

公司研究/深度研究

2019年12月17日

食品饮料/食品制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 61.78
合理价格区间(元): 75.44~77.28

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

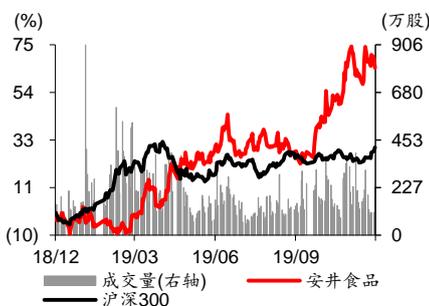
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1《安井食品(603345 SH,买入): Q3 符合预期, 速冻龙头利润增长强劲》2019.10
- 2《安井食品(603345 SH,买入): 受益速冻食品餐饮渠道增长加速》2019.10
- 3《安井食品(603345,买入): 顶住事件和成本压力, 符合预期》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

餐饮优质赛道, 壁垒已成, 高质成长

安井食品(603345)

餐饮优质赛道里壁垒已成, 高质成长中兼具弹性

18年速冻食品行业规模千亿,且预计19-23年餐饮渠道有望维系15%复合增速。但市场对参与企业在餐饮渠道的品牌力/议价能力存在担忧。我们认为更应注重速冻食品在餐饮供应链中扮演的重要角色及增长潜力,安井作为速冻食品龙头,享受行业高增长红利,我们从渠道优势(餐饮流通为主/深度绑定经销商)、产品力(大单品战略/多元结构)、产能扩张(销地产模式,19-21年产能CAGR=21%)、机制架构多维度解析其核心竞争力,看好其业绩增长持续性,且后周期提价开启,兼具业绩弹性。我们预计19~21 EPS 1.46/1.84/2.56元,目标价75.44~77.28元,维持“买入”评级。

看好速冻食品餐饮渠道需求增加,成本上升周期市占率有望提升

我们认为面向B端餐饮渠道的速冻火锅料制品(18年市场规模460亿,13-18年复合增速12%)、预制菜肴有望维系高增长,速冻面米行业本身处于成熟阶段,但餐饮渠道2019-2023年有望维系15%的复合增速,增速依然较快。且速冻食品行业集中度仍具备较大提升空间:18年我国速冻鱼糜制品市场CR5=23%,速冻肉制品CR5=32%。成本上升周期,小企业加速淘汰,龙头企业具备规模化采购优势(保障公司单位采购成本低于行业均值)、更稳健的现金流,在成本上升周期有望提升市占率。

核心竞争力: 渠道壁垒+产品力+产能扩张+机制架构

渠道优势:坚持“餐饮流通为主、商超电商为辅”的渠道策略,19H1末公司经销商662家,对其实行贴身服务+精细化管理,共同成长/共享收益。产品力:多元结构满足餐饮渠道多样化需求;“大单品”战略(目前上亿单品超10个,提高集约化程度,形成规模效应);拥有打造爆款产品的能力和满足多样化产品研发需求的能力,实行“高质中高价”策略。产能扩张:良好现金流支撑资本开支,预计19-21年公司产能复合增速有望达21%。机制架构:职业经理人制度,19年11月完成上市后首次股权激励,业绩考核19-21年营收增速不低于18%/14%/10%。

看好安井食品业绩增长的持续性,维持“买入”评级

我们预计19~21 EPS为1.46/1.84/2.56,参考可比公司19年平均28倍PE。认可其享有一定的估值溢价,主要系:1)看好安井在餐饮供应链中的发展潜力;2)“销地产”的经营策略使其能够节约较为昂贵的冷链运输费用,成本更具竞争力;3)后周期提价开启,顺价能力强,利于后周期利润率提升;4)猪价上升周期采购成本增加,小型企业有望加速淘汰,利于安井市占率提升;5)看好产品力(品类优势)+成本优势+渠道拓展带动收入规模扩大的同时还具有盈利能力提升潜力。我们给予公司20年41~42倍PE目标价75.44~77.28元,维持“买入”评级。

风险提示:上游原材料价格大幅波动但终端产品价格不能顺利传导的风险;市场竞争加剧的风险;食品安全问题。

公司基本资料

总股本(百万股)	230.07
流通A股(百万股)	136.88
52周内股价区间(元)	34.25-65.40
总市值(百万元)	14,214
总资产(百万元)	4,903
每股净资产(元)	11.25

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,484	4,259	5,011	6,050	7,122
+/-%	16.27	22.25	17.64	20.74	17.72
归属母公司净利润(百万元)	202.43	270.26	334.92	422.93	588.40
+/-%	14.11	33.50	23.93	26.28	39.12
EPS(元,最新摊薄)	0.88	1.17	1.46	1.84	2.56
PE(倍)	70.21	52.59	42.44	33.61	24.16

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

安井核心竞争力：产品力、产能扩张、管理、渠道	4
产品：多元结构，“大单品”战略，高性价比	4
产能：稳步扩张，市场由沿海向内陆扩容	7
架构：民企制度灵活，核心管理层持股，职业经理人做专业的事	9
渠道：餐饮流通为主、商超电商为辅，深度绑定经销商	10
铸就营收增速 2 倍于行业，利润率和 ROE 远高于同行	13
当前时点：提价开启，猪价后周期弹性凸显	15
盈利预测与估值	18
盈利预测	18
估值	21
PE/PB - Bands	21
风险提示	21

图表目录

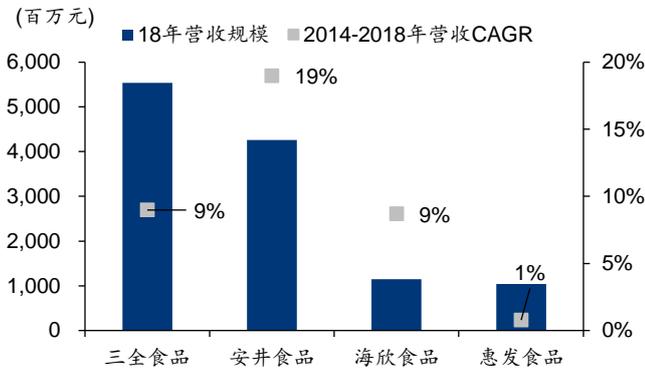
图表 1：安井 2014-2018 年营收 CAGR 远高于同业	4
图表 2：安井 2014-2018 年营收 CAGR 远高于同业	4
图表 3：安井主营产结构概览	4
图表 4：2018 年安井新品与战略大单品	5
图表 5：安井产品坚持高质中高价策略	5
图表 6：安井食品的每年陆续推出新品	6
图表 7：2013-2015 年安井食品火锅料新品销售收入及贡献	6
图表 8：2013-2015 年新品霞迷饺销售收入及贡献	6
图表 9：安井内部研发中心体系	6
图表 10：2013-2018 安井食品产能利用情况	7
图表 11：2013-2018 年安井食品产销量情况	7
图表 12：安井生产产能及预计投放情况（万吨/年）	7
图表 13：安井分地区营业收入占比	8
图表 14：安井分地区毛利率情况	8
图表 15：不同地区的市场及消费者形态	8
图表 16：安井食品股本结构图（2019 年 9 月 18 日）	9
图表 17：安井 2018 年高管持股及薪酬情况	9
图表 18：2019 年股权激励计划	9
图表 19：2013-2018 安井与可比公司销售费用率对比	10
图表 20：2013-2018 安井与可比公司销售净利率对比	10
图表 21：安井食品销售模式与渠道	10
图表 22：2013-2018 安井食品分渠道销售收入占比	11
图表 23：2013-2018 安井食品经销商数量（家）	11

图表 24: 安井食品经销商绝对数量有所下降	11
图表 25: 单个经销商体量明显上升, 扶持经销商做大做强成效明显	11
图表 26: 安井食品的经销商模式	12
图表 27: 安井食品不同省市市场属性及渠道特点情况	12
图表 28: 2013-2016H1 年与安井合作 4 年以上经销商数量	12
图表 29: 2018 年安井食品各地区经销商收入占比 (%)	12
图表 30: 2014-2018 年安井食品吨收入 (万元/吨)	13
图表 31: 2014-2018 年安井食品毛利率 (%)	13
图表 32: 安井食品鱼糜采购价与湖北鲢鱼价格对比	13
图表 33: 安井食品猪肉采购价与市场价格对比	13
图表 34: 2018 年安井食品吨销售费用 (万元/吨)	14
图表 35: 2018 年安井食品吨收入-吨成本-吨销售费用 (万元/吨)	14
图表 36: 2014-2019 前三季度安井食品应收账款及票据占营收比 (%)	14
图表 37: 2014-2019 前三季度安井食品预收账款占应收比 (%)	14
图表 38: 2014-2018 年安井食品净利率 (%)	14
图表 39: 2014-2018 年安井食品 ROE (%)	14
图表 40: 安井原材料成本占比 (%)	15
图表 41: 安井与海欣速冻鱼糜制品吨原材料成本	15
图表 42: 2015-2018 年安井成本结构	15
图表 43: 安井主要原材料采购结构	15
图表 44: 2019 年原材料结构的敏感性分析	16
图表 45: 2020 年原材料结构的敏感性分析	16
图表 46: 2019 年肉制品涨价幅度的敏感性分析	17
图表 47: 2020 年肉制品涨价幅度的敏感性分析	17
图表 48: 安井食品营收预测表	19
图表 49: 安井食品成本毛利润预测表	20
图表 50: 安井食品费用率预测明细	20
图表 51: 可比公司估值表	21
图表 52: 安井食品历史 PE-Bands	21
图表 53: 安井食品历史 PB-Bands	21

安井核心竞争力：产品力、产能扩张、管理、渠道

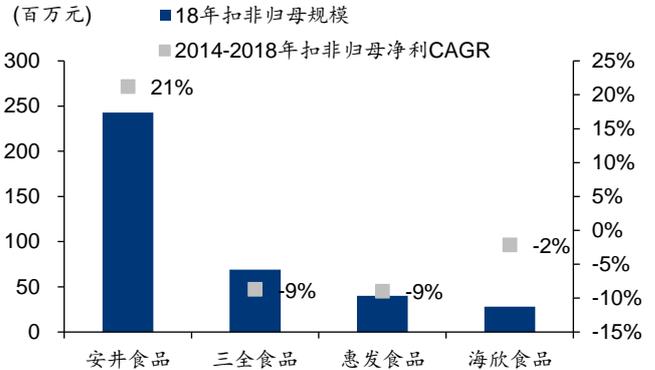
速冻火锅料制品龙头，坚持中高端定位，业绩稳健增长，业绩增速领跑速冻食品行业。公司2018年产量超43万吨、营业收入42.6亿元，同比增长22%，归母净利2.7亿，同比增长33.5%。横向对比，公司2014-2018年营收增速（19%）远高于可比上市公司（三全9%、海欣9%、惠发1%）。

图表1：安井2014-2018年营收CAGR远高于同业



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：安井2014-2018年营收CAGR远高于同业

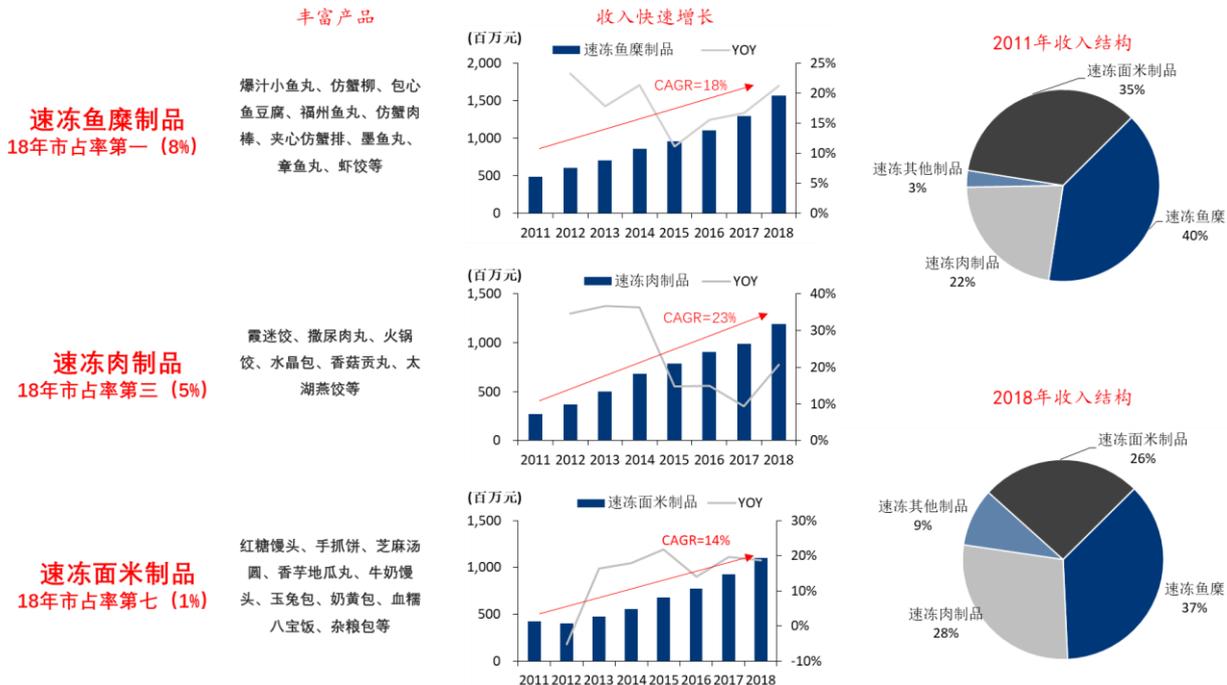


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产品：多元结构，“大单品”战略，高性价比

安井食品的产品结构以速冻火锅料制品为主、速冻面米制品为辅。速冻火锅料制品（速冻鱼糜、冬肉制品）占比最大，且维持快速增长；速冻菜肴开始发力。根据欧睿咨询数据，安井2018年速冻鱼糜制品市占率为8%，为行业第一，2012-2018年营收复合增速18%；安井2018年速冻肉制品市占率为5%，为行业第三，2012-2018年营收复合增速23%；安井2018年速冻面米制品市占率为1%，为行业第七，2012-2018年营收复合增速14%；速冻菜肴制品2018年营收3.95亿元，同比+46%，其中包括小龙虾及“冻品先生”速冻菜肴等，推出的新品受市场接受度高。

图表3：安井主营产品结构概览



资料来源：公司公告、欧瑞咨询、华泰证券研究所

从产品结构的发展历程看：1) 初期：产品结构单一，产品缺乏竞争力，受认可度较低。安井食品成立于 2001 年，前身是华顺民生。公司成立初期销售产品为花枝丸，蟹肉棒等有限的品类，生产工艺简单，产品仅在厦门、无锡周边地区销售。2) 发展变革：增加设备投入，扩产能。2003 年后，公司开始增资筹建工厂，并逐步开始在各地设立生产基地。2002-2004 年，公司为确保品质的持续提升以及开发更丰富的产品，公司不断加强设备的投入，2004 年和 2005 年，逐步建成华南地区和华东最大速冻食品生产基地。3) 高速发展阶段：加大研发力度，实行大单品战略，提高产品竞争力。研发方面，公司按照“研发一代、生产一代、储备一代”思路来进行产品研发，每年可推出一系列较为成功的新产品。

产品力：1) 品类优势，安井拥有共计 300 多个产品品类，能更好地满足客户对口味、口感多样性的要求、满足不同地区的饮食偏好的差异、不同产品类别的有机组合能最大化满足不同销售渠道的要求。2) 安井实施“大单品”战略，利用有限的资源有选择性的推广具备潜力的单品，提高集约化程度，形成规模效应。公司秉承“单品突破、单品夺冠、单品称霸”的营销策略，集中培育全渠道通用、全区域适销的战略单品，新品推广上，公司坚持每年集中全部资源聚焦培养 1-2 个“战略大单品”，成功培养出撒尿肉丸、霞迷饺、千夜豆腐等全国性战略大单品和爆汁小鱼丸、手抓饼、紫薯包等区域性战略大单品，使市场资源投入更精准有效，也能够带动其他单品快速增长。

图表4：2018 年安井新品与战略大单品

新品 & 战略大单品	速冻火锅料制品	速冻米面类产品
新品	冻品先生：天妇罗鱼虾、鲑鱼头； 丸之尊系列：撒尿牛肉丸、鱼籽包、亲亲肠等脆骨波波肠、大蛋饺、狮子头	蒸饺、油条
战略大单品	蛋饺、撒尿牛丸	手抓饼

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

坚持“高质中高价”策略，性价比优势明显。公司在包装产品质量佳、用料足的前提下，有意控制出厂价在合理水平，让利于经销商，打造高性价比产品。公司米面制品类别下的手抓饼自 17 年研发完成推向市场后，受益于高性价比的优势，该产品迅速获得了下游客户和终端消费者的认可，销售额位居手抓饼领域前列。淘宝数据显示，安井手抓饼“双 11”单价约为 1.28 元/片，低于粮全其美的 1.34 元/片，高于古邵坊的 0.80 元/片。在当前餐饮渠道的品牌力弱化的背景下，公司凭借着产品类别优势、性价比优势及经销商支持的优势，更能迎合餐饮流通渠道的市场需求。

图表5：安井产品坚持高质中高价策略

		数量 (片)	价格 (元)	单价 (元/片)
安井		25	32	1.28
粮全其美		20	26.8	1.34
古邵坊		25	19.9	0.80

资料来源：淘宝，华泰证券研究所

新品推出节奏较快，带动营收连年上涨。得益于公司完善的研发体系以及先进的研发理念，公司每年推出 3-5 款优秀新品。2016 年公司新增仿龙虾排和紫薯糯米球；2017 年新增小龙虾调味水产品；2018 年新增蛋饺、天妇罗鱼、天妇罗虾、香脆藕盒、香炸藕条、鲑鱼头等速冻菜肴制品。新品对公司营业收入增长贡献占比较大。根据公司招股说明书数据显

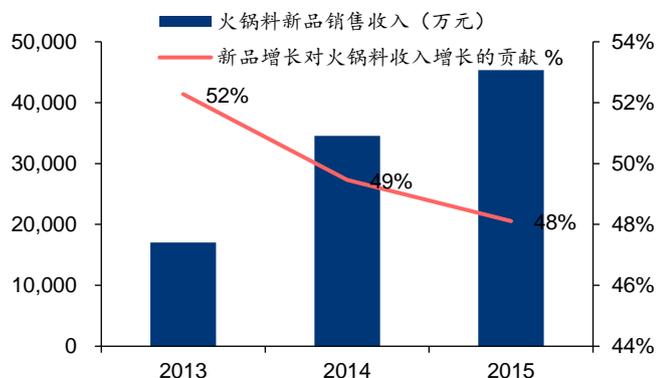
示,2013-2015年火锅料新品销售收入对火锅料收入增长的贡献分别为52%、49%和48%;以霞迷饺该单品为例,2013-2015年该产品从销售额5799万元的新品增长为2.14亿元的大单品,对速冻肉制品收入增长的贡献分别达到43%、74%和20%。

图表6: 安井食品的每年陆续推出新品

年份	新品
2012	红糖馒头、紫薯包、烧烤香系列、烧鱼板、太湖燕饺、手抓饼
2013	霞迷饺
2014	迷你系列
2015	火龙鱼果、Q鱼板、鱼卷系列、老面馒头系列、三片两肠组合、鱼豆干
2016	仿龙虾排、紫薯糯米球
2017	小龙虾调味水产品
2018	蛋饺、天妇罗鱼、天妇罗虾、香脆藕盒、香炸藕条、鲢鱼头等

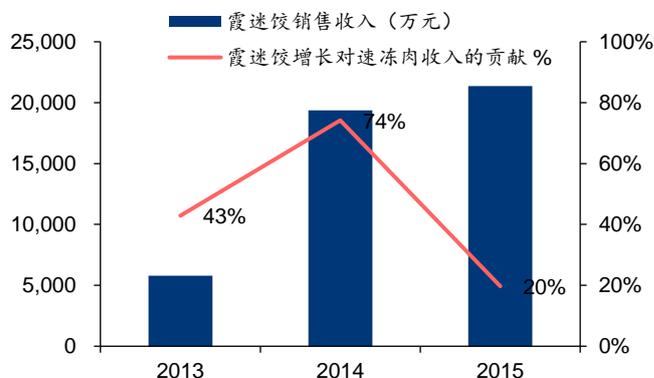
资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表7: 2013-2015年安井食品火锅料新品销售收入及贡献



资料来源:招股说明书,华泰证券研究所

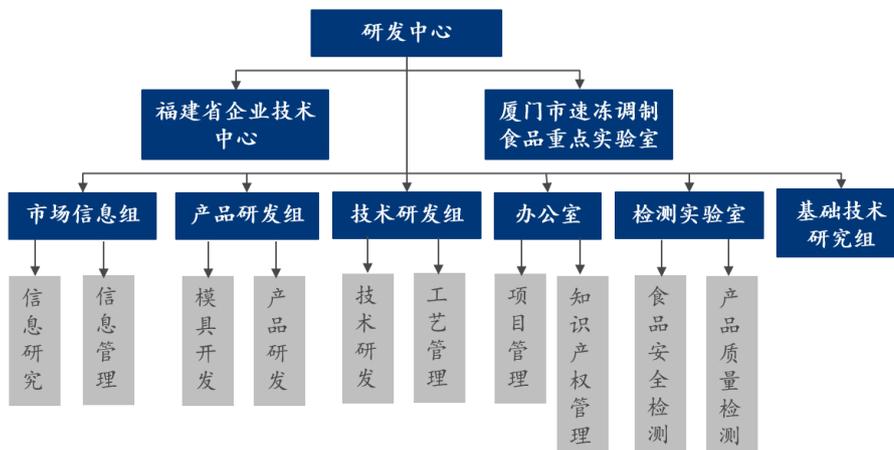
图表8: 2013-2015年新品霞迷饺销售收入及贡献



资料来源:招股说明书,华泰证券研究所

产品研发体系: 产学研合作完善研发体系,拥有打造爆款产品的能力和满足多样化产品研发需求的能力。公司拥有国家级企业技术中心、农业农村部冷冻调理水产品加工重点实验室和国家冷冻调理水产品加工分中心等公司内部研发中心,研发创新贯彻研发一代、生产一代、储备一代的策略,为公司产品的品质优化、口味及品类创新和密切把握消费者偏好的改变提供了强大的技术支持。

图表9: 安井内部研发中心体系



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

产能：稳步扩张，市场由沿海向内陆扩容

从产能角度看安井的发展路径：产能一直是限制安井发展的主要瓶颈之一，公司的供给能力的增加未能充分满足下游市场需求的强劲增长。截至 2018 年底，公司下辖共计 7 大生产基地 9 个工厂，安井食品实现产量 43.19 万吨，同比增长 22.83%，近 5 年增长率基本超过 20%。在产量增幅稳定的情况下，公司更着眼于改善以往旺季销售断货严重的局面，进一步加大机器设备投入力度以满足旺季生产需求，相应使淡季生产强度降低，使全年产能利用率从 2013 年的 141.07% 下降至 2018 年的 116%。

图表10： 2013-2018 安井食品产能利用情况



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表11： 2013-2018 年安井食品产销量情况



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

生产基地立足华东，布局全国，产能稳步释放，预计 19-21 年公司产能复合增速有望达 21%。速冻食品行业由于生产基地投入所需资本开支较大，相对重资产，产能扩张受到较大资本限制，安井上市之后凭借高效的资金管理效率(应收账款管控)和出色的融资能力，完成了从华东→东北→西南→华中→华北的全国化生产基地产能布局。根据公司产能规划和我们测算，预计 19-21 年公司产能复合增速有望达 21%，将有效保障公司的生产销售需求。

图表12： 安井生产产能及预计投放情况 (万吨/年)

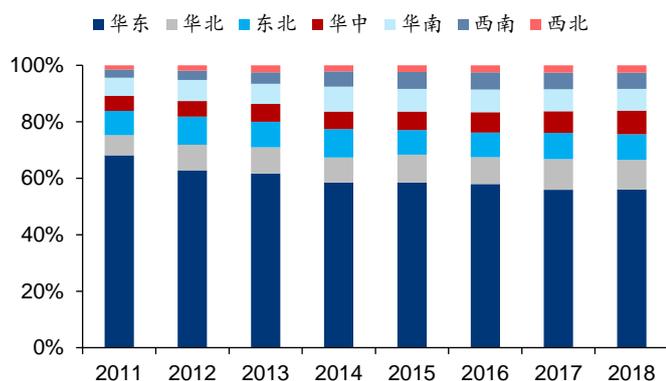
		设计产能	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
辽宁	一期	5	3	5	7	7	7
	二期	2					
	二期 (可转债)	2				投产	2
无锡	一期	6	6	6	6	6	6
	二期						
	三期	4.5	3.6	4.5	4.5	4.5	4.5
	新厂	7			投产	2	7
泰州	一期	8	8	8	8	8	8
	二期	8		2	4.8	6.4	8
厦门	一厂	7	7	7	7	7	7
	二厂	5	5	5	5	5	5
	面点	1		投产	1	1	1
四川	一期	7.5		投产	2	4.5	6
	二期	7.5					投产
湖北	华中安井	15				投产	3
河南	华北安井	10				投产	2
产能合计			32.8	37.1	45.3	51.4	66.5
YOY				13%	22%	13%	29%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

全国性布局全面推进，市场由沿海向内陆扩容。从业务区域分布的角度看，公司主要市场集中在华东地区，2018年收入占比为56%；其次为华北、东北和华南，分别占比为10.5%、9.0%和8.4%。2012-2018年7年复合增速中西南地区增速最快，为32%；西北和华中次之，分别为30%和28%；华东地区市场成熟，增速较慢为16%。

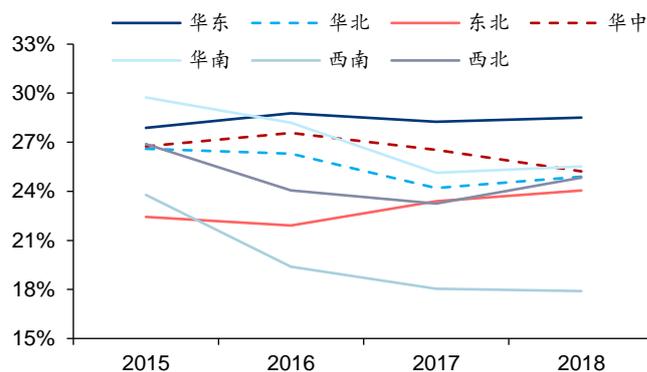
公司实施“销地产”建厂策略，在全国主要销售重要区域就地设厂与生产基地，并逐步扩大销售半径。安井率先推出“销地产”建厂策略，突破行业的普遍的发展规律（一般企业是在沿海地带做深海鱼糜，再卖到全国），安井则直接在内陆建厂，利用淡水鱼的较低价格竞争，且借助冷链物流发展的东风，达到迅速产能扩张和销售半径的扩张。此外，一般超过600公里运输半径运输费用将大幅提升，“销地产”建厂策略能有效节省运费费用，扩大覆盖区域，提升市场快速响应需求的速度，利于整体效益提升。

图表13：安井分地区营业收入占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14：安井分地区毛利率情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

华东地区是安井食品的根据地，市场成熟度较高，市场规模处于稳定增长阶段。华东、华北、西南和东北等市场，经过多年培育已逐步进入高速成长期，且多为人口大省，市场潜力得以快速释放。西北地区尚处于培育期，公司重点在引导消费习惯，抢占市场。近年来受益于公司辽宁及四川工厂产能释放，北部及中部扩张显著。各区域市场成熟度的提高和市场的扩大都有效促进了公司销售规模的增长。

图表15：不同地区的市场及消费者形态

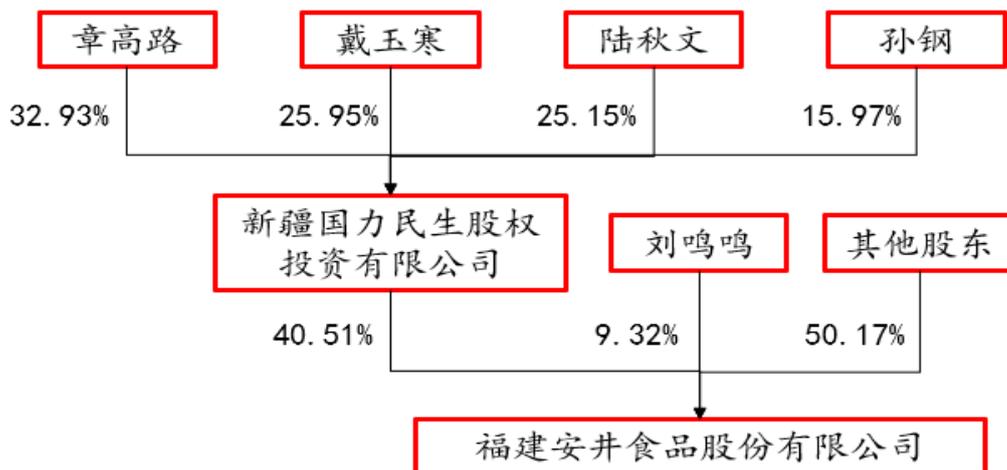
区域	市场成熟状态	消费者特性
福建、粤东地区	市场相对成熟、基本形成单品项品牌寡头垄断，主销中高端产品，产品细分较明显	对产品辨别度高、消费意识成熟、品牌忠诚度高
华东地区	市场相对成熟，中高档产品总销量在上升，低价产品销量上升滞缓	对品质辨别度有较强感觉，品牌概念选择性较强
华南区	市场相对成熟，两极分化明显，超市以中高价位为主，农贸批发以低价位产品为主	家庭消费相对成熟，品牌感强，主要以超市消费为主
华北区	市场正在经历高、中、低端产品及厂家的混战期，整体容量在上升，低价位产品量高于中高端产品量	消费意识由低价产品逐渐向中高价位转移，品牌概念选择性逐步增强
华中、西南、西北、东北区	因生活环境不同，目前市场总体容量相对不大，速冻鱼糜家庭消费尚处于萌芽期	主要以价格来选择产品，品牌忠诚度相对较低

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

架构：民企制度灵活，核心管理层持股，职业经理人做专业的事

2013 年完成股份制改革，引进外部投资者。目前公司股权结构清晰，并且主要管理层持有公司股权。控股股东国力民生持有公司 40.51% 股权，公司实际控制人章高路持有国力民生 32.93% 股权。包括张清苗、黄清松和黄建联在内的管理层均持有公司股权，管理层持股可以充分调动其积极性，提高公司经营效率。

图表16：安井食品股本结构图（2019 年 9 月 18 日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

核心竞争力为管理团队，2019 年 11 月完成上市后首次股权激励，职业经理人利益一致，积极进取。中国火锅料企业基本是以家族经营为主，安井早在 90 年代末就开启了职业经理人时代，目前是职业经理人团队全面操盘的企业。公司核心高管董事长刘鸣鸣、总经理张清苗、副总经理黄建联和黄清松均为职业经理人，且均有上市公司持股，公司核心管理层将公司发展当作自身最大事业，利益高度一致，而且团队经验丰富、人员稳定，进取精神强。2019 年 11 月公司完成了上市以来首份股权激励方案，进一步提升公司高管和核心骨干积极性，绑定利于一致，业绩考核为 19-21 年营收增速分别不低于 18%/14%/10%。

图表17：安井 2018 年高管持股及薪酬情况

姓名	职务	薪酬(万元)	2018 年末持股数(万股)	2018 年末持股比例
刘鸣鸣	董事长	203	2,391	11.07%
张清苗	董事,总经理	196	1,015	4.70%
黄清松	副总经理	125	568	2.63%
黄建联	副总经理	141	556	2.57%
唐奕	财务总监	73	0	
梁晨	董事会秘书	55	0	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表18：2019 年股权激励计划

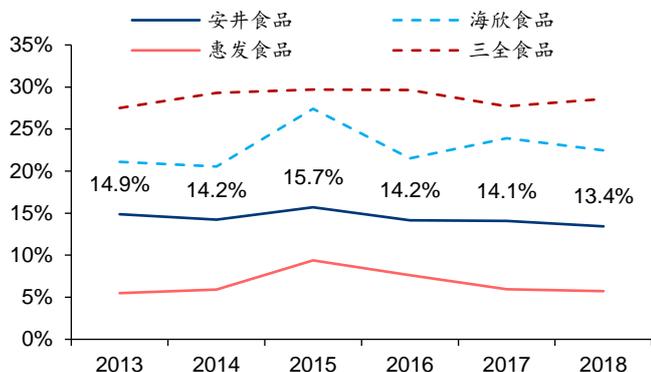
激励方案	拟授予的限制性股票数量为 663 万股，占总股本 2.9%，首次授予价格为 26.97 元/股。
激励对象	包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、生产骨干、技术骨干及营销骨干等共计 231 人
业绩考核	营收 19 年不低于 50.3 亿，19-20 年累计不低于 107.8 亿；19-21 年三年累计不低于 170.8 亿，即 19-21 年营收增速分别不低于 18%/14%/10%。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

渠道：餐饮流通为主、商超电商为辅，深度绑定经销商

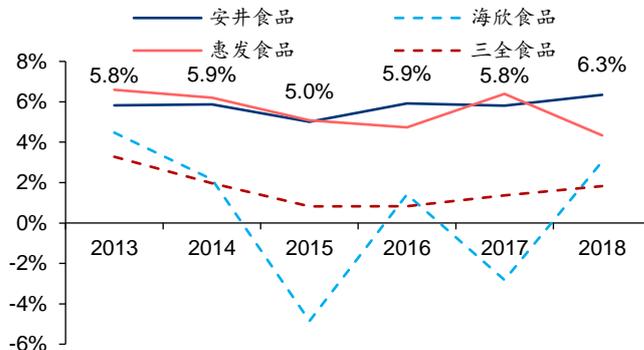
公司坚持“餐饮流通为主、商超电商为辅”的渠道策略，经销商渠道为低费用率模式，配合“销地产”策略，使得公司净利率水平高于同业可比公司。公司以经销商渠道的销售模式为主，配合“销地产”战略的实施，使公司的规模优势不断强化，降低管理成本及配送成本，销售费用率逐年下降，销售净利润水平稳步提升。2018年安井食品销售净利率为6.35%，高于同行业竞争公司。

图表19：2013-2018 安井与可比公司销售费用率对比



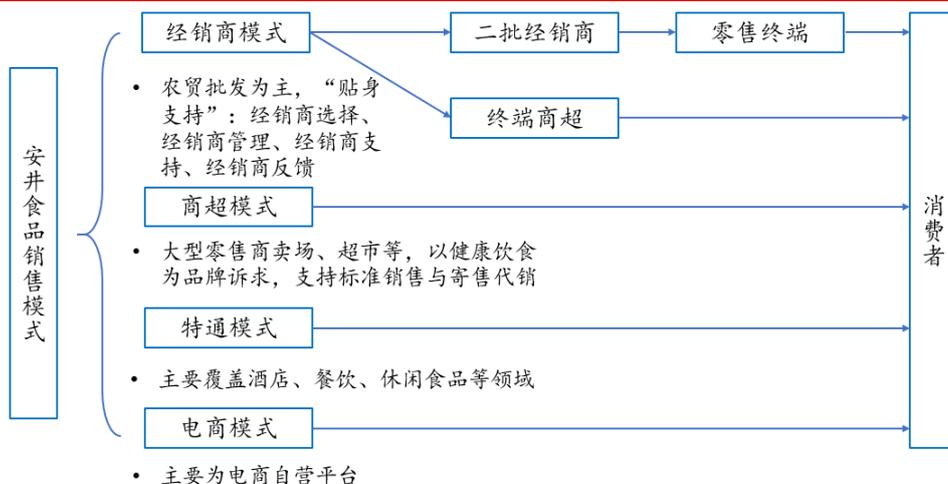
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表20：2013-2018 安井与可比公司销售净利率对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表21：安井食品销售模式与渠道



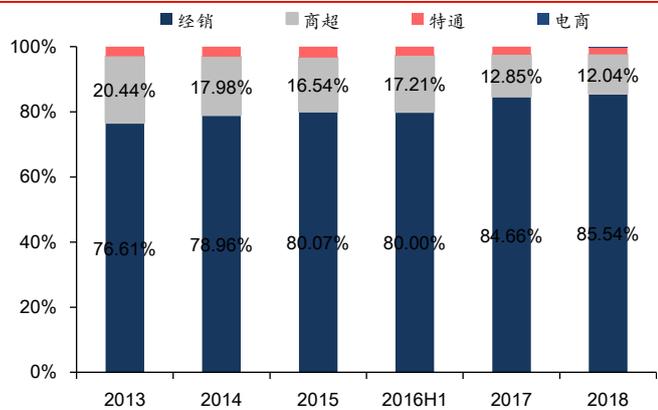
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2013年经销商渠道营收占比77%，2018年占比达86%。安井不断优化经销商网络，经销商渠道已成为安井发展的强大助力。从2015年起，经销商渠道贡献营收超过80%，至2018年达到85.54%。2018年公司经销商数量618家，当年新增94家，减少127家，新增的经销商18年销售收入9155万元，减少的经销商17年销售收入8815万元、18年销售收入3173万元。经销商数量变动较大的是西南地区，同比增长32.5%，主要系公司在四川建厂并于2018年年底试生产，西南地区经销渠道进一步下沉所致。

特通渠道：着力于餐饮赛道，销售增长。特通渠道模式的目标客户主要覆盖酒店、餐饮等领域。在火锅餐饮行业需求的拉动下，占据总体火锅料1/3的速冻火锅料制品市场快速发展。随着公司产品在全国各大城市的加速拓展，安井产品受到终端消费者的认可，也带动了餐饮等特通渠道客户对公司产品的青睐。目前，公司与包括呷哺呷哺、海底捞等在内的国内多家餐饮客户建立了合作关系。

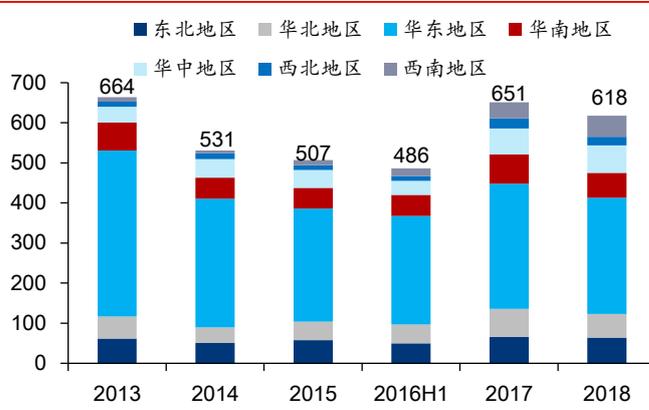
电商渠道：依靠电商平台，扩展销售渠道。2018年，公司开始扩展电商渠道，主要两种模式。一是京东自营、天猫超市、每日优鲜等电商自营平台；二是京东旗舰店、天猫旗舰店等公司直营的电商平台有。2018年电商渠道实现729万元营业收入，毛利率为41.4%，毛利率水平高于经销商和特通渠道，略低于商超渠道。

图表22：2013-2018 安井食品分渠道销售收入占比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

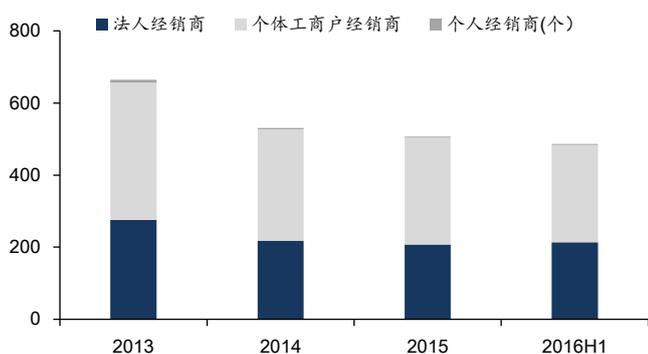
图表23：2013-2018 安井食品经销商数量（家）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

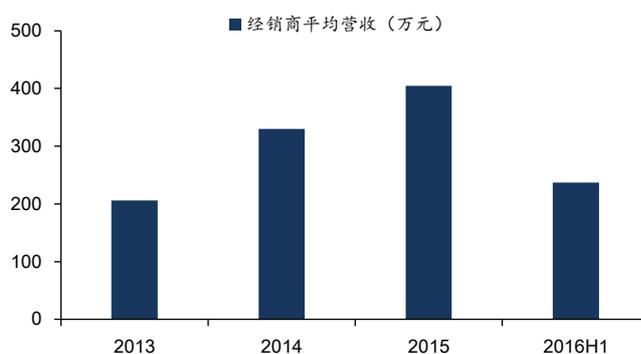
我们认为在行业集中度尚低的背景下，培育中大型经销商一方面有助于品牌在区域市场影响力的建立和稳固，另一方面有利于降低公司在跨区域扩张过程中的管理成本。1) 根据公司招股说明书，总经销商数量从2013年的664家下降至2016H1的486家。经销商下降主要由两个因素驱动，首先是部分经销商规模增大后转变为更为规范的法人或个体工商户经销商，其次是部分小型经销商转为二级经销商，不再由公司直接供货。2) 单个经销商的体量则出现明显的上升，根据公司招股说明书，安井单个经销商的平均营收从2013年的206万元上升至2015年的405万元，增幅达到97%。

图表24：安井食品经销商绝对数量有所下降



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表25：单个经销商体量明显上升，扶持经销商做大做强成效明显



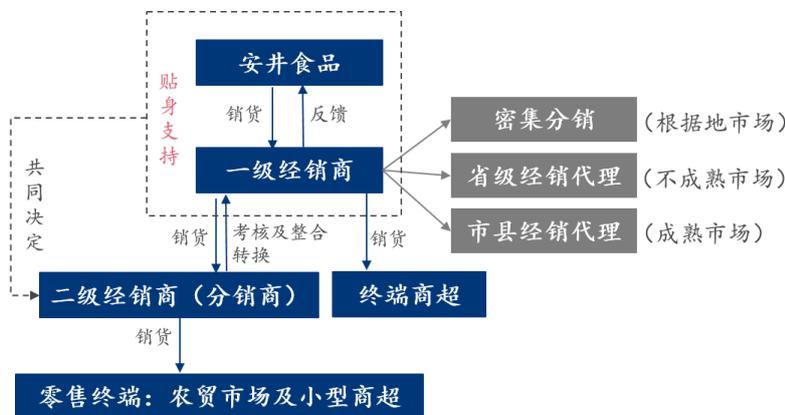
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

针对细分市场的差异，对经销商管理模式存在差异，优势市场采取密集分销模式，并通过规格区隔、渠道区隔等方式来加以保护经销商，并定期整合淘汰；对东北地区较为成熟区域的重点市场，采取渠道下沉管理策略，以市县为单位设立经销商，实现对市场的精耕及培养，使市场格局更加合理，这些地区经销商数量次多；对西北地区等不成熟、边缘市场则采取“整合二批、培养大户”的思路，重点扶持少数经销商做大做强为省级代理，力求迅速树立区域乃至全国的标杆客户，继而对弱势市场的迅速发展起到带头作用。

分级分销体系保证销售因地制宜。公司采用分级分销体系与一级经销商展开直接合作，在决定二级经销商时采取合作的方式，但不与二级经销商直接签订合同以保障一级经销商的忠诚度及积极性。为了更好地适应不同省市、地区的竞争情况和营销网络的铺设，公司将

市场主要分为根据地市场、成熟市场和不成熟市场。在成熟市场，公司经销商较密集，下沉至市县级，通过定期考核以保障经销商利润和积极性。在不成熟市场，公司主要采用省市级经销商，总揽渠道，利于更好地把握产品的终端价以便于开展价格战抢占市场份额。

图表26：安井食品的经销商模式



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

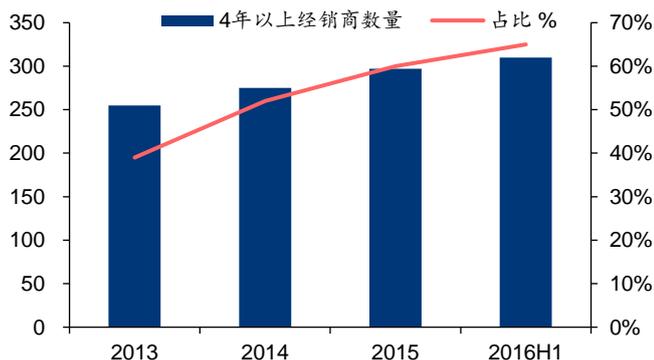
图表27：安井食品不同省市市场属性及渠道特点情况

地区	主要省份	市场属性	渠道特点	16H1 经销商数量
华东	江苏、福建、浙江、安徽	根据地市场	密集分销	248
	山东、上海	成熟市场	市级代理	13
	江西	不成熟市场	市级代理	10
华北	北京、天津、河北、山西	成熟市场	市县代理	38
	内蒙古	不成熟市场	市级代理	8
西南	四川、重庆、贵州、云南	不成熟市场	省级代理	19
华中	湖北、湖南、河南	成熟市场	市级代理	35
东北	辽宁、吉林、黑龙江	成熟市场	市级代理	50
华南	广东、海南	成熟市场	市级代理	52
西北	新疆、山西、甘肃	不成熟市场	省市代理	12

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

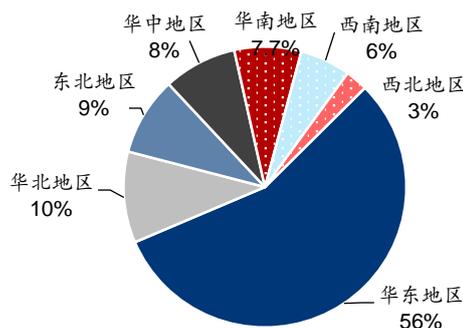
贴身服务+精细化管理，公司与经销商相互支持、共同成长、共享收益；同时形成全国营销网络，竞争壁垒已成型。公司的贴身服务主要体现在打通销售渠道的支持、增加渠道粘度的支持、提升品牌拉动销售的支持、丰富营销活动促进销售的支持，充足的支持使得经销商粘性较大，2016H1 时，与安井合作四年以上经销商占比 60%左右。精细化管理方面，公司将终端按照二批、麻辣烫、烧烤、关东煮、菜场等分类，协助经销商开拓维系客户。

图表28：2013-2016H1 年与安井合作 4 年以上经销商数量



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表29：2018 年安井食品各地区经销商收入占比 (%)

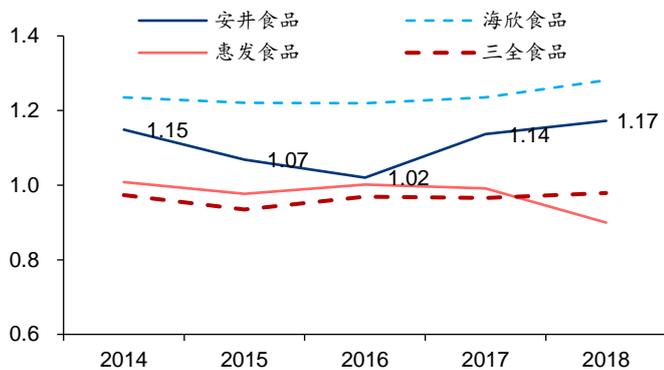


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

铸就营收增速2倍于行业，利润率和ROE远高于同行

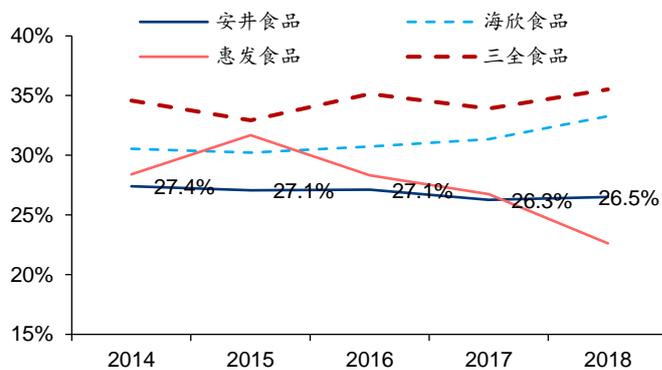
奉行“高质中高价”的价格策略，让利经销商。2018年公司产品吨收入为1.17万元/吨，与火锅料制品业内上市公司海欣、惠发以及速冻面米为主的三全相比，安井的出厂价适中，对下游客户具有吸引力。同时，公司奉行“高质中高价”的价格策略，在包装产品质量佳、用料足的前提下，有意根据成本波动控制自身毛利率在合理水平，对下游渠道客户的产品定价适中，让利于经销商，抢占更多市场份额。

图表30：2014-2018年安井食品吨收入（万元/吨）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

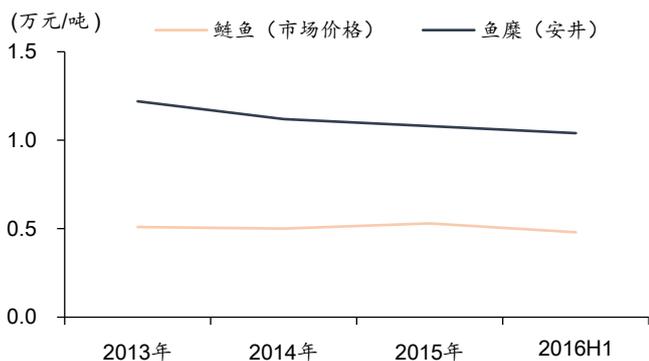
图表31：2014-2018年安井食品毛利率（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

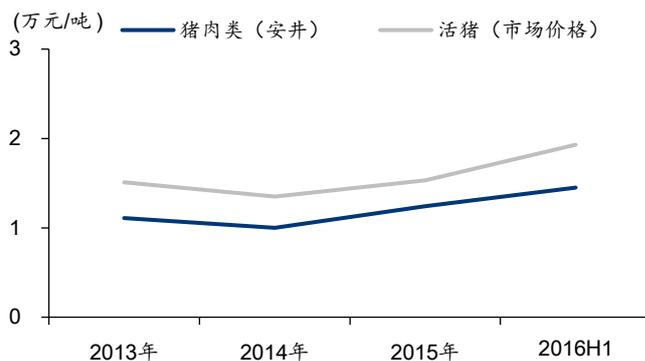
公司在原材料采购、供应链管理上具备优势。吨成本方面，公司与海欣相近，略高于惠发和三全，根据调研，公司是国内鱼浆使用量最大的企业，2018年采购量占国内淡水鱼浆产量约50%，占海水鱼浆约20%以上，规模化采购优势保障公司采购成本低于行业均值。但将销售费用考虑在内后，公司的吨成本+吨销售费用则显著低于海欣。我们测算，将吨收入-吨成本-吨销售费用后，安井食品2018年为0.15万元/吨，显著高于海欣、惠发和三全，反映出安井的成本管控、供应连管理优势所带来的成本费用节省。

图表32：安井食品鱼糜采购价与湖北鲢鱼价格对比



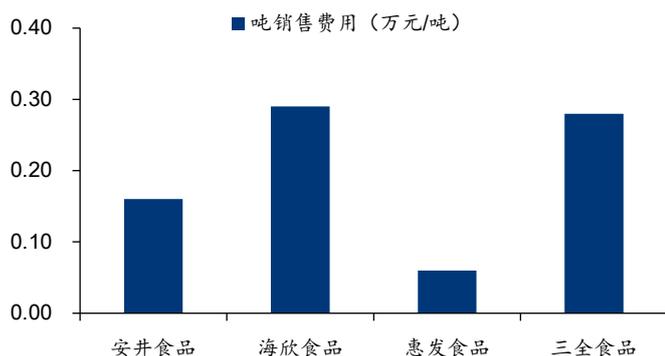
资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表33：安井食品猪肉采购价与市场价格对比



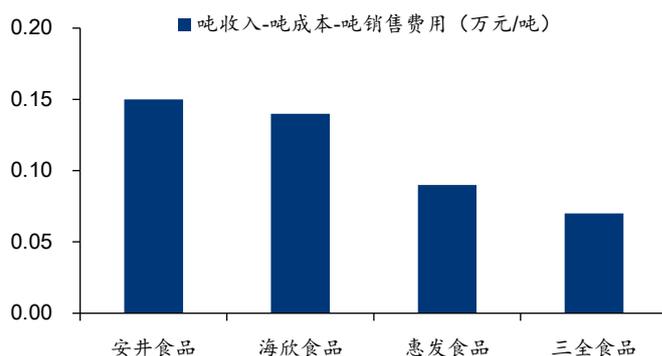
资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表34: 2018年安井食品吨销售费用(万元/吨)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

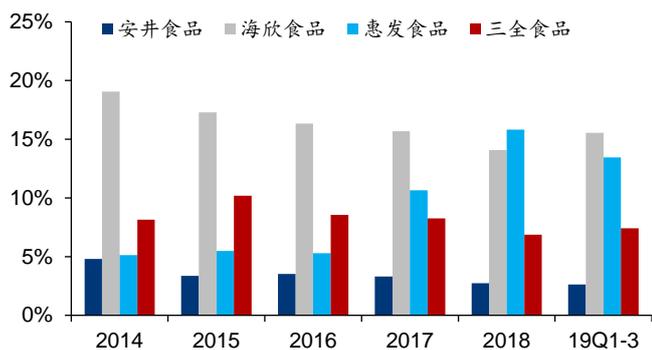
图表35: 2018年安井食品吨收入-吨成本-吨销售费用(万元/吨)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

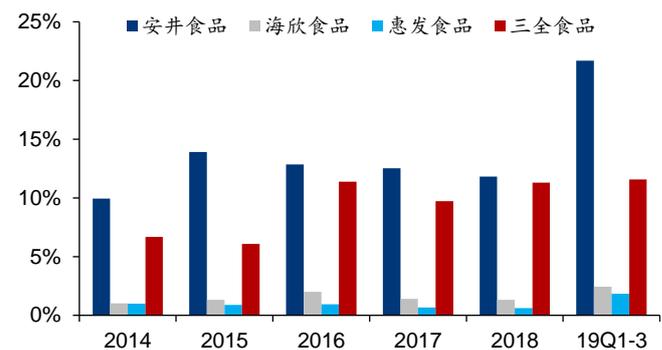
下游客户粘性强, 公司议价能力突出。公司对下游客户议价能力较强, 拥有良好现金流。2019年三季度公司应收账款及票据仅占营收总额的2.6%, 远低于海欣和惠发; 公司预收账款占营收总额的22%, 显著高于海欣和惠发

图表36: 2014-2019前三季度安井食品应收账款及票据占营收比(%)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

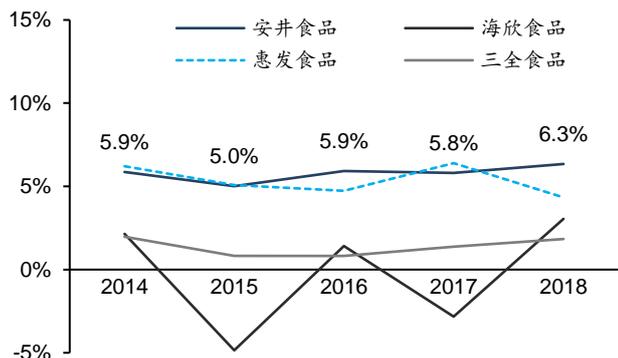
图表37: 2014-2019前三季度安井食品预收账款占营收比(%)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

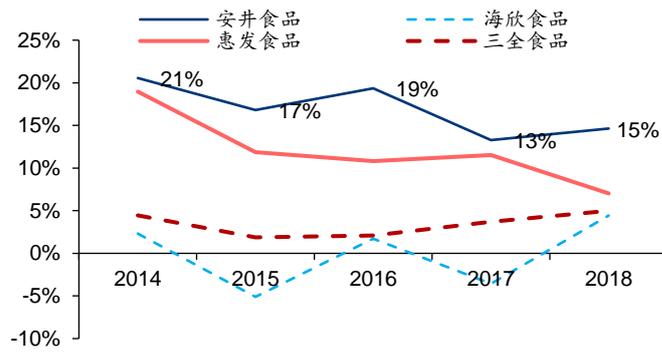
多维度优势(高净利率+高资产周转率)铸就ROE领先同行。公司14-18年维持较高ROE表现, 2018年ROE为15%, 高于可比公司均值约10pct。拆分来看, 安井净利率稳定在5-6%, 和惠发相近, 高于海欣, 净利率较高主要系公司上游议价强采购成本低、强势的渠道地位、规模优势摊薄经营成本。安井总资产周转率18年为1.09, 高于海欣(18年为1.03)/惠发(18年为0.96), 主要系安井产能利用率较高及对部分产品采用代工生产方式。

图表38: 2014-2018年安井食品净利率(%)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表39: 2014-2018年安井食品ROE(%)



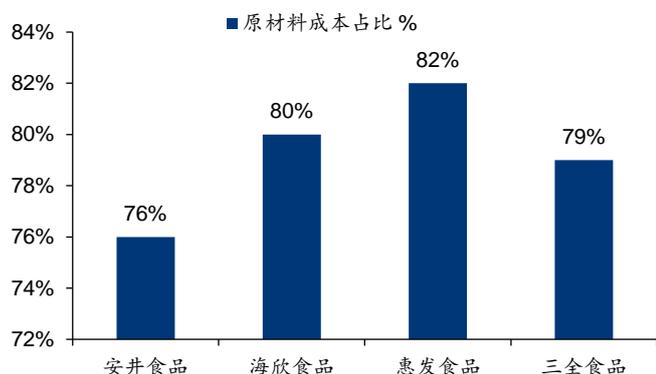
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

当前时点：提价开启，猪价后周期弹性凸显

原材料采购有优势。拆分吨成本来看，可以细分为吨原材料成本、吨人工成本和吨制造费用成本。速冻食品业务属于产业链中的加工环节，产品原材料成本占比很高。2018年原材料成本占比情况分别是安井76%、海欣80%、惠发82%、三全79%。安井的原材料成本占比低于其他竞争对手，说明其具有更强的上游议价能力。随着安井的生产规模进一步扩大，规模效应将更加显著，产品成本继续降低，从而在价格竞争中保持更强竞争力。

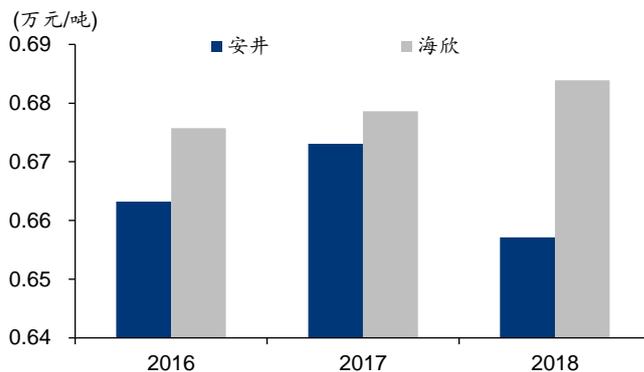
吨原材料成本方面，以海欣、安井食品的速冻鱼糜制品为例，海欣食品主要以海水鱼糜作为原材料，安井则以淡水鱼糜居多主要系安井生产基地为全国布局，基地遍布全国，在内陆淡水鱼糜采购更多。而海水和淡水鱼糜的在成本采购价格上有5~10%的差异，同时由于安井的规模优势和对上游更强的议价权，使得产品吨原料成本相对低于海欣。

图表40：安井原材料成本占比（%）



资料来源：wind、华泰证券研究所

图表41：安井与海欣速冻鱼糜制品吨原材料成本



注：海欣鱼糜制品原材料成本采用公司产品原材料成本，系18年海欣鱼糜制品总营业成本占比75%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

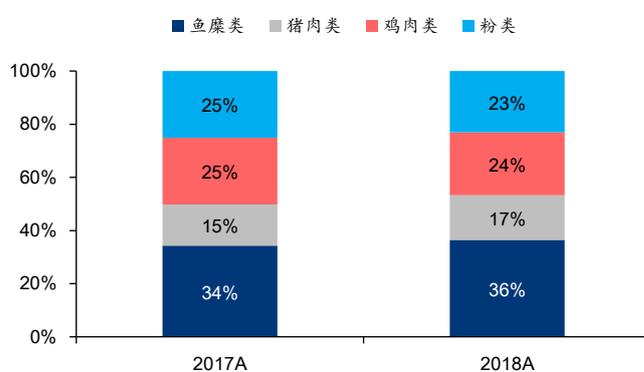
安井原材料结构主要以鱼糜、粉类、鸡肉、猪肉为主。2018年，公司主要原材料采购金额为17.39亿元，其中鱼糜、粉类、鸡肉、猪肉为主分别占比36%、17%、24%、23%。从2018年采购量来看，鱼糜制品采购量为5.4万吨，猪肉类为2.7万吨，鸡肉类为6.4万吨，粉类采购量为10.0万吨；猪肉类采购量：鸡肉类采购量为1:2.3。

图表42：2015-2018年安井成本结构



资料来源：wind、华泰证券研究所

图表43：安井主要原材料采购结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

原材料价格上涨加大成本压力。受“非洲猪瘟”影响，我国生猪养殖规模急剧下降，导致猪价及其他肉类价格随之上涨。2019年年初至12.8日，猪肉白条肉平均价格已从19.03元/斤上涨至43.42元/斤，涨幅高达128%，区间平均价格同比增幅为50%；白条鸡平均批发价格19年初至12.13日涨幅为16%，区间平均价格同比增幅为18%；多种肉类价格的上涨也带动鱼糜价格上行，19年初至12.13日涨幅为11%。针对此类原材料价格上涨情

况,公司管理层积极采取措施进行缓冲:1)在原材料价格比较低的情况下,锁单存货;2)通过调整产品结构来调节原材料结构,如鸡肉和猪肉的比重;3)决定销售价格时兼顾成本和市场因素,减促和涨价是可以使用的手段。举例看,根据公司招股书,2013-2016年期间,随着火锅料吨成本的下降(吨成本由13年的0.97元/吨下降至16年的0.77元/吨),公司相应增加了促销活动,公司促销收入比例从13年的13.7%上升至16年的22.1%。

为了解析原材料价格变动公司毛利率的影响,我们提出几点假设:1)假设猪肉/鸡肉/牛肉等原材料采购全部用于肉制品、鱼糜全部用于制品、粉类全部用于速冻米面制品;2)不考虑库存周期的影响,当前采购原材料主要用于当期使用(主要基于数据的可得性以及测算的可操作性)。

调整肉制品原材料结构,可消化压力成本。2018年原材料中猪肉:鸡肉的采购量为1:2.3。根据调研,目前由于猪价上涨压力,公司对原材料结构进行了调整,19年10月份时将猪肉:鸡肉的用量控制在1:5左右。我们对原材料结构进行了敏感性分析,19年初至2019.12.8日,猪肉白条肉价格均价同比涨幅为50%,我们假设19年全年均价涨幅50%;白条鸡平均批发价格19年初至12.13日涨幅区间平均价格同比增幅为18%,我们假设19年全年均价涨幅18%

速冻肉制品对原材料价格(猪肉价格)的敏感性分析:考虑在19年结构调整猪肉:鸡肉用量为1:5,则19年调价幅度为9%时,能够消化猪肉上涨带来的成本压力,即19年肉制品毛利率维持18年26.7%的毛利率水平;若原材料结构猪肉:鸡肉用量为1:5.5,毛利率对应+0.8pct。2020年猪价涨幅100%时,在2020年结构调整猪肉:鸡肉用量为1:5,20年调价幅度为37%时,能够消化猪肉上涨带来的成本压力;若原材料结构猪肉:鸡肉用量为1:5.5时,毛利率对应+1.3pct。

图表44: 2019年原材料结构的敏感性分析

		2019年猪肉涨幅									
		26.7%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
2019年 鸡肉:猪肉的 用量	3.0	28.9%	27.1%	25.2%	23.3%	21.5%	19.6%	17.8%	15.9%	14.0%	
	3.5	29.8%	28.2%	26.5%	24.9%	23.2%	21.6%	19.9%	18.2%	16.6%	
	4.0	30.5%	29.1%	27.6%	26.1%	24.6%	23.1%	21.6%	20.1%	18.6%	
	4.5	31.1%	29.8%	28.4%	27.1%	25.7%	24.4%	23.0%	21.7%	20.3%	
	5.0	31.6%	30.4%	29.1%	27.9%	26.7%	25.4%	24.2%	22.9%	21.7%	
	5.5	32.0%	30.9%	29.8%	28.6%	27.5%	26.3%	25.2%	24.0%	22.9%	
	6.0	32.4%	31.3%	30.3%	29.2%	28.1%	27.1%	26.0%	25.0%	23.9%	
	6.5	32.7%	31.7%	30.7%	29.7%	28.7%	27.7%	26.8%	25.8%	24.8%	

资料来源:华泰证券研究所

图表45: 2020年原材料结构的敏感性分析

		2020年猪肉涨幅									
		26.7%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
2020年 鸡肉:猪肉的 用量	3.0	24.7%	22.6%	20.6%	18.5%	16.5%	14.4%	12.4%	10.4%	8.3%	
	3.5	27.1%	25.3%	23.5%	21.6%	19.8%	18.0%	16.2%	14.4%	12.6%	
	4.0	29.0%	27.4%	25.8%	24.1%	22.5%	20.9%	19.2%	17.6%	16.0%	
	4.5	30.6%	29.1%	27.7%	26.2%	24.7%	23.2%	21.7%	20.2%	18.7%	
	5.0	32.0%	30.6%	29.2%	27.9%	26.7%	25.1%	23.8%	22.4%	21.0%	
	5.5	33.1%	31.8%	30.6%	29.3%	28.0%	26.8%	25.5%	24.3%	23.0%	
	6.0	34.0%	32.9%	31.7%	30.5%	29.4%	28.2%	27.0%	25.9%	24.7%	
	6.5	34.9%	33.8%	32.7%	31.6%	30.5%	29.4%	28.3%	27.2%	26.1%	

资料来源:华泰证券研究所

进一步对肉制品涨价幅度进行敏感性分析。假设 2019、2020 年年原材料结构均为猪肉：鸡肉用量=1:5。测算得到，19 年调价幅度为 9%时，能够消化猪肉上涨 50%带来的成本压力；若猪价涨幅在 50%的基础上+10pct 时，原材料结构维持不变，毛利率对应下滑 1.2pct。2020 年猪价涨幅 100%，2020 年调价幅度为 37%时，能够消化猪肉上涨带来的成本压力；若猪价涨幅在 100%的基础上+10pct 时，原材料结构维持不变，毛利率对应下滑 1.5pct。

图表46： 2019 年肉制品涨价幅度的敏感性分析

		2019 年猪肉涨幅									
		26.7%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
2019 年 公司肉 制品涨 价幅度	5%	29.1%	27.8%	26.5%	25.2%	23.9%	22.7%	21.4%	20.1%	18.8%	
	6%	29.7%	28.5%	27.2%	25.9%	24.6%	23.4%	22.1%	20.8%	19.6%	
	7%	30.4%	29.1%	27.9%	26.6%	25.4%	24.1%	22.8%	21.6%	20.3%	
	8%	31.0%	29.8%	28.5%	27.3%	26.0%	24.8%	23.5%	22.3%	21.1%	
	9%	31.7%	30.4%	29.2%	27.9%	26.7%	25.5%	24.2%	23.0%	21.8%	
	10%	32.3%	31.0%	29.8%	28.6%	27.4%	26.2%	24.9%	23.7%	22.5%	
	11%	32.9%	31.7%	30.5%	29.2%	28.0%	26.8%	25.6%	24.4%	23.2%	
	12%	33.5%	32.3%	31.1%	29.9%	28.7%	27.5%	26.3%	25.1%	23.9%	

资料来源：华泰证券研究所

图表47： 2020 年肉制品涨价幅度的敏感性分析

		2020 年猪肉涨幅									
		26.7%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
2020 年 公司肉 制品涨 价幅度	27%	26.6%	25.2%	23.7%	22.3%	20.8%	19.3%	17.9%	16.4%	14.9%	
	29%	28.1%	26.6%	25.2%	23.8%	22.3%	20.9%	19.5%	18.0%	16.6%	
	32%	29.4%	28.0%	26.6%	25.2%	23.8%	22.4%	21.0%	19.6%	18.2%	
	34%	30.8%	29.4%	28.0%	26.6%	25.2%	23.8%	22.5%	21.1%	19.7%	
	37%	32.0%	30.7%	29.3%	28.0%	26.7%	25.2%	23.9%	22.5%	21.2%	
	39%	33.2%	31.9%	30.6%	29.2%	27.9%	26.6%	25.2%	23.9%	22.6%	
	42%	34.4%	33.1%	31.8%	30.5%	29.2%	27.9%	26.6%	25.3%	24.0%	
	44%	35.6%	34.3%	33.0%	31.7%	30.4%	29.1%	27.8%	26.6%	25.3%	

资料来源：华泰证券研究所

后周期提价开启。针对今年原材料的持续上涨，公司也在肉制品价格层面进行了调整，根据调研，公司在 2019 年 9 月、10 月、11 月分别提价 3-5%（通过降低促销力度）、7-8%（直接提价）、4-5%（直接提价）。在提价手段上，公司主要通过调整促销活动、减小促销力度以实现间接涨价。整体来看，公司在猪价后周期提价其顺价能力强，销量受影响相对较小，且在原材料价格下降之后，终端价格可能持平，利于后周期利润率提升。猪价在稳定逐步回落时，具备成本平滑优势的公司提价成功+结构调整后将迎来吨价/吨净利盈利的提升，跨越猪周期。考虑到公司是行业内唯一一家具备规模优势、采购能力、存货能力、周转能力的优质企业，在此背景下优势将不断加大，行业集中度有望加速提升。

盈利预测与估值

盈利预测

收入预测：预计公司 2019-2021 年收入将达到 50.1 亿元、60.5 亿元和 71.2 亿元，同比增长 17.6%、20.7%、17.7%。**净利润预测：**预计公司 2019-2021 年净利润分别增长 23.9%/26.3%/39.2%至 3.35/4.23/5.89 亿元，19-21 年净利润复合增速 30%。

速冻食品 17 年之后结束价格战（行业分散、降价抢占市场份额），行业龙头对上下游的议价权增强，产品价格步入自然上升通道。从价的角度看，在速冻行业整体盈利水平不高的背景下，自 2017 年开始的原材料、包装和运输价格的上涨也将使得速冻行业的中小企业加速出清，这意味着安井食品作为行业龙头对上游原材料和下游消费端的议价权处于上升通道，产品价格具有上行的潜力和空间。

猪价后周期，提价开启。根据调研，由于 19 年原材料压力较大，安井的定价策略综合市场竞争+原材料成本情况，公司原计划针对肉制品，19 年 7-8 月提价，但当时鸡肉价格趋于稳定，故提价有所延迟。9 月初第一次提价，幅度 3-5%（通过降低促销力度）；10 月 25 日第二次提价，幅度 7-8%（直接提价）并要求经销商传导至终端；11 月 15 日第三次提价（直接提价），幅度 4-5%，公司表明三次提价至少覆盖 90%以上成本压力，对公司和经销商利润有所保障。未来如果原材料价格持续上涨，会考虑再次提价。我们判断 2020 年猪肉价格可能维持高位运行，下半年可能会趋于回落，2020 全年猪肉价格可能仍高于 19 年，未来仍存在提价可能性。

营收预测：

1) 速冻鱼糜制品：我们预计 2019-2021 年速冻鱼糜制品的均价同比增速 3%、8%和-3%，销量增速为 15%、10%和 20%；鱼糜制品原材料价格在 19 年涨幅约 10%左右，公司定价策略为后周期提价（原材料上涨时小企业先提价，大企业承受能力更强，往往为抢占市占率，后周期提价），我们预计 19 年鱼糜制品平均价格涨幅约为 3%，由于涨价影响，19 年销量可能收小幅收缩至 15%（18 年销量增速为 21%）；2020 年我们预计原材料价格延续上涨趋势，且可能顺利传导至终端，涨价幅度预计为 8%，但会对销量产生一定影响，预计销量增速下降至 10%；2021 年在原材料压力缓解时，可能通过增加促销等手段使得均价小幅回落，但销量压制因素有望解除，重回 20%增速。

2) 速冻肉制品：我们预计 2019-2021 年速冻肉制品的均价同比增速 6%、20%和-6%，销量增速为 3%、1%和 20%；原材料猪肉价格预计 20 年维持高位，鸡肉涨幅弱于猪肉，公司猪肉：鸡肉用量 18 年为 1:2。根据调研，公司 19 年下半年为应对原材料上涨压力，已经调整至 1:5 左右，我们预计全年猪肉：鸡肉用量在 1:3.5 左右。由于肉制品行业 19 年整体受猪瘟和涨价影响，19 年销量可能收小幅收缩至 2%（18 年销量增速为 19%）；2020 年我们预计原材料价格延续上涨趋势，且可能顺利传导至终端，涨价幅度预计为 20%，但会对销量产生一定影响，预计销量增速下降至 1%；2021 年在原材料压力缓解时，可能通过增加促销等手段使得均价小幅回落，但销量压制因素有望解除，重回 20%增速。

3) 速冻米面制品：我们预计速冻米面制品的产品价格在 2017 年呈现的上升趋势能够得以持续，速冻米面制品 19 年前三季度收入增速 23%，我们认为是量价齐升的结果，我们认为 19-21 年有望延续较高的销量增速和稳定的均价增速，预计 2019-2021 年产品均价分别同比增长 2%、2%和 2%（18 年吨价涨幅为 2.5%，考虑 CPI 上涨因素，预计未来吨价将延续上涨态势），预计销量同比增速分别为 18%、18%和 18%。

4) 菜肴制品：我们预计速菜肴制品的产品价格在 2018 年呈现的上升趋势能够得以持续，菜肴米制品 19 年前三季度收入增速 33%，我们认为是量价齐升的结果，我们认为 19-21 年有望延续较高的销量增速和稳定的均价增速，预计 2019-2021 年产品均价分别同比增长 2%、2%和 2%，销量同比增速分别为 30%、25%和 25%。

图表48：安井食品营收预测表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	2,996.5	3,484	4,259	5,011	6,050	7,122
YoY	17.0%	16.3%	22.2%	17.6%	20.7%	17.7%
速冻鱼糜制品营收(百万元)	1,107.18	1,292.14	1,567.22	1,856.37	2,205.37	2,567.05
YoY	15.6%	16.7%	21.3%	18.5%	18.8%	16.4%
销量(吨)	101,020	117,413	141,897	163,181	179,499	215,399
YoY	23.4%	16.2%	20.9%	15.0%	10.0%	20.0%
吨价(万元/吨)	1.10	1.10	1.10	1.14	1.23	1.19
YoY	-6.3%	0.4%	0.4%	3%	8%	-3.0%
速冻肉制品营收(百万元)	904.64	990.00	1,194.98	1,304.68	1,581.27	1,783.67
YoY	15.0%	9.4%	20.7%	9.2%	21.2%	12.8%
销量(吨)	81,119	85,380	101,666	104,716	105,763	126,916
YoY	22.8%	5.3%	19.1%	3.0%	1.00%	20.0%
吨价(万元/吨)	1.12	1.16	1.18	1.25	1.50	1.41
YoY	-6.3%	4.0%	1.4%	6%	20%	-6.0%
速冻米面制品营收(百万元)	773.60	925.86	1,098.48	1,322.13	1,591.31	1,915.30
YoY	14.0%	19.7%	18.6%	20.4%	20.4%	20.4%
销量(吨)	90,753	103,066	119,302	140,776	166,116	196,017
YoY	15.4%	13.6%	15.8%	18.0%	18.0%	18.0%
吨价(万元/吨)	0.85	0.90	0.92	0.94	0.96	0.98
YoY	-1.2%	5.4%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
菜肴制品营收(百万元)		270.94	395.19	524.02	668.13	851.86
YoY			45.9%	32.6%	27.5%	27.5%
销量(吨)		36,660	50,540	65,702	82,127	102,659
YoY			37.9%	30.0%	25.0%	25.0%
吨价(万元/吨)		0.74	0.78	0.80	0.81	0.83
YoY			5.8%	2.0%	2.0%	2.0%
其他业务营收(百万元)	1.39	9.00	3.23	3.39	3.56	3.74
YoY(%)	-58.1%	547.5%	-64.1%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

毛利预测：

1) 速冻鱼糜制品：我们预计 2019-2021 年速冻鱼糜制品的毛利率为 25.1%、24.5%和 26.5%，主要系我们预计 20 年鱼糜原材料价格可能延续同比增长状态，预计 19-21 单位原材料成本同比 5%、10%、-5%。2021 年鱼糜制品毛利率可能迎来较大幅度提升主要系在 19-20 年吨价提升后，叠加 21 年原材料价格预期回落。

2) 速冻肉制品：我们预计 2019-2021 年速冻肉制品的毛利率为 25.0%、24.88%和 25.6%，主要系我们预计 20 年猪肉及鸡肉原材料价格可能延续 19 年的同比增长状态，预计 19-21 单位原材料成本同比 10%、25%、-10%。2021 年速冻肉制品毛利率可能迎来较大幅度提升主要系在 19-20 年吨价提升后，叠加预计 2020 年下半年猪肉等原材料价格预期回落。

3) 速冻米面制品：我们预计 2019-2021 年速冻米面制品的毛利率为 27.1%、28.1%和 29.1%，主要系我们预计米面原材料价格维持相对稳定状态，但速冻米面价格端每年 2% 的增长将推升毛利率持续提升

4) 菜肴制品：我们预计 2019-2021 年菜肴制品的毛利率为 29.0%、28.6%和 29.3%，菜肴制品毛利率小幅下滑主要系我们预计 2020-2021 年菜肴原材料价格可能延续同比增长状态，预计 19-21 单位原材料成本同比 4%、3.5%、1%。

图表49：安井食品成本毛利润预测表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总体毛利率	27.1%	26.3%	26.5%	26.0%	26.0%	27.2%
速冻鱼糜制品毛利 (百万元)	282.20	319.15	405.57	464.55	547.94	656.77
毛利率	16.3%	24.7%	25.9%	25.0%	24.8%	25.6%
吨成本 (万元/吨)	0.82	0.83	0.82	0.85	0.92	0.89
YoY(%)	-6.5%	1.5%	-1.2%	4.2%	8.3%	-4.0%
速冻肉制品毛利 (百万元)	224.85	242.16	319.11	327.29	387.67	472.57
毛利率	-1.1%	24.5%	26.7%	25.1%	24.5%	26.5%
吨成本 (万元/吨)	0.84	0.88	0.86	0.93	1.13	1.03
YoY(%)	-1.0%	4.5%	-1.6%	8.3%	20.9%	-8.5%
速冻米面制品毛利 (百万元)	218.98	249.24	286.97	358.64	447.38	557.12
毛利率	25.2%	26.9%	26.1%	27.1%	28.1%	29.1%
吨成本 (万元/吨)	0.61	0.66	0.68	0.68	0.69	0.69
YoY(%)	-4.6%	7.4%	3.6%	0.6%	0.6%	0.6%
菜肴制品毛利 (百万元)		104.90	117.46	152.21	190.98	249.73
毛利率		38.7%	29.7%	29.0%	28.6%	29.3%
吨成本 (万元/吨)		0.45	0.55	0.57	0.58	0.59
YoY(%)			21.3%	3.0%	2.7%	1.0%
其他业务毛利 (百万元)	0.32	0.10	0.06	0.07	0.07	0.07
毛利率	23.02%	1.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

费用率预测：我们预计 2019~2021 年安井食品的销售费用率分别为 13.03%，12.63%和 12.23%，销售费用率处于下降通道主要系规模优势体现，以及促销活动减少。管理费用率分别为 2.74%，2.69%和 2.64%，下降的主要原因是销售收入增长带来的规模效应和精细化管理持续。研发费用率分别为 1.56%，1.51%和 1.46%，下降的主要原因是销售收入增长带来的规模效应。

图表50：安井食品费用率预测明细

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	14.2%	14.1%	13.4%	13.03%	12.63%	12.23%
管理费用率	4.82%	4.36%	2.79%	2.74%	2.69%	2.64%
研发费用率			1.61%	1.56%	1.51%	1.46%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

估值

安井食品：1) 安井食品目前的收入规模已经在速冻食品行业处于领先地位，尤其在速冻火锅料领域更具有较强的竞争优势。安井食品的收入规模已经与二线企业拉开明显的差距，市场的品牌影响力更强；2) “销地产”的经营策略使得其能够节约较为昂贵的冷链运输费用，成本更具竞争力。3) 后周期提价开启，顺价能力强，利于后周期利润率提升；4) 猪价周期采购成本增加，小型企业会加速淘汰，利于安井市占率提升；5) 看好产品力（品类优势）+成本优势+渠道拓展带动收入规模扩大的同时还具有盈利能力提升潜力。

我们预计安井 19~21 EPS 1.46/1.84/2.56 元，参考可比公司估值水平平均值为 2020 年 28 倍 PE，考虑到安井食品的行业地位、较为稳定的盈利能力和 19-21 年的业绩增速较高，我们给予 2020 年 41-42 倍 PE 估值，对应目标价范围 75.44~77.28 元，维持“买入”评级。

图表51：可比公司估值表

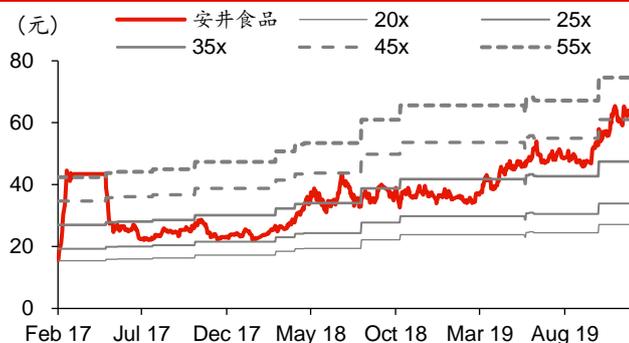
公司简称	股票代码	股价		市值(mn)		市盈率(X)		市净率(X)		EPS 预测		19-21 净利润 CAGR
		2019/12/17	2019/12/17	2019/12/17	2019/12/17	19E	20E	19E	20E	19E	20E	
绝味食品	603517.SH	43.35	26,384	28	23	7.14	5.97	1.30	1.56			6%
三全食品	002216.SZ	13.03	10,414	38	26	4.67	4.24	0.24	0.34			55%
好想你	002582.SZ	8.33	4,296	22	18	1.24	1.18	0.32	0.39			23%
平均值			13,698	29	23	4.35	3.80					28%
中间值			10,414	28	23	4.67	4.24					23%
安井食品	603345	61.78	14,214	34	24	6.19	5.44	1.46	1.84			30%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：未采用惠发食品、海欣食品作为可比公司主要系其无 Wind 一致预期

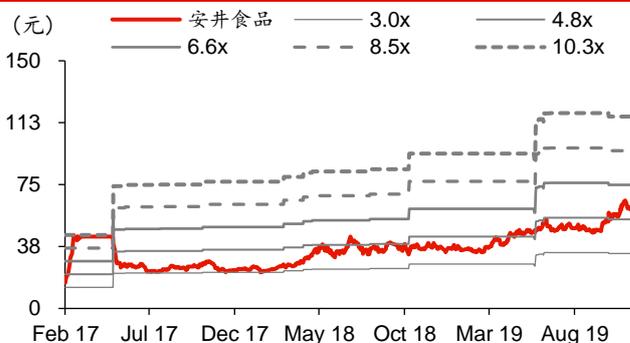
PE/PB - Bands

图表52：安井食品历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表53：安井食品历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

上游原材料价格大幅波动但终端产品价格不能顺利传导的风险。由于安井食品上游原材料属于农林牧渔业，存在一定的周期性，上游原材料价格的大幅波动将显著的影响安井的盈利能力。

市场竞争加剧的风险。如果速冻火锅料行业市场的竞争加剧，产品的价格具有下滑的风险，这将对安井的盈利能力产生负面影响。

食品安全问题。食品安全问题将显著影响消费者的购买意愿。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,870	2,724	2,465	2,817	3,315
现金	519.75	792.43	304.64	341.78	545.53
应收账款	114.72	116.94	137.57	166.10	195.53
其他应收账款	3.30	3.57	4.20	5.07	5.96
预付账款	25.64	25.34	29.92	36.11	41.84
存货	803.87	1,163	1,366	1,645	1,903
其他流动资产	402.90	622.90	622.90	622.90	622.90
非流动资产	1,381	1,839	2,190	2,554	2,907
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,150	1,384	1,576	1,870	2,184
无形资产	88.09	103.22	117.80	131.85	145.40
其他非流动资产	142.97	352.40	496.29	552.08	578.14
资产总计	3,251	4,563	4,655	5,371	6,223
流动负债	1,495	2,053	2,249	2,648	3,044
短期借款	170.00	434.18	334.18	334.18	334.18
应付账款	596.79	778.92	922.76	1,114	1,290
其他流动负债	728.13	839.63	991.81	1,200	1,420
非流动负债	62.58	462.54	108.41	108.41	108.41
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	108.41	108.41	108.41
负债合计	1,557	2,515	2,357	2,756	3,153
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.04	216.04	230.07	230.07	230.07
资本公积	595.13	595.13	595.13	595.13	595.13
留存公积	882.30	1,092	1,472	1,790	2,245
归属母公司股东权益	1,693	2,048	2,298	2,615	3,070
负债和股东权益	3,251	4,563	4,655	5,371	6,223

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	354.75	295.85	530.71	667.15	883.27
净利润	202.43	270.26	334.92	422.93	588.40
折旧摊销	96.29	121.87	144.33	170.96	203.62
财务费用	2.91	16.02	5.61	10.12	0.00
投资损失	(6.85)	(14.32)	(21.25)	(21.25)	(21.25)
营运资金变动	50.65	(115.21)	61.35	78.26	96.63
其他经营现金	9.32	17.24	5.76	6.13	15.88
投资活动现金	(680.62)	(700.05)	(473.50)	(513.86)	(535.96)
资本支出	297.70	455.97	486.32	526.67	548.78
长期投资	390.00	259.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(7.08)	(15.72)	(12.82)	(12.82)	(12.82)
筹资活动现金	480.10	656.42	(545.01)	(116.15)	(143.55)
短期借款	(1.99)	264.18	(100.00)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	54.01	0.00	14.03	0.00	0.00
资本公积增加	485.84	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(57.76)	392.25	(459.03)	(116.15)	(143.55)
现金净增加额	154.22	252.22	(487.80)	37.14	203.75

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,484	4,259	5,011	6,050	7,122
营业成本	2,569	3,130	3,708	4,476	5,185
营业税金及附加	33.27	35.59	39.37	44.51	52.40
营业费用	490.31	572.10	653.00	764.22	871.15
管理费用	151.77	118.95	137.43	162.91	188.22
财务费用	2.91	16.02	5.61	10.49	10.12
资产减值损失	2.84	6.66	7.83	9.46	11.13
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	14.32	21.25	21.25	21.25
营业利润	251.92	335.33	418.39	531.46	744.01
营业外收入	11.91	15.19	15.19	15.19	15.19
营业外支出	0.45	3.34	3.34	3.34	3.34
利润总额	263.39	347.17	430.24	543.30	755.86
所得税	60.96	76.92	95.32	120.37	167.46
净利润	202.43	270.26	334.92	422.93	588.40
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	334.92	422.93	588.40
EBITDA	330.40	517.01	609.83	765.91	1,021
EPS (亿元, 基本)	0.88	1.17	1.46	1.84	2.56

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	17.64	20.74	17.72
营业利润	19.70	33.11	24.77	27.02	40.00
归属母公司净利润	14.11	33.50	23.93	26.28	39.12
获利能力 (%)					
毛利率	26.27	26.51	26.00	26.02	27.19
净利率	5.81	6.35	6.68	6.99	8.26
ROE	15.01	14.45	15.41	17.22	20.70
ROIC	16.70	21.47	18.80	19.53	24.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.91	55.12	50.64	51.32	50.67
净负债比率 (%)	10.91	17.26	14.18	12.12	10.60
流动比率	1.25	1.33	1.10	1.06	1.09
速动比率	0.71	0.76	0.49	0.44	0.46
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.09	1.09	1.21	1.23
应收账款周转率	31.58	36.77	39.38	39.84	39.39
应付账款周转率	4.38	4.55	4.36	4.40	4.31
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.17	1.46	1.84	2.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.54	1.29	2.31	2.90	3.84
每股净资产 (最新摊薄)	7.36	8.90	9.99	11.37	13.34
估值比率					
PE (倍)	70.21	52.59	42.44	33.61	24.16
PB (倍)	8.39	6.94	6.19	5.44	4.63
EV_EBITDA (倍)	42.16	26.94	22.84	18.19	13.65

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com