年营业收入分别为2.68、2.87、3.09亿元，同比增速为-4%、7%、7%，按上市后1.2亿股本测算，EPS分别为0.43、0.50、0.55元。同时参考调味品行业可比公司估值，公司2016年合理估值区间为16年30-35倍PE，合理定价区间为15.0-17.5元。
- **风险提示：**食品安全风险、原材料价格波动风险、商超渠道拓展不及预期风险。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	268	279	268	287	309
YoY(%)	-12.2	4.1	-4.0	7.3	7.4
净利润(百万元)	53	57	51	60	66
YoY(%)	-16.2	7.4	-9.2	17.0	9.5
毛利率(%)	37.7	36.8	37.2	37.5	37.7
净利率(%)	19.7	20.3	19.2	20.9	21.3
ROE(%)	19.6	17.5	9.7	8.2	8.2
EPS(摊薄/元)	0.44	0.47	0.43	0.50	0.55
P/E(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

# 正文目录

<b>一、公司简介：专注于复合调味料生产的地方品牌企业</b>	<b>4</b>
1.1 公司概况：专注于复合调味料生产，区域性较强	4
1.2 股东结构：家族持股企业	4
1.3 业务概况：复合调味粉是收入与毛利主要来源	5
<b>二、调味品发展趋势向好，小品类成长空间广阔</b>	<b>6</b>
2.1 调味品景气度较高，盈利能力持续提升	6
2.2 小品类调味品竞争格局较为宽松	7
2.3 行业发展趋势向好，复合调味料与酱料均可保持快速增长	8
<b>三、蓝海市场成长空间广阔，传统经销模式渠道迅速扩张</b>	<b>8</b>
3.1 立足细分子行业，策略符合中小企业发展	9
3.2 产品差异化发展，研发力与品牌力优于多数竞争对手	9
3.3 依靠传统经销模式起家，进军商超渠道持续拓展	12
<b>四、原料价格下行概率较大，募投项目提升综合竞争力</b>	<b>14</b>
4.1 农产品与味精占成本比重较高，16 年价格下行概率较大	14
4.2 募投项目推动力产能扩张，提升研发与销售实力	14
<b>五、定价建议：</b>	<b>15</b>
<b>六、风险提示：</b>	<b>16</b>

## 图表目录

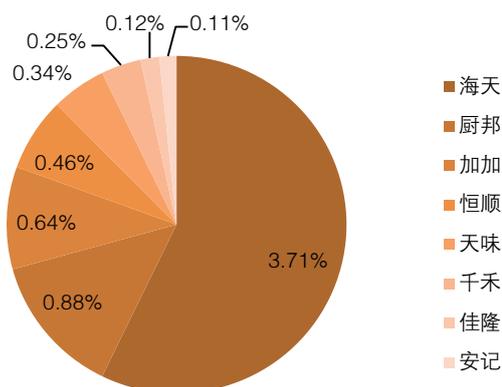
图表 1	14 年安记收入占行业比重 0.11%.....	4
图表 2	公司 90%产品在中南及华东区域销售.....	4
图表 3	安记食品股权结构：实际控制人林肖芳，发行前本人及家人合计持股达 95%.....	5
图表 4	发行前大股东持股比例为 72%.....	5
图表 5	预计发行后大股东持股比例为 54%.....	5
图表 6	1H15 年复合调味粉占收入比重 71%.....	6
图表 7	1H15 年复合调味粉占毛利比重 78%.....	6
图表 8	15 年 1-9 月调味品营收、利润总额同比增 8.8%与 22.2%.....	6
图表 9	15 年 1-9 月其他调味品营收、利润总额同比增 10.4%与 26.5%.....	6
图表 10	15 年 1-9 月城镇居民人均可支配收入增速为 8.4%.....	7
图表 11	15 年 1-10 月餐饮业收入同比增速回升至 11.8%.....	7
图表 12	酱料市场老干妈市占率最高.....	8
图表 13	安记食品 1-3Q15 营收降 3.5%.....	9
图表 14	安记食品 1-3Q15 净利降 9.4%.....	9
图表 15	安记产品品类与竞争对手具有明显差异性.....	9
图表 16	公司主要产品用途及消费群体.....	10
图表 17	安记目前有 7 项专利.....	10
图表 18	安记食品制定四项行业标准.....	11
图表 19	安记研发员工比重高于多数竞争对手.....	11
图表 20	14 年安记研发费用率高于多数竞争对手.....	11
图表 21	安记多次在国内外展会上获得奖项.....	11
图表 22	安记公司销售渠道.....	12
图表 23	直销收入占比较低但比重逐渐提高.....	12
图表 24	14 年安记食品在调味品企业中销售费用率处于较低水平.....	13
图表 25	居民家庭消费占调味品比重近 50%.....	13
图表 26	14 年销售费用中市场、商超费用占比较低.....	13
图表 27	1H15 农产品与味精占成本比重最高.....	14
图表 28	1H15 公司采购农产品价格下降 13%.....	14
图表 29	安记计划募集 3.03 亿投入产能、研发中心、营销网络建设及补充流动资金.....	14
图表 30	安记目前产能情况.....	15
图表 31	盈利预测关键假设单位：百万元.....	15
图表 32	可比公司估值情况.....	16

## 一、 公司简介：专注于复合调味料生产的地方品牌企业

### 1.1 公司概况：专注于复合调味料生产，区域性较强

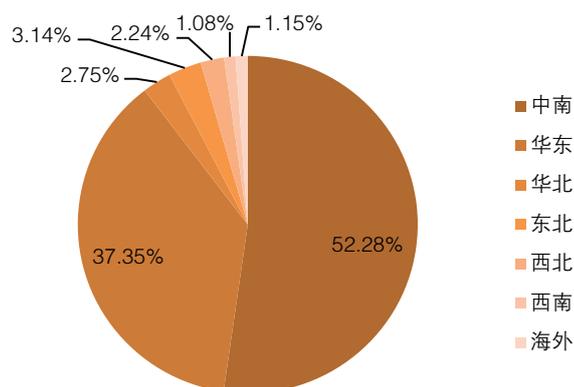
安记食品股份有限公司成立于1995年，专注于调味品的研发、生产和销售，主要产品包括复合调味粉、天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤等五大类。2010年在调味品百强企业中排名第11位，14年占调味品行业收入0.11%。公司中南、华东地区合计销售占比达90%，区域性较强。

图表1 14年安记收入占行业比重0.11%



资料来源：平安证券研究所、wind、公司招股说明书

图表2 公司90%产品在中南及华东区域销售

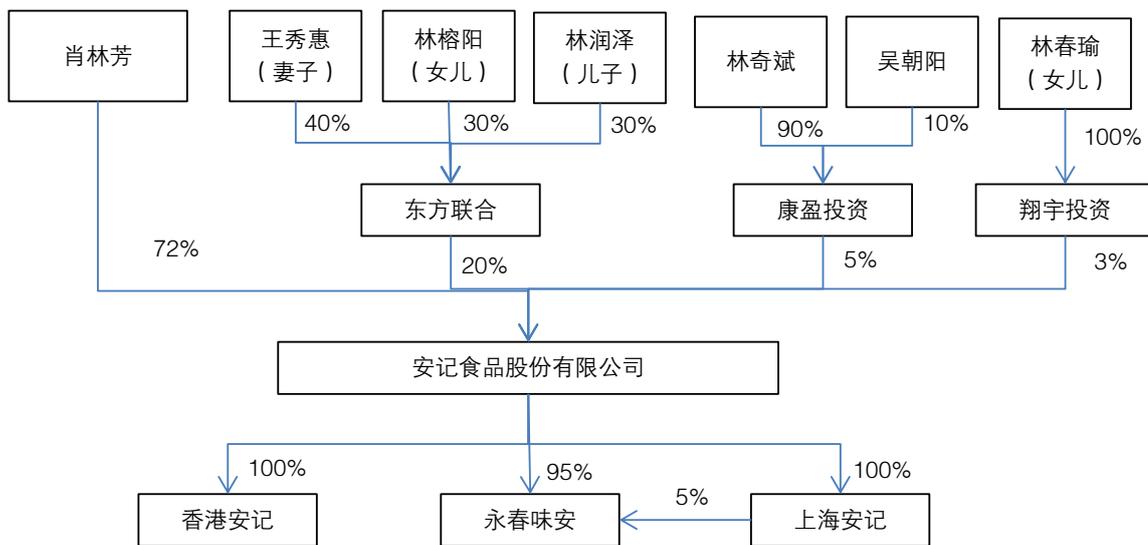


资料来源：平安证券研究所、wind、公司招股说明书

### 1.2 股东结构：家族持股企业

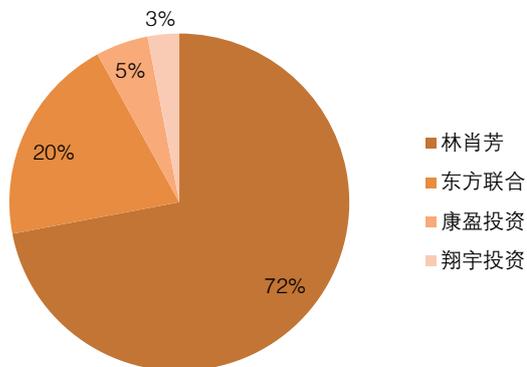
公司的发起人为林肖芳、东方联合、康盈投资与翔宇投资，设立时分别持有72%、20%、5%与3%的股份。林肖芳先生为公司实际控制人，本人及其家人以直接持股、通过东方联合、翔宇投资间接持股方式，共持有公司95%的股份，为家族持股企业。公司计划发行新股数量不超过3千万股，不安排老股转上，预计发行后大股东持股比例降至54%左右。

图表3 安记食品股权结构：实际控制人林肖芳，发行前本人及家人合计持股达95%

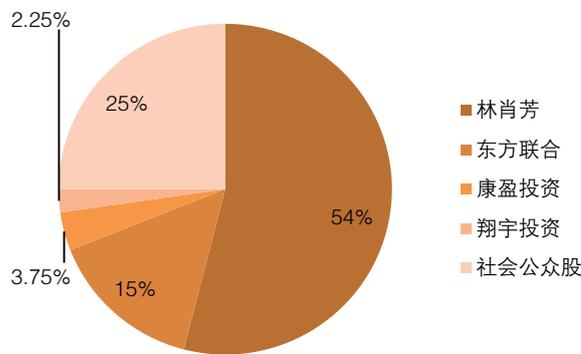


资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

图表4 发行前大股东持股比例为72%



图表5 预计发行后大股东持股比例为54%



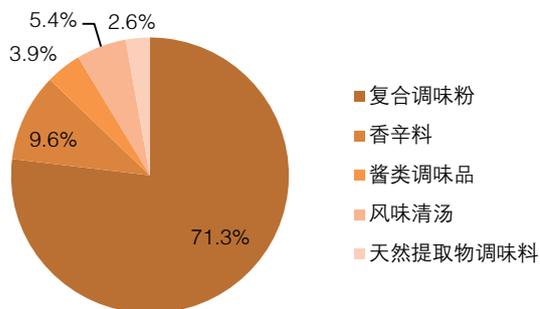
资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

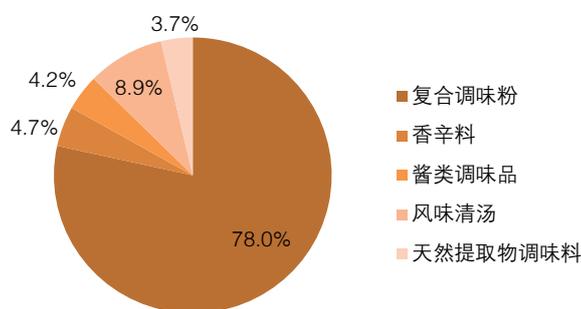
### 1.3 业务概况：复合调味粉是收入与毛利主要来源

安记食品是以复合调味粉、天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤等五大类为主业的调味品企业，1-3Q15 公司收入 1.91 亿，净利 0.37 亿，综合毛利率 37%，其中复合调味粉 1H15 占公司收入比重为 71%，占毛利比重 78%，是公司收入与毛利主要来源。

图表6 1H15年复合调味粉占收入比重71%



图表7 1H15年复合调味粉占毛利比重78%



资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

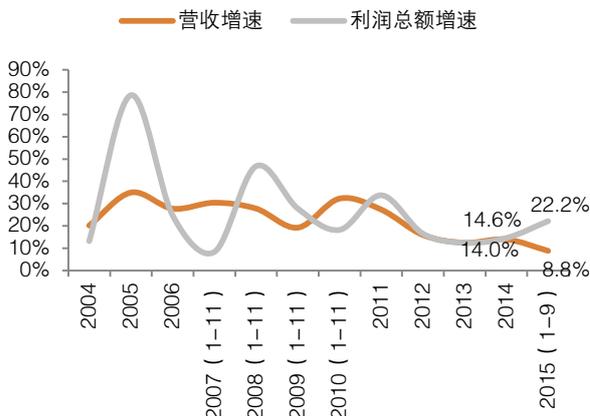
资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

## 二、调味品发展趋势向好，小品类成长空间广阔

### 2.1 调味品景气度较高，盈利能力持续提升

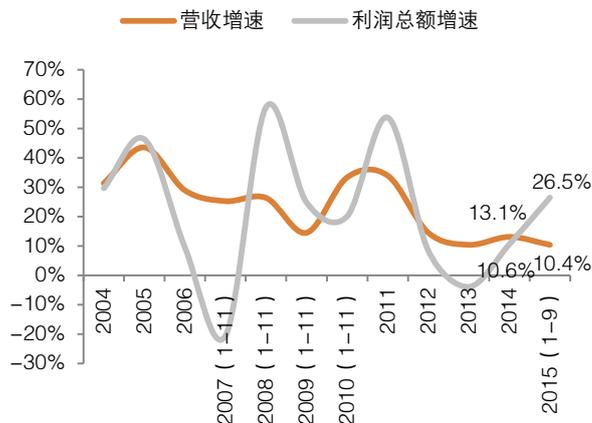
15年1-9月调味品行业营收增长8.8%，利润总额增长22.2%。在整体消费环境低迷情况下，行业仍保持较高景气度，居民收入增加与餐饮业逐渐回暖应是重要影响；盈利能力持续提升，结构改善以及产品提价带来毛利率走高应是利润增长主因。调味品子行业中其他调味品包括众多小品类，1-9月营收、利润分别增10.4%、26.5%，增速较快原因在于多数小品类调味品仍处成长初期，需求多元化、消费习惯改变或认可度提高后可极大提升消费需求，将带来行业渗透率大幅提升。

图表8 15年1-9月调味品营收、利润总额同比增8.8%与22.2%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表9 15年1-9月其他调味品营收、利润总额同比增10.4%与26.5%



资料来源：平安证券研究所、Wind

**图表10 15年1-9月城镇居民人均可支配收入增速为8.4%**



资料来源：平安证券研究所、Wind

**图表11 15年1-10月餐饮业收入同比增速回升至11.8%**



资料来源：平安证券研究所、wind

调味品行业已逐步从单一调味品向复合调味料方向发展。随着消费市场的变化，单一的调味料已经不能满足口味需求。近年来，复合调味料行业发展较快，以鸡精调味料、排骨粉调味料、鸡粉调味料、肉味粉调味料、海鲜调味料、复合汤料等产品为代表的复合调味料已广泛应用于餐饮业、食品工业生产和家庭厨房中。2014年中国调味品著名品牌企业100强中的可比22家企业的复合调味料（不含鸡精、鸡粉和鸡汁）产量同比增长11.67%，增速快于酱油、食醋等传统调味品类。

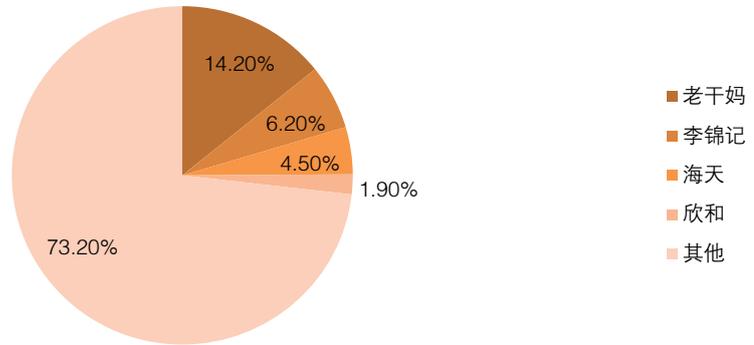
## 2.2 小品类调味品竞争格局较为宽松

**复合调味料品类众多，竞争尚不激烈。**复合调味品（除鸡精外）由于其需求量大、批量小、品种多的特点，行业较为分散，中小企业众多，多数为区域性品牌，如福建安记食品、山东飞达、河南美基等，暂未形成龙头企业。行业成长空间大，市场渗透率不高，在调味品行业内属于为数不多的蓝海市场之一，行业竞争格局较好，企业内生增长空间较大。

**香辛料行业较为分散，安记与两巨头较少正面竞争。**根据调味品协会数据，11年100强企业中华香辛料调味品生产企业产量共9万吨，销售额20亿，行业增速较慢，增长主要来自于一是餐饮业的发展；二是香辛料的应用形式由原产品向加工产品转化。主要竞争对手是味好美与王守义十三香，前者起源于美国，以香辛料起家，主要家庭消费，在商超终端表现良好，其业务遍布全球；后者始创于1984年，是我国较大的纯天然调味品生产企业，全国都有销售。但由于行业分散，且主力产品各有不同，安记与两巨头正面竞争较少。

**酱料行业集中度较低，可能出现百花齐放局面。**酱类市场CR3为25%，集中度偏低，其中老干妈以37亿的销售额位居榜首。（1）在辣椒酱领域，老干妈独霸天下占据40%的市场份额，几乎垄断辣椒酱市场。（2）酿造酱与配制酱市场渗透率不高，且酱料口味很多，虽然黄豆酱市场已被海天垄断，但其他口味酱料竞争不明显，发展空间广阔，行业竞争较为缓和，很可能出现百花齐放的局面。

图表12 酱料市场老干妈市占率最高



资料来源：平安证券研究所、调味品协会

### 2.3 行业发展趋势向好，复合调味料与酱料均可保持快速增长

预计 15 年调味品营收增速 10%–15%，利润增速 20%–25%。营收增长主要来自于一方面餐饮回暖以及居民收入提升拉动调味品需求；另一方面龙头提价、结构升级带动行业均价增长。利润增长主要综合考虑提价、产品升级、大厂新产能释放，新工艺设备与规模效应将使产出率提升等因素，毛利率仍可持续提升。预计其他调味品营收增 15%–20%，利润增 20%–30%，主要考虑小调味品仍处发展初期阶段，渗透率易快速提升，如区域性调味料广东的蚝油、黄豆酱，四川的火锅料、豆瓣酱等正由区域走向全国；消费习惯改变，料酒替代黄酒、白酒进行调味趋势明显；复合调料、西式调味料需求增多，小品类调味品增速加快等。

**复合调味料未来发展趋势向好。**根据协会统计，2012 年 100 强企业中复合调味品（不含鸡精、鸡粉）产量 39.38 万吨，同比增 16.7%。复合调味品未来趋势向好，一是源于复合调味品使用的便捷特性；二是源于口味的多样化；三是源于其标准化特性，适合现代餐饮业标准化、连锁化的发展趋势。与国外市场相比，我国复合调味品市场占有率较低，日本、韩国复合调味品市占率可达 70%–90%，国内餐饮业复合调味品只占 10%–12%，未来发展空间巨大。

**香辛料调味品增长空间有限。**原因在于，一是香辛料与香辛料调味品互相替代作用明显，需求并不稳定；二是产品同质化严重，存在大量的私人作坊，附加值难以提升。单纯以香辛料为主业的企业可能会面临增长乏力的局面，由于行业分散程度极高，我们猜测香辛料企业更可能走品类多元化道路，如王守义十三香推出复合调味品饺子料、卤肉料等。

**酱料市场仍可保持较快增长。**13 年酱类市场规模约 230 亿，增速在 20%左右，增长主要来源于：一是酱类口味的多元化发展带动需求提升；二是区域性酱料向全国化扩张带来渗透率提高，典型例子是广式特征明显的海天黄豆酱向内陆城市扩展。两个驱动因素可持续，估计短期酱料市场增速仍可保持在 15%–20%，实现较快增长。

## 三、蓝海市场成长空间广阔，传统经销模式渠道迅速扩张

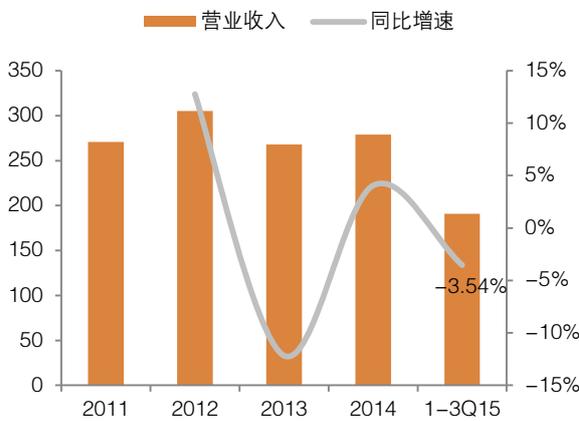
安记立足细分子行业，以差异化产品，依靠经销商推动渠道扩张而成长。公司属于地方性品牌企业，专注于复合调味粉生产，凭借差异化产品在蓝海市场中率先发展，同时依靠经销商推动渠道扩张，

品牌投入、市场推广费用较少，以较低费用实现迅速铺货，走出典型中小企业的发展路径。短期内公司拓展商超渠道，巩固复合调味粉市场同时发展食用菌提取物与骨汤产品，进行品类扩张；中长期看企业由小到大成长，向现代渠道模式转型应是发展方向。

### 3.1 立足细分子行业，策略符合中小企业发展

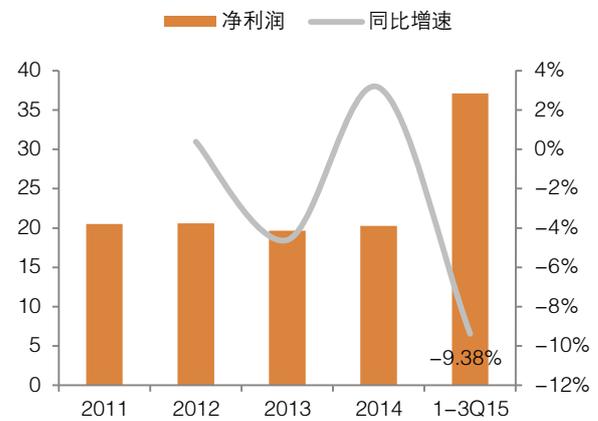
安记瞄准调味品蓝海市场，力争成为复合调味粉子行业龙头。红海行业竞争激烈，行业龙头实力雄厚中小企业面临压力，而调味品子行业众多，公司在蓝海市场寻找机会，竞争对手较少，可以实现快速增长，做到子行业龙头后以核心产品为依托进行渠道扩张，同时利用已有通路打开市场进行品类扩充，有助于实现中小企业到大企业过渡。13年受餐饮业负面影响公司业绩下滑，14年收入、净利均略有回升。15年1-9月受到经济环境影响，收入略有下滑；财政补助减少导致营业外收入大降，净利跌幅高于营收。

图表13 安记食品1-3Q15营收降3.5%



资料来源：平安证券研究所、wind，

图表14 安记食品1-3Q15净利降9.4%



资料来源：平安证券研究所、wind

### 3.2 产品差异化发展，研发力与品牌力优于多数竞争对手

#### ■ 专注复合调味品，产品差异化发展

公司产品差异化主要体现在品类上，构建了以复合调味粉为主导，天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤互为补充、协调发展的产品体系，通过品类差异化避免与行业龙头竞争，在蓝海市场中寻求发展机会。

图表15 安记产品品类与竞争对手具有明显差异性

公司	主要产品	核心单品
海天味业	酱油、蚝油、酱料	金标生抽、草茹老抽、海天黄豆酱
美味鲜	酱油、鸡精鸡粉	厨邦酱油、厨邦鸡粉
加加食品	酱油、植物油	面条鲜、原酿造
恒顺醋业	黑醋、白醋、料酒	年份醋、9度米醋
李锦记	酱油、蚝油、酱料	蒸鱼豉油、李锦记蚝油
飞达生物	辣椒、香辛料	-
红山河	火锅底料、辣椒酱	-

公司	主要产品	核心单品
美基食品	浓缩骨汤、调味香精、肉粉鸡粉	-
千禾味业	酱油、焦糖色	千禾头道鲜
天味食品	火锅底料、川菜调料	-
味群食品	植物蛋白粉、发酵酱油粉、复合调味粉	-
朱老六	腐乳	朱老六腐乳
安记食品	复合调味粉、天然提取物、风味清汤	排骨王调味料、海鲜调味料

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

**开发特色产品，多品类满足消费者多样化需求。**公司产品体系在兼顾市场传统需求的同时，努力创新求变，开发了以排骨味王调味料、益鲜素调味料、主味素调味料、鲍鱼素调味料等产品为代表的市场独创、概念领先、品质优异的特色产品，力求打造产品差异化，增强公司核心竞争力。公司产品能充分满足各种类型消费者多层次、多用途、多价位的个性化使用需求。

**图表16 公司主要产品用途及消费群体**

	用途	消费群体
复合调味粉	适用于汤料、火锅、蒸食、焙煎、煲汤、小炒、烧烤等	餐饮行业 家庭消费 食品制造
天然提取物调味料	天然提取物，能提高菜肴风味，减少原材料用量，节省时间，节约燃料。	餐饮行业 家庭消费 食品制造
香辛料	提高菜肴风味，增强菜品口感上的醇厚感、增鲜增香	餐饮行业 家庭消费 食品制造
酱类	提高菜肴风味，增强菜品口感上的醇厚感、增鲜增香。	餐饮行业 家庭消费 食品制造
风味清汤	浓缩 25 倍以上，简单易用，能有效降低成本，保证鲜汤品质。	餐饮行业 食品制造
酒店专用系列	特供星级酒店，高端调味品，简单易用，能有效降低成本。	餐饮行业 食品制造
组合系列	各种调味料组合	企事业单位

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

#### ■ 研发实力优于多数中小企业

公司 2011 年被认定为高新技术企业。公司设有专门的研发中心，进行信息收集、数据分析、分析检验、工艺设计等工作，对调味品的口味、生产工艺和流程等进行研发。安记的技术优势表现为有 7 项专利数量与制定行业规则的市场地位。

**图表17 安记目前有7项专利**

序号	专利名称	专利号	权利权限	专利类型
1	一种烹调鸭鹅的调味品	ZL200510009607.7	2005 年 1 月 5 日起 20 年	发明
2	一种香菇-猪骨高汤冻制备方法	ZL200710144637.8	2007 年 11 月 20 日起 20 年	发明
3	包装罐(2)	ZL201230237815.3	2012 年 10 月 17 日起 10 年	外观设计
4	一种复合型炒饭用调味粉	ZL01110275527.1	2011 年 09 月 16 起 20 年	发明
5	一种复合型羊膻味调味粉	ZL201110275532.2	2011 年 09 月 16 起 20 年	发明
6	一种复合型排骨味调味粉	ZL201110275533.7	2011 年 09 月 16 起 20 年	发明
7	一种用于沙县小吃的复合型肉香味调味粉	ZL201110275530.3	2011 年 09 月 16 日起 20 年	发明

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

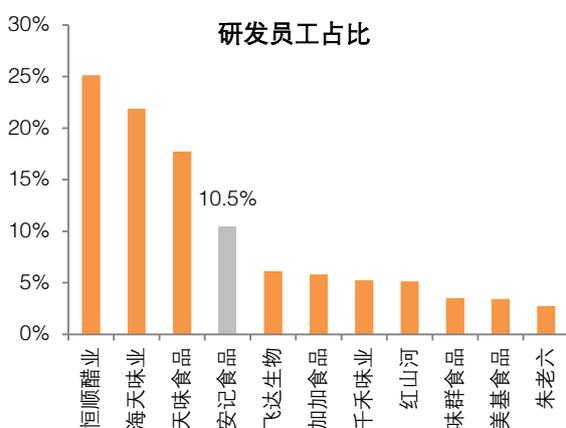
**图表18 安记食品制定四项行业标准**

时间	行业标准	地位
2009	《排骨粉调味料》行业标准	独家起草单位
2008	《海鲜粉调味料》行业标准	第一起草单位
2008	《牛肉粉调味料》行业标准	主要起草单位之一
2007	《调味品分类》国家标准	主要起草单位之一

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

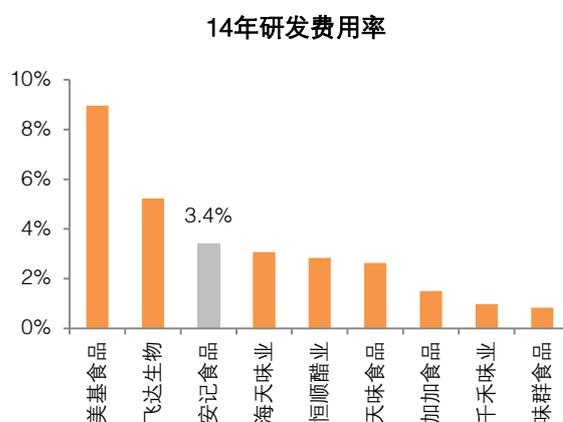
技术实力来源于高研发投入。横向比较，2014年安记的研发人员比重、研发支出比重高于多数竞争对手；纵向比较，近年来安记研发支出比重始终保持在3%以上，可见公司特别注重研发实力的积累。

**图表19 安记研发员工比重高于多数竞争对手**



资料来源：平安证券研究所、wind,

**图表20 14年安记研发费用率高于多数竞争对手**



资料来源：平安证券研究所、wind

■ 具有品牌知名度，福建地区认可度较高

公司自成立以来一直专注于调味品的研发、生产和销售，其中排骨味王系列产品市场占有率位居同类产品前列，天然提取物调味料、风味清汤产品在国内高档餐饮业得到广泛运用。公司在复合调味料领域具有较高知名度与品牌影响力，表现为公司2005、2008、2011年连续三次获得福建省著名商标，2011年荣获中国驰名商标，以及产品多次在国内外展会上获得奖项。

**图表21 安记多次在国内外展会上获得奖项**

时间	奖项
2002	汉城国际发明展铜奖
2002	第95届巴黎国际发明展列宾竞赛奖
2002	第十二届全国厨师节指定产品
2003	第十四届全国发展展览会铜奖
2003	福建省发明创新成果金奖
2004	福建省名牌产品
2005	中国名牌产品
2010	福建名牌产品
2013	中国（国际）调味品及食品配料博览会金奖

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

■ 固守优势产品，拓展蓝海品类

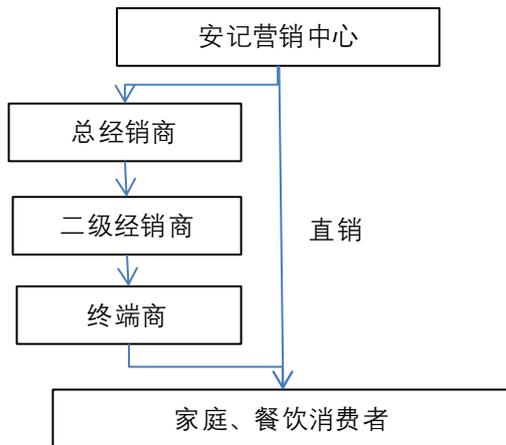
未来三年内公司将继续以调味品为主营业务，巩固现有排骨味王等复合调味粉的市场领先地位，并大力发展以其为代表的相关猪肉风味调味粉作为公司未来的主导产品，抢占中国市场中猪肉风味调味料市场份额，以“猪肉风味”作为“安记食品”代名词。同时大力发展现仍处蓝海市场中的食用菌提取物和利乐包装骨汤等产品，建立了完善的销售网络，借助公司产品良好的市场认可度，预计食用菌提取物和利乐包装骨汤等产品将来会成为公司新的利润增长点。

3.3 依靠传统经销模式起家，进军商超渠道持续拓展

**销售网络覆盖全国，福建省深耕细作。**公司已经建立了覆盖全国 25 个省、自治区和直辖市的经销网络，经销商数量达到 400 余家。公司已形成了以福建省泉州市为生产基地，辐射全国的销售网络。福建省内以县级为单位，其他省市主要以地级市、个别区域以县级市为单位进行经销商开发。

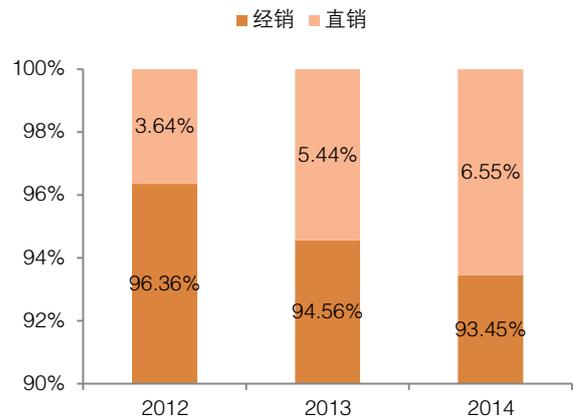
**以流通渠道为主，经销占比较高。**公司销售渠道以流通渠道为主，餐饮渠道、特通渠道和海外渠道为辅。公司流通渠道、餐饮渠道、海外渠道主要采取经销商代理制，对部分经销商采取分渠道、分品牌、分品项操作。公司在特通渠道和部分餐饮渠道采用直销模式，直销客户为食品加工企业和餐饮、酒店等，直销收入占比较小，但比重不断提升，可能表明公司重视直销渠道，在逐步加大对终端掌握力度。

图表22 安记公司销售渠道



资料来源：平安证券研究所、wind,

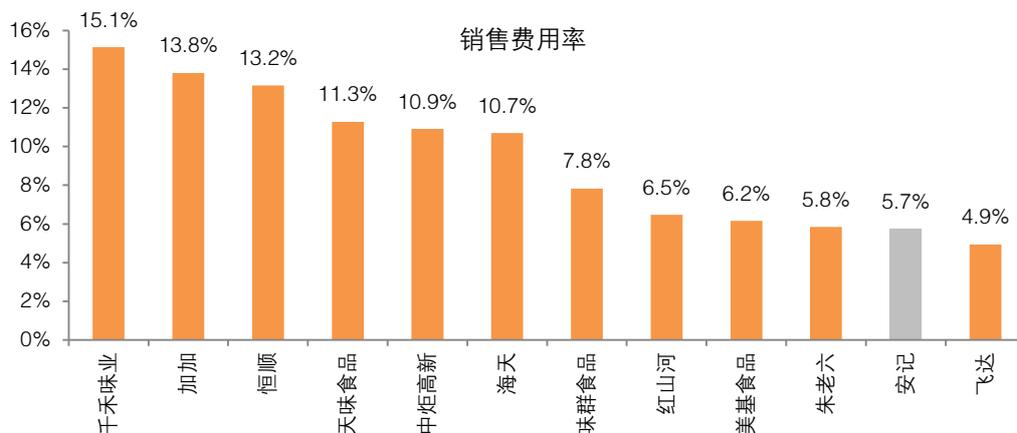
图表23 直销收入占比较低但比重逐渐提高



资料来源：平安证券研究所、wind

**采取传统经销模式，依靠经销商来推动渠道扩张。**目前公司主要客户为各地调味品、食品经销商，采用买断式销售方式。经销商向公司购买产品后，自行组织人员进行销售，其主要销售对象和场所包括超市、餐饮企业和农贸市场等。依靠经销商进行推广的传统销售模式适合安记当前发展，原因在于中小企业资金实力有限，通过经销商可以利用较低市场推广费进行铺货，性价比高。从可比公司销售费用来看，海天、中炬高新等公司渠道控制力较强，相应销售费用占比在 10%以上，而中小企业（以新三板为主）普遍采用传统经销模式，销售费用率在 5%–10%之间。

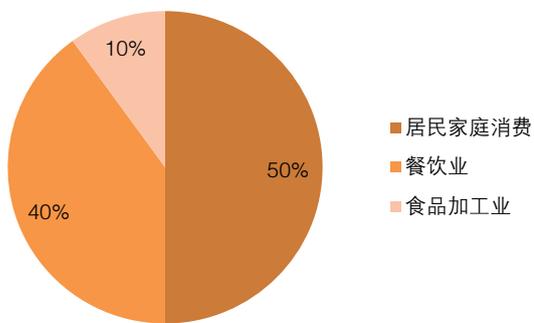
图表24 14年安记食品在调味品企业中销售费用率处于较低水平



资料来源：平安证券研究所、调味品协会

**进军商超渠道，初期费用投入可能加大。**商超为居民家庭购买调味品主要市场，测算商超渠道占调味品销售收入比重接近 50%。KA 渠道为公司薄弱市场，为此公司有意进军商超渠道，已组建商超事业部，并对市场进行了充分的调研、论证和市场网络布局安排。目前公司已经通过经销商进入大型商超系统的门店合计 710 家，积累了相应经验。但商品进入大型超市的进场费、促销费等前期投入费用较大，且商品进入超市后，需要人员进行驻场促销，因此短期可能面临大量费用投入，对利润产生负面影响。

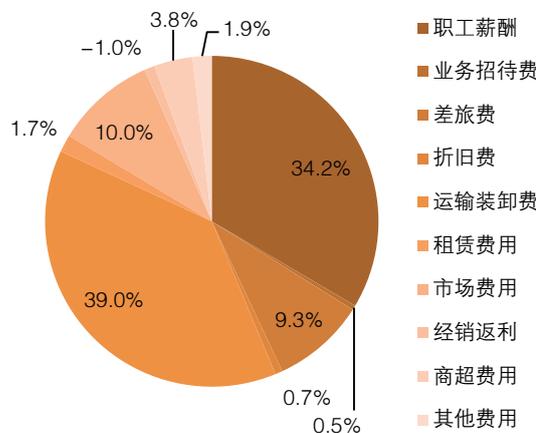
图表25 居民家庭消费占调味品比重近50%



注：07年餐饮、居民、工业消费比例为4：3：3，14年比重是根据数据估算得出

资料来源：平安证券研究所、wind

图表26 14年销售费用中市场、商超费用占比较低



资料来源：平安证券研究所、wind

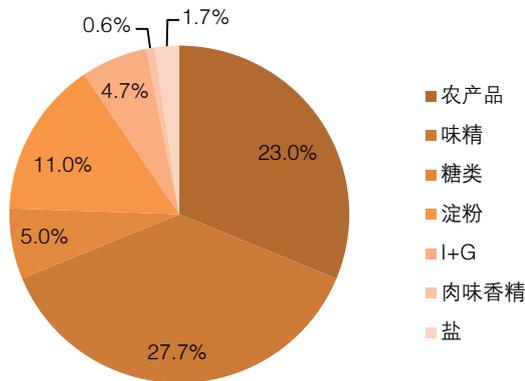
**中长期公司可能向现代经销模式转型。**依靠传统的经销商进行渠道推广的传统经销模式有其弊端：一是模式对终端掌控不够，渠道难以做深做透；二是后期成长动力不足，运营效率将会减慢。安记食品由小企业向大中企业成长，猜测后续可能会加大营销力度，配比相应数量的营销人员与销售费用，弱化经销商成为配送商，向现代销售模式转型。

## 四、原料价格下行概率较大，募投项目提升综合竞争力

### 4.1 农产品与味精占成本比重较高，16 年价格下行概率较大

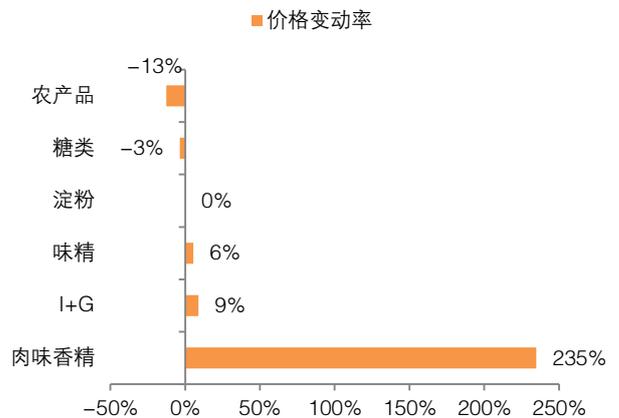
公司主要生产原料为农产品、味精，1H15 年合计占总成本 51%。受益于农产品供给格局宽松，15 年茴香、姜黄等主要农作物价格均有下降，估计 16 年价格应持续走低；味精虽年内已进行三次提价，但梅花收购伊品失败对价格形成抑制，估计 16 年均价同比降 0%–5%。肉味香精价格涨幅较大，公司已减少用量来控制成本，综合来看 15 年主要原料成本价格应是下降趋势，将对公司毛利率起到正向刺激作用。

图表27 1H15农产品与味精占成本比重最高



资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表28 1H15公司采购农产品价格下降13%



资料来源：平安证券研究所、公司公告

### 4.2 募投项目推动力产能扩张，提升研发与销售实力

公司拟发行不超过 3000 万股，拟募投 3.03 亿元，用于投资 1 万吨调味骨汤产品生产项目、700 吨食用菌提取物及 1625 吨副产品生产项目、研发中心建设、营销网络建设项目，以及补充流动资金。募投项目将提高公司产能，增强研发实力与销售竞争力。

图表29 安记计划募集3.03亿投入产能、研发中心、营销网络建设及补充流动资金

序号	项目名称	总投资	拟投入资金	建设期	是否核准
1	年产 10,000 吨 1:1 利乐装调味骨汤产品生产项目	12,000.00	12,000.00	2 年	已核准
2	年产 700 吨食用菌提取物及 1,625 吨副产品生产项目	18,055.00	18,055.00	1.5 年	已核准
3	研发中心建设项目	4,000.00	4,000.00	2 年	已核准
4	营销网络建设项目	4,413.30	4,413.30	2 年	已核准
5	补充流动资金	10,000.00	10,000.00	-	-
	合计	48,468.30	48,468.30	-	-

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

图表30 安记目前产能情况

产品	年度	2012年	2013年	2014年	1H15
复合调味粉	产能(吨)	25,000	25,000	25,000	12,500
	产量(吨)	16,835.63	16,608.16	15,338.43	6,880.58
	产能利用率(%)	67.34%	66.43%	61.35%	55.04%
	销量(吨)	17,455.92	16,345.50	15,502.76	6,731.61
	产销率(%)	103.68%	98.42%	101.07%	97.83%
天然提取物调味料	产能(吨)	300	300	300	150
	产量(吨)	204.39	52.25	68.68	21.98
	产能利用率(%)	68.13%	17.42%	22.89%	14.65%
	销量(吨)	202.85	52.09	67.84	22.49
	产销率(%)	99.25%	99.69%	98.78%	102.32%
香辛料	产能(吨)	600	600	600	300
	产量(吨)	647.84	506.3	501.08	249.9
	产能利用率(%)	107.97%	84.38%	83.51%	83.30%
	销量(吨)	635.73	512.96	506.53	243.01
	产销率(%)	98.13%	101.32%	101.09%	97.24%
酱类调味品	产能(吨)	1,200	1,200	1,200	600
	产量(吨)	841.49	953.26	996.28	405.97
	产能利用率(%)	70.12%	79.44%	83.02%	67.66%
	销量(吨)	845.81	927.89	984.2	413.91
	产能(吨)	300	300	300	101.96%
风味清汤	产量(吨)	406.96	255.4	220.85	150
	产能利用率(%)	135.65%	85.13%	73.62%	101.71
	销量(吨)	407.77	255.24	221.59	67.81%
	产销率(%)	100.20%	99.94%	100.34%	102.04

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

## 五、 定价建议：

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 2.68、2.87、3.09 亿元，同比增速为-4%、7%、7%，按上市后 1.2 亿股本测算，EPS 分别为 0.43、0.50、0.55 元。同时参考调味品行业增长情况以及可比公司估值，公司 2016 年合理估值区间为 16 年 30-35 倍 PE，合理定价区间为 15.0-17.5 元。

图表31 盈利预测关键假设单位：百万元

		2014	2015E	2016E	2017E
复合调味粉	销售收入	204	194	208	223
	YOY	-3%	-5%	7%	7%
	毛利率	40.2%	40.5%	40.7%	40.7%
香辛料	销售收入	22	21	24	26
	YOY	4%	-3%	11%	11%

		2014	2015E	2016E	2017E
	毛利率	16.3%	17.5%	17.5%	17.5%
酱类调味品	销售收入	13	13	14	15
	YOY	11%	3%	6%	6%
	毛利率	36.6%	37.8%	38.0%	38.2%
风味清汤	销售收入	15	14	15	17
	YOY	-10%	-8%	12%	12%
	毛利率	54.6%	58.2%	58.5%	58.5%
天然提取物调味料	销售收入	6	6	7	9
	YOY		12.2%	15.5%	15.5%
	毛利率	56.0%	52.7%	53.0%	53.0%
其他	销售收入	19	19	19	19
	YOY	187.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	4.7%	3.0%	3.0%	3.0%
合计	合计-营业收入	279	268	287	309
	YOY	4%	-4%	7%	7%
	毛利率	176.28	168.26	179.59	192.36

资料来源：平安证券研究所、公开资料

图表32 可比公司估值情况

股票名称	股票价格 (元)		EPS (元/股)			PE (倍)	
	11月24日	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
海天味业	34.44	0.77	0.92	1.08	44.7	37.4	31.9
中炬高新	14.95	0.36	0.31	0.34	41.5	48.2	44.0
恒顺醋业	23.23	0.25	0.8	0.55	92.9	29.0	42.2
加加食品	7.43	0.29	0.12	0.14	25.6	61.9	53.1
平均值					51.2	44.2	42.8

资料来源：平安证券研究所、wind

备注：以上公司EPS来源于平安证券研究所预测

## 六、风险提示：

食品安全风险、原材料价格波动风险、商超渠道拓展不及预期风险

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	194	549	609	677
现金	139	490	550	611
应收账款	6	6	7	7
其他应收款	5	4	5	5
预付账款	6	9	8	9
存货	38	40	41	45
其他流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	183	183	183	184
长期投资	0	0	0	0
固定资产	97	97	97	98
无形资产	44	44	44	44
其他非流动资产	42	42	42	42
<b>资产总计</b>	377	732	793	861
<b>流动负债</b>	26	26	27	30
短期借款	0	0	0	0
应付账款	7	6	6	7
其他流动负债	19	21	21	23
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	26	26	27	30
少数股东权益	0	0	0	0
股本	90	120	120	120
资本公积	86	359	359	359
留存收益	175	227	287	352
<b>归属母公司股东权益</b>	351	706	766	832
<b>负债和股东权益</b>	377	732	793	861

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	74	53	60	60
净利润	57	51	60	66
折旧摊销	9	9	9	9
财务费用	-2	-3	-10	-11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	8	-4	-0	-4
其他经营现金流	3	-0	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-34	-9	-10	-10
资本支出	-8	-9	-10	-10
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-26	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-10	306	10	11
短期借款	-10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	30	0	0
资本公积增加	0	273	0	0
其他筹资现金流	-0	3	10	11
<b>现金净增加额</b>	30	350	60	62

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	279	268	287	309
营业成本	176	168	180	192
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	16	16	17	19
管理费用	24	25	27	29
财务费用	-2	-3	-10	-11
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	62	60	71	78
营业外收入	5	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	67	61	72	79
所得税	11	10	12	13
<b>净利润</b>	57	51	60	66
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	57	51	60	66
EBITDA	0	0	0	0
EPS (元)	0.47	0.43	0.50	0.55

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	4.1	-4.0	7.3	7.4
营业利润(%)	7.5	-4.6	18.9	9.7
归属于母公司净利润(%)	7.4	-9.2	17.0	9.5
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	36.8	37.2	37.5	37.7
净利率(%)	20.3	19.2	20.9	21.3
ROE(%)	17.5	9.7	8.2	8.2
ROIC(%)	23.1	20.4	22.1	23.6
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	6.8	3.6	3.4	3.5
净负债比率(%)	-39.6	-69.4	-71.7	-73.5
流动比率	7.53	20.90	22.47	22.54
速动比率	6.06	19.37	20.96	21.05
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.79	0.48	0.38	0.37
应收账款周转率	43.8	42.8	44.9	45.1
应付账款周转率	30.7	27.6	30.0	29.7
<b>每股指标 (元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.43	0.50	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.44	0.50	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.93	5.88	6.38	6.93
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033