

先发优势已成型，成本领先铸壁垒

——安井食品首次覆盖报告

报告要点:

● 速冻食品绝对龙头，需求景气供给紧平衡

公司是国内速冻料制品龙头，主营产品包括速冻料制品、速冻面米制品与速冻菜肴制品，三剑合璧业绩全面开花。复盘历史内部民营&管理优异，前瞻布局以餐饮流通渠道为主。考虑到目前行业景气产能高负荷，公司依托华东根据地市场并积极扩产完善全国布局。

● 冻货行业坡长雪厚，增长高确定格局始整合

1) 寻驱动: 城镇化下饮食便捷化浪潮汹涌，催化方便即食的速冻食品需求喷发。同时餐饮渠道又从应用侧打开行业增长空间，一方面对比日本/我国餐饮渠道占比分别为60/30%，长远看可翻倍。实际中，客流的在外饮食增加+货流上餐厅对中央厨房依赖提高，促使餐饮渠道日益重要。另一方面冻货前几大餐饮应用场景——火锅、小吃、团餐及连锁餐饮高景气，直接加速冻货需求落地。另外冷链技术成熟带动中西部市场崛起，未来在龙头入局及成本冲击下将进入整合。**2) 拆增长:** 整体空间千亿且格局分散(CR5在30%下)，细分赛道处不同生命周期。对标美日空间可看2000亿且未来增速约10%。

● 从比较视角看安井优势，多维度铸最强收割者

1) 先发优势: 规模先行，已建/在建产能40/50万吨，率先达到强规模效应掌握定价主动权。市场先行，首家内陆大规模建厂的沿海速冻食品企业，市场开拓及消费者心智占领领先。资金先行，在手现金12亿且上下游资金占用强，在盈利差和高投资需求行业优势显著。时间先行，产能建设领先对手6-8年。产品先行，拥有超300种产品，研发投入7千万，且市场反馈更多，爆款单品抓取能力更强。渠道先行，率先经营餐饮渠道，且为经销商提供贴身服务，渠道势能高/获利足/粘性大。**2) 成本领先:** 规模效应，依托规模和上游布局对原材料议价强，叠加入均创收高致费用有效摊低。高效经营，贯彻“大单品+流通餐饮渠道为主+销地产”成功商业模式，大单品提高生产可工业化性并凝聚营销效率，流通餐饮为主避免高费用投入，销地产在现有规模下年均节省8-9千万运输费。

● 成长路径：餐饮渠道+全国化+行业整合三维度拓展

1) 发力餐饮: 打造中央厨房概念，独立出速冻菜肴制品和冻品先生，依托成熟餐饮运营经验持续挖掘餐饮客户，餐饮空间可看3倍。**2) 布局全国:** 四川/河南/湖北建厂辐射内陆，因地制宜渠道织网，以销地产为圆心向产地研/产地销精耕。**3) 整合行业:** 强化公司成本优势，猪肉涨价冲击下依托“高质中高价”挤出中小品牌，市占率可看10-20%。

● 投资建议与盈利预测

坚定看好长期成长价值。预测19-21年EPS为1.40/1.71/2.16，对应现价41/34/27PE，考虑成长高确定性，给予20年40倍PE，目标价68元，首次覆盖并给予“买入评级”。

● 风险提示

食品安全问题、产能投放不及预期、成本价格大幅波动、市场竞争加剧

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3484.01	4259.09	5071.49	6042.37	7255.39
收入同比(%)	16.27	22.25	19.07	19.14	20.08
归母净利润(百万元)	202.43	270.26	321.90	393.23	495.75
归母净利润同比(%)	14.11	33.50	19.11	22.16	26.07
ROE(%)	11.95	13.20	11.98	13.11	14.59
每股收益(元)	0.88	1.18	1.40	1.71	2.16
市盈率(P/E)	65.87	49.34	41.42	33.91	26.90

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

买入|首次推荐

当前价/目标价: 57.98元/68元

目标期限: 12个月

基本数据

52周最高/最低价(元): 57.98 / 34.25

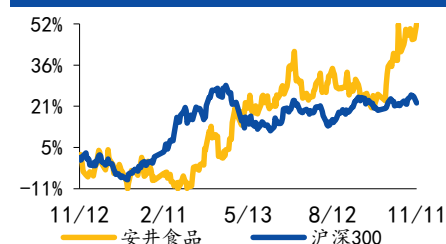
A股流通股(百万股): 136.88

A股总股本(百万股): 230.07

流通市值(百万元): 7936.07

总市值(百万元): 13339.26

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 彭俊霖

电话 021-51097188

邮箱 pengjunlin@gyzq.com.cn

目 录

1.公司介绍：速冻食品绝对龙头，需求景气供给紧平衡	5
1.1 产品：精耕速冻进军菜肴，三剑合璧业绩多点开花	5
1.2 渠道：餐饮流通渠道为主，华东为根据地成熟市场	6
1.3 历史：民营体制激励充足，复盘历史管理团队专业	7
1.4 产能：产能利用高位负荷，扩充产能未来稳步推进	10
2.速冻食品行业坡长雪厚，增长高确定格局始整合	11
2.1 寻驱动：四大趋势交织演绎，速冻行业迎风扬帆	11
2.1.1 趋势一：饮食便捷化浪潮汹涌，餐饮渠道成未来风口	11
2.1.2 趋势二：餐饮渠道多维度扩张，火锅团餐连锁样样红	16
2.1.3 趋势三：冷链成熟加人口流动，中西部接棒重心内迁	18
2.1.4 趋势四：价格战成本波动双压，分散市场步入整合期	20
2.2 拆增长：市场规模大且有翻倍空间，未来可保持中高增速	22
2.2.1 规模：多口径测算有效市场 800 亿，长看切入千亿食材供应链	22
2.2.2 增速：量价拆分细分赛道各具特点，比美日行业整体增速 10%	23
3.从比较视角看安井优势，多维度铸最强收割者	26
3.1 先发优势已成型，多方位的马太效应	26
3.1.1 产能突围优享规模双击，异地建厂筑牢领先优势	26
3.1.2 资金利用高滚雪球性强，叠加建厂时差阻断追赶	27
3.1.3 产品更全策略规划有方，研发兑现飞轮效应加速	28
3.1.4 贴身服务势能高让利多，精细管理打造渠道铁军	29
3.2 成本领先筑壁垒，高性价比助力收割	32
3.2.1 规模效应：上游议价强采购成本低，规模销量摊薄经营成本	32
3.2.2 高效经营：大单品策略综合降费用，销地产有效压低运输费	34
4.成长路径：餐饮渠道+全国化+行业整合三维度拓展	35
4.1 打造中央厨房概念，乘势发力餐饮渠道	35
4.2 进军内陆布局全国，猪肉冲击加速整合	36
5.盈利预测和投资建议	38

图表目录

图 1：安井产品系列概图	5
图 2：历年分产品收入情况	6
图 3：各品项收入齐头并进较快增长	6
图 4：各品类毛利率情况	6
图 5：火锅料制品主要企业梯队	6
图 6：各渠道收入情况及占比	7
图 7：安井下游渠道结构	7
图 8：华东为核心其它区域齐头并进	7

图 9: 民营控股并打造职业经理人团队.....	8
图 10: 安井紧跟行业趋势实现快速发展.....	9
图 11 安井产能利用率高负荷	10
图 12: 速冻食品分类定义.....	12
图 13: 日本速冻食品行业发展及背后宏观环境变化.....	13
图 14: 中日社会经济条件类似	14
图 15: 日本预制餐食比例提高 (1998=10)	14
图 16: 加工食品呈现“降温”趋势.....	14
图 17: 2016-2018 年“懒”人群整体用户规模.....	14
图 18: 中央厨房模式高效改造产业链	15
图 19: 中央厨房普及率持续提高.....	15
图 20: 制餐主体向第三方工厂演变	15
图 21: 中央厨房能针对性解决餐饮企业痛点	15
图 22: 客货两升双匹配助力 B 端日益重要.....	16
图 23: 消费者更愿意去 B 端用餐	16
图 24: 更多冻货被投放到 B 端.....	16
图 25: 对标海外我国 B 端占比有翻倍空间	16
图 26: 冻货下游消费场景调查	17
图 27: 冻货下游餐饮各业态蓬勃发展	18
图 28: 2015 年的冷库车区域分布	19
图 29: 龙头企业安井在华东区域增长放缓	19
图 30: 我国冷链物流发展迅速	20
图 31: 我国区域间人口流动交流频繁	20
图 32: 对标美日我国市场格局还有较大整合空间	20
图 33: 速冻食品行业公司净利率普遍在 5% 以下	21
图 34: 企业盈利水平受到原材料价格极大影响.....	21
图 35: 14-16 年安井降价进行价格战	21
图 36: 13 年后我国速冻料制品集中度逐步提高.....	21
图 37: 餐饮供应链流程及主要参与企业.....	23
图 38: 速冻食品行业概览图	23
图 39: 我国速冻调理食品成长上限充足, 成长方式存在品类差异.....	24
图 40: 近几年速冻面点制品在细分类中增长最快	25
图 41: 三全速冻面点制品业务增长远快于其它业务.....	25
图 42: 中美日各品类速冻食品生命周期.....	25
图 43: 日本速冻行业历史规模和阶段 (我国处于 1980s)	26
图 44: 美国速冻行业历史规模和增速 (我国处于 1960s)	26
图 45: 主要冻货企业生产基地布局.....	27
图 46: 安井在产销规模上遥遥领先同行.....	27
图 47: 安井资金优势卓然.....	27
图 48: 投资建厂平均建设周期在 1.5 年	28
图 49: 产品研发上的飞轮效应	29

图 50: 各公司研发投入对比	29
图 51: 安井产品储备和爆款打造更具优势	29
图 52: 安井的经销商管理精细化	31
图 53: 安井单点经销商势能领先	31
图 54: 安井渠道让利多激励足	32
图 55: 丰富营销活动助力渠道推广	32
图 56: 二次认账为经销商提供采购灵活性	32
图 57: 安井渠道 DMS 上线	32
图 58: 新宏业股权结构	34
图 59: 原材料采购价格对比	34
图 60: 安井前十大单品收入占比达到近 40%	34
图 61: 安井生产基地完成全国覆盖	35
图 62: 自动化系统优化运营效率	35
图 63: 我国速冻食品未来餐饮渠道结构预测	36
图 64: 设立子品牌“冻品先生”	36
图 65: 生动化展示塑造 B 端知名品牌	36
图 66: 安井火锅料平均成本低于海欣	37
图 67: 2018 年速冻速冻食品市场格局	37
图 68: 猪肉/鸡肉价格飙涨	37
图 69: 其他两家的净利润情况	37
图 70: 复盘历史猪周期和鸡周期	38
图 71: 毛利率历史波动	38
图 72: 进口猪肉价格低于国内	38
图 73: 公司应对成本波动工具箱	38
表 1: 管理层持股利益绑定激发动力	9
表 2: 安井的产能投放节奏预估	11
表 3: 主要规模以上速冻食品公司区域集中分布于华东沿海	18
表 4: 各区域部分经销商毛利率情况	19
表 5: 速冻食品各品类厂商端市场规模测算	22
表 6: 截至 2018 年底标的公司渠道对比	30
表 7: 不同渠道间管理与开拓特点	30
表 8: 安井与比较公司间的杜邦分解	32
表 9: 14-17 年目标公司间费用明细对比	33
表 10: 相对估值表	39
表 11: 安井-WACC 重要假设要素	39
表 12: 安井-现金流重要要素假设表	40
表 13: 安井-按 WACC=9.89% 测算	40
表 14: 安井股票价值的敏感性分析	40

1. 公司介绍：速冻食品绝对龙头，需求景气供给紧平衡

1.1 产品：精耕速冻进军菜肴，三剑合璧业绩多点开花

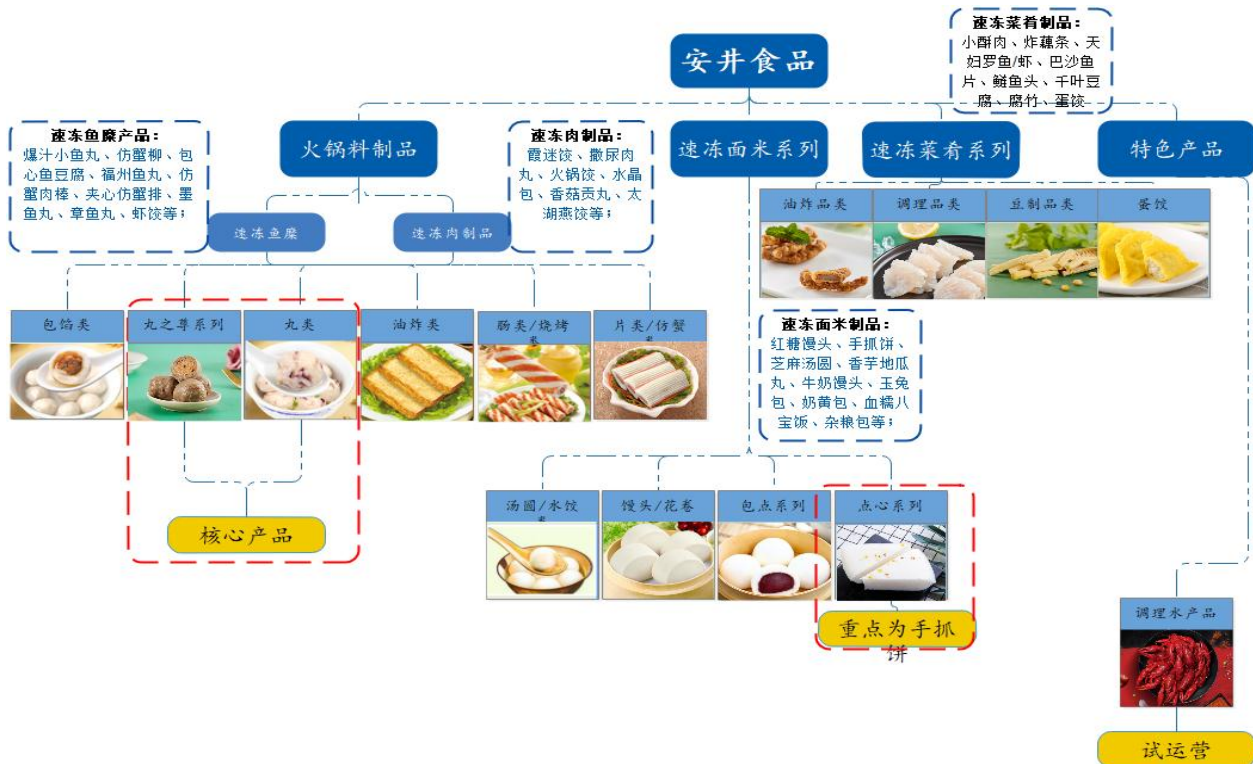
深耕速冻三剑合璧，速冻龙头业绩快速增长。安井主营速冻食品的加工生产，经过 2018 年产品重新梳理后正式形成了速冻速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴制品三项业务的完整布局，2018 年各业务全面开花协同保持较快增速：

1) **速冻料制品**：速冻料制品由速冻鱼糜制品和速冻肉制品组成，2018 年分别实现营业收入 15.67 亿和 11.95 亿，同比增长 21.3%和 20.7%，占比总收入 36.82%和 28.08%，合计收入 27.62 亿占比 64.90%，是公司核心收入来源同时也是传统优势业务，凭借近 30 亿收入规模牢牢站稳料制品行业第 1 名。

2) **速冻面米制品**：速冻面米制品可分为传统的面食（水饺、汤圆、粽子等）和新式的面点制品，2018 年公司实现营收 10.98 亿，占比总营收 25.81%。因为该品类已经存在三全、通用磨坊、湾仔码头等传统龙头企业，安井在该品类市占率大概居于 6-7 名左右，目前公司着重发力面点制品，其中明星单品手抓饼广受欢迎。

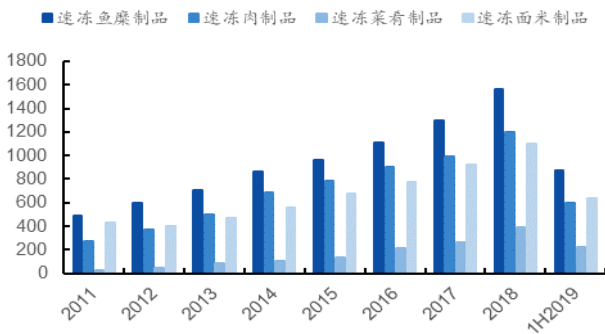
3) **速冻菜肴制品**：为了满足食材供应链快速发展的趋势，2018 年公司战略调整，将速冻其他制品重新定位，调入小酥肉、腐竹、藕片、天妇罗虾并改名为速冻菜肴制品正式重点发力。2018 年营业 3.95 亿，同比增长 48%，显著快于其它业务增长。公司整体毛利率不高，除速冻菜肴外基本保持在 25-26%左右。

图 1：安井产品系列概图



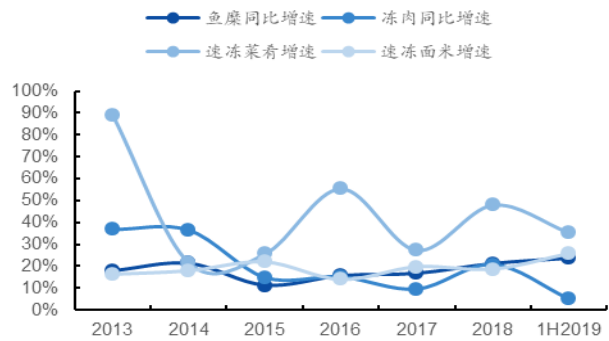
资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 2：历年分产品收入情况



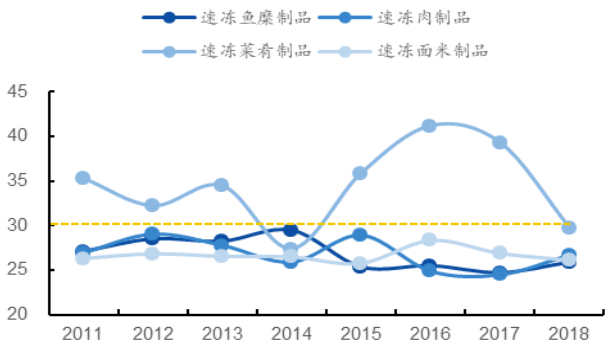
资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 3：各品项收入齐头并进较快增长



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 4：各品类毛利率情况



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 5：火锅料制品主要企业梯队

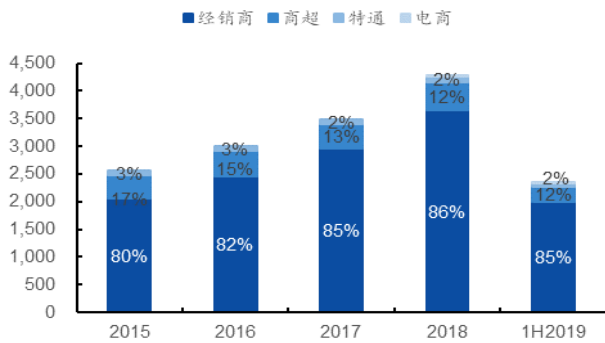


资料来源：中国产业信息网, 国元证券研究中心

1.2 渠道：餐饮流通渠道为主，华东为根据地成熟市场

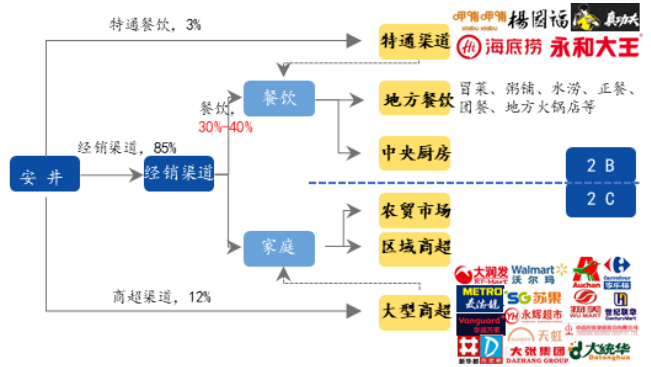
餐饮流通渠道为主，商超电商渠道为辅。安井的渠道结构依然主要借助传统的经销渠道，经销、商超、特通占比分别在 85%、12%和 3%左右，2019 年初步涉足电商渠道，至 1H2019 占比仍不足 1%。公司始终秉持流通做利润，商超做品牌的策略，虽起家于农贸市场，但 2B 端渠道则日益成为重要的流通渠道。85%的经销渠道中约有 30-40%流向地方餐饮和中央厨房，公司贴身支持经销商持续开拓餐饮渠道。特通渠道占比 3%，目前已与包括呷哺呷哺、杨国福麻辣烫、海底捞、永和大王、良品铺子等休闲食品客户等客户建立了合作关系，预计整体 2B 端占比在 30%-40%左右。2C 端一方面通过经销渠道流入农贸市场和区域商超，另一方面通过商超渠道进入全国大型商超，公司在国内的商超客户主要包括大润发、沃尔玛、家乐福、麦德龙等国际型大卖场，以及永辉、苏果、华润万家等国内连锁大卖场。

图 6：各渠道收入情况及占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

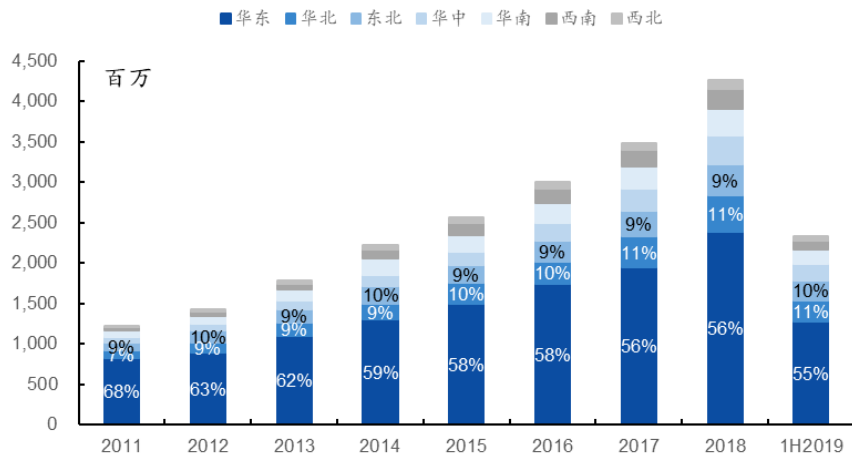
图 7：安井下游渠道结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

立足华东根据地市场，其它区域协同发展。华东市场因为沿海较早接受速冻食品技术传入而发展较为成熟，公司创建于福建省厦门市，多年来在华东市场持续精耕细作已建立知名的品牌影响力和极为成熟的渠道体系，华东已成为公司当之无愧的根据地市场，分区域收入占比达 55%。其它市场收入占比基本较为均衡，华北和东北是第二和第三大市场。未来倚靠成熟的根据地市场，公司可稳步向内陆挺进，中西部市场收入占比有望持续抬升。

图 8：华东为核心其它区域齐头并进



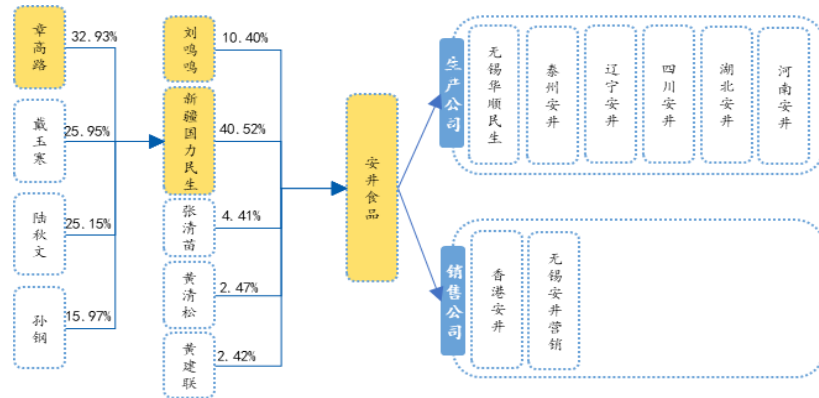
资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.3 历史：民营体制激励充足，复盘历史管理团队专业

民营体制激励充分运营灵活，控制权和经营权分离打造职业经理人团队。安井大股东为民营企业国力民生公司(持股 40.52%)，国力民生分别由章高路(实控人)、戴玉寒、陆秋文和孙刚控股所有。民营企业体制赋予安井经营的灵活性和充足动力，

更靚眼的是控制权（章高路）和经营权（刘鸣鸣）的分离，并配合专业的职业经理人团队，从顶层体制设计上避免了代理人的问题，并进一步提高了公司经营决策的专业性和科学性。现代化的企业治理体系是安井持续进步的源动力。

图 9：民营控股并打造职业经理人团队



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

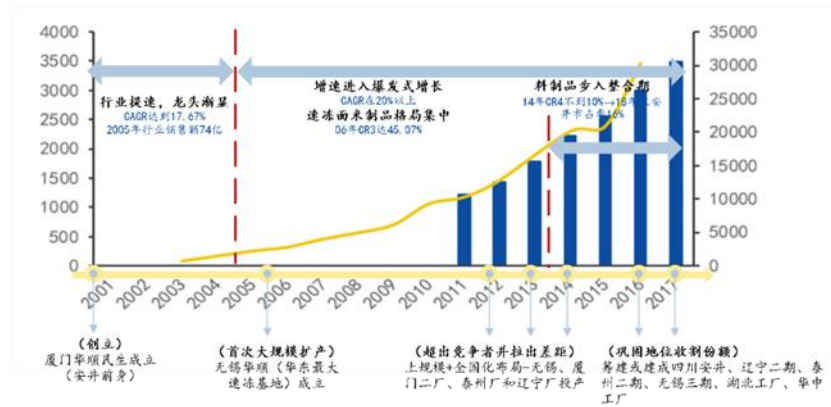
复盘历史安井战略眼光独到，产能前瞻布局率先完成企业突围。我国速冻食品起步于上世纪 90 年代，站在当前时点回溯过往可发现行业很清晰地呈现三个阶段。

1) 2005 年以前粗放式发展：产品和渠道较为单一，品牌投入较少，市场充分竞争一批行业龙头企业初步成长起来。其中传统速冻面米制品如水饺、汤圆、粽子等因为立足中国传统食品，消费频次和接受程度高且产品标准化程度大，在此阶段生长出一批成熟大型企业，行业集中度较高，2006 年行业三强三全、通用磨坊和湾仔码头预计市占率达 45% 以上。而彼时的安井刚成立尚处于企业初创摸索期，主要是通过经销海洋华顺产品的方式从事速冻食品，其后 2002 年至 2004 年期间从牛津剑桥控制的海洋华顺及厦门工业购入安井商标、部分旧设备及无锡工业股权正式切入速冻食品生产经营。

2) 2005-2013 年速冻爆发式增长，安井主打差异化摸索到属于自身发展模式：中国入世拉开了国内经济的黄金发展期，速冻行业同样在此阶段保持着 20% 以上的复合增速。在这阶段是安井快速成长突围的关键，表现在一方面安井在这波浪潮启动时即提早布局进行了首次大规模的扩产，华东最大速冻基地无锡华顺于 2006 年落地，另一方面当时面对成熟集中的传统面米制品安井另辟蹊径，主打速冻鱼糜制品作火锅料制品，同时在其它企业沉迷商超渠道战时主动避开，集中精力耕耘具有自身优势的农贸市场并提前布局餐饮渠道。最终证明差异化策略卓有成效，有效避开了竞争对手并发掘了蓝海市场保证自身充分享受了行业增长红利。

3) 2013-至今稳定发展格局集中阶段，立足成熟商业模式密集扩产突围腾飞：此阶段行业发展依然保持较快增速，但格局开始逐步的整合集中。安井在此阶段采取“大线快产”的策略密集建设扩产，以产带销快速与竞争者拉开差距。相比于同行竞争对手 10 万吨级的产能水平，安井拉开了 4 倍以上差距。从目前时点看我们认为安井管理层洞悉行业趋势采取大胆扩产的策略对于该行业极为重要（后面详细讨论），体现了安井管理团队经营的专业和前瞻。

图 10：安井紧跟行业趋势实现快速发展



资料来源：wind，国家统计局，国元证券研究中心

管理层团队行业经营经验丰富，持股利益绑定激励充分。管理团队是专业的职业经理人团队，由来自业界和学界具有丰富行业经验的专家组成。其中张清松先生为营销业务线的老将，从无锡工业、安井营销公司一直到目前负责营销的副总，具有长期丰富的速冻食品营销工作经验。黄建联先生为目前公司负责生产的副总，食品工程专业高级工程师且为速冻制品行业编制多部行业标准书。公司于 2010 年第四次增资引进管理层持股，至此主要高管持股公司较大股份利益绑定激励充分。后续为了进一步改善经营又于 2011 年引进过秀水投资和同盛创业作为外部投资者。近期又颁布股权激励计划，涉及高管及中层管理人员及生产、技术、营销骨干 230 人。持续改善治理体制和管理层持股激励为公司长期发展保驾护航。

表 1：管理层持股利益绑定激动力

管理层	职务	学历	经历	持股时间	持股比例
刘鸣鸣	董事长	本科	曾任教于郑州工业大学，先后供职于黄河国际租赁有限公司、河南建业集团、福建春天房地产有限公司以及厦门市惠融科技投资有限公司。	2003.12	10.40%
张清苗	董事 & 总经理	硕士	厦门大学海洋生物专业毕业、MBA，高级经济师，厦门市经济师协会会长、厦门市海沧区人大代表、厦门市海沧区工商联副主席。	2010.11	4.41%
黄建联	副总经理 (生产)	本科	食品工程专业，高级工程师，全国水产标准技术委员会委员，多部速冻制品行业标准的主要起草者。现任公司副总和生产子公司总经理。	2010.11	2.42%
黄清松	副总经理 (营销)	本科	本科学历，现任福建安井食品股份有限公司副总经理、安井营销 执行董事兼总经理。曾任无锡工业营销副总经理	2010.11	2.47%

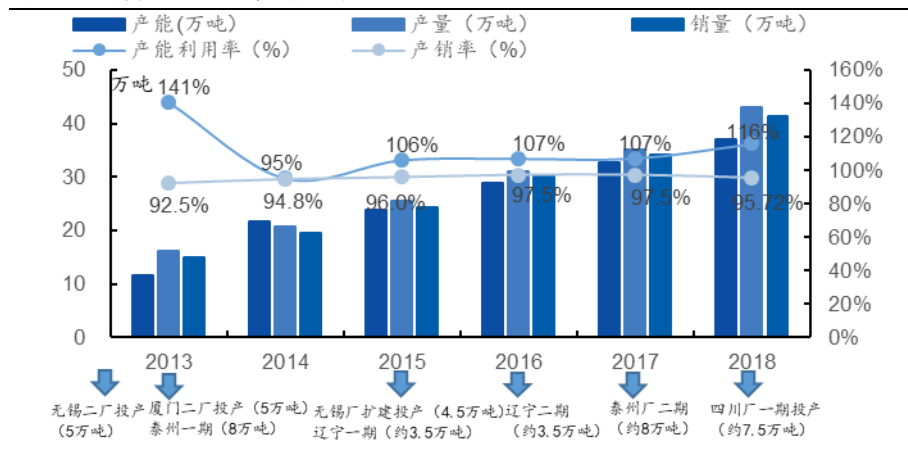
序号	姓名	职务	获授的限制性股票数(万股)	占授予限制性股票总数比例	占公告日股本总额比例
1	张清苗	董事&总经理	54	8.14%	0.23%
2	梁晨	董事会秘书	15	2.26%	0.07%
3	唐奕	财务总监	15	2.26%	0.07%
中层管理人员及生产、技术、营销 骨干 (230 人)			549	82.81%	2.39%
合计			663	100.00%	2.88%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.4 产能：产能利用高位负荷，扩充产能未来稳步推进

下游需求旺盛产品供不应求，产能持续处于高负荷。下游需求旺盛叠加公司高效经营，产品始终处于热销状态，产能利用率上长年大于 100%，销售旺季时产能不足导致断货情形时有发生，成为制约公司进一步发展的主要障碍。为了应对产能紧张的问题，公司主要采取了以下几项措施：1) 采取大线快产的生产策略，密集投放产能环节产能紧张。2) 公司采取两班倒和三班倒的作业生产来提高产能，公司机器设备基本处于超负荷状态下。3) 加大机器设备投入力度以满足旺季生产需求。4) 针对速冻菜肴制品采用 OEM 协产缓解产能，有效结合重资产和轻资产模式，提高产量满足市场需求的同时进一步提高自身灵活性减少自身试错成本。

图 11 安井产能利用率高负荷



资料来源：wind,公司公告，国元证券研究中心

合理安排投产有效应对产能紧张局面。公司在 IPO 后又连续进行了 2 次可转债募资（第二次还在筹备），一方面巩固了华东市场，并布局了对火锅料制品需求旺盛的东北市场，另一方面进一步在河南、四川、湖北建厂满足内地速冻食品快速发展的需求。从总量上看，未来产能基本保持在 20% 左右复合增速，至 2022 年产能可达 80 万吨左右，在 2018 年基础上翻了一倍。从结构上看各产能结构又各有针对性，无锡工厂主要生产面食制品；河南工厂主要生产火锅料并辐射山东、天津等华北省份；四川 80-90% 产能主要为火锅料，针对性覆盖火锅消费强的西南地区；湖北工厂定位成组合工厂，生产对象包括鱼糜制品、面食和小龙虾等。各工厂产能总量落地节奏合理，结构安排因地制宜，随着产能投产公司业绩增长高确定性。

表 2：安井的产能投放节奏预估

地区	项目	投产日期	设计产能	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
无锡	晓星工厂一期	2005 年	7	7	7	7	7	7	7	7	
	晓星工厂二期	2013 年									
	晓星工厂三期	2015 年 9 月	4.5	3.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	
	晓星工厂新厂	2019 年底	7			投产	4.2	5.6	7	7	
泰州	泰州一厂	2013 年	8	8	8	8	8	8	8	8	
	泰州二厂	2017 年底	8	投产	2	4.8	8	8	8	8	
辽宁	辽宁工厂一期	2015 年 11 月	7	3.6	6	7	7	7	7	7	
	辽宁工厂二期	2016 年 12 月									
	辽宁二厂	未定 (19 年底可转债二期)	4				投产	2	2.5	3.2	
厦门	厦门一厂	投产较早 (总厂)	7	7	7	7	7	7	7	7	
	厦门二厂	2013 年	5	5	5	5	5	5	5	5	
	面点车间	2018 年	1		投产	1	1	1	1	1	
四川	四川一期	2018 年底	7.5		投产	2.5	4.5	6	7.5	7.5	
	四川二期	2020 年	7.5					投产	4.5	6	
湖北	华中厂	2020 年	15				投产	3.6	7.2	12	
河南	华北厂	2019 年	10				投产	3	6	8	
设计产能合计			98.5	34.2	39.5	46.8	56.2	65.7	82.2	91.2	
YOY						15.50%	18.48%	20.09%	16.90%	25.11%	10.95%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：1) 产能投产节奏分两种情景，较为成熟省份采用第一年 60%、第二年 80%、第三年满产的速度。首次进入省份采用第一年 30%、第二年 60%，第三年 80%比例

2) 未来年份仅为个人预测，或与实际存在偏差

2.速冻食品行业坡长雪厚，增长高确定格局始整合

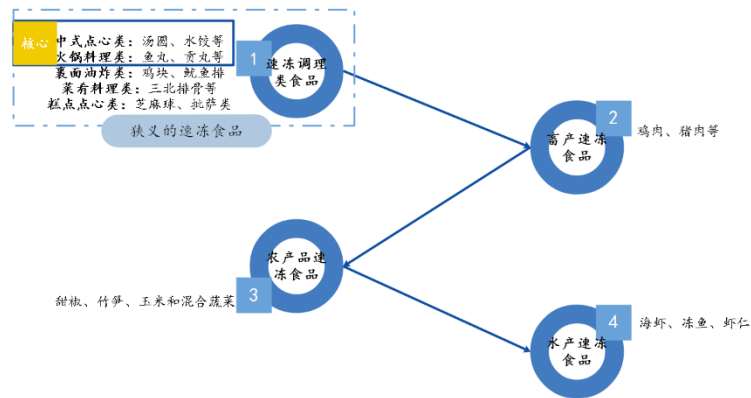
2.1 寻驱动：四大趋势交织演绎，速冻行业迎风扬帆

2.1.1 趋势一：饮食便捷化浪潮汹涌，餐饮渠道成未来风口

速冻食品在适用温度和品类上不同于冷藏食品，相较其它冻品加工上更加精细。冷藏食品包括冷冻食品和冷却食品，速冻食品是指将原材料进行适当处理，一般通过急速冷冻技术使其温度在 30 分钟内迅速通过-1~-5℃的温度范围（又称冰晶生成带），在食品冰冻结晶后以-18℃进行储藏和运输。消费者普遍认为速冻食品不新鲜不营养是存在认知偏差，速冻食品营养保存能力未被有效认可。速冻食品是冷冻食品分支，强调冷冻过程的快速。食品冷冻过程，最关键的是细胞内和细胞外水分子结晶过程，-1℃至-5℃是冷冻过程中的结晶区，如果食材通过改温度区不够迅速容易导致水分子在细胞组织内部形成的结晶不够均匀，从而导致刺破细胞膜致使微观结构破坏，一旦解冻食材的营养和口感均会随着细胞液流失而减弱。而速冻食品

通过超低温快速冻结技术,快速穿越结晶区,尽最大程度保留食品原有营养和口感。

图 12: 速冻食品分类定义



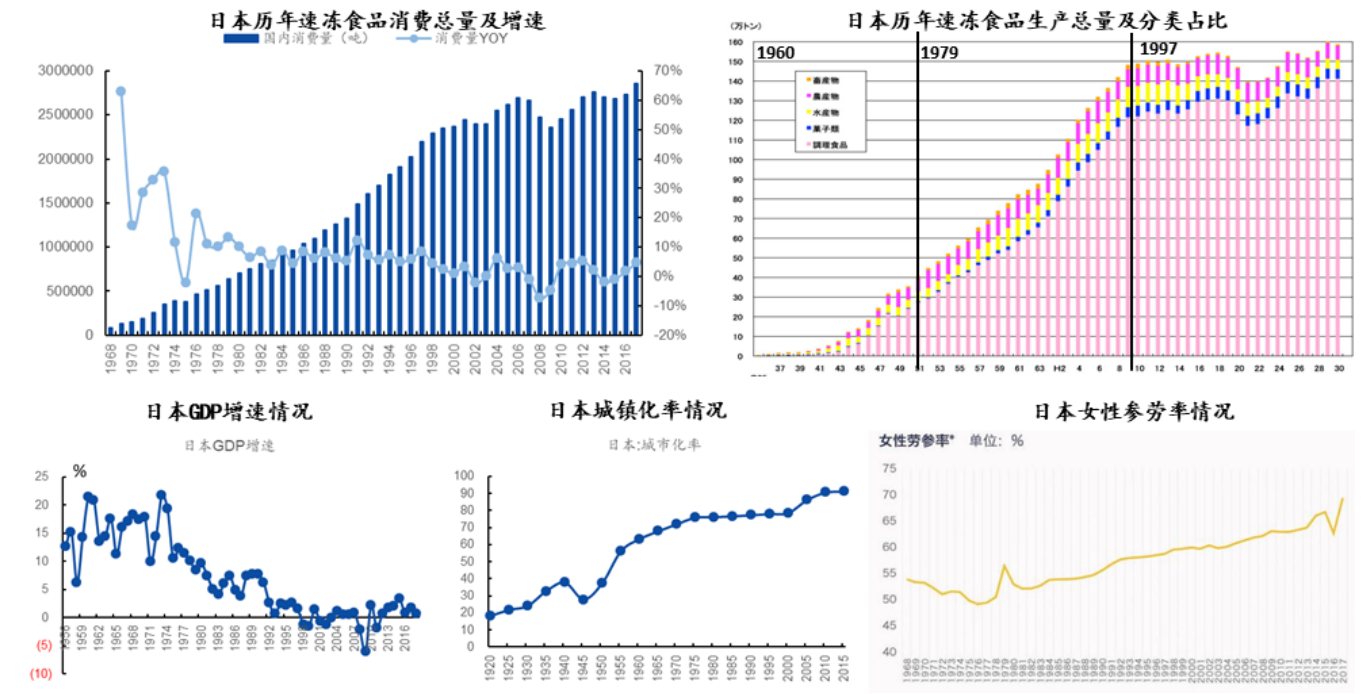
资料来源: 国元证券研究中心

速冻食品契合现代社会发展趋势,复盘日本可知人均收入提升、城镇化率提高、晚婚率提升以及女性工作率爬升持续驱动速冻食品行业成长。日本速冻食品行业可以分为以下几个阶段:

- **1920-1960s 中的奠基期:** 日本冷冻食品诞生于 1920 年,北海道森町建成日本第一座鲜鱼冷冻库。该期间行业停留在较低水平,一方面因为城镇化率低同时人均收入也不高导致社会对速冻食品需求不足,另一方面相关技术和设备仍未普及,直至 1959 年和 1960 年才有首台业务用微波炉和冰箱发售。
- **1960s 中-1997 发展期:** 随着相关技术设备的面世,同时日本经济和社会步入高速发展期,日本速冻食品迎来快速成长。根据发展速度又可以进一步分为两个时段。**1) 1960s 中-1980 年爆发式增长:** 行业复合增速 18.29%。标志式事件为 1964 年东京奥运会选手村食堂提供各种冷冻加工食品,受到运动员的好评,从此酒店和餐饮店开始大范围采购并使用冷冻食品。期间日本经济正经历黄金 20 年的高速发展 (GDP 复合增速双位数以上),同时电冰箱走入寻常百姓家,普及率从 1960 年推出—>1965 年 50%—>1976 年 96%。社会文化向都市化迈进,城镇化率从 1960 年的 63.28%提升到 1980 年的 76.19%。**2) 1980-1997 年中高速稳定增长:** 行业复合增速 6.33%。期间日本经济增速下滑至中高速增长水平,城镇化进入深度成熟阶段,现代都市高节奏高强度的工作驱动都市人群对饮食便捷性消费需求的提升。另外经济压力下女性外出工作率在该阶段快速提升,高生活成本下晚婚晚育和单身现象也愈来愈普遍,家庭规模减少和女性外出工作导致家庭烹饪角色缺失,对第三方餐饮依赖性提高。
- **1997-至今成熟期:** 随着 90 年代经济泡沫破灭日本经济陷入长期停滞,同时城镇化率、人均消费量等已达到较高水平,速冻食品行业进入低增长的成熟状态。但速冻食品适应时代不断创新进化,同时日本社会都市病问题愈演愈烈,因此至 2013 年,人均冷冻食品消费量达到 21.7 公斤 (约为 87 餐次),依然再创历

史纪录；2016年，冷冻食品生产量155.4万吨，创历史最高纪录。

图 13：日本速冻食品行业发展及背后宏观环境变化



资料来源：日本速冻食品协会，日本统计局，日本内阁府，国元证券研究中心

我国当前条件趋同速冻食品快速发展的 80 年代日本，都市化催生出饮食便捷化需求。如上文分析日本的深度城镇化衍生了基于现代社会的都市文化，包括高强度的工作压力、女性外出工作比例提高、晚婚和单身率提升等，因此事先预制好的食品因其即食服务和更高的经济性迅速满足了庞大都市人群的需求。以日本为例 2016 年预制食品规模相比 1998 年增长了 48%，而同期外出用餐规模减少了 11%。当前我国社会经济从多方面形似速冻食品快速发展的 80 年代日本，城镇化率提升到近 60%、GDP 维持 6% 左右的中高速增长、77% 女性外出工作并且单家庭规模缩小至 3 人（意味着社会主要由三口之家组成并且母亲外出工作）。我们认为都市文化正在深刻重塑消费者饮食习惯，以追求快捷经济的饮食便捷化需求在我国正愈演愈烈。外在可观测到的现象为：

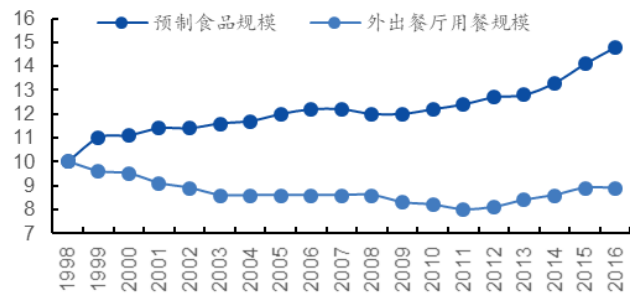
- **加工食品冷冻比例提升。**低温不仅利于锁鲜同时也延长了流通半径，加热即食的作用大大满足了都市人群对饮食便捷性的需求。我们选取了调理食品、肉制品和鱼糜制品为对象，分别在常温和速冻两个维度比较了行业增速，发现均存在明显的“降温”趋势。尤其在预制调理餐食上冷冻化趋势更加明显。
- **懒宅人群扩大，“懒”文化盛行。**根据 QuestMobile2018“懒宅经济”洞察报告统计，截至 2018 年 8 月“懒经济”用户 MAU 为 1.35 亿，“宅经济”用户为 8.34 亿，“懒”人群整体用户规模破亿并呈稳定增长趋势。高度城镇化和社会分工下懒宅文化日益成为潮流，也象征着当代消费者对饮食便捷化需求的提升。

图 14：中日社会经济条件类似

	中	日
城镇化率	36% → 59% (2000) (2018)	37% → 63% → 78% → 91% (1950) (1960) (1995) (2015)
GDP增速	CAGR 9.15% (2000 → 2018)	CAGR 9.97% (1960 → 1997)
家庭规模	3.96 → 3.10 (1990) (2015)	2.99 → 2.38 (1990) (2015)
女性就业率	73%	66%
工作压力	工作时间增多， 饮食追求便利化	加班成为常态

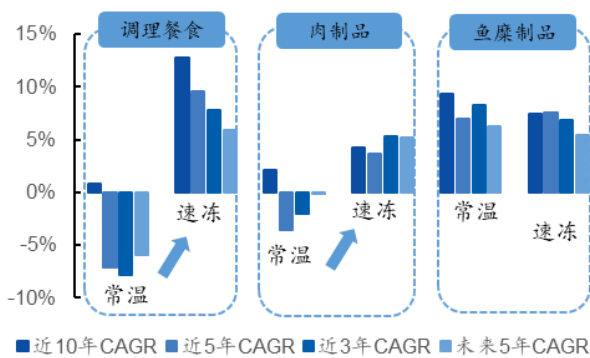
资料来源：国家统计局,日本内务省, 国元证券研究中心

图 15：日本预制餐食比例提高（1998=10）



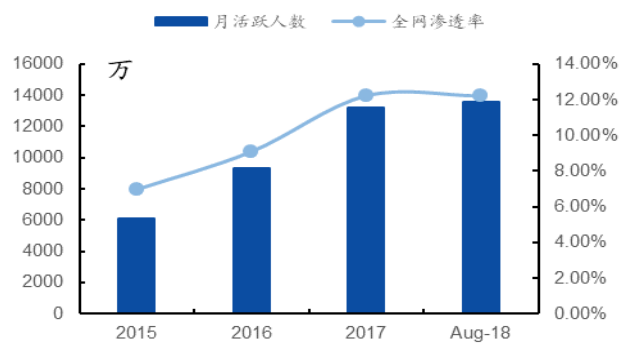
资料来源：Nichirei,国元证券研究中心

图 16：加工食品呈现“降温”趋势



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 17：2016-2018 年“懒”人群整体用户规模



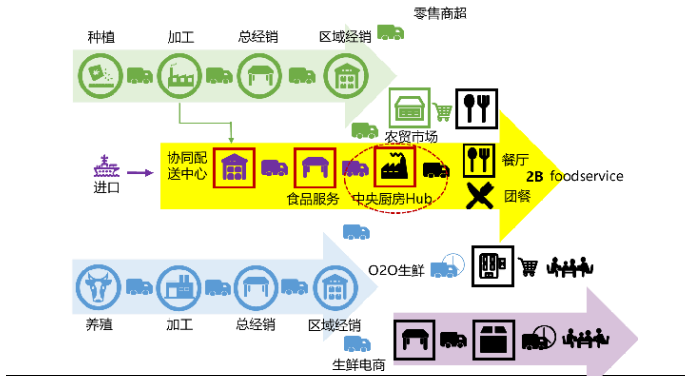
资料来源：QuesMobile, 国元证券研究中心

饮食便捷化浪潮下中央厨房兴起，产消两端助推餐饮再分工。中央厨房是负责集中完成食品成品、半成品制作并配送到餐饮门店的食品加工工厂，主要产品品类可以分为生制半成品、热加工半成品以及成品（熟食）三类，主要参与者包括团餐中央厨房、连锁餐饮企业中央厨房、第三方中央厨房（主食）、生鲜净菜和配菜的中央厨房等。中央厨房本质上是对餐饮行业的工业化改造，提高集中化程度并综合降低成本，剥离餐饮企业部分生产功能进一步提升社会分工程度。据中国经营连锁协会统计，中央厨房的普及率从 2010 年开始逐年上升，2016 年我国限额以上连锁餐饮企业数 912 家，中央厨房普及率达到 75%，行业正处于快速成长期。我们认为中央厨房的兴起符合社会趋势，并从消费者和企业两端获取动力。

- **消费者端：**全能型烹饪伴随的高成本降低了就餐乐趣，而集中化工业生产的预制食品不仅能提供更为快捷的用餐体验，同时标准化生产保证品质供应。
- **餐饮企业端：**中央厨房更多是对企业端的重塑，是针对目前餐饮行业规模化低、采购分散品质缺乏保障、用工和租金成本抬升等问题的解决方案。通过集中采

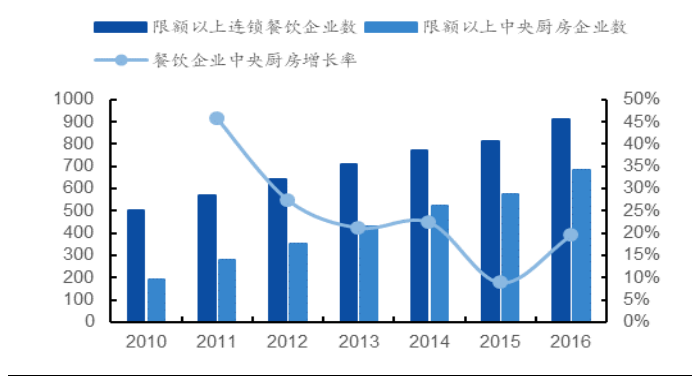
购、处理、生产、仓储和配送等减轻餐饮企业成本压力提高经营效率，据统计如果支撑 25 家门店的 5000 平中央厨房满负荷运转，每年节省大约 500 万元。

图 18：中央厨房模式高效改造产业链



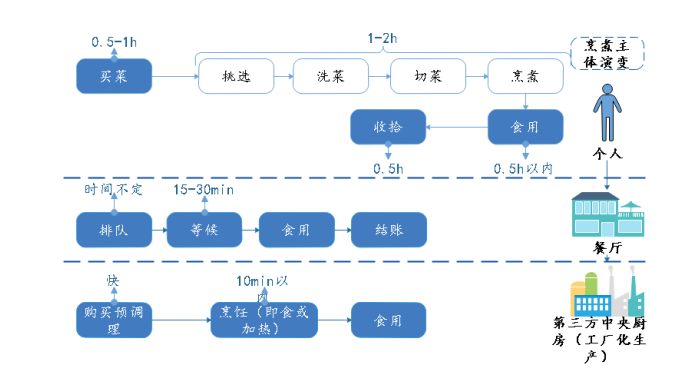
资料来源：国元证券研究中心

图 19：中央厨房普及率持续提高



资料来源：中国经营连锁协会，国元证券研究中心

图 20：制餐主体向第三方工厂演变



资料来源：国元证券研究中心

图 21：中央厨房能针对性解决餐饮企业痛点

优势	影响路径	效果
规模化降低成本	议价能力	若议价降 10% 成本则可提升 3-4pct 利润率
	集中采购取得增值税票	取得进项增值税抵扣可提高 3-4pct 利润率
	降低人力成本	提高标准化率减少对厨师、后厨人员配置（占人工成本 45%）
产品标准化加速更新迭代	减少门店租赁面积	后厨面积占比 25-35%，缩减 60% 则可带来 0.8-1.5pct 提升
	简化流程，专业团队高速迭代	专业的研发团队进行产品研发相比原先手工作坊迭代速度加快
仓配一体化节省 30% 配送成本	统一规划统筹配送	配送可规划可调配比传统要节约 30% 成本。
	减少餐饮企业制冷能耗	减少企业制冷设备投资和电力能源消耗
	仓配管理也可降低代理问题	降低门店采购品质及利益跑漏问题（3% 回扣降低可提升 0.9pct 利润率）

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

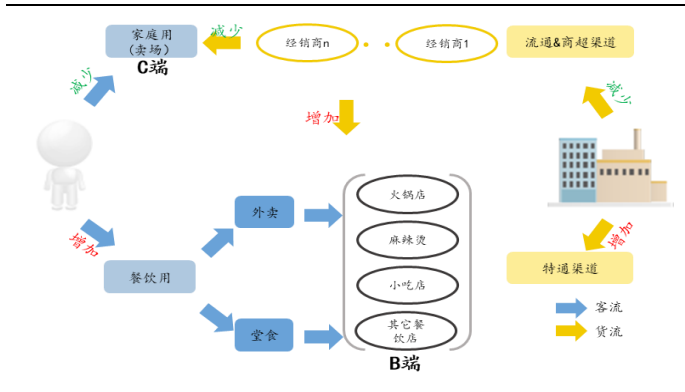
客货流双升推动餐饮渠道成为下一风口，对比海外我国 B 端占比仍低未来预计有 3 倍空间。速冻食品传统渠道因为费用高竞争激烈等原因增长乏力，不少速冻食品企业另辟蹊径提出开发针对餐饮渠道作为第三条通路。

- 从客流端上看：根据艾瑞咨询预测 2013-2016 年外出就餐市场复合增速为 12.7%，外卖增速为 44.8%，同期家庭烹饪复合增速仅为 3.9%，城镇化率提升和居民收入提高促使更多消费者更愿意去 B 端消费。
- 从货流端上看：生产企业投放 B 端更具规模优势。一方面 B 端客户更稳定，合同签订可预测且时间较长，市场开拓效率更高。另一方面借助 B 端客户连锁门店网络可实现更快扩张，解决异地扩张不确定性问题。根据 Euromonitor 数据显示，在餐饮渠道速冻食品投放增速远高于零售渠道，进一步验证了目前餐饮渠

道正成为下一争夺的风口。

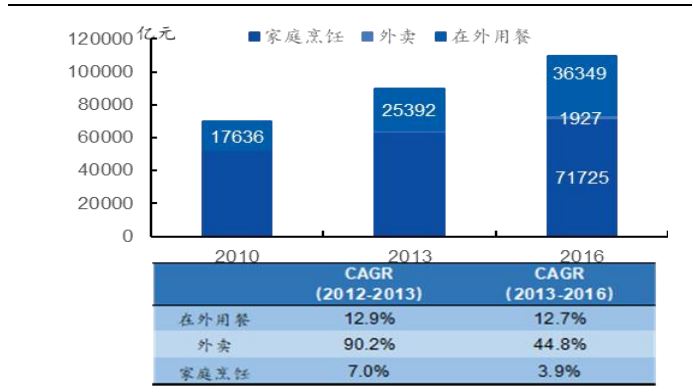
- **展望：**海外速冻食品在 B 端的占比达到 60% 左右，而在我国 2007 年时速冻食品在 B 端占比仅为 5%，至 2018 年占比也仅为 30%，我们预计与餐饮消费增长协同，未来速冻食品 B 端将保持双位数以上增长，B 端仍有 3 倍左右的空间。

图 22：客货两升双匹配助力 B 端日益重要



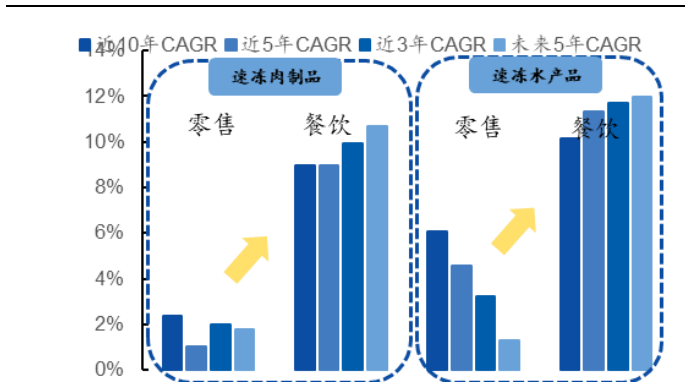
资料来源：国元证券研究中心

图 23：消费者更愿意去 B 端用餐



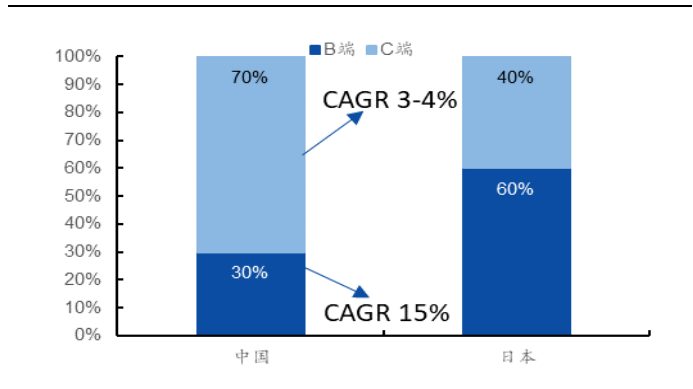
资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

图 24：更多冻货被投放到 B 端



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

图 25：对标海外我国 B 端占比有翻倍空间

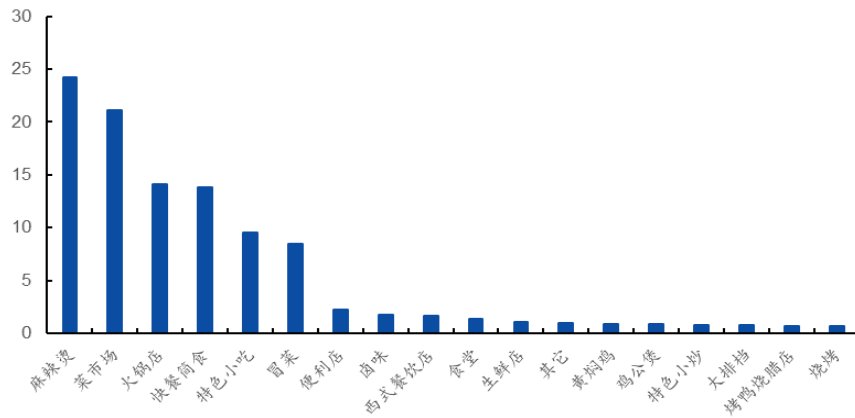


资料来源：公司官网，日本速冻食品协会，国元证券研究中心

2.1.2 趋势二：餐饮渠道多维度扩张，火锅团餐连锁样样红

拆分餐饮渠道内部结构，下游核心餐饮业态高景气。以火锅料品类为例，根据冻品在线全国多城调查显示，麻辣烫、家庭消费（菜市场+便利店）、火锅店、中式快餐、小吃店、冒菜是火锅料品类的六大渠道，综合占比高达 91%。泛火锅、食堂团餐、快餐小吃构成了目前冻货主要餐饮消费场景。

图 26：冻货下游消费场景调查



资料来源：冻品在线，国元证券研究中心

- **团餐：高潜力增长餐饮业态，多痛点铸食材供应优质赛道。**团餐是最具潜力的餐饮业态，至 2018 年团餐市场规模约 1.2 万亿，根据中国饭店协会调查显示，团餐市场已连续多年增速保持在 20% 以上，属于高速增长领域。下游直面 51.4 万学校/2.7 亿在校生、1570 万家机关单位/1.8 亿城镇就业人员，全国团餐受众约 6.7 亿人。另外因为团餐存在采购成本高、供应链集约化低等痛点，同时兼具采购量大品少、安全有高要求等特点，促使其成为中央厨房应用的**最佳赛道**。
- **火锅：“重口味”消费成潮流，泛火锅业态全面开花。**火锅行业快速扩容，行业规模从 2013 年的 2813 亿增长到 2018 年的 4814 亿，复合增速 11.34%，未来至 2022 年预计行业达到 7077 亿，复合增速 10.11%。高于餐饮平均增速水平。除此之外泛火锅业态在“重口味”消费潮流下亦亮点频频。衍生出的冒菜、串串、麻辣烫、冷锅串串、关东煮和钵钵鸡等一荣俱荣。2016 年中国的麻辣烫市场高达 1200 亿元，并且近些年均保持两位数增长；低客单价接地气的串串也迎来爆炸增长，2017 年串串香全国门店 4 万家，同比增长 61.5%；关东煮也在全家等便利店助推下风靡。为了解决携带和在家吃问题的外卖火锅和自热小火锅也应运而生。下游火锅各业态全面开花为冻货提供了最直接的场景推力。
- **快餐：强便捷易连锁的高活性业态，消费升级推动高增长。**快餐小吃因为操作简易、门槛低、受众广等特点使其成为品类创新强、开店频繁的高活性业态，同时又是就食便捷且易连锁的业态，在当前消费升级背景下更易赢合消费者需求。根据中国饭店协会抽样调查显示，2018 年快餐营业额增长 27.5%，2018-2019Q2 快餐门店数占比从 43.3% 提升至 47.8%。
- **连锁：餐饮连锁程度稳步提高，下游倒逼食材供应链需求。**我国餐饮企业连锁化程度较低（10% 以下），相比日美近 50% 连锁率仍有较大空间。但近些年随着品牌和管理赋能的积累连锁化程度不断提高。根据中国饭店协会调查，2018 年平均一家餐饮企业直营门店数为 59.95 家，较去年增加 13.01 家；加盟店数量则为 193.26 家，较去年数据增长 21.97 家。行业平均连锁化程度持续提高。

而连锁餐饮企业出于管理效率、成本以及安全性考虑更易采购速冻食品。

图 27：冻货下游餐饮各业态蓬勃发展



资料来源：中国餐饮大数据中心，Frost&sullivan，中国饭店业协会，辰智餐饮数据库，国家统计局，公司公告，国元证券研究中心

2.1.3 趋势三：冷链成熟加人口流动，中西部接棒重心内迁

速冻行业发展区域不平衡，资源和市场多集中在华东市场。速冻食品发源于美国，后在日本发展成熟后传至我国台湾。受此影响我国华东地区较早接触速冻食品，同时因为易于氧化保质期短的渔业资源丰富迫使速冻技术发展成熟，因此主要速冻食品公司均集中在福建等沿海地区，并且也集中了大部分的冷链及市场。根据《速冻技术》杂志显示 2015 年全国近 46% 的冷库车集中于华东地区。

表 3：主要规模以上速冻食品公司区域集中分布于华东沿海

品牌	创立时间	注册地	收入规模	主要产品
安井	2001 年	福建厦门	30-40 亿	火锅料制品（肉制品、鱼糜制品）、速冻面米制品
海欣	2005 年	福建福州	10 亿左右	火锅料制品
三全	1998 年	河南省郑州市	50 亿以上	汤圆、饺子、粽子和速冻面食
惠发股份	2005 年	山东诸城市	10 亿左右	丸、串、肠等速冻肉制品
海霸王	1975 年 (大陆总部在 1994 年成立)	台湾高雄 (台资)	10 亿左右 (火锅料部分)	米面制品、肉制品、鱼制品、罐头制品
海壹	1988 年	福建福清	3-5 亿	速冻料理食品
升隆	2004 年	福建漳州	5-8 亿	鱼糜制品、速冻预包装食品等
思念	1997 年	河南郑州	20-30 亿	速冻食品、冰淇淋、方便、预包装食品、蒸煮制品
湾仔码头	1977 年	香港	20 亿左右	汤圆、饺子、粽子和速冻面食
佳士博	2001 年	山东潍坊市	5-8 亿	丸、串、肠等速冻肉制品
四海	1977 年	香港	5-8 亿	火锅料制品

资料来源：天眼查，公司公告，国元证券研究中心

图 28：2015 年的冷库车区域分布

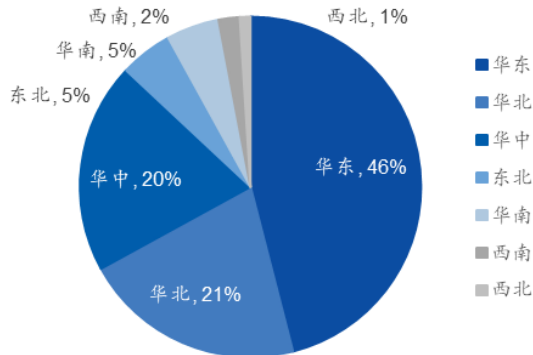
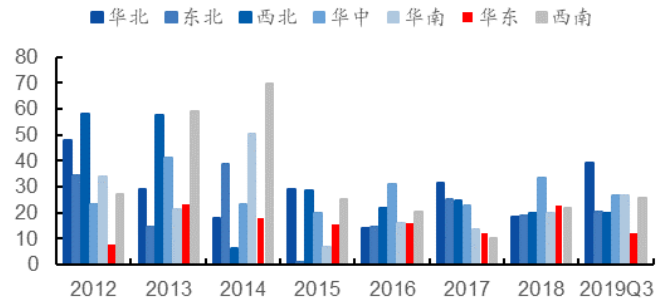


图 29：龙头企业安井在华东区域增长放缓



资料来源：《冷冻技术》，国元证券研究中心

资料来源：wind，国元证券研究中心

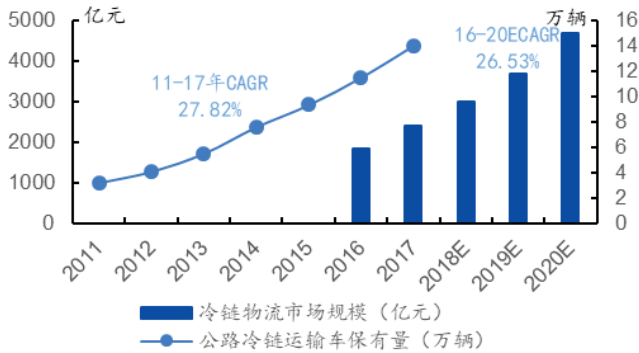
华东市场日臻成熟，速冻行业市场逐渐向中西部渗透。我国的华东市场因为发展早消费习惯稳定，目前市场已逐步进入成熟稳定阶段，而中西部依然停留在低价分散竞争阶段。福建等地精耕细作格局集中，经销商渠道毛利率基本都在 30%以上，而中西部成长市场则保持在 20%左右。从主要公司的区域收入增长看，我国的速冻行业正走出华东并延伸至中西部地区，华北、华中和东北因为自身冷链基础较好成为继华东后下一成长热土，背后原因除了冷链物流技术快速发展外，还在于多年来我国各大区域人口流动频繁带动饮食习惯趋同所致。2020 年前预计我国冷链市场将继续保持在 20%的增速，并伴随着交通便捷和经济增长，人口流动依然持续演绎，消费速冻食材的基础设施条件完善和习惯趋同助推中西部市场持续朝东部市场看齐。

表 4：各区域部分经销商毛利率情况

	地点	2013	2014	2015	
成熟期市场	福州青和食品配送公司	福建福州	29.01%	32.45%	27.89%
	厦门厨贝有限公司	福建厦门	19.38%	33.76%	24.48%
	泉州市鲤城区森朗冷冻食品经营部	福建泉州	26.04%	30.40%	26.91%
	乐清市北白象奇秀速冻食品批发部	浙江乐清	27.22%	32.42%	30.71%
	石狮市安顺冷冻食品销售部	福建泉州	39.32%	41.53%	42.94%
	晋江市吉诺食品贸易有限公司	福建泉州	36.91%	39.01%	40.76%
成长期市场	北京蒋善利商店	北京市	22.13%	18.05%	21.07%
	西安市莲湖区鸿芳副食经销部	陕西西安	-	17.94%	22.17%
	湖北鸿升泰贸易有限公司	湖北	23.83%	20.27%	22.88%
竞争激烈市场	上海文畅食品有限公司	上海市	18.95%	16.00%	15.77%
	黄山市屯溪区中意食品行	安徽黄山市	24.48%	20.20%	16.89%

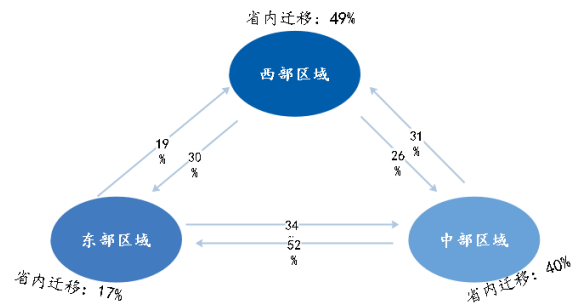
资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 30：我国冷链物流发展迅速



资料来源：亿欧智库，国元证券研究中心

图 31：我国区域间人口流动交流频繁



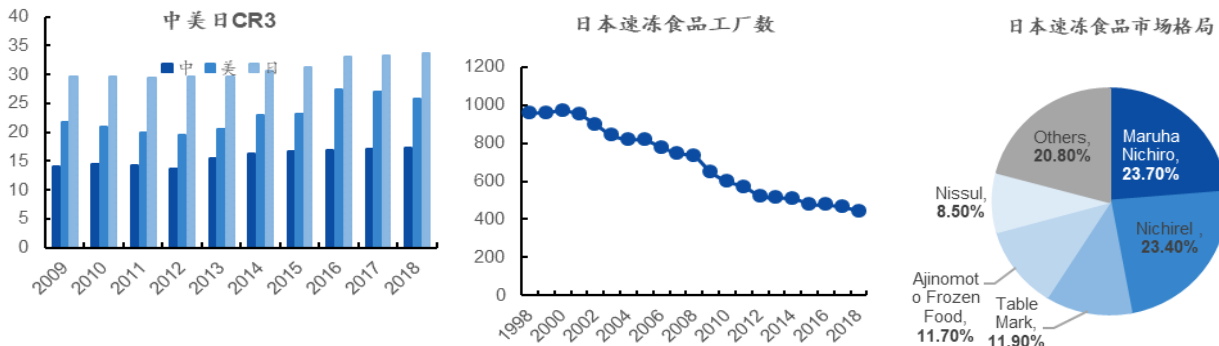
资料来源：全国人口普查，国元证券研究中心

主要龙头企业走出东部布局中西部潜力市场。龙头企业安井即使顺应趋势，通过建厂方式布局中西部市场，到 2024 年安井的华东地区产能将由 18 年的 85% 降低到 53%，而西南、华中、华北市场将逐步打开，规模企业的加入将加速中西西部市场的消费习惯培育，未来内陆市场挖潜将会是又一增长方向。

2.1.4 趋势四：价格战成本波动双压，分散市场步入整合期

我国速冻食品格局仍较为分散，对标美日还有较大整合空间。因为发展较晚且行业门槛不高，我国速冻食品行业 CR3 仅为 15% 左右，同口径看美日集中度基本在我国 2 倍以上。日本自上世纪 90 年代开始行业加速整合，至 2016 年行业工厂数缩减至 1996 年的一半。对标日本，我国速冻食品未来至少能容纳 1-2 家市占率在 20% 以上的速冻食品企业。当前我国最大的速冻食品企业市占率不到 10%，从龙头企业看未来市占率仍有充足的整合空间。

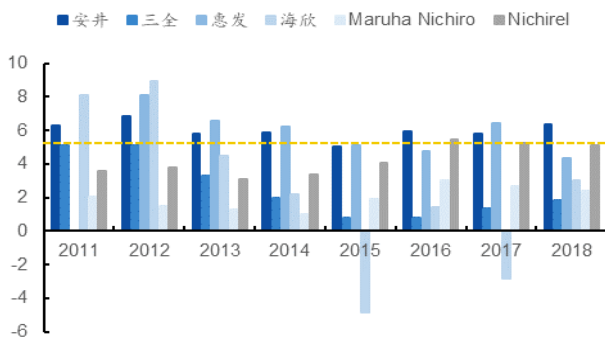
图 32：对标美日我国市场格局还有较大整合空间



资料来源：Euromonitor，日本速冻食品协会，Nichirel 官网，国元证券研究中心

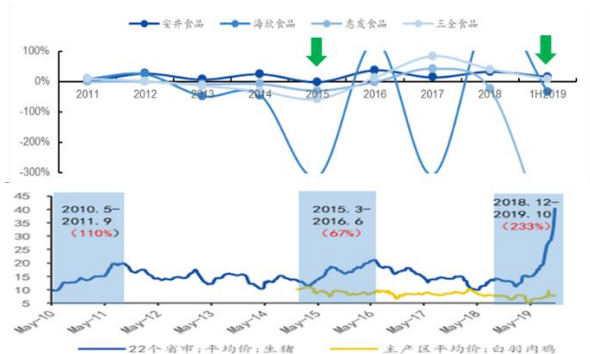
速冻食品是门苦生意，原材料成本占比大、净利率低使得行业抗风险能力弱。梳理行业国内外公司净利率情况，可以发现存在两个明显特征。第一是净利率绝对值低，平均在 5% 左右，远低于部分其他食品饮料同行双位数的净利率水平，其中日本等成熟地区净利率甚至在 5% 以下。第二是净利率波动大，行业公司净利率常在 0-5% 范围波动，亏损现象亦不少见。究其原因一方面为品类差异化小且 2B 销售品牌效应有限，导致在终端定价权上偏弱。另一方面是原材料成本占比在六七成以上，上游价格直接影响企业盈利表现。因此在 15、18 年两轮猪周期中会出现行业整体盈利能力大幅下滑。规模上量、管理精细的企业更有抵抗风险能力。

图 33：速冻食品行业公司净利率普遍在 5% 以下



资料来源：wind，公司官网，国元证券研究中心

图 34：企业盈利水平受到原材料价格极大影响



资料来源：wind，中国畜牧业信息网，国元证券研究中心

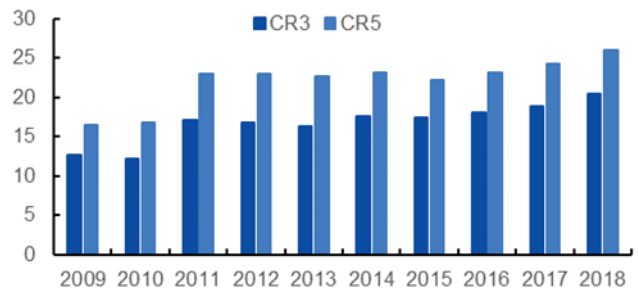
行业在 14-16 年价格战后步入整合。期间安井凭借规模优势在平均成本年均 7% 降幅同时，价格连续 3 年保持每年 8% 的下调幅度。由于行业盈利差缓冲小，在遭遇成本波动、价格战等多重压力下，叠加税收征收规范、政府治理环保趋严等现象，13 年后行业整合加快。

图 35：14-16 年安井降价进行价格战

万元/吨	2014	2015	2016	2017
火锅料	1.26	1.13	1.05	1.06
YOY	-7.14%	-9.89%	-7.39%	1.39%
鱼糜制品	1.28	1.17	1.1	1.1
YOY	-4.50%	-8.90%	-6.31%	0.41%
速冻肉制品	1.32	1.19	1.12	1.16
YOY	-10.86%	-10.08%	-6.35%	3.97%
速冻面米	0.87	0.87	0.86	0.9
YOY	-0.37%	-0.60%	-1.23%	5.38%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 36：13 年后我国速冻料制品集中度逐步提高



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

CR3:安井、山东诸城外贸、四川新希望

2.2 拆增长：市场规模大且有翻倍空间，未来可保持中高增速

2.2.1 规模：多口径测算有效市场 800 亿，长看切入千亿食材供应链

行业有效市场空间广阔，厂商端市场规模约 800 亿元。我们从多角度出发利用多口径还原速冻食品各品类厂商端市场规模。**1) 料制品行业规模约 300 亿。**主要基于欧睿、国家统计局和下游市场倒推三个角度，剔除掉估算结果偏低的欧睿和高估的国家统计局（下同）。**2) 面米制品行业规模在 500 亿左右。**其中 300 亿为传统面米制品，200 亿为速冻点心等制品。因此截止 2017 年安井直接市场总规模约为 800 亿。

表 5：速冻食品各品类厂商端市场规模测算（截止 2017 年）

速冻料制品					
数据口径一 (欧睿)	零售额		厂商在全产业链价值占比		厂商端市场规模
	280 亿元 (42.23 亿美元)		0.45 (0.3-0.6)		126 亿 (84-168)
数据口径二 (国家统计局)	产值		产量		厂商端市场规模
	411 亿元		260 万吨 (均价 1.1-1.2 万/吨)		产值 411 亿 (高估) 产量端 286-312 亿
数据口径三 (下游倒推)	火锅消费额	食材成本占比	料制品占比	厂商在全产业链价值占比	厂商端市场规模
	4362 亿 (frost&sullivan)	20% (50%*40%)	70% (估算)	0.4 (0.3-0.6)	244 亿 (低估泛火锅) (183.3-366.7)
速冻面米制品					
数据口径一 (国家统计局)	产值		产量		厂商端市场规模
	801.7 亿		620 万吨 (均价 0.9 万/吨)		产值 801 亿 (高估) 产量端 558 亿
数据口径二 (巨头数据倒推)	三巨头营收	三巨头市占率	包装&品牌 速冻面米制品市场	品牌&包装占比	速冻面米制品市场
	125 亿 (三全/思念/湾仔)	64.30% (28%/19%/17%)	194 亿	0.3-0.5 (取 0.4)	400-600 亿 (取 500 亿)

资料来源：国家统计局、Euromonitor、frost&sullivan、中国产业信息网、日本速冻食品协会、wind，国元证券研究中心

长看切入餐饮食材供应链，向冻品全应用延伸。2018 年我国餐饮收入 42716 亿，又根据中国饭店协会统计显示，我国餐饮平均毛利率在 50%左右，原材料支出成本占比约在 40%，因此我国餐饮食材市场规模大约在 8543 亿元。其中冻货应用是重要组成部分，其中速冻食材占比 30%左右，即约有 **2500-3000 亿** 的市场容量。与此同时，近万亿的食材供应链市场却存在流通链条过长、信息分散等痛点，因此 B2B 的食材供应链成为又一创新风口，参与者涉及仓配、生产、采购、加工乃至信息资金服务等多个环节。综上所述，对于速冻食品加工公司而言未来长远机会在于：

➤ 主动切入食材供应链，积极完成速冻食材的品类扩张和布局。

- 顺应餐饮供应链革新趋势。生产上主动承担产业链中加工厂、中央工厂的关键角色，销售上重视餐饮渠道开发并正视中下游创新者对产业链的重塑，尽早布局新平台新通路。

图 37：餐饮供应链流程及主要参与企业



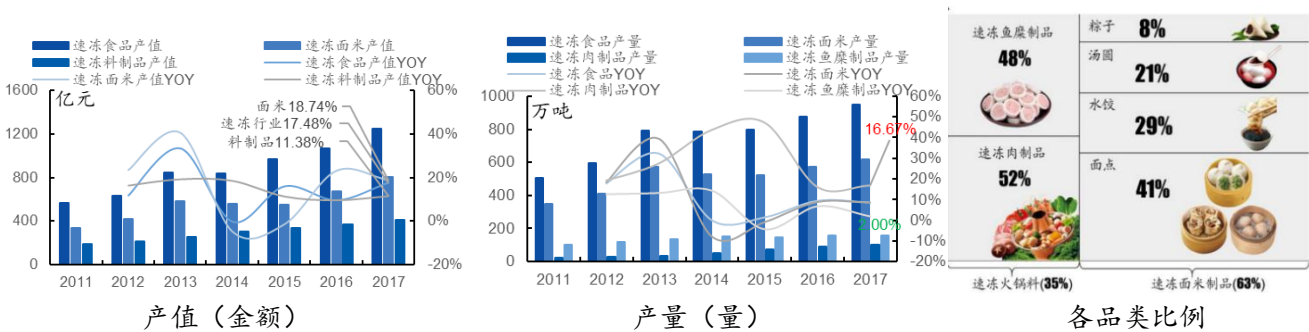
资料来源：亿欧智库，国元证券研究中心

2.2.2 增速：量价拆分细分赛道各具特点，比美日行业整体增速 10%

我国行业增速继续保持 10% 以上，细分品类看速冻肉制品和面米制品景气度仍高。行业 2017 年产值突破 1250 亿元，同比增速 11.4%，快于同期全球增速 5.3%。

- 体量上看，速冻面米产值最大，料制品中鱼糜制品和肉制品规模相当。
- 品类景气度上，面米制品和速冻肉制品景气度最高，分别为增长 18.74% 和 18.32%。料制品增长受鱼糜制品拖累增长慢于行业整体。
- 量价贡献看，肉制品主要依靠量增（16.7%），鱼糜制品依靠价增，面米制品量价贡献均匀。速冻鱼糜制品增速最慢主要因为受沿海地域消费习惯限制所致。

图 38：速冻食品行业概览图

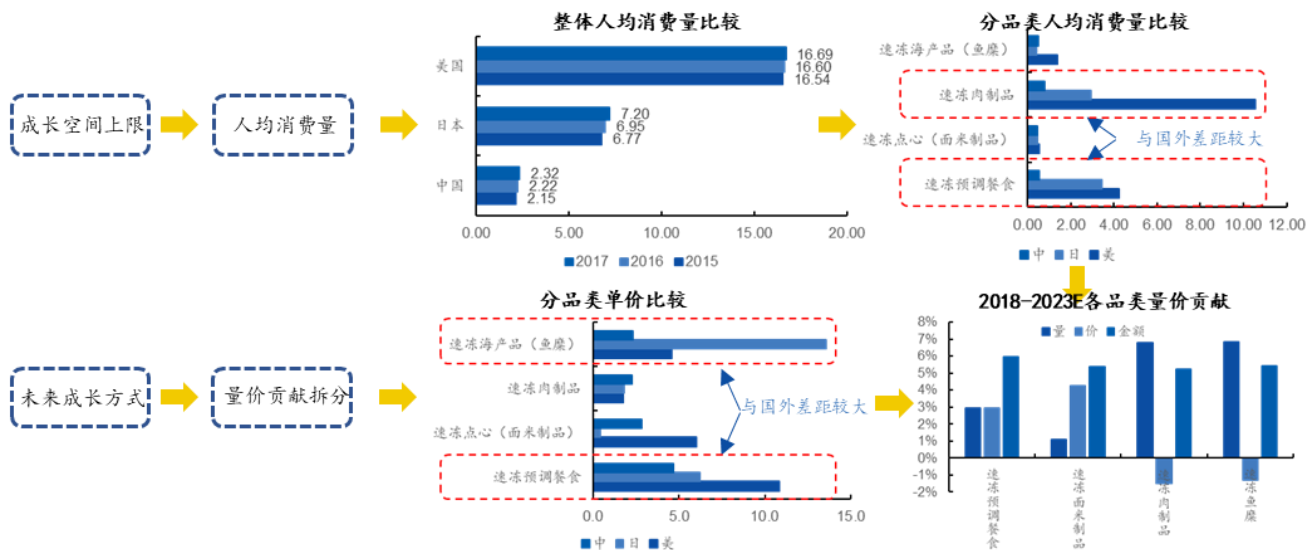


资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

我国速冻食品人均消费远低于美日，细分品类看肉制品和预制菜肴提升性更大。

- **整体看**，根据欧睿的统计口径，美/日/中的人均消费量依次为 16.7kg、7.2kg 和 2.3kg，我国的人均消费量相对日本至少有翻 3 倍的空间。若按广义速冻食品口径看，美/日/中的人均消费量依次为 50~60、20~30、6~10kg 左右，相比消费习惯相近的日本我国也存翻倍空间。
- **细分品类看**，1) 量上，我国速冻肉制品和速冻预调餐食与美日人均消费量差距显著。鱼糜产品略高于日本显著低于美国，或因日本部分鱼糜制品被加工成预调餐食等而计入其他口径所致。2) 价上，速冻鱼糜和预制餐食单价与美日差别大，而肉制品和面食制品单价较高。未来速冻肉制品增长主要靠量增；而速冻鱼糜主要是价涨的逻辑；速冻预制餐食刚起步景气高，主要靠量价齐升。

图 39：我国速冻调理食品成长上限充足，成长方式存在品类差异

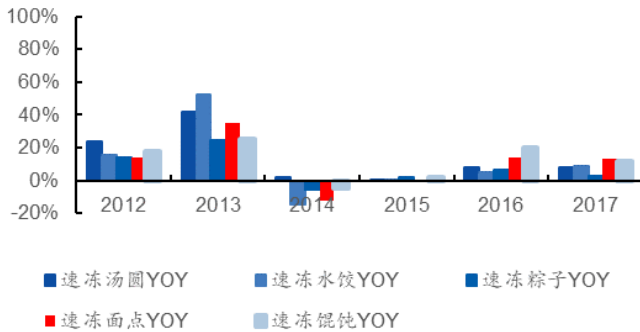


资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

注：统计口径采用速冻鱼糜、速冻肉制品、速冻面食和速冻预调餐食

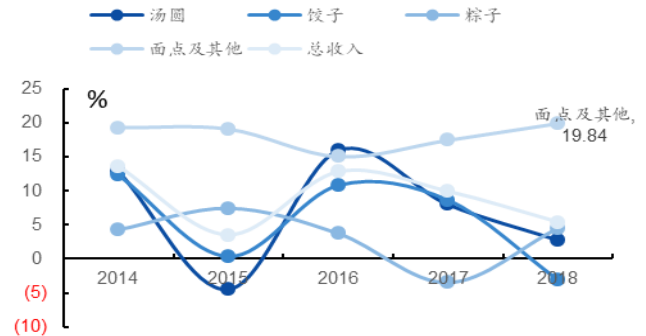
传统速冻面食制品行业高度集中，品类裂变速冻面点成新增长点。传统速冻面食制品（水饺/汤圆/饺子）因为贴近三餐且标准化高，所以发展极为成熟（CR3 达到 65%）。近些年速冻面点因为品类繁多，样式口味丰富而迅速发展，同时得益品类创新快且标准化低，大企业未在速冻面食形成绝对优势。各厂商从原材料、品类、造型等角度持续创新，迎合日益多变的消费需求同时并保持与面食龙头差异化竞争。如在原材料创新上安井推出核桃包、思念从造型上挖掘推出卡通面点包，主要针对有小孩的三口之家等等。占据速冻面食行业 40% 市场的点心市场空间广阔，叠加尚未固化的竞争格局，品类研发力强的企业将优先受益。

图 40：近几年速冻面点制品在细分类中增长最快



资料来源：中国产业信息网，国元证券研究中心

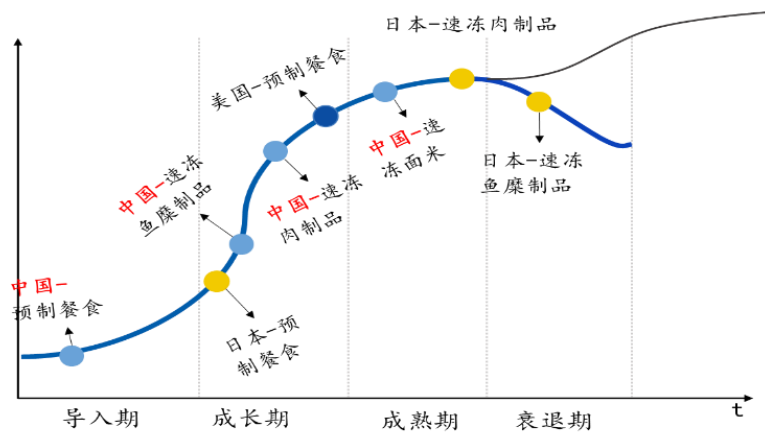
图 41：三全速冻面点制品业务增长远快于其它业务



资料来源：wind，国元证券研究中心

综上所述，从品类生命周期角度看，传统速冻面米已趋于成熟，火锅料制品和速冻面点仍处成长期，而速冻菜肴新兴不久，正处于高速成长的前夜。强烈看好速冻菜肴蓝海市场。

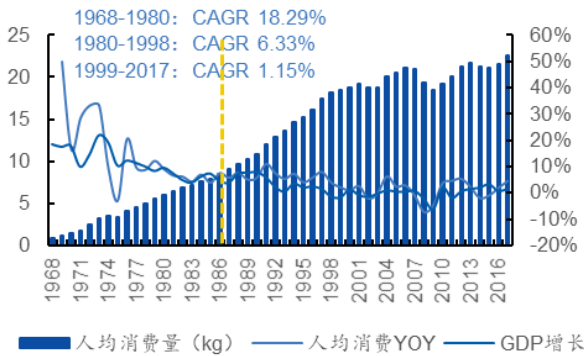
图 42：中美日各品类速冻食品生命周期



资料来源：国元证券研究中心

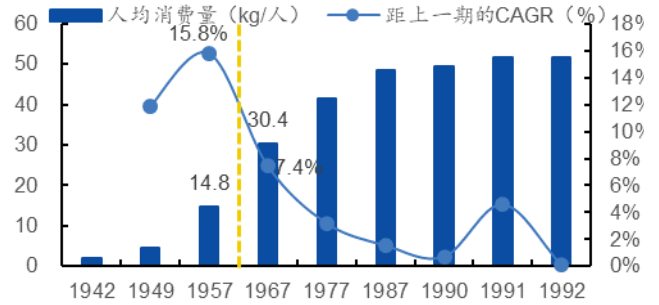
对标美日析行业前景，我国约处于美国 1960s 和日本 1980s 时点。美国速冻行业起源于 1920 年，1949~1957 年为美国速冻食品发展的黄金时段，产值复合增长 15.8%。1957~1967 则保持 7.4% 的平稳增长。而后进入成熟增速持续下滑；日本速冻食品发展黄金时期在 1955-1975 年，复合增速 20% 以上，而后 1975~1995 年保持 6~9% 的平稳增长，随后进入成熟行业增长逐步缓慢。从人均消费量、gdp 和行业增速、社会结构来看，我国目前速冻行业大致处于美国 1960s 初、日本 1985 年左右水平，即已迈过速冻行业高速发展期，正处于平稳增长阶段。对比该时期两国行业增速水平，预计我国未来 8 年内仍将维持年均 7-10% 的中高增速水平。

图 43: 日本速冻行业历史规模和阶段 (我国处于 1980s)



资料来源: 日本速冻食品协会, 国元证券研究中心

图 44: 美国速冻行业历史规模和增速 (我国处于 1960s)



资料来源: 《国际速冻食品杂志》, 国元证券研究中心

3. 从比较视角看安井优势, 多维度铸最强收割者

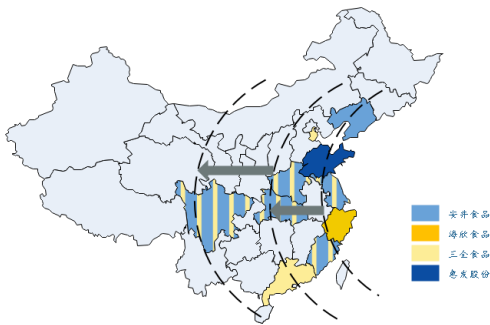
3.1 先发优势已成型, 多方位的马太效应

3.1.1 产能突围优享规模双击, 异地建厂筑牢领先优势

坚定大线快跑生产组织模式, 产能先行以产带销遥遥领先。纵观安井发展历史, 当同行受制于盈利低财务脆弱, 且行业面临高同质化和价格战的双重压力下而不敢扩产时, 安井得益于优异管理效率和独特前瞻的战略眼光坚定密集推行产能扩建计划。至 2018 年安井产能达到 40 万吨级, 而同期行业巨头仅 10 万吨级。速冻行业因为自身特性, 企业扩产需充足的胆魄和优异的经营能力。公司率先在产能上脱颖而出并获取多方位的领先优势:

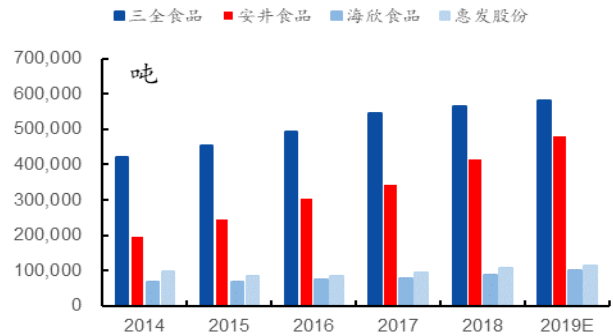
- **经营中的规模红利。**规模对于速冻行业至关重要。一方面, 带来生产上的规模效应, 规模化采购和规模生产能有效压低生产成本。同时在管理和销售上的规模效应可进一步降低费用。整体为安井提供低于行业的成本优势。另一方面, 领先的规模赋予企业更强价格影响力, 定价的主动权向安井转移。
- **率先异地建厂进军内陆, 布局全国筑牢领先优势。**产能扩张是伴随着安井异地建厂而展开, 安井生产基地依次完成了从华东→东北→西南→华中→华北的全国化产能布局, 而其它企业多停留在山东、浙江、福建等沿海地区。率先区域拓展有助于, **1) 提前进行消费者心智占领,**作为首支进军内陆的沿海品牌, 能抓住主要竞争对手未及时跟进提供的空档期, 提早对中西部消费者进行品类/品牌教育, 一步领先或致步步领先。**2) 快速响应能力,**对内地客户响应更加及时, 销售团队开拓及服务客户更有着力点。同时各工厂下自有研发团队, 因地制宜并能及时调整产品策略, 更接近市场也能更快满足市场变化。

图 45：主要冻货企业生产基地布局



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 46：安井在产销规模上遥遥领先同行



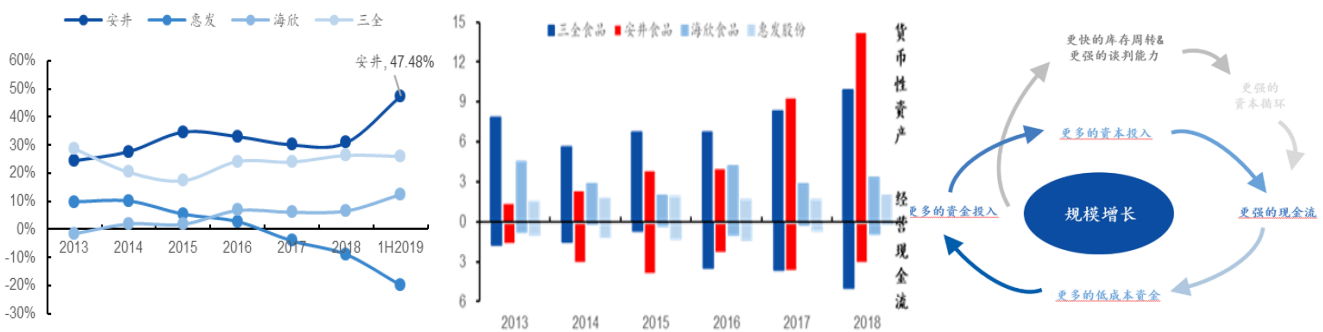
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.1.2 资金利用高滚雪球性强，叠加建厂时差阻断追赶

行业属性决定企业支出高造血弱，安井资金管理高效，资本飞轮加速。资金的马太效应在速冻食品企业尤为明显，主要原因在于速冻食品行业净利润较低，企业自身造血能力较差。与此同时正常经营所需的资本投入和运营开支（主要是被冷冻而储存期较长的存货）较高。因此扩产赚钱与没钱扩产成为许多速冻食品企业面临的死循环。安井率先打破行业困境，且资金优势循环放大。具体表现为：

- **在手资金充裕且造血能力强劲。**在手账面现金破 10 亿，每年净利贡献现金 3~4 亿，资金条件优渥，提早扩产布局应对行业未来趋势，受行业带动下资金进入正循环。即更强现金流导致更多资本投入，更多资本投入导致更强现金流。
- **主动管理效率高加速资本循环。**一方面公司重视应收账款管控工作，制定明确的经销商授信制度，定期对经销商规模、合作年限、履约率等进行考核，另一方面大部分经销商与公司保持了长期稳定合作的关系。4 年以上的客户收入占比从 2013 年的 72.69% 提到 1H2016 年的 82.58%。最终根据我们的口径计算，相比同行安井对上下游资金占用比例达到 40% 以上。资金循环进一步增强。

图 47：安井资金优势卓然



安井上下游资金占用比例更多

安井现金充沛造血能力强

安井资金飞轮加速

资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

注：上下游占用比例=（应付账款+预收账款-应收账款-预付账款）/收入；货币性资产=货币资金+其它流动资产

落后者若想追赶则面临多重障碍。安井通过早期的密集投产后已实现领先同行数倍规模，后进者若想追赶则面临资金限制、建厂周期长、企业能力边界约束和安井的强势竞争等多重阻碍。根据速冻行业一般经验，投产 2~3 万吨平均需要资金 1 亿，普通项目从土地审批到最终投产大约需要 1.5 年，且仍需要 2-3 年时间才能完全达产。若按此要求规划，10 万吨级的后进者若要达到安井目前产能水平，约需要资金 10 亿，并且需要 8-10 年时间，若不考虑能力匹配极限扩产下也至少需要 5 年。但同时安井已早早着手开始布局下一个 40 万吨级产能规划，且投产进度高效，新工厂投产 1 个月以后就能生产 20+SKU，日产达到 40 吨，在行业内处以极高水平。其它的速冻食品企业在扩建产能时另需要考虑自身财务承受力、下游需求消化力和强势竞争对手带来的竞争压力。扩产进度和难度或更高于我们如上预期。

图 48：投资建厂平均建设周期在 1.5 年



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

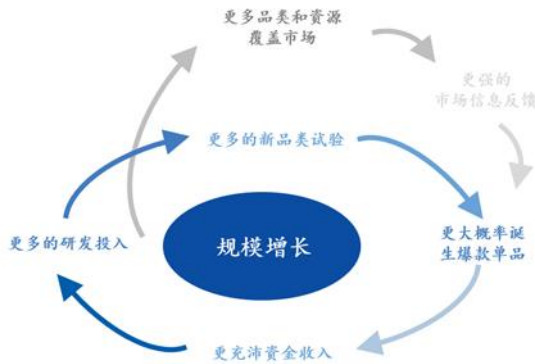
3.1.3 产品更全策略规划有方，研发兑现飞轮效应加速

行业属性使爆款打造成为关键能力，安井规模和研发领先加速产品飞轮。速冻食品品类繁多单品类规模小，过亿收入即成为大单品，多数单品集中在 3000 万以下。各品类生产协同性低，与工业化大制造矛盾。因此大单品策略至关重要，直接决定企业成长能力。我们认为安井依托规模和研发领先，在爆款打造上更具优势：

- **研发投入正循环**：安井在厦门设立集团研发，同时在各工厂设立单独研发中心，贯彻研发一代、生产一代、储备一代的策略，每年投入近亿元研发投入，遥遥领先同行。大绝对值的研发投入意味着更多的新品诞生并进入试验，更多试验意味更大的概率诞生爆款，一旦抓取到爆款面相的单品后即可低成本复制。
- **产能领先正循环**：当体量领先对手数倍规模时，更多产品和更多的营销资源覆盖市场，演化成企业触手赋予企业更多市场信息反馈。企业更易因地制宜研发适销对路的产品。安井正逐步将销地产模式向产地研+产地销的 2.0 模式转化。
- **从结果上看**：1) 爆款打造力，市场主流爆款单品品类安井基本全覆盖。2) 产

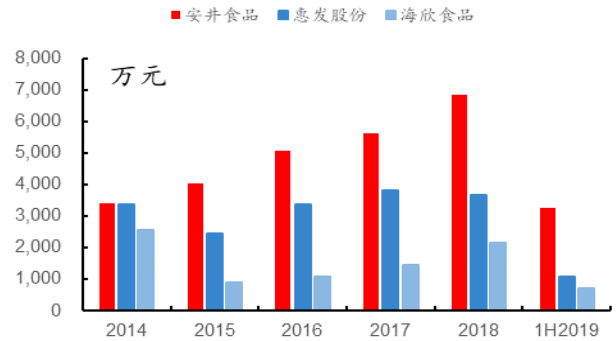
品储备上，安井 SKU 超 300，构成大单品的庞大后备军。3) 新品兑现能力稳步有效，新品从诞生到上体量平均需要 2 年，安井新品贡献收入占比稳步提高。

图 49：产品研发上的飞轮效应



资料来源：国元证券研究中心

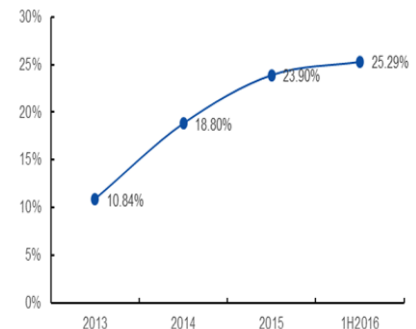
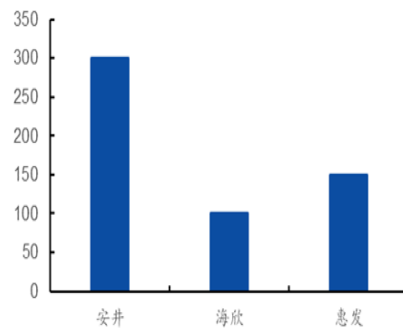
图 50：各公司研发投入对比



资料来源：wind，国元证券研究中心

图 51：安井产品储备和爆款打造更具优势

	安井	海欣	惠发
霞速饺	√	√	×
撒尿肉丸	√	√	√
千夜豆腐	√	√	√
爆汁鱼丸	√	√	√
烤烤香及烤鱼棒	√	-	-
手抓饼	√	×	×
太湖燕饺	√	√	-
烧鱼板	√	-	√
紫薯包	√	√	×
脆排	√	√	-
红糖馒头	√	×	×



安井热门单品布局对比充分

安井 SKU 数量领先

安井新品贡献收入占比逐年提高

资料来源：公司公告，公司官网，招股说明书，国元证券研究中心

注：“X”代表完全没有，“-”代表有类似种类的，“√”代表有相同类别的

3.1.4 贴身服务势能高让利多，精细化管理打造渠道铁军

渠道结构以餐饮流通为主，布局更早卡位优势显著。1) 从渠道结构看，安井 80%为流通渠道，且约有 40%最终流向餐饮。相比下三全 70%为商超渠道，海欣和惠发在餐饮渠道也较为薄弱。2) 从布局时间看，在 2007 年前以三全为代表的速冻食品企业凭借面食产品的统治力制霸商超。彼时强大的竞争压力迫使安井迅速采取差异化的渠道策略，避开零售红海市场而锁定打造渠道第一。至今通过十数年积累已经在餐饮渠道开辟出崭新的天地。相比下三全从 2017 年始才加大在餐饮渠道投入（18 年 yoy 超 50%），思念也才于 2012 年创建千味央厨致力于为中央厨房提供速冻面食食品。凭借领先对手 5-10 年着力发展餐饮渠道，已积累下足够的渠道优势。

➢ **渠道资源优势：**储备高势能经销商数量近 500 家（多为餐饮经销商），且配备

高战斗力销售人员 3388 名，其中有 600-700 名销售经理专门负责餐饮开拓。

- **餐饮运营经验优势：**餐饮渠道在操作模式上与商超零售渠道迥异，甚至不同规模餐饮企业也存在较大区别。庞杂的餐饮店和操作特殊性更考验企业运营能力。

表 6：截至 2018 年底标的公司渠道对比

产能	渠道构成比 (经销：商超：其它)	经销商数量	销售人员	渠道毛利	渠道势能	评价
安井 40 万吨左右	80：16：4	486	3388	高	高	经销模式毛利低，主动让利渠道
海欣 8-10 万吨	77：17：5	250	484	中	中	毛利较高，渠道商毛利较低
惠发 10 万吨左右	95：3：2	499	210	较高	中	毛利偏低，渠道商毛利较高
三全 55 万吨左右	27：70：3	近千家	-	中	-	商超模式毛利高，但是费用高

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

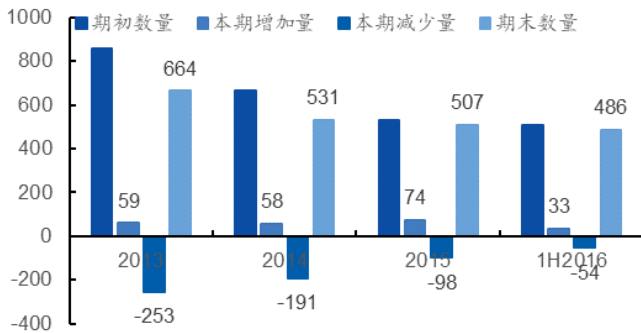
表 7：不同渠道间管理与开拓特点

产品	厂商关系	季节波动	渠道粘性	费用投放	品牌建设	冷链需求	
餐饮渠道	重视产品的性价比； 重视品质和供应商服务； 标准化强，要求品类丰富；	餐饮企业主导； 多采用二批商协助开拓，账期长	季节性波动弱， 需求稳定	粘性强 维护成本低	费用低，主动有目的性投放	品牌建设作用弱 需大区前置仓	
商超渠道	重视方便性 家庭环境下易于操作	批商铺货主导 直销居多，账期短	需求波动较大 有淡旺季现象	粘性弱 维护成本高	费用高，被动性平台费为主	品牌建设作用强 客户自身多具备冷链设施	
采购市场	采购周期	供应商	结算周期	物流	货品波动	特殊利益	
大 B	专业市场	长	固定	长	送货上门	专一	有
中 B	批发市场	中	相对固定	月结	送货自提	部分专一	少量
小 B	农贸市场	短	不固定	现结	自提	不专一	无

资料来源：国元证券研究中心

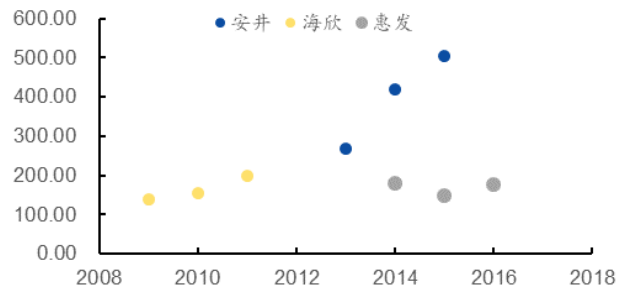
多标准严格选择经销商，精细化管理铸就优良厂商关系。安井的经销商管理值得称道。在经销商选择上，综合考量经销商实力、诚信度和忠诚度进行开发。同时对已有经销商严格管理，一方面按规格或渠道对经销商进行有效区格以确保经销商利益，另一方面在年度合同中确定各经销商经营目标，并逐月对经销商进行跟踪考核，定期派人拜访并盘点经销商库存，针对考核结果及时采取相应奖惩措施。**对于效果不理想的经销商果断进行升降处理，鼓励经销商的合并整合**，进一步优化客户资源。从结果来看，安井经销商数量从 2013 年的 664 家下降至 1H2016 的 486 家，单点经销商势能超 500 万，遥遥领先海欣、惠发等。如此不仅降低了管理成本及配送成本，还提高了一批商的积极性和忠诚度，提高了经销商对安井的依赖程度。

图 52：安井的经销商管理精细化



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 53：安井单点经销商势能领先

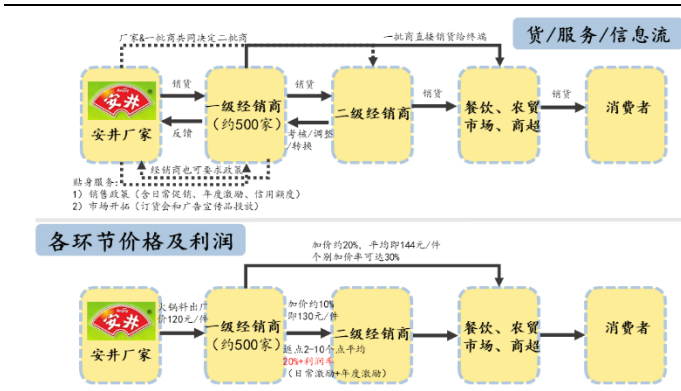


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

贴身支持多维塑造渠道极致服务。“贴身支持”是公司经销商模式下的核心工作，公司对经销商的贴身支持表现在多个方面。

- **打通销售渠道的支持。**公司协助经销商开发分销商、销售终端。不仅与一批商一起决定二批商选择。同时公司销售直接协助开发小 B 餐饮客户，谈妥后再交给经销商进行对接和服务。
- **人性服务提高渠道粘性。**1) 充分让利保证渠道激励。得益于低成本优势，安井提供的产品更具性价比。一般来看经销商能加价 10%-20%，同时安井提供日常促销结合年度促销，预计 2-10%。因此渠道端利润率保持在 20-30% 空间，略高于同行。2) 采购灵活并提供账期便捷。安井根据客户资质提供信用额度，额度范围内实行二次对账制度。一方面是考虑到速冻食品品类繁杂，客户采购多存在变化所以如此方便灵活调整。另一方面经销商下游对接众多餐饮企业，B 端客户易使现金流今涨。因此采用二次对账为经销商提供账期和周转空间。3) 市场开拓支持上。协助经销商召开各种订货会，邀请分销商和终端客户到场。同时在主动承担广告宣传品投放上。
- **营销活动高空支持，提升品牌对经销商的拉力。**1) 广宣投放上，“户外广告+终端布置”为广告发布手段、以“卖场内外+菜场内外”为广告发布地点来进行品牌宣传。2) 营销活动上，公司通过开展主题活动、有奖销售等终端促销活动增强与消费者的互动，促进经销商、终端的销量增长，且从方式上看高空投放力度加大，全国性营销有所增强。
- **打造渠道云平台，用数据为经销商赋能。**与圆舟合作推出的渠道平台 DMS 上线，经销商利用该平台可以进行快捷下单、信用额度查询、订单跟踪、余货跟踪、新品发布及促销信息、经销商报表。平台对接公司后台 ERP 系统。方便客户管理经营同时，还能通过数据分析持续为客户提供经营指导。

图 54：安井渠道让利多激励足



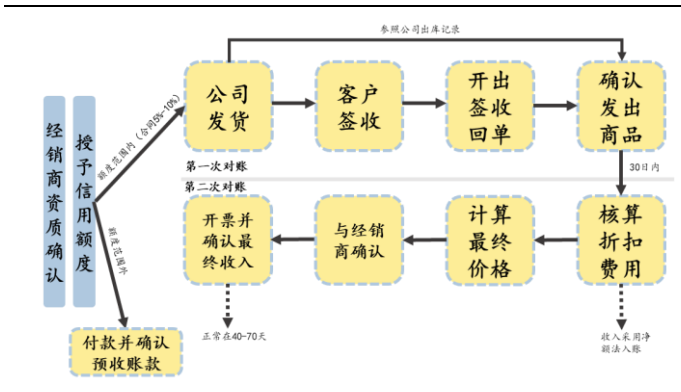
资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 55：丰富营销活动助力渠道推广

时间	类型	内容
2016	产品推广	“步步高升”米发糕新品推广
	市场促销	百万红包产品促销活动
	渠道开发	“卤味渠道”卤味渠道开发活动
	渠道开发	“餐饮掘金、豆腐先行”餐饮渠道开发活动
	产品推广	“战烧烤，销轴突”产品推广活动
	产品推广	“早晚粥，上下动”产品推广活动
	产品推广	“手抓饼增薯PK”产品竞赛活动
2017	产品推广	“一拖一”陈列PK餐产品推广活动
	产品推广	“百店PK，勇争第一”产品推广活动
	参展获奖	参展第六届火锅节，“安井鱼板”荣获明星产品
	参展获奖	参展第七届火锅节，巨型火锅吸入眼球
2018	参展获奖	第十七届中国方便食品大会，手撕鱼板、安井核桃包与金麦流沙包获奖
	市场促销	启动“一物一码互动营销”，推出了“百万红包疯狂送”的活动
	品牌活动	在城市公开内开展“把安带回家”为主题的公益活动
2019	品牌活动	冠名厦门首列地铁
	品牌活动	冠名美食迷你剧《情迷料理2》，网络总播放量突破1.5亿
2019	品牌活动	冠名厦门品牌航线，借力厦航将安井带向全国

资料来源：公司官网，招股说明书，国元证券研究中心

图 56：二次认账为经销商提供采购灵活性



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 57：安井渠道 DMS 上线



资料来源：国元证券研究中心

3.2 成本领先筑壁垒，高性价比助力收割

3.2.1 规模效应：上游议价强采购成本低，规模销量摊薄经营成本

安井财务表现优异，ROE 近 15%，主因净利率高。在上市的速冻食品公司中安井以 15% 的 ROE 排在首列，盈利能力强劲股东回报丰厚，根据杜邦分析拆解来看较高的 ROE 水平主要由其更高的净利率决定。

表 8：安井与比较公司间的杜邦分解

	ROE (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)	销售净利率 (%)	总资产周转率	权益乘数	周转率*权益乘数
安井食品	14.45	26.51	18.21	6.3	1.1	2.2	2.4
海欣食品	4.43	33.28	30.19	3.0	1.0	1.4	1.5
惠发股份	6.97	22.62	16.44	4.3	1.0	1.8	1.7
三全食品	5.02	35.52	32.33	1.8	1.2	2.2	2.8

资料来源：wind，国元证券研究中心

相比于毛利率更突出的是费用控制，规模效应有效摊薄了经营成本。固定的人员经费和业务经费是导致费用率差距的直接原因。安井得益于人员配置合理和优良工作效率，人均创收、创利均显著高于同业。与此同时进一步严格控制业务经费。这里面除了因为流通餐饮渠道自身商业模式天然具备更强的盈利性所致之外，更主要原因是规模效应拉低了固定成本（人力费用/固定资产折旧）并提高了人均创收。

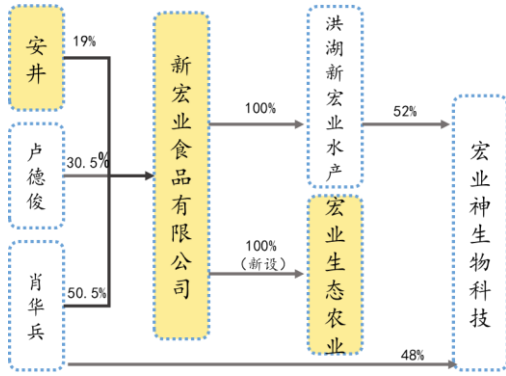
表 9：14-17 年目标公司间费用明细对比

销售费用率	2014	2015	2016	2017	管理费用率	2014	2015	2016	2017
人员经费					人员经费				
安井	4.66%	5.14%	4.83%	4.73%	安井	1.87%	2.05%	1.93%	1.68%
海欣	7.99%	9.62%	8.21%	9.63%	海欣	2.86%	2.13%	2.76%	4.48%
惠发	1.87%	3.33%	3.40%	2.96%	惠发	3.54%	4.11%	4.52%	4.24%
三全	6.99%	7.57%	7.13%	7.55%	三全	2.15%	1.78%	1.77%	2.04%
业务经费					总-业务经费				
安井	4.40%	4.34%	3.92%	4.13%	安井	0.53%	0.47%	0.46%	0.44%
海欣	6.71%	7.10%	6.56%	7.13%	海欣	1.16%	1.14%	0.92%	0.92%
惠发	0.39%	0.45%	0.34%	0.41%	惠发	2.82%	3.03%	2.00%	1.83%
三全	8.80%	9.39%	9.24%	8.74%	三全	1.31%	1.43%	1.36%	1.22%
市场费用					研发费用				
安井	4.97%	6.05%	5.28%	5.01%	安井	1.68%	1.69%	1.84%	1.82%
海欣	4.89%	9.28%	5.35%	5.76%	海欣	0.93%	1.75%	1.61%	1.94%
惠发	3.07%	5.09%	3.62%	2.38%	惠发	0.71%	0.74%	0.62%	0.82%
三全	12.42%	11.70%	12.36%	10.52%	三全	-	-	-	-
折旧与摊销					折旧与摊销				
安井	0.06%	0.04%	0.03%	0.03%	安井	0.27%	0.26%	0.28%	0.25%
海欣	0.52%	0.72%	0.64%	0.54%	海欣	0.94%	1.16%	1.53%	0.81%
惠发	0.28%	0.31%	0.21%	0.14%	惠发	2.02%	2.46%	2.56%	2.37%
三全	0.79%	0.67%	0.56%	0.55%	三全	0.94%	0.95%	0.99%	0.99%
办公费与其它					其它				
安井	0.12%	0.13%	0.11%	0.18%	安井	0.43%	0.50%	0.32%	0.17%
海欣	0.43%	0.68%	0.75%	0.86%	海欣	0.89%	1.24%	0.50%	0.64%
惠发	0.28%	0.21%	0.08%	0.06%	惠发	0.87%	1.18%	0.19%	0.34%
三全	0.30%	0.37%	0.35%	0.33%	三全	4.40%	4.16%	4.13%	4.25%

资料来源：wind，国元证券研究中心

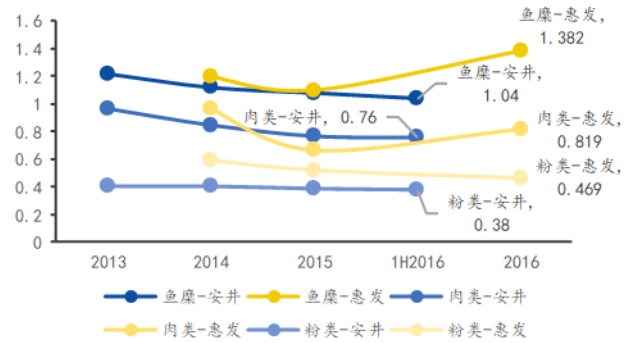
入股新宏业+规模集采助力原材料成本有效控制。安井 2018 年 1 月参股 19% 新宏业，该公司为国内淡水鱼糜生产的领军企业，2016 年生产小龙虾 6000 吨、淡水鱼糜 1.5 万吨，占全国淡水鱼糜市场份额 30% 以上。作为新宏业的最大采购客户，其淡水鱼糜产量的 70% 以上均销往安井。因此在鱼糜产品的成本上安井具备绝对掌控力，以 2013 年鱼糜价格达 5 年峰值时期为例，海欣毛利率下滑 3.3pct，而安井仅下滑 0.3pct。在猪肉、鸡肉、粉类等原材料上，安井凭借更大规模的集采和集团全国统筹等手段亦获取了极大的上游议价权，相比同行具备一定成本优势。

图 58：新宏业股权结构



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 59：原材料采购价格对比

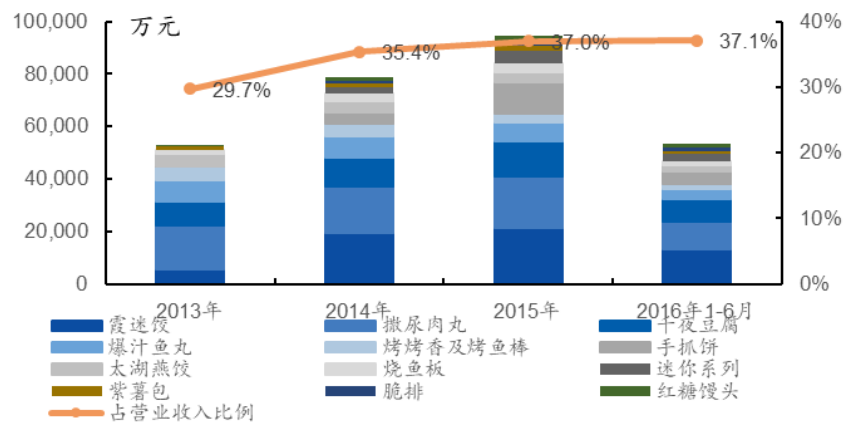


资料来源：招股说明书, 国元证券研究中心

3.2.2 高效经营：大单品策略综合降费用，销地产有效压低运输费

主打大单品爆款产品策略，提高营销效率降低生产成本。安井每年推出多款新品,其中包含 1-2 个具备冠军相的产品。新品研发时主要采取“全渠道适用，全区域适销”思路,研发出来后所有经销商都适用统一的促销政策。对于销售收入超过 3000 万以上且市场反馈较好的单品，公司主动给予经销商年度和月度特别支持，将单品销售额纳入公司业务人员和经销商月度考核目标，以促进经销商重点推广公司单品。大单品战略是安井跑通速冻食品商业模式的重要一环，其重大的意义在于，1) 解决了品类繁杂的速冻食品工业化生产问题，降低了生产成本。2) 提高了营销及管理效率，集中资源投入到重点单品可以形成有效的以点带面的辐射作用。

图 60：安井前十大单品收入占比达到近 40%

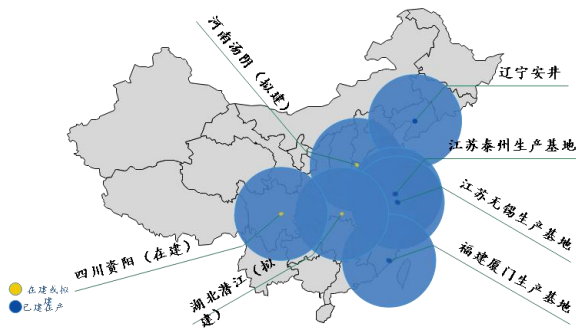


资料来源：招股说明书, 国元证券研究中心

冷链+运输构成冻货双难题，销地产策略配合自动化系统有效降低经营费用。1) 在产能布局上，根据速冻食品行业一般性经验，当运输半径大于 500 公里时运输成本及货品坏损率会大幅上升。安井持续实施销地产战略，稳步扩产布局全国，基本将全国主要地区置于自身运输的经济性范围内。参照三全在华东募投建设基地为例，

双程运输减短，每吨大约可节约 400 元/吨，即安井每年约可节约运输费用在 8000-9000 万。2) 在内部装运上，除此之外公司积极进行系统自动化改造，落地了全自动化冷库和无缝链接冷链，有效避免了二次解冻问题提高了产品质量，同时还实现了搬运自动化，进一步降低了货损率和运营成本。3) 在干线运输上，通过集中配送、加大每台冷链车满载率、第三方物流公司招标的方式降低费用率。

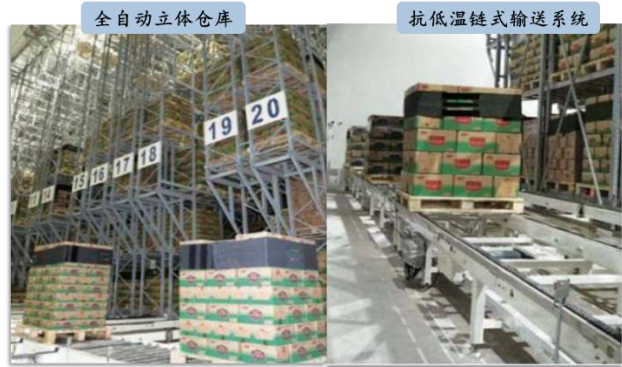
图 61：安井生产基地完成全国覆盖



资料来源：国元证券研究中心

注：圆圈为以产地为圆心，500 公里为半径勾画

图 62：自动化系统优化运营效率



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

4. 成长路径：餐饮渠道+全国化+行业整合三维度拓展

4.1 打造中央厨房概念，乘势发力餐饮渠道

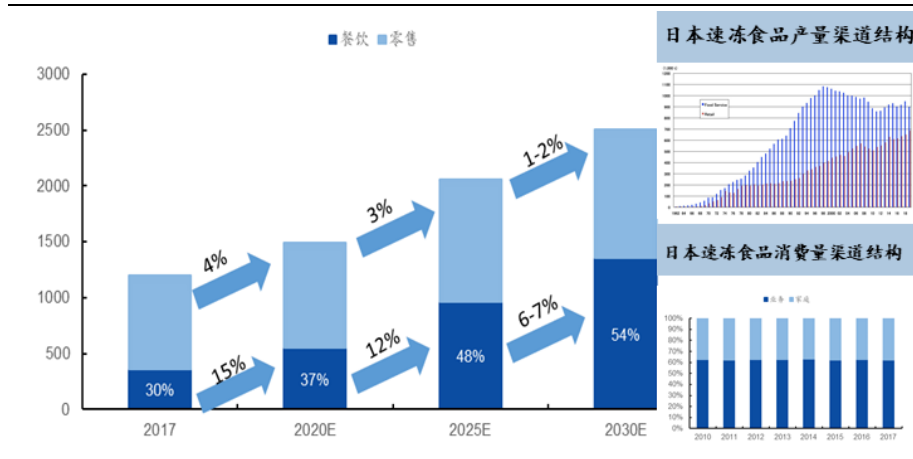
根据前文行业部分分析，餐饮渠道迅速增长，速冻食品下游渠道正迎来快速的结构变革。根据下游餐饮增长景气度，并结合日本的速冻食品发展经验，我们预计速冻食品行业 10 年内整体有翻倍空间，同时餐饮渠道占比有望从当前的 30% 左右增长到接近日本 60%。餐饮渠道约有 2~3 倍。安井自 2018 年起在渠道方面遂推行“餐饮流通为主，商超电商为辅助”的策略，通过不断推出餐饮渠道试销大产品丰富品类，凭借“高质中高价”的产品定位，提高整体餐饮端服务能力和影响力。

具体执行上，1) 产品方面独立出速冻菜肴制品，以“三剑合璧，发力餐饮”为指导，加强品类间的协同性互为引流，联袂出击以餐饮为着力点做深性价比，做宽品类带，做广客户面，实现同店内新品类放量；2) 品牌方面独立出“冻品先生”子品牌，定位餐饮食材需求，持续协助开拓速冻菜肴的大流通餐饮市场，“冻品先生”生产上采用 OEM 代工，这不仅缓解产能瓶颈压力，同时轻重资产模式相结合，更利于试验新品，加快爆品抓取速度。3) 营销方面坚持打造渠道第一品牌的目标，一方面依托在场内场外的生动化布置和视觉冲击提高曝光率。另一方面定期开展主题营销活动和订货会、联谊会等加强客户的粘度。4) 开拓对象方面，重点借助经销商开拓成本压力大且无自有供应链的中小餐饮企业，辅助补充自有供应链的连锁餐饮企业。

如何看餐饮渠道——更能构建壁垒，看好安井餐饮渠道空间。相比商超渠道，

餐饮具有的特点包括，1) 终端更加复杂和分散，全国有数百万餐饮终端，其中中小餐饮店占比 6-7 成以上，而商超仅限于有冷链能力的现代化超市。2) 餐饮渠道诉求性价比，不仅成本低还需要品类丰富，规模性企业更易满足此需求。3) 餐饮渠道账期更长，需要经销商协助开拓，因此渠道资源具备稀缺性。4) 餐饮渠道除产品外还重视供应商服务，具备良好厂商关系且服务力强的企业难以挑战。5) 餐饮渠道渠道粘性强，使用食材和消费者不是同一人。因此相比于商超渠道，餐饮渠道易守难攻，对于具备规模优势、强服务力、高管理力的安井而言是不二的选择。

图 63：我国速冻食品未来餐饮渠道结构预测



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 64：设立子品牌“冻品先生”



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 65：生动化展示塑造 B 端知名品牌



资料来源：国元证券研究中心

4.2 进军内陆布局全国，猪肉冲击加速整合

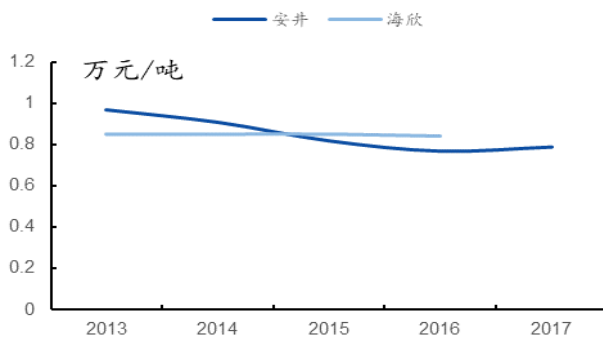
走出沿海率先布局全国，因地制宜在中西部进行渠道织网。目前公司规划的产能中除了东部沿海地区的厂房之外即为在建的湖北厂、四川厂和河南厂。预计至 2023 年公司非华东地区的产能占比将低于 50%。目前公司根据已有的产能建设进度，持续在中西部进行渠道织网。至 2019Q3 经销商数量上升至 668 家，相比 2017

年末增加近 200 家，其中华中、华北和西南地区分别增至 69/59/53 家，相比期初增长 14%/22%/28%。

公司在渠道织网过程中，一方面继续嫁接已有优势，将东部成功经验和政策在中西部复制。另一方面因地制宜，根据实际情况将各省市划分成根据地市场、成熟市场和边缘地市场，在最大程度开拓市场同时降低管理和配送成本。

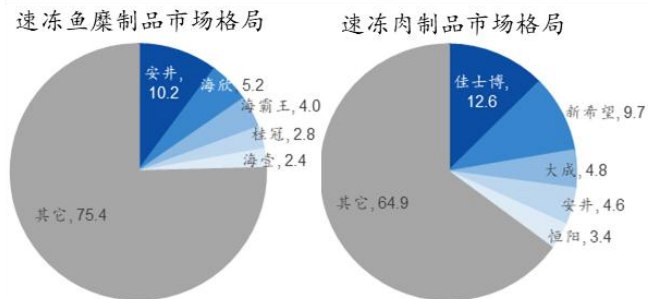
强烈看好安井在进军内陆中给行业带来的洗牌作用。中西部地区多中小型速冻食品企业，空间广阔但格局分散。安井作为成熟市场突围的龙头，各方能力已经筛选，目前降维打击发力中西部将极大促进中西部市场整合。我们认为本轮猪肉价格极限飙升固然为公司带来短期成本压力，但是却为行业洗牌直接提供了动力。从去年下半年开始受猪瘟影响猪肉/鸡肉价格持续抬升，自低点已上涨 200% 左右。原材料成长上涨影响逐步在三季度开始显现，即使大型速冻食品企业依然面临亏损和净利大幅下滑的窘境。未形成规模又未掌握上游的中小企业将迎超乎想象的经营压力。

图 66：安井火锅料平均成本低于海欣



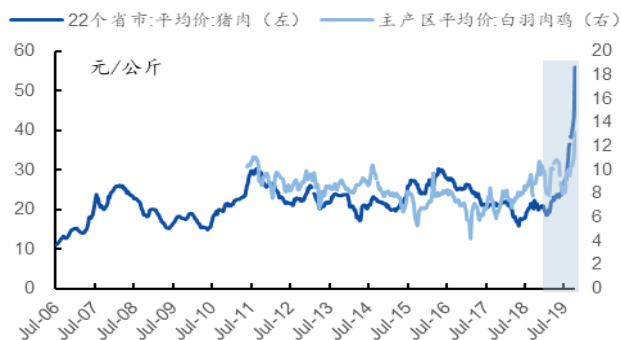
资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

图 67：2018 年速冻速冻食品市场格局



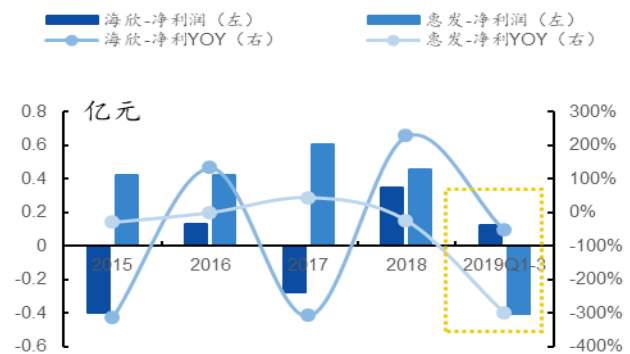
资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 68：猪肉/鸡肉价格飙涨



资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

图 69：其他两家的净利润情况



资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

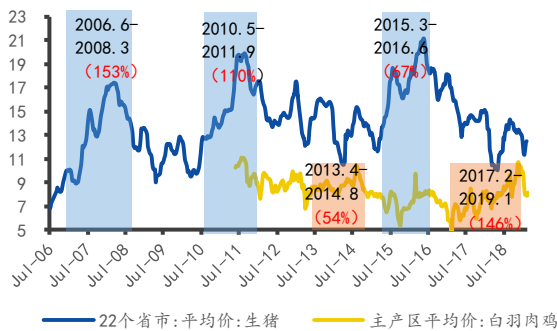
5. 盈利预测和投资建议

核心假设：

1) 收入：公司作为行业龙头公司，在行业高速增长行业格局集中的背景下，公司充分享受销量上升的红利，产品销量将继续延续过去高负荷产能利用率。目前在建或计划建设的产能项目有四川、无锡、河南和华中，按照目前产能投放计划并考虑原材料价格上涨给行业带来的强劲整合，预计收入增速维持20%左右较快增长。

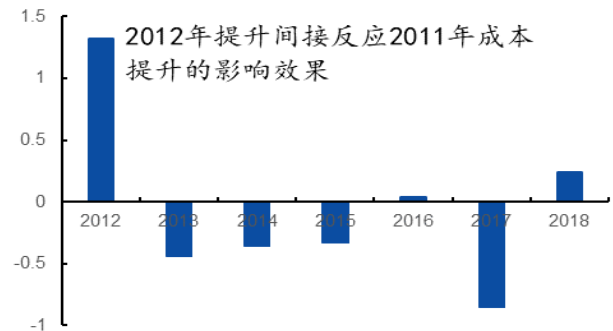
2) 毛利率：非洲猪瘟带来的新一轮猪周期影响导致毛利率压力成为重大阶段性压制因素。我们认为公司对压力具备可控性，第一，从历史上来看，2011年和2015年均发生过较大肉价涨幅，公司毛利率波动均保持在1%左右。第二，我们通过拆分公司原材料成本模型给出目前公司应对成本压力的工具箱和敏感性。肉价平均上涨10%会影响公司毛利率下滑1.5个pct。对冲工具如下表所示（公司19年已经涨价2次，单次幅度在5%左右，不排除后续涨价可能），且公司通过部分进口猪肉、减少肉用量及锁仓等手段进一步缓冲。预计毛利率基本可控，悲观下出现小幅下滑。

图 70：复盘历史猪周期和鸡周期



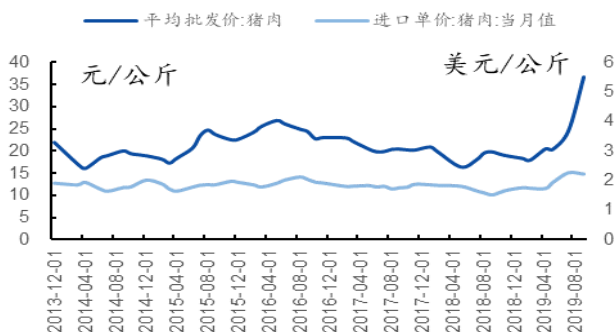
资料来源：中国畜牧业信息网，国元证券研究中心

图 71：毛利率历史波动



资料来源：商务部，国元证券研究中心

图 72：进口猪肉价格低于国内



资料来源：wind，国元证券研究中心

图 73：公司应对成本波动工具箱

类型	工具	效果
被动型工具	增值税率下调	据公司推测提振毛利率1pct
	规模效应	持续小幅抬升毛利率
	提价	提价5%可提振整体毛利率1-1.5pct
主动型工具	猪肉用量采购下降	用量下降60%可以抵御40%猪肉上涨
	调节猪禽比	将50%猪肉用量替换为鸡肉可以有效抵御40%的猪肉价格上涨
	集团化择时低价采购+库存囤积	可平滑原材料急剧上涨压力

资料来源：公司公告，国元证券研究中心预测

3) 费用率：随着产能加速投放，公司规模效应更加显著，同时主要产能基地进一

步落地中西部将进一步完善公司销地产策略，我们预计销售费用和管理费用率继续稳中有降，18~20年销售费用率假设为12.3%、12.2%和12.3%，18~20年管理费用率假设为2.5%、3.0%和2.8%。

盈利预测与相对估值：

公司扎根于高景气的成长赛道，市场空间大且驱动强劲。公司已率先完成产能突围，并具备多维度的先发优势并铸就成本领先优势。未来五年公司产能规划清晰，并依托发力餐饮+全国推进+整合行业三维度稳步提升公司业绩。尽管短期成本承压，但程度可控且放长视野应注意到成本冲击加速了中小企业退市速度，值此关键时刻公司进一步股权激励凝聚人心，坚定看好未来成长空间。我们预测2019-2021年EPS为1.40/1.71/2.16，对应现价为41/34/27xPE，考虑到公司成长确定性，我们给予公司2020年40X估值，对应目标价68元，首次覆盖并给予“买入评级”。

表 10：相对估值表

公司简称	EPS (元)			PE		
	18	19E	20E	18	19E	20E
三全食品	0.13	0.17	0.24	58	71	51
绝味食品	1.56	1.36	1.64	21	33	27
广州酒家	0.95	1.08	1.32	29	29	24
颐海国际	0.53	0.69	0.94	34	75	56
桃李面包	1.36	1.10	1.31	33	39	33
平均值				35	49	38
安井食品	1.18	1.40	1.71	30	41	34

资料来源：wind，国元证券研究中心。（更新于11月11日）

绝对估值：

我们根据对安井未来营收、营运资本及FCFF增长率进行关键假设，用WACC将预测的现金流折现，最后计算得出至2020年公司市值160亿。

表 11：安井-WACC重要假设要素

指标	数值	来源
Beta	0.98	比照安井上市以来
税率	23%	公司实际
无风险收益率	3.30%	十年期国债
风险溢价	7%	行业经验
名义长期增长率假设	2%	近似通货膨胀
债务成本	5.00%	计算
权益成本	10.20%	计算
WACC	9.89%	计算

资料来源：国元证券研究中心

表 12: 安井-现金流重要要素假设表

	显性预测期	半显性预测期	永续增长期
年数	2019-2023	2024-2033	
EBIT 增长率	根据各年盈利预测, 分别为 18.5%、22%、26%、18%、15%	从 14% 平稳下滑至 5%	
FCF 增长率	根据各年盈利预测, 分别为 135%、105%、77%、37%、20%	从 14% 平稳下滑至 5%	2%
资本开支	根据各年盈利预测, 分别为 4、3、2.5、2、2 亿	每年开支 1.5 亿	
营运资本增加	各年新增营运资本开支在 10~50 百万区间波动		
折旧与摊销	跟随规模相同程度增长	增长率从 10% 平稳下滑至 1%	

资料来源: 国元证券研究中心

表 13: 安井-按 WACC=9.89% 测算

计算权益价值	单位: 百万元
显性/半显性价值	7880.7
+ 终值价值	7260.3
= 企业核心价值	15141.0
- 负债	500.0
+ 现金	1200.0
= 权益评估价值	15841.0
每股权益价值	68.9

资料来源: 国元证券研究中心

表 14: 安井股票价值的敏感性分析

		永续增长率				
		1%	1.50%	2%	2.50%	3%
WACC	7.89%	88	92	96	102	108
	8.89%	75	78	81	84	88
	9.89%	66	67	69	72	74
	10.89%	58	59	61	62	64
	11.89%	52	53	54	55	56

资料来源: 国元证券研究中心

风险提示:

食品安全问题、产能投放不及预期、成本价格大幅波动、市场竞争加剧

***国元持仓披露:**

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	1870.17	2724.04	2762.08	3323.70	4044.31	
现金	519.75	792.43	710.01	845.93	1015.75	
应收账款	114.72	116.94	160.72	185.24	217.29	
其他应收款	3.30	3.57	4.92	5.58	6.62	
预付账款	25.64	25.34	34.38	38.52	47.33	
存货	803.87	1162.86	1297.06	1538.44	1892.32	
其他流动资产	402.90	622.90	555.00	710.00	865.00	
非流动资产	1380.79	1839.22	2188.97	2362.14	2442.95	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	1149.73	1383.60	1625.15	1791.96	1891.96	
无形资产	88.09	103.22	160.08	176.76	193.52	
其他非流动资产	142.97	352.40	403.74	393.42	357.47	
资产总计	3250.96	4563.26	4951.05	5685.84	6487.25	
流动负债	1494.92	2052.73	2148.89	2568.82	2968.53	
短期借款	170.00	434.18	349.82	509.18	510.96	
应付账款	751.51	778.92	1029.63	1168.05	1426.22	
其他流动负债	573.40	839.63	769.44	891.58	1031.36	
非流动负债	62.58	462.54	115.84	118.16	120.83	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	62.58	462.54	115.84	118.16	120.83	
负债合计	1557.50	2515.28	2264.73	2686.98	3089.36	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	216.04	216.04	229.98	229.98	229.98	
资本公积	595.13	595.13	1075.64	1075.64	1075.64	
留存收益	882.30	1091.63	1332.30	1628.72	2006.24	
归属母公司股东权益	1693.47	2047.98	2686.32	2998.86	3397.89	
负债和股东权益	3250.96	4563.26	4951.05	5685.84	6487.25	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	354.75	295.85	1037.46	535.79	695.65	
净利润	202.43	270.26	321.90	393.23	495.75	
折旧摊销	96.29	121.87	132.31	159.89	183.25	
财务费用	2.91	16.02	10.46	12.36	14.54	
投资损失	-6.85	-14.32	-10.00	-10.00	-10.00	
营运资金变动	58.77	-128.58	566.09	-12.78	-0.95	
其他经营现金流	1.19	30.61	16.71	-6.91	13.05	
投资活动现金流	-680.62	-700.05	-986.82	-466.28	-416.46	
资本支出	297.70	455.97	400.00	300.00	250.00	
长期投资	390.00	259.80	32.09	0.00	0.00	
其他投资现金流	7.08	15.72	-554.73	-166.28	-166.46	
筹资活动现金流	480.10	656.42	-133.06	66.41	-109.36	
短期借款	-1.99	264.18	-84.36	159.36	1.78	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	54.01	0.00	13.94	0.00	0.00	
资本公积增加	485.84	0.00	480.51	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-57.76	392.25	-543.16	-92.95	-111.14	
现金净增加额	154.23	252.12	-82.42	135.92	169.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	3484.01	4259.09	5071.49	6042.37	7255.39	
营业成本	2568.85	3129.92	3803.51	4496.22	5376.97	
营业税金及附加	33.27	35.59	43.47	52.84	63.89	
营业费用	490.31	572.10	623.79	737.17	892.41	
管理费用	95.68	118.95	126.79	181.27	203.15	
研发费用	56.09	68.38	75.90	84.30	93.50	
财务费用	2.91	16.02	10.46	12.36	14.54	
资产减值损失	2.84	6.66	6.00	7.00	8.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	
投资净收益	6.85	14.32	10.00	10.00	10.00	
营业利润	251.94	335.33	405.55	494.49	626.05	
营业外收入	11.89	15.19	12.00	14.00	16.00	
营业外支出	0.45	3.34	1.40	1.73	2.16	
利润总额	263.39	347.17	416.16	506.76	639.89	
所得税	60.96	76.92	94.26	113.53	144.14	
净利润	202.43	270.26	321.90	393.23	495.75	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	202.43	270.26	321.90	393.23	495.75	
EBITDA	351.15	473.21	548.32	666.73	823.84	
EPS (元)	0.94	1.25	1.40	1.71	2.16	

主要财务比率						
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
成长能力						
营业收入(%)	16.27	22.25	19.07	19.14	20.08	
营业利润(%)	20.51	33.10	20.94	21.93	26.61	
归属母公司净利润(%)	14.11	33.50	19.11	22.16	26.07	
获利能力						
毛利率(%)	26.27	26.51	25.00	25.59	25.89	
净利率(%)	5.81	6.35	6.35	6.51	6.83	
ROE(%)	11.95	13.20	11.98	13.11	14.59	
ROIC(%)	14.08	13.52	18.00	20.08	24.28	
偿债能力						
资产负债率(%)	47.91	55.12	45.74	47.26	47.62	
净负债比率(%)	10.91	17.26	15.45	18.95	16.54	
流动比率	1.25	1.33	1.29	1.29	1.36	
速动比率	0.71	0.76	0.68	0.69	0.72	
营运能力						
总资产周转率	1.22	1.09	1.07	1.14	1.19	
应收账款周转率	29.73	34.28	34.03	32.55	33.58	
应付账款周转率	3.87	4.09	4.21	4.09	4.15	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.18	1.40	1.71	2.16	
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.29	4.51	2.33	3.02	
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.90	11.68	13.04	14.77	
估值比率						
P/E	65.87	49.34	41.42	33.91	26.90	
P/B	7.87	6.51	4.96	4.45	3.92	
EV/EBITDA	37.64	27.93	24.10	19.82	16.04	

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188