

603345.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 116.4

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	98.0	6.4	46.1	139.1
相对上证指数	101.4	0.5	36.6	140.1

发行股数(百万)	236
流通股(%)	59
总市值(人民币 百万)	27,514
3个月日均交易额(人民币 百万)	190
净负债比率(%) (2020E)	(23)
主要股东(%)	
新疆国力民生股权投资有限公司	39

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2020 年 6 月 24 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工
证券分析师: 毕翘楚

(8610) 83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520040001

证券分析师: 汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

安井食品

速冻龙头优势显著, BC 兼顾顺势而为

速冻龙头竞争优势显著, 安井食品首次覆盖。

支撑评级的要点

- **速冻食品行业空间广阔, 火锅料制品集中度低, “餐饮标准化”和“消费场景化”助推速冻食品扩张。**速冻食品行业属于终端日常消费品行业, 其消费具有很强的刚性, 目前行业仍处于高速发展期, 因此我们判断 2019 年速冻食品市场规模超过 1400 亿。美国、欧盟、日本等发达国家速冻食品人均消费量较高, 我们判断中国目前人均 11-13 千克, 与发达国家差距较大。从全国范围看, 火锅料行业龙头与大量中小企业并存, 市场较为分散, 主要品牌为安井、海霸王、惠发等, CR5 不足 25%。“餐饮标准化”和“消费场景化”助推速冻食品扩张。疫情改变家庭消费长期观念, 追求健康、新鲜成为速冻发展新趋势。
- **安井食品核心优势: 渠道黏性高+销地产+大单品全渠道, 盈利能力显著高于同行水平。**1) “贴身支持”经销模式黏性高, 经销模式具有低毛利率低销售费用率特征。安井渠道结构以餐饮流通为主, 86%通过经销商卖给消费者, 有 60%流向餐饮 B 端, 布局较早优势显著。且经销模式具有低毛利率低销售费用率特征, 部分销售费用由渠道承担, 盈利能力显著高于同行水平。公司长期打造餐饮端渠道优势, 但近年来消费升级趋势明显, 坚定“BC 兼顾、双轮驱动”策略, 合理渠道组合实现效益最大化。2) **销地产经营, 与当地消费市场直接匹配, 提高效率, 降低物流成本。**速冻行业低资产周转率、高经营杠杆特征适合规模扩张、成本优势领先策略。3) **大单品策略聚焦资源形成规模效应, 对收入贡献显著; 新品推广侧重 C 端, 产品与渠道发展相辅相成。**公司利用有限的资源有选择性的推广具备潜力的品项, 提高集约化程度, 形成规模效应。经营策略调整后, 产品与渠道相互配合互相促进, 新品推广 C 端占比更大。同时, 公司采取“高质中高价”的销售定价策略, 在消费者心中构建“中高端”产品形象, 利于品牌 C 端发展。

估值

- 我们预测安井食品 2020-2022 年收入分别达到 63 亿、78 亿、93 亿, 同比增长 20%、22%、20%。对应净利润 4.6 亿、6.0 亿、7.2 亿, 增速 22.9%、30.3%、20.4%。扣非净利同比增长 39.8%、20.7%、19.2%。每股收益为 1.94 元、2.53 元、3.05 元。首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 原材料成本涨幅超预期, 管理层减持风险, 产能扩张不及预期, 行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	4,259	5,267	6,342	7,751	9,301
变动(%)	22	24	20	22	20
净利润(人民币 百万)	270	373	459	598	720
全面摊薄每股收益(人民币)	1.143	1.579	1.941	2.529	3.045
变动(%)	33.5	38.1	22.9	30.3	20.4
全面摊薄市盈率(倍)	101.8	73.7	60.0	46.0	38.2
价格/每股现金流量(倍)	770.4	21.8	23.9	21.6	19.2
每股现金流量(人民币)	0.15	5.33	4.87	5.40	6.07
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.9	40.7	27.0	22.1	18.9
每股股息(人民币)	0.361	0.474	0.583	0.759	0.914
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

火锅料制品龙头，积极布局全国产能	5
速冻食品龙头，火锅料与面食制品双轮驱动.....	5
发展历程：十九年发展历程，逐步走向全国.....	6
股权结构明晰，管理层激励充分.....	6
速冻食品行业空间广阔，火锅料制品集中度低	8
市场空间：速冻食品行业空间广阔，人均消费量可提升空间较大.....	8
集中度：速冻制品细分行业集中度差异较大，火锅料行业集中度偏低。.....	12
需求端：疫情改变家庭消费长期观念，追求健康、新鲜成为速冻发展新趋势.....	12
安井食品核心优势：渠道黏性高+销地产+大单品全渠道	15
渠道优势：“贴身支持”模式黏性高，营销网络全国化，BC 兼顾同步发力.....	15
销地产，提高效率，降低成本.....	17
产品：大单品对收入贡献显著，新品侧重 C 端与渠道发展相辅相成.....	19
盈利预测与投资评级	22
关键假设.....	22
相对估值和投资评级.....	23
风险提示	24

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 安井食品市场竞争力排名.....	5
图表 2. 安井食品营业收入（2014-1Q20）.....	5
图表 3. 安井食品归母净利（2014-1Q20）.....	5
图表 4. 安井食品分业务收入占比（2019）.....	6
图表 5. 安井食品分业务毛利占比（2019）.....	6
图表 6. 安井食品发展历程.....	6
图表 7. 安井食品股权结构图.....	7
图表 8. 安井食品首次授予激励对象获授限制性股票的整体情况.....	7
图表 9. 股权激励目标下公司收入情况.....	7
图表 10. 速冻食品类产品分类.....	8
图表 11. 2013-2018 年速冻食品市场规模.....	8
图表 12. 国内火锅料制品行业营收.....	9
图表 13. 国内速冻鱼糜制品年产量.....	9
图表 14. 2019 年肉类及水产加工市场规模.....	9
图表 15. 2019 年肉类及水产加工增速.....	9
图表 16. 国内速冻面米市场规模.....	10
图表 17. 巨头入局速冻菜肴领域.....	10
图表 18. 2013-2018 年中国冷库容量及冷链运输车保有量.....	10
图表 19. 餐饮连锁纷纷布局上游供应链.....	11
图表 20. 全球速冻食品人均消费量（2017）.....	11
图表 23. 火锅料制品消费渠道占比.....	13
图表 28. 2018 年人口结构.....	14
图表 29. 安井食品渠道体系.....	15
图表 30. 安井食品分渠道收入占比（2019）.....	15
图表 31. 安井食品营销网络.....	16
图表 32. 安井食品分区域收入占比.....	16
图表 33. 安井食品历年经销商数量变化.....	16
图表 34. 安井食品市场属性与渠道分布（市场属性和渠道特点按照 2016 年划分）	16
图表 35. 速冻食品企业渠道模式对比.....	17
图表 36. 安井食品产能汇总.....	18

图表 37. 资产周转率不如下游餐饮企业.....	18
图表 38. 安井食品负债水平较高.....	18
图表 39. 安井食品与海欣食品运输费用占营收比例对比.....	19
图表 40. 安井食品 2020 年新品.....	20
图表 41. 公司产品品类逐渐丰富.....	20
图表 42. 公司主推新品汇总.....	20
图表 43. 安井食品历年各品类吨价同比增速.....	21
图表 44. 安井食品产能汇总.....	22
图表 45. 安井食品产能不断释放.....	22
图表 46. 安井食品收入预测表.....	23
损益表(人民币 百万).....	25
资产负债表(人民币 百万).....	25
现金流量表(人民币 百万).....	25
主要比率 (%).....	25

火锅料制品龙头，积极布局全国产能

速冻食品龙头，火锅料与面米制品双轮驱动

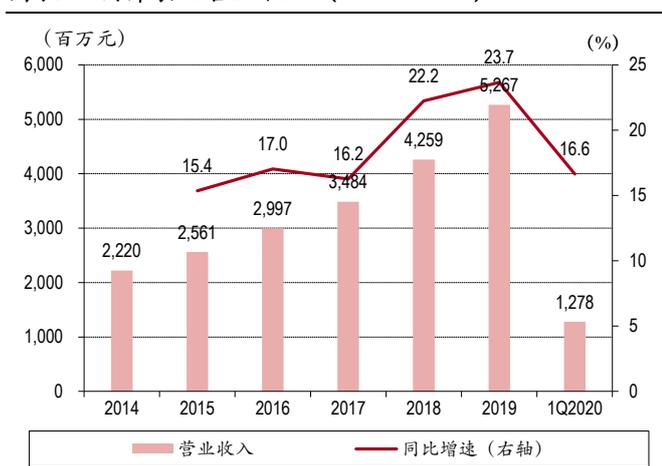
安井食品是国内速冻调制食品龙头企业。公司在近年来实现稳健较快增长：2019 年营收达 52.7 亿，同比增长 23.7%，净利达 3.7 亿，同比增 38.1%，营收、净利五年 CAGR 为 19.8%、30.7%。1Q20 营收、净利分别为 12.8 亿、0.9 亿，同比增 16.6%、35.3%。根据欧睿数据，2017 年公司在国内速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻米面制品在零售终端的占有率分别居第 1、3 和 7，是“火锅料”行业龙头。

图表 1. 安井食品市场竞争力排名

产品	市场占有率(%)	排名
速冻鱼糜制品	8	1
速冻肉制品	5	3
速冻米面制品	1	7

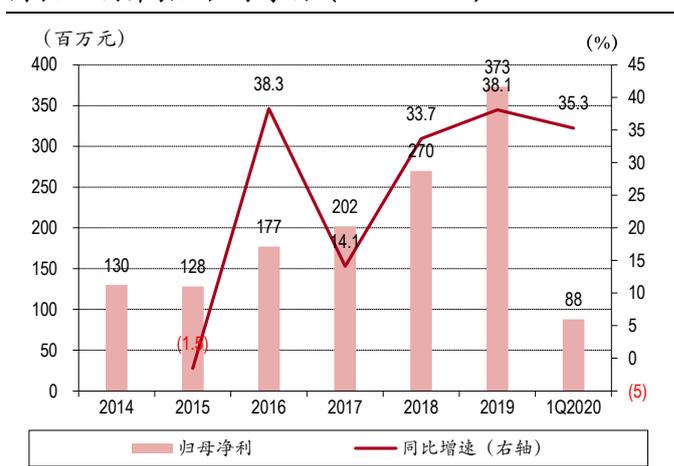
资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 2. 安井食品营业收入 (2014-1Q20)



资料来源：公司公告，万得，中银证券

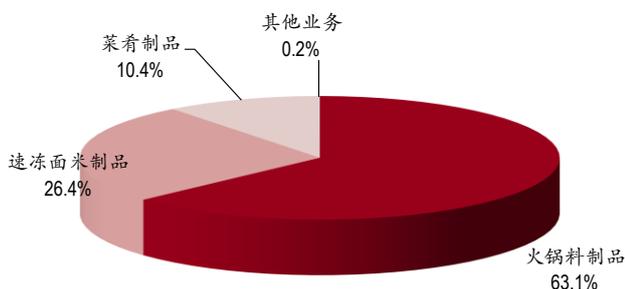
图表 3. 安井食品归母净利润 (2014-1Q20)



资料来源：公司公告，万得，中银证券

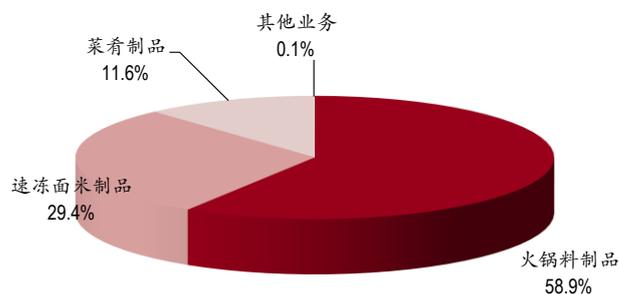
火锅料为主，面米制品补充，两者双轮驱动。公司在发展“火锅料”的同时逐渐拓宽产品及渠道，经营策略从“餐饮为主流通为辅”，到“BC兼顾、主食发力”转变。2019 年公司整体营收 52.7 亿，其中火锅料制品占比 63.1%，主要为速冻鱼糜制品及速冻肉制品，速冻面米制品占比 26.4%，占比较上年同期提升 0.6pct，我们预计比例会持续提升，菜肴制品占比 10.4%。毛利方面，火锅料制品占比 58.9%，速冻面米制品占比 29.4%，提升 4.0pct，菜肴制品占比 11.6%。

图表 4. 安井食品分业务收入占比 (2019)



资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

图表 5. 安井食品分业务毛利占比 (2019)



资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

发展历程: 十九年发展历程, 逐步走向全国

2001年, 厦门华顺民生食品有限公司成立, 为安井食品前身。

2009年, 华顺民生控股以生产速冻面点为主的无锡民生。

2011-2016年, 出资设立香港安井、泰州安井、辽宁安井、四川安井, 生产基地逐渐覆盖全国。

2017年2月, 于上海证券交易所主板挂牌上市。

2018年3月, 无锡民生再扩产。

2019年4月可转债募投项目变更, 原四川安井15万吨产线资金部分用于无锡民生7万吨速冻食品产线。

2019年8月公开发行A股可转债用于产能扩充, 包括湖北15万吨、河南10万吨、辽宁4万吨速冻食品产线。

图表 6. 安井食品发展历程

时间	内容
2001年12月	华顺民生成立
2009年	控股无锡民生
2011年	整体变更为安井食品
2012年	设立香港安井
2013年	设立泰州安井
2017年2月	在上交所主板上市
2018年3月	无锡民生再扩产
2019年4月	可转债募投项目变更, 部分用于无锡民生7万吨速冻食品产线
2019年8月	公开发行A股可转债用于产能扩充, 包括湖北15万吨、河南10万吨、辽宁4万吨速冻食品产线

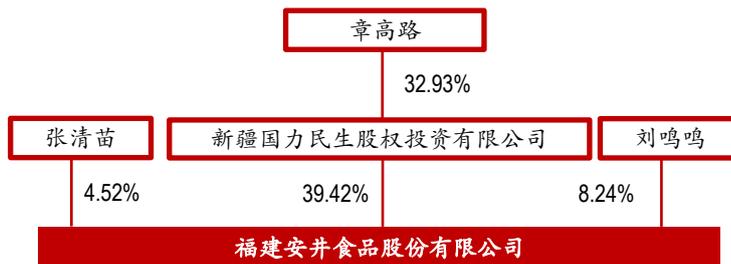
资料来源: 公司公告, 公司官网, 中银证券

股权结构明晰, 管理层激励充分

安井食品第一大股东为国力民生, 持股39.4%, 章高路为公司实际控制人, 持有国力民生32.9%股份, 间接持有上市公司13.0%股份。

董事长刘鸣鸣和总经理张清苗分别为公司第2和第3大股东, 持股比例8.2%和4.5%, 管理层持股比例高, 增强团队稳定性。

图表 7. 安井食品股权结构图



资料来源：公司公告，中银证券

注：股权结构图信息截至 2020 年 3 月 31 日

2020 年 1 月，公司首次股权激励计划授予完成，涉及对象除总经理、董秘、财务总监外，还包括中层管理人员及生产骨干、技术骨干、营销骨干各 41、58、25、104 人。三位高管获授 84 万股，获授股份占此次股权激励的 12.71%，其他激励对象人均获授 2.40 万股，股权激励对中层及骨干倾斜力度较大。

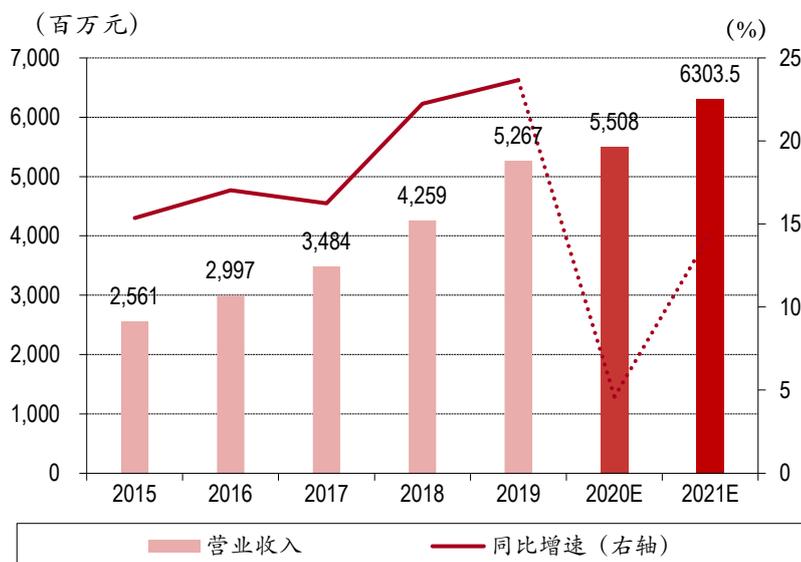
图表 8. 安井食品首次授予激励对象获授限制性股票的整体情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例(%)	占本计划公告日股本总额的比例(%)
1	张清苗	董事、总经理	54	8.17	0.23
2	梁晨	董事会秘书	15	2.27	0.07
3	唐奕	财务总监	15	2.27	0.07
4	中层管理人员及生产、技术、营销骨干 (228 人)		548	82.75	2.38
合计			632	95.47	2.75

资料来源：公司公告，中银证券

按照股权激励目标公司 19 年营收、19-20 年累计营收、19-21 年累计营收分别不低于 50.26、107.75、170.785 亿元，三年收入复合增速大概在 14% 左右。我们认为收入目标不难实现，此次激励方案主要是为了绑定吸收和留住优秀人才，充分调动公司各级人员积极性，将员工利益同公司发展相绑定。

图表 9. 股权激励目标下公司收入情况



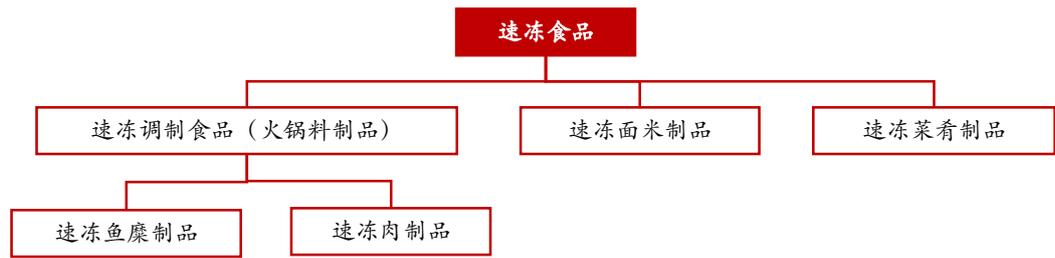
资料来源：公司公告，中银证券

速冻食品行业空间广阔，火锅料制品集中度低

市场空间：速冻食品行业空间广阔，人均消费量可提升空间较大

速冻食品主要包括速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品等类别，其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品以及部分速冻其他制品统称火锅料制品，主要包括各类丸子、鱼饼鱼糕、肉肠等；速冻米面制品主要包括饺子、汤圆、面点、粽子等。

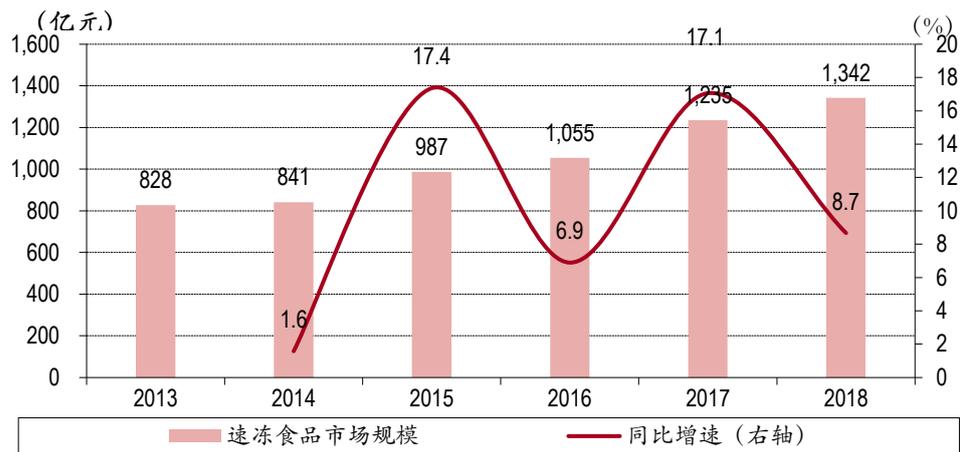
图表 10. 速冻食品类产品分类



资料来源：公司公告，中银证券

中国速冻食品行业起步较晚，行业空间广阔。中国的冷冻食品行业发展历史较短，80年代后期才实现了工艺水平的改进。进入21世纪以来，随着全国冷冻冷藏技术水平提高，城乡冷链建设逐步完善，消费市场日臻成熟。根据中国产业信息网，中国速冻食品市场规模从2013年的828亿元上升至2017年的1235亿元，年复合增长率10.5%。速冻食品行业属于终端日常消费品行业，其消费具有很强的刚性，其发展与宏观经济发展以及国民收入水平密切相关，目前行业仍处于高速发展期，因此我们判断2019年速冻食品市场规模超过1400亿。

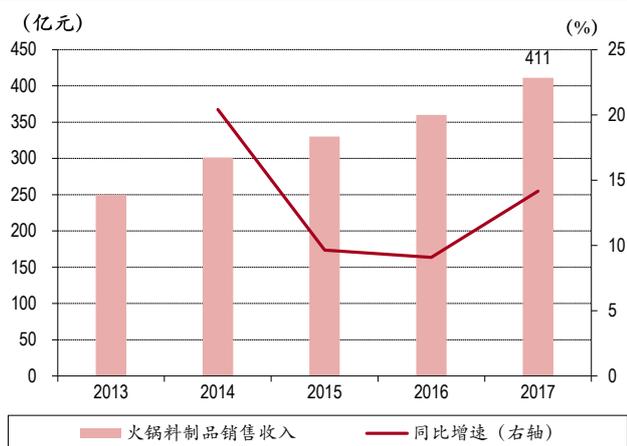
图表 11. 2013-2018 年速冻食品市场规模



资料来源：中国产业信息网，中银证券

(1) 受益B端连锁餐饮蓬勃发展，火锅料制品市场快速成长。火锅料制品主要受益于B端连锁餐饮火锅行业的快速发展，市场快速成长，我们判断目前市场规模500亿左右，预计未来五年仍保持5%-8%的稳健增长。

图表 12. 国内火锅料制品行业营收



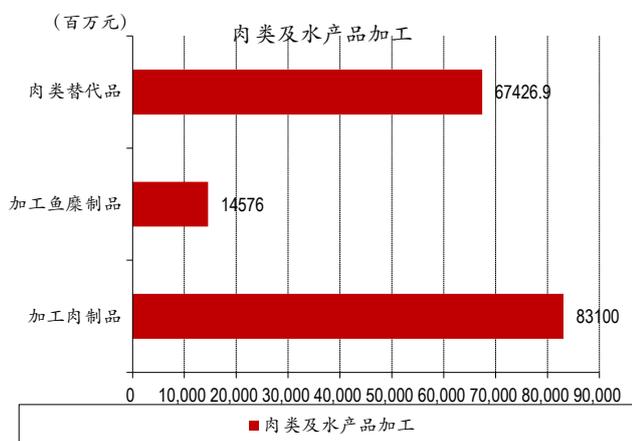
资料来源：中国餐饮协会，中银证券

图表 13. 国内速冻鱼糜制品年产量



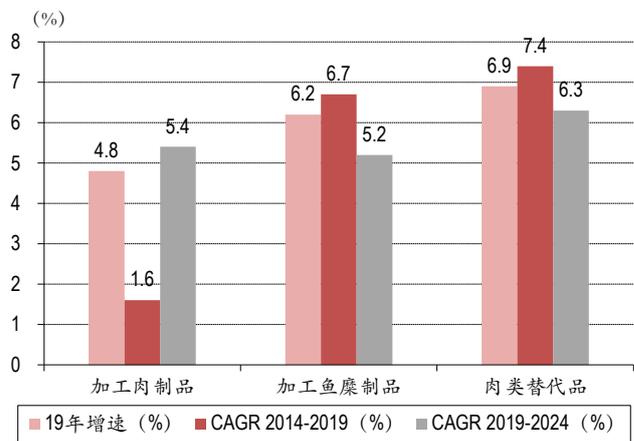
资料来源：中国渔业统计年鉴，中银证券

图表 14. 2019 年肉类及水产加工市场规模



资料来源：欧睿数据，中银证券

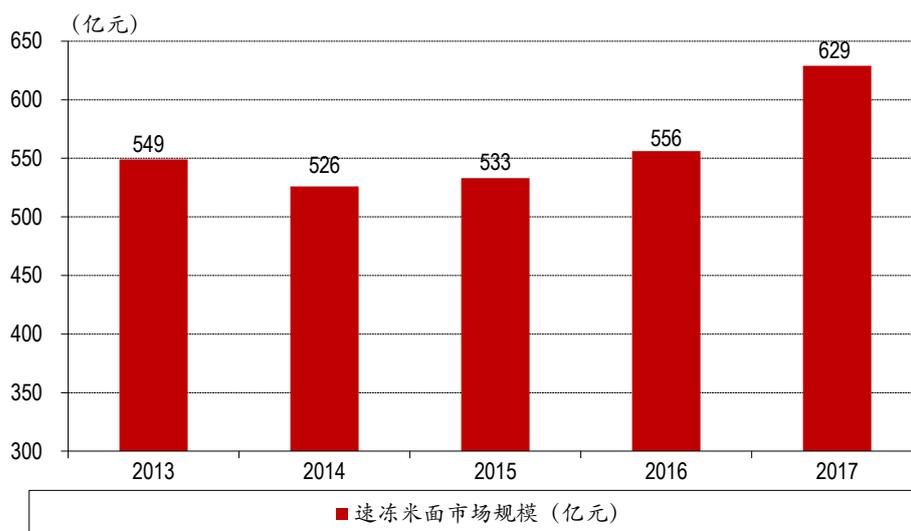
图表 15. 2019 年肉类及水产加工增速



资料来源：欧睿数据，中银证券

(2) 速冻面米制品以 C 端消费为主，行业处于低速增长。中国速冻面米制品的市场规模在过去五年总体呈上升趋势，从 2013 年的 549 亿元增长到 2017 年的 629 亿元，年复合增长率为 3.5%，主要在零售 C 端消费。根据《2018 年中国冷冻冷藏食品工业发展报告》数据显示，2018 年速冻面米制品制造业完成主营业务收入 736 亿元，实现利润总额 47.60 亿元。根据两年行业发展情况及统计局速冻米面月度累计增速，我们判断速冻米面制品 2019 年收入规模突破 750 亿。

图表 16. 国内速冻面米市场规模



资料来源：千味央厨招股说明书，Frost & Sullivan 《中国速冻食品行业概览》，中银证券

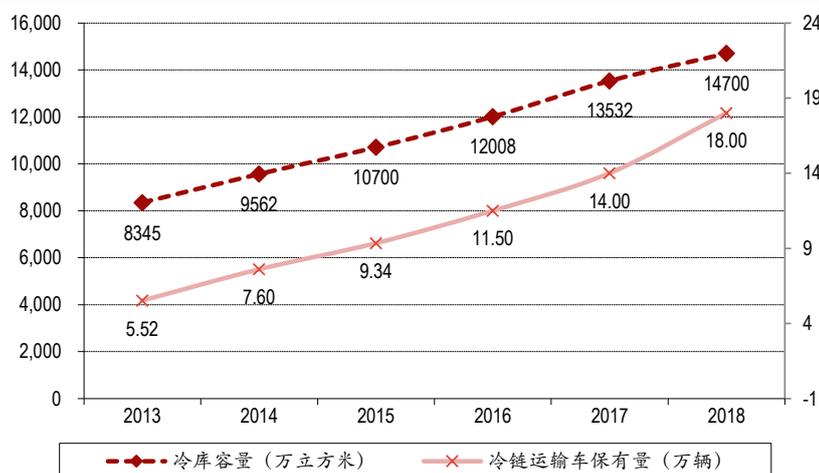
(3) 速冻菜肴制品近几年发展迅速，巨头入局。4.7 万亿的餐饮大市场面临着后厨人工成本增加、物业租金提高等因素制约，急需成品和半成品菜肴制品以节约成本、稳定品质和提升效率。目前，速冻米面食品巨头将突围重点转向餐饮渠道的拓展，思念和三全分别在 2012 年 7 月、10 月专门成立相关的部门重点发力餐饮渠道。思念成立冷食餐饮流通市场的独立公司——郑州千味央厨食品有限公司，并计划上市，于近期披露首次公开发行股票招股说明书。三全餐饮事业部也将餐饮市场打造成与家庭零售市场并驾齐驱的规模为目标。安井食品精准定位餐饮市场中央厨房概念，及时推出菜肴制品，抢占这一行业最具成长潜力的板块。根据千味央厨招股说明书，餐饮行业高景气度、冷链物流的快速发展、外卖爆发和团餐与乡厨市场需求等都将为行业增长带来新动力。

图表 17. 巨头入局速冻菜肴领域

公司	举措
思念	成立“郑州千味央厨食品有限公司”，发力餐饮端
三全	餐饮事业部，以打造成家庭零售市场同等规模为目标
安井	精准定位餐饮市场中央厨房概念，及时推出菜肴制品

资料来源：千味央厨官网，中银证券

图表 18. 2013-2018 年中国冷库容量及冷链运输车保有量



资料来源：千味央厨招股说明书，中国物流与采购联合会，中银证券

除了速冻企业外，下游餐饮连锁店也纷纷布局上游供应链，提升运营成本、管理效率。餐饮企业在终端门店达到一定数量之后，也都开始尝试自建中央厨房、仓储及配送体系。据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会发布的《2018年餐饮供应链研究报告》显示，6.67%的餐饮企业选择自建物流团队，另有16.67%的餐饮企业选择自建物流团队与第三方物流公司合作并行。比如蜀海，其原本是海底捞的内部餐饮供应链系统，自2007年开始独立运作，2016年正式对外开放，如今，蜀海的餐饮客户包括杨记兴·臭鳊鱼、青年餐厅、九毛九、新白鹿等餐厅类客户；以及“7-11”便利店等1000余家知名餐饮连锁及零售企业。成熟的供应链能够让餐企在运营成本、管理效率甚至是核心竞争力上保持领先优势。

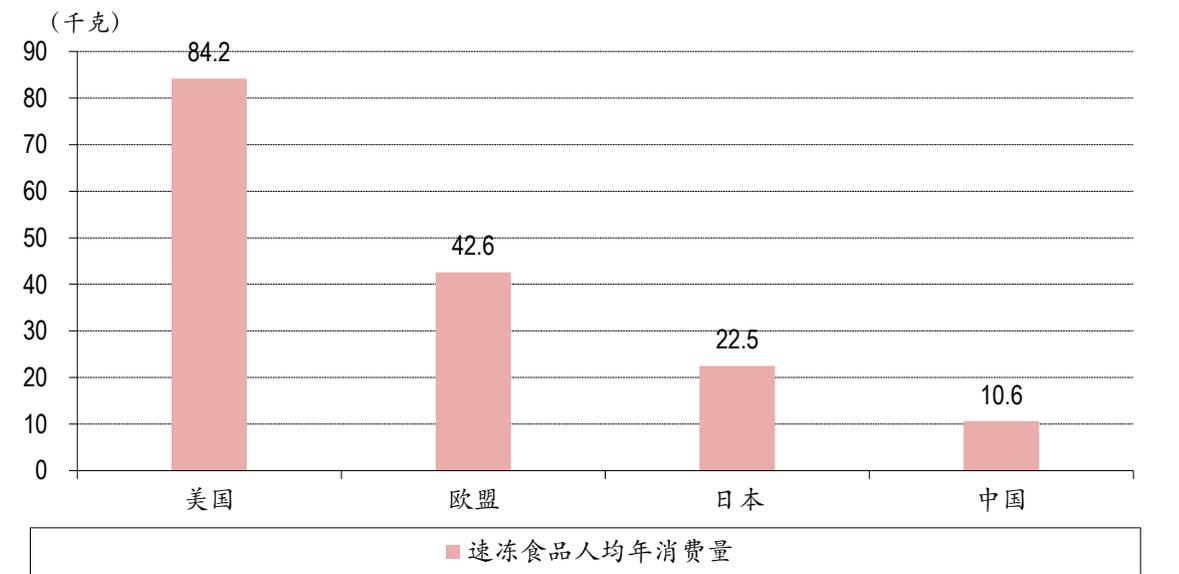
图表 19. 餐饮连锁纷纷布局上游供应链

品牌及企业	餐企背景	供应链情况
蜀海——蜀海（北京）供应链管理有限责任公司	四川海底捞餐饮股份有限公司控股	蜀海供应链拥有现代化的物流中心、食品加工中心、底料加工厂、蔬菜种植基地、羊肉加工厂、营销中心等遍布全国。
信良记——信良记食品科技（北京）有限公司	北京新辣道餐饮集团	供应链综合服务平台
功夫鲜食汇	真功夫供应链平台	新鲜食材供应平台
天然派——北京西贝天然派供应链管理有限责任公司	内蒙古西贝餐饮集团	主要经营中央厨房【餐饮即食食品，餐饮半成品（生制），餐饮半成品（热加工），餐饮原料】
眉州东坡供应链管理（北京）有限公司	眉州东坡餐饮管理（北京）有限公司	为眉州东坡提供供应链服务
味千拉面中央厨房	味千（中国）控股有限公司	味千中国在全国各地设有三家食品加工配送中心和四大生产基地（上海、成都、东莞、天津），全面投产后，产能可支持味千1,800家餐厅的营业。

资料来源：蜀海供应链官网，味千拉面官网，上海天然派食品有限公司，中银证券

人均消费量：按日本人均消费量计算，中国速冻食品空间有望翻倍。速冻食品由于具有安全卫生、食用方便、营养美味和成本低等特点，在快节奏的发达国家广受欢迎。美国、欧盟、日本等发达国家速冻食品人均消费量较高，我们判断中国目前人均11-13千克，与发达国家差距较大。

图表 20. 全球速冻食品人均消费量（2017）

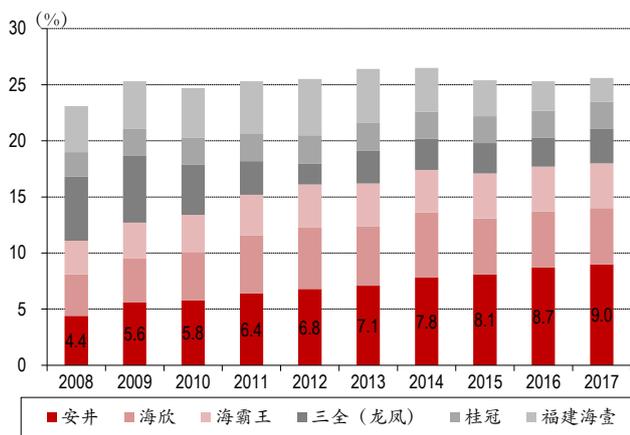


资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

集中度：速冻制品细分行业集中度差异较大，火锅料行业集中度偏低。

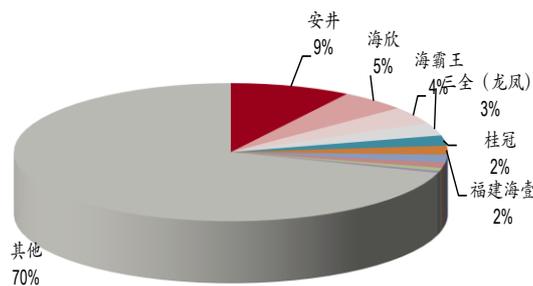
火锅料制品市场分散，行业集中度存在提升空间。从全国范围看，行业龙头与大量中小企业并存，市场较为分散，主要品牌为安井、海霸王、惠发等，CR5 不足 25%。休闲火锅料部分，行业已经进入存量洗牌阶段，安井食品产品和渠道竞争优势更加明显，市场占有率不断提高，与主要竞争对手差距进一步拉开；家用火锅料部分，行业呈现高端化趋势，安井适时推出“锁鲜装”和“三大丸”中高端产品，利用公司销售渠道巨大优势迅速抢占行业制高点，提高企业盈利能力，推动企业可持续发展，进而带动行业升级换代。

图表 21. 速冻鱼糜制品市占率变化



资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 22. 火锅料制品竞争格局 (2017)



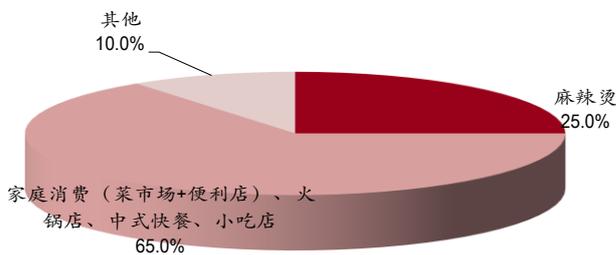
资料来源：欧睿数据，中银证券

传统速冻面米集中度较高，发面类制品市场潜力较大。与火锅料制品行业不同，速冻面米制品行业发展较为成熟，行业竞争格局清晰，集中度较高。一线城市市场主要有：三全、思念、湾仔码头全国品牌。龙头三全食品收购了龙凤食品之后，在速冻米面行业市占率领先。传统速冻米面进超市费用较高，小企业品牌认知度低、费用投入有限很难与三家巨头抗衡，因此市场份额也相对稳定。传统的速冻米面制品产品主要以汤圆、水饺为主，但市场相对饱和增速不大，发面点心板块市场潜力较大增速较快，我们判断馒头、手抓饼等发面类产品的升级趋势将带来需求增量，行业新进入者如安井食品会有成长空间。

需求端：疫情改变家庭消费长期观念，追求健康、新鲜成为速冻发展新趋势

消费渠道：对标国外，国内速冻食品餐饮端消费仍有巨大成长空间。在发达国家，速冻食品在餐饮消费中占比超过一半，日本比例更高，而国内的速冻食品消费集中在家庭消费，餐饮业消费较少，根据统计局社零数据 19 年餐饮市场规模 4.7 万亿，火锅店占餐饮比例超过 10%，我们判断销往餐饮端速冻食品规模在百亿级别，相比发达国家有很大发展潜力。根据公司招股书，国内速冻食品主要的销售渠道为经销商（农贸批发）、商超（卖场、超市等）和餐饮酒店等传统渠道。其中，火锅料制品以餐饮业+家庭消费（菜市场+便利店）为主，占比超过 90%，传统渠道主流地位很难被打破因此我们判断 2019 年差异不大，速冻面米以商超渠道销售为主导。

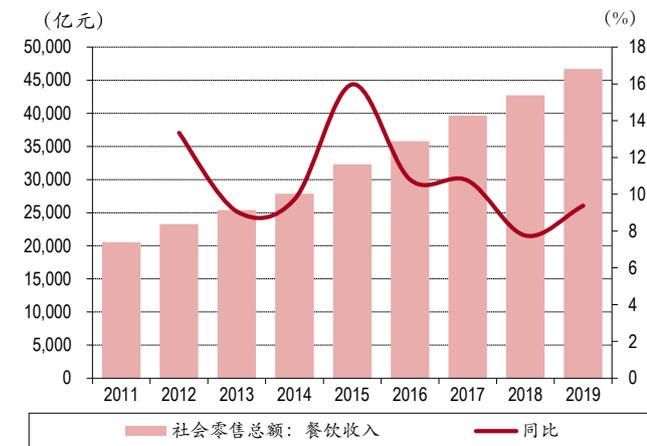
图表 23. 火锅料制品消费渠道占比



资料来源：公司公告，中银证券

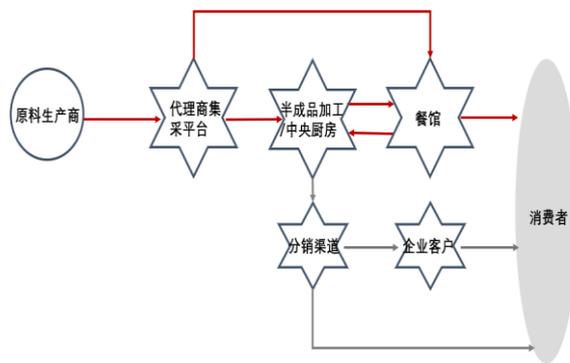
“餐饮标准化”和“消费场景化”助推速冻食品扩张。城镇化进程下，居民收入水平提升，外出就餐机会和频率增长，餐饮行业 2011-2019 年一直维持 10% 左右的高景气增长。“餐饮标准化”的趋势在中国逐年走强：餐饮行业从业者从中小企业转变到连锁餐饮过程中，对效率和规模的追求逐渐提高，需要产品“标准化、可复制”，进而带动了品牌冷冻食品在餐饮等特通渠道的销量增速。同时，“消费场景化”扩展了速冻产品食用领域，2B 端来看火锅料制品顺势打入关东煮、麻辣香锅、麻辣烫等新型餐饮业态，2C 端速冻面条制品也进入了烩面店、粥铺等，推动行业增长和渠道扩张。

图表 24. 2011-2019 年餐饮行业保持 10% 左右增速



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

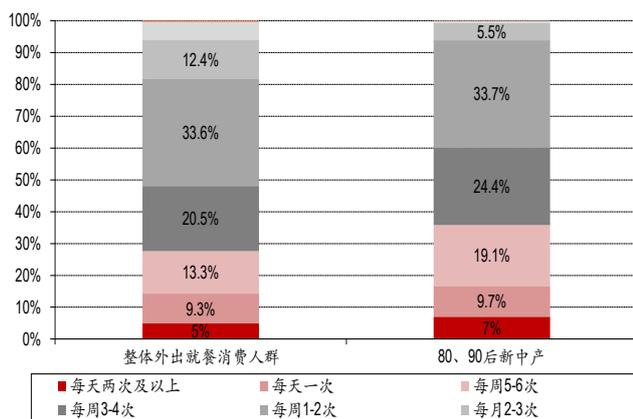
图表 25. 餐饮产业链正经历变革



资料来源：中银证券

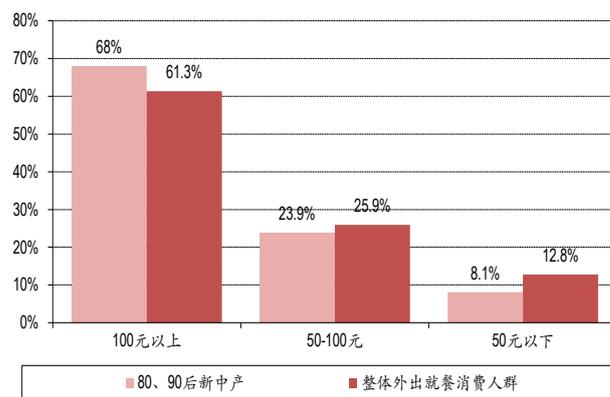
疫情改变家庭消费长期观念，追求健康、新鲜成为速冻发展新趋势。疫情爆发之前，国家消费内需拉动政策、单身经济、冷链物流以及外卖平台发展，都给速冻行业带来了前所未有的红利。疫情期间人们发现速冻可更好的解决在家消费便利性问题，京东到家数据显示，春节防疫期间，全平台销售额相比去年同期增长 470%，其中水饺、馄饨等速冻食品销售额同比增长了 790%。我们判断未来消费者会延续购买速冻产品习惯，疫情期间 80、90 后家庭做饭比例提高，以 80、90 后为代表的千禧一代更加注重营养健康，关注食品安全和新鲜，也是速冻食品升级发展趋势。

图表 26. 中国消费者外出就餐消费频次分布 (2018)



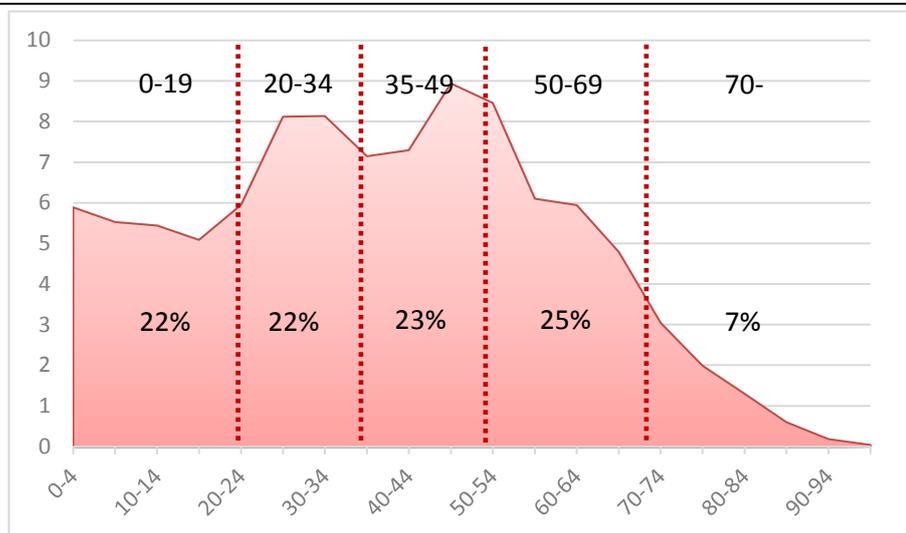
资料来源: 艾瑞咨询《2018年中国新餐饮消费趋势研究报告》, 中银证券

图表 27. 中国消费者外出就餐消费金额分布 (2018)



资料来源: 艾瑞咨询《2018年中国新餐饮消费趋势研究报告》, 中银证券

图表 28. 2018 年人口结构



资料来源: 万得, 国家统计局, 中银证券

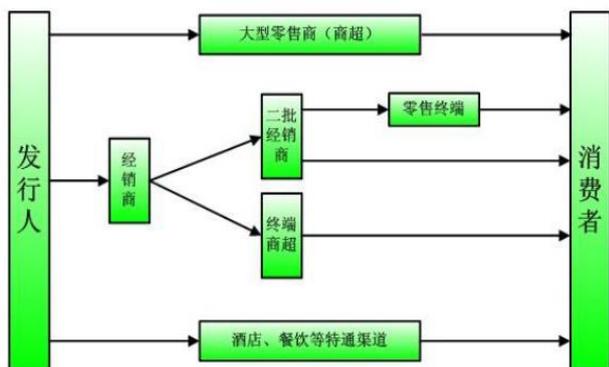
安井食品核心优势：渠道黏性高+销地产+大单品全渠道

渠道优势：“贴身支持”模式黏性高，营销网络全国化，BC 兼顾同步发力

“贴身支持”经销模式黏性高。公司渠道体系以经销模式为主，根据公司公告，2019 年经销商渠道收入占比达 86%。公司经销模式的特点表现为在以“贴身支持”为核心的基础上实施经销商选择、经销商管理、经销商支持、经销商反馈。“贴身支持”主要表现在以下四个方面：

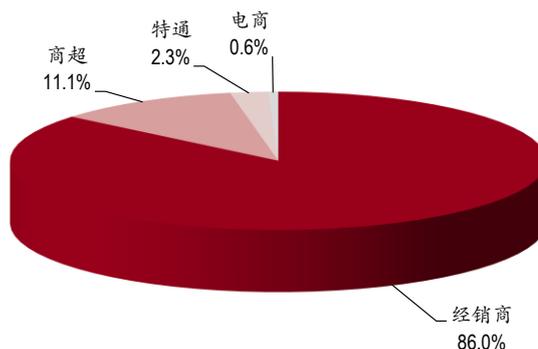
- (1) 打通销售渠道的支持，即协助经销商开发分销商、销售终端，构建完善的销售网络；
- (2) 增加渠道粘度的支持，即协助经销商召开各种订货会，通过邀请分销商及终端客户到场，以及推出差异化的产品组合及优惠的促销力度刺激产品的销量，并巩固各级客户的合作关系；
- (3) 提升品牌拉动销售的支持，即通过户外广告宣传或对经销商门店进行生动化布置，并派专人指导监督，保证公司在品牌传播形象上的统一性，方便消费者记忆，达到传播的叠加效果；
- (4) 丰富营销活动促进销售的支持，即通过开展主题活动、有奖销售等终端促销活动增强与消费者之间的互动，拉近产品与消费者的距离，促进经销商、销售终端的销量增长。

图表 29. 安井食品渠道体系



资料来源：公司公告，中银证券

图表 30. 安井食品分渠道收入占比（2019）



资料来源：公司公告，中银证券

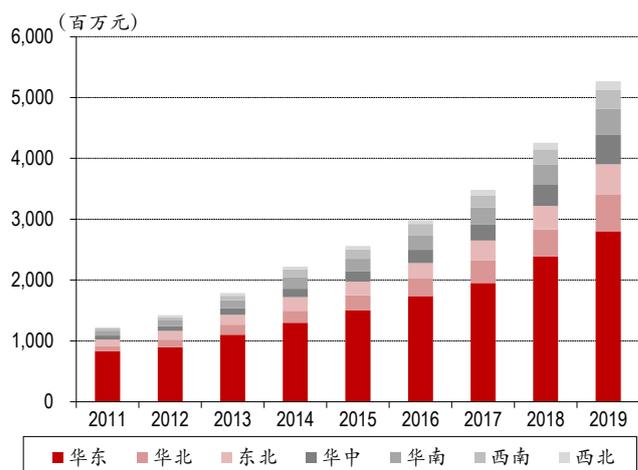
营销网络全国化布局。公司目前以形成以华东地区为中心并辐射全国的营销网络，根据公司公告，2019 年华东、华北、东北、华中、华南、西南、西北地区营收分别占比为 53.2%、11.6%、9.4%、9.1%、8.2%、5.9%、2.6%。不同区域根据市场属性划分为根据地市场、重点市场、边缘市场，进而采取密集分销、市级代理、省级代理等模式，根据 2019 年营收占比，我们判断公司市场属性和渠道分布差异与招股说明书上披露的详细信息差异不大。经过几年的清理调整，1Q20 年经销商数量达到 734 家。

图表 31. 安井食品营销网络



资料来源：公司官网，中银证券

图表 32. 安井食品分区域收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 33. 安井食品历年经销商数量变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 34. 安井食品市场属性与渠道分布 (市场属性和渠道特点按照 2016 年划分)

地区	主要省份	市场属性	渠道特点	经销商数量							
				2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/06/30	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	
华东地区	江苏、福建、浙江、安徽	根据地市场	密集分销	371	293	260	248				
	江西	边缘市场	市级代理	13	5	6	10				
	山东、上海	重点市场	市级代理	30	23	16	13				
	小计			414	321	282	271	312	290	293	
华北地区	北京、天津、河北、山西	重点市场	市县代理	47	37	42	39				
	内蒙古	边缘市场	市级代理	8	2	4	8				
	小计			55	39	46	47	70	59	75	
西南地区	四川、重庆、贵州、云南	边缘市场	省级代理	11	7	13	19	40	53	68	
华中地区	湖北、湖南、河南	重点市场	省级代理	39	46	44	35	65	69	81	
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	重点市场	市级代理	62	51	58	50	66	64	70	
华南地区	广东、海南	重点市场	市级代理	70	52	52	52	73	62	67	
西北地区	新疆、陕西、甘肃	边缘市场	省市代理	13	15	12	12	25	21	28	
合计				664	531	507	486	651	618	682	

资料来源：公司公告，中银证券

安井渠道结构以餐饮流通为主，布局较早优势显著；盈利能力显著高于同行水平。86%为流通渠道，且根据公司统计有60%流向餐饮B端，其他公司B端占比相对较低，餐饮渠道的早布局，使得安井优势显著。海欣以商超和流通渠道为主，18年以来加大对麻辣烫、火锅、串串香等全国性餐饮特通渠道的渗透，惠发近年来加大对餐饮类终端产品的市场开发，打造中央厨房和中央工厂，如16年以来与呷哺呷哺、中商惠民等下游渠道合作进行定制化生产。三全87%零售渠道，尽管毛利率高于安井9.4pct，但销售费用率过高，净利率仅有3.7%，低于安井3.4pct。

图表 35. 速冻食品企业渠道模式对比

	安井	海欣	惠发	三全
渠道构成比 (经销: 商超: 其他)	86:11:3	70:25:5	81:1:18	零售 86.9%, 餐饮 13.1%
经销商数量	682	--	732	--
产量 (万吨)	47.53	9.93	8.91	62.65
吨价 (万元/吨)	1.08	1.34	1.10	0.96
毛利率 (%)	25.76	28.97	17.67	35.17
销售费用率 (%)	12.28	20.76	6.29	26.59
净利率 (%)	7.09	0.49	0.41	3.66
特点	经销模式毛利低，主动让利渠道			
	毛利较高，渠道商毛利较低		低毛利率高低费用率 高毛利率高费用率	

资料来源：公司公告，中银证券

消费升级与疫情爆发坚定公司发展C端理念，经营策略顺势调整：“BC兼顾、双轮驱动”。公司长期打造餐饮端渠道优势，但近年来消费升级趋势明显，火锅料从大流通向消费者品牌发展，年初突发疫情更加坚定公司往C端火锅料倾斜的运营方式，一季度收入增长16.6%，多为C端贡献。“BC兼顾、双轮驱动”策略，即B端和C端渠道同步发力，双轮驱动；加大超市、生鲜超市、社区电商、电商的渠道开发，在去年BC超市经销商开发基础上，继续加大此类渠道经销商的开发。合理渠道组合实现效益最大化。

销地产，提高效率，降低成本

公司采取销地产经营模式，与当地消费市场直接匹配，提高效率，降低物流成本。根据公司公告，公司目前下辖无锡民生、泰州安井、辽宁安井、四川安井、湖北安井、河南安井、厦门安井，共计7大生产基地9个工厂，共规划接近100万吨产能，我们预计2020年产能可达到55万吨。安井采取销地产模式，即在全国主要销售区域就地设厂并逐步扩大销售半径。该模式有利于：企业开拓全国市场，建立品牌影响力；促进运输成本降低；促进培育符合当地市场情况的大单品；同时促进当地市场的渠道下沉。

图表 36. 安井食品产能汇总

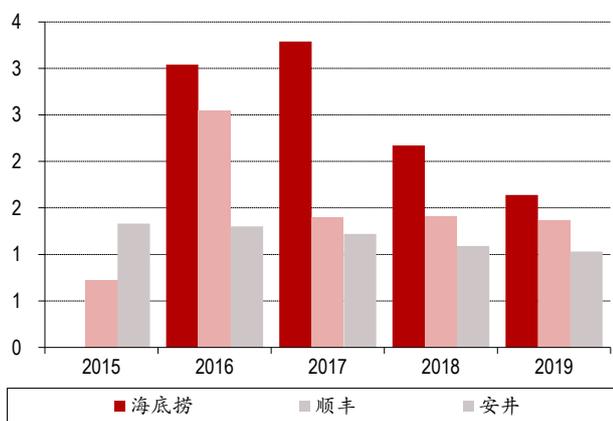
基地		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
无锡民生(面点)	IPO 募投	3.60	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
	可转债	-	-	-	-	4.20	5.60	7.00	7.00
	原有产能	5.60	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
泰州(IPO 募投)	一期	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
	二期	-	4.80	7.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
四川(可转债)	一期	-	-	-	4.50	6.00	7.50	7.50	7.50
	二期	-	-	-	-	-	-	-	4.50
湖北(可转债)	一期	-	-	-	-	4.20	5.60	7.00	7.00
	二期	-	-	-	-	-	-	4.20	5.60
河南(可转债)	一期	-	-	-	3.60	4.80	6.00	6.00	6.00
	二期	-	-	-	-	-	2.40	3.20	4.00
辽宁	一期	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
	二期(可转债)	-	-	-	-	2.40	3.20	4.00	4.00
厦门	面点			少量	少量	少量	少量	少量	少量
	火锅料	11.00	12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00
	面点			少量	少量	少量	少量	少量	少量
产能合计	设计产能	32.70	41.80	47.52	55.10	69.60	79.30	88.90	96.60

资料来源：公司公告，中银证券

注：由于无锡、四川、湖北、河南及辽宁二期项目建设存在不确定性，预期与实际存在一定偏差。

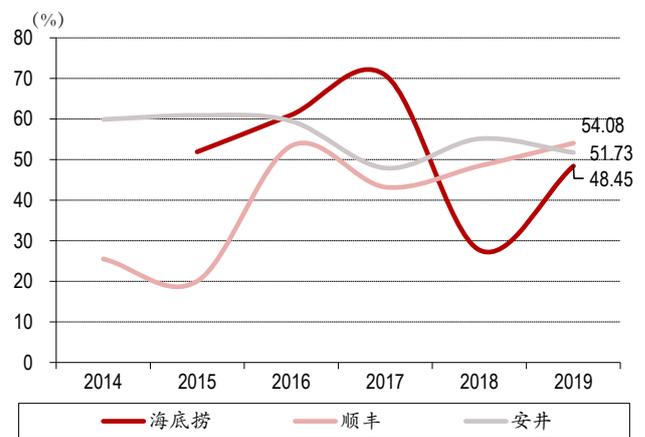
速冻行业是典型的重资产行业：资产周转率低，经营杠杆高。产业链中上游的扩张更依赖于资产负债表的扩张，需要更高的经营杠杆，必须保持较高的资产负债水平。而下游餐饮企业的现金流结构更好，资产负债表的扩张弹性较大。因此，相对于下游餐饮，速冻食品行业如果要做强做大，重点应当放在规模扩张、运营效率和成本控制之上。

图表 37. 资产周转率不如下游餐饮企业



资料来源：公司公告，中银证券

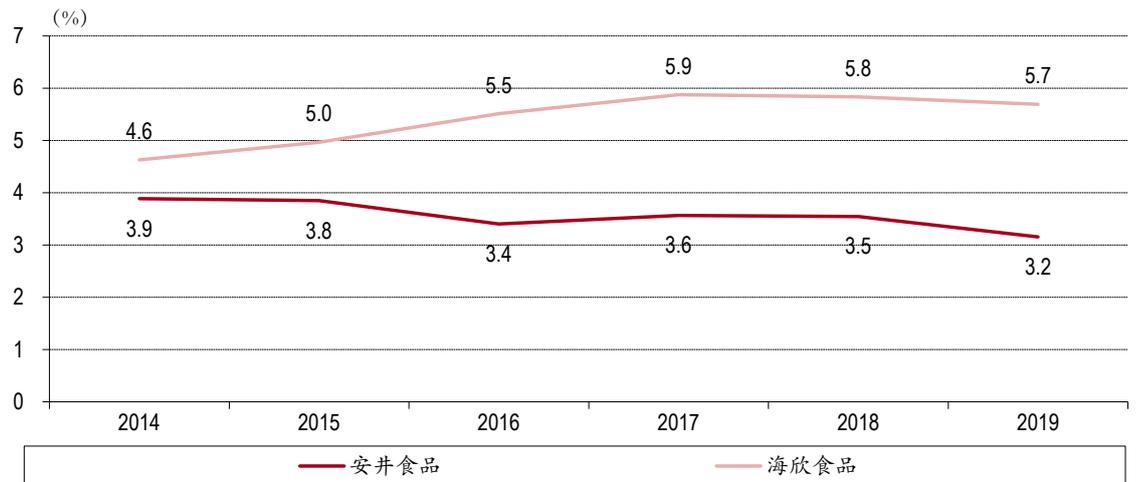
图表 38. 安井食品负债水平较高



资料来源：公司公告，中银证券

与海欣食品对比来看，销地产有效降低运输费用。对比来看，其他公司产能未实现全国化布局，采取传统的生产销售分离模式，相应抬高了运输费用。2014 年以来，因采取销地产经营模式、工厂生产基地多区域布局，安井运输费用占营收比例逐年下降，2019 已经降至 3.2%，而海欣食品 2014 年以来呈现上升态势，2017 年后逐步稳定在 5.7-5.9% 的比例。

图表 39. 安井食品与海欣食品运输费用占营收比例对比



资料来源：公司公告，中银证券

产品：大单品对收入贡献显著，新品侧重 C 端与渠道发展相辅相成

大单品策略聚焦资源形成规模效应，对收入贡献较大。公司一直坚持发展大单品，利用有限的资源有选择性的推广具备潜力的品项，提高集约化程度，形成规模效应。公司将主要单品分为战略单品和战术单品，营销资源倾斜到战略单品上，同时，根据各地区市场成熟程度和单品竞争态势，战略大单品进一步划分为“全国性战略单品”和“区域性战略单品”，并按照“单品突破、单品夺冠、单品称霸”分别实施不同营销策略，培养出撒尿肉丸、霞迷饺、千夜豆腐等全国性战略单品和爆汁小鱼丸、手抓饼、紫薯包等区域性战略单品，战略单品的培养也带动其他单品的销售，以点带面成效显著。根据公司发展战略，大单品策略一直延续至今，有效带动了销售规模的扩大。

新品推出注重口碑效应且向战略大单品方向培育，新品销售增长也对整体收入增长起到至关重要的作用。公司 2012 年以来开发新产品累计实现的销售收入逐年增长，占营业收入的比例也不断提高，且以培育成战略大单品为目标，例如 2013 年新开发速冻肉制品霞迷饺，2014-1H2016 分别实现销售收入 5,799 万元、19,370 万元、21,363 万元及 13,172 万元，新品霞迷饺不仅在开发当年实现收入，在之后年度更加有效的带动了销售规模的扩大。安井自推出手抓饼后，经过一段时间的培育成为爆款产品，目前已跻身大单品系列，19 年销售稳定，20 年出现断货等供不应求现象，目前除无锡工厂外其他工厂也开始生产手抓饼。同时，公司新品销售增长对营业收入的增长起到重要作用，营销策略上承继了“大单品战略”理念，保证新品上市得到足够重视和资源倾斜。公司打造出霞迷饺、太湖燕饺、脆排、手抓饼、红糖馒头、紫薯包、锁鲜装等，新品成功推广也间接带动原有产品的销售提升。

今年新品推广侧重 C 端，产品与渠道发展相辅相成。经营策略调整后，产品与渠道相互配合互相促进，新品推广 C 端占比更大，今年会在原有锁鲜装基础上推出 2.0 系列，预计全年新增 5-10 款，并在广义大 C 端都做销售。上文提及消费场景化助力速冻行业发展，公司针对早餐场景，推出了灌汤小笼包、蒸煎饺面点新品；针对在家吃火锅场景，推出了嫩鱼丸、鱼豆干、黑胡椒香肠等新品。次新品亦继续培育，持续提升桂花糕、红糖发糕、流沙包、核桃包等面点的销量。速冻菜肴制品拟推出虾滑等产品。品牌推广计划继续坚持以往以“视觉营销”为主要手段的渠道品牌建设思路，不断提升消费者品牌知名度。

图表 40. 安井食品 2020 年新品



资料来源：公司官微，中银证券

图表 41. 公司产品品类逐渐丰富

产品品类	代表产品	新品推广	对应渠道
速冻鱼糜制品	爆汁小鱼丸、Q 鱼板、鱼豆腐等	丰富“锁鲜装”、	经销商、特通渠道
速冻肉制品	霞迷饺、撒尿肉丸、亲亲肠等	“三大丸”产品系列	经销商、特通渠道
速冻米面制品	手抓饼、牛奶馒头、核桃包、 红糖馒头、红糖发糕等	新品：馅饼，次新品： 桂花糕、红糖发糕、流 沙包、核桃包	经销商、商超
速冻菜肴制品	千夜豆腐、蛋饺等	新品：虾滑	经销商、特通渠道

资料来源：公司公告，中银证券

公司聚焦发面类、主食类产品，高质中高价构建品牌形象。传统速冻米面类水饺、汤圆占比超过 70%，市场接近饱和，公司避开红海市场，不和三全、思念正面竞争；选择高成长性、低集中度的发面类赛道，比如 2012 年推出大单品手抓饼、2015 年推出红糖馒头，均成为爆款。我们认为公司的核心能力在于挖掘潜力单品且把具有竞争力的单品卖给消费者，比如红糖馒头并非公司原创，安井对其进行改造后，进行全国的大规模推广，红糖馒头单品迅速达到了年销额几千万的水平。同时，公司采取“高质中高价”的销售定价策略，在消费者心中构建“中高端”产品形象，利于品牌 C 端发展。

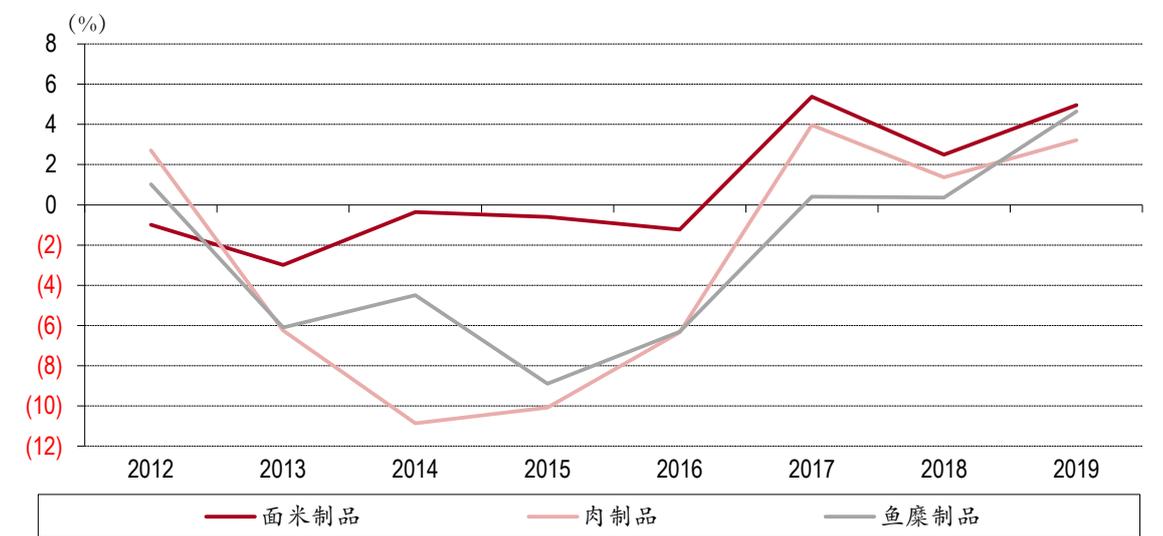
图表 42. 公司主推新品汇总

年份	主要推新产品
2012	红糖馒头、手抓饼、太湖蒸饺、紫薯包
2013	霞迷饺
2014	迷你系列、脆排
2015	火龙鱼果、Q 鱼板、卷类系列、老馒头系列
2016	仿龙虾排、紫薯糯米球、蛋饺、红糖发糕、核桃包
2017	流沙包、小龙虾调味水产品
2018	丸之尊、冻品先生
2019	锁鲜装
2020	蒸煎饺、馅饼、小笼包

资料来源：公司公告，中银证券

结构升级推动均价推升。随着行业呈现高端化趋势，公司推出“丸之尊”高端和“三大丸”中高端等品牌，推动产品结构升级，提高盈利能力和品牌力。拆分公司历年各品类吨价同比增速，2017-2019 年公司肉制品、面米制品、鱼糜制品吨价同比增速明显转正。

图表 43. 安井食品历年各品类吨价同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

子品牌冻品先生贴牌生产，公司持股比例低不惧发展不确定性。安井于 2019 年 9 月 12 日，出资 350 万元人民币参股厦门冻品先生科技有限公司，冻品先生是公司副品牌，主要面对 ToB 端餐饮渠道市场，以贴牌加工方式生产，除了不占用公司产能资源外，轻资产投入可以快速推新、试错成本低。截止 2019 年 12 月 31 日，公司持有冻品先生 9.72% 的股权，持股比例较低不惧发展不确定性。

盈利预测与投资评级

关键假设

基于前文的分析，我们对安井食品未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入以火锅料制品、速冻米面制品以及速冻菜肴制品为主，其他业务按照 19 年情况估算保持不变。
- 2、火锅料制品和速冻米面制品产能扩张以公司已披露信息匡算。公司七大生产基地在 2020 和 2021 年产能迅速扩张，2020-2022 年公司总产能分别为 55 万吨、70 万吨和 79 万吨；根据以往数据，公司产能利用率较高，产销率接近 100%：2020-2022 年产能利用率分别按 110%、103%和 106%匡算，总产销率 96%、97%和 97%。
- 3、2019 年由于原材料价格上涨公司已进行提价，目前上游原材料价格稳定，我们预计 2020-2022 年市场逐步稳定，产品平均单价随物价上涨。

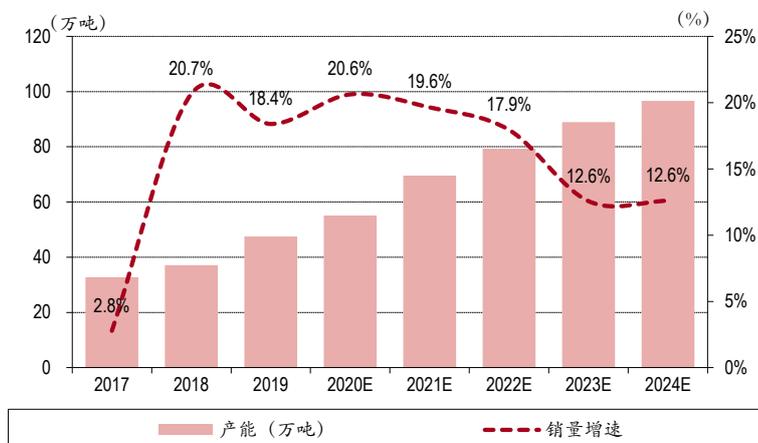
图表 44. 安井食品产能汇总

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
产能 (万吨)	32.77	37.08	47.52	55.10	69.60	79.30	88.90	96.60
产量 (万吨)	35.16	43.18	51.34	60.35	71.51	84.32	94.91	106.86
鱼糜制品	12.13	14.83	18.36	21.48	25.13	29.40	32.93	36.88
肉制品	8.74	10.45	11.57	12.73	14.64	16.84	18.52	20.37
菜肴制品	3.71	5.50	6.46	7.75	9.30	11.16	12.49	13.99
米面制品	10.58	12.40	14.95	18.39	22.44	26.92	30.96	35.61
产能利用率(%)	107	116	108	110	103	106	107	111
销量 (万吨)	34.26	41.34	48.94	57.73	69.06	81.44	91.67	103.21
yoy	2.8	20.7	18.4	18.0	19.6	17.9	12.6	12.6
总产销率(%)	97	96	95	96	97	97	97	97
销售收入 (亿元)	34.84	42.59	52.67	63.42	77.43	92.91	106.52	122.18
平均单价 (万元/吨)	1.02	1.03	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16	1.18

资料来源：公司公告，中银证券

注：由于无锡、四川、湖北、河南及辽宁二期项目建设存在不确定性，预期与实际存在一定偏差。产量及销量数据为我们预测。

图表 45. 安井食品产能不断释放



资料来源：公司公告，中银证券

注：产能根据公司公告，销量增速为我们预测数据

- 4、2020-2022 年商超渠道拓展期，销售费用率维持一季度 13.7%；管理费用率中由于有股权激励费用，2020 年较高，2021 和 2022 逐渐下降；财务费用率与研发费用率基本保持不变。
- 5、资本开支高于往年，主要由于河南二期工厂、湖北工厂建设原因，随着渠道铺开，新厂建设速度加快。
- 6、公司所得税率不变，维持 2019 年 22.9%。

图表 46. 安井食品收入预测表

(亿元)		2018	2019	2020E	2021E	2022E
速冻鱼糜制品	营业收入 (亿元)	15.67	20.04	23.82	28.74	33.96
	yoy (%)	21.3	27.9	18.8	20.7	18.2
	毛利率 (%)	25.9	24.8	25.3	25.4	25.4
速冻肉制品	营业收入 (亿元)	11.95	13.20	14.89	17.65	20.71
	yoy (%)	20.7	10.5	12.8	18.5	17.3
	毛利率 (%)	26.7	22.8	23.2	23.5	23.5
速冻菜肴制品	营业收入 (亿元)	3.95	5.46	6.61	8.16	9.99
	yoy (%)	47.9	38.2	21.0	23.6	22.4
	毛利率 (%)	29.7	28.8	27.5	27.5	27.5
速冻米面制品	营业收入 (亿元)	10.98	13.88	18.02	22.87	28.26
	yoy (%)	18.6	26.4	29.8	26.9	23.6
	毛利率 (%)	26.1	28.8	29.5	29.5	29.5
合计 (内生增长)	营业总收入 (亿元)	42.58	52.67	63.42	77.51	93.01
	yoy (%)	22.2	23.7	20.4	22.2	20.0
	毛利率 (%)	26.5	25.8	26.2	26.4	26.4

资料来源：万得，中银证券

相对估值和投资评级

我们从 A 股食品饮料行业食品类公司中选取另外 8 家公司进行估值对比，选择的均为子板块小龙头，且业绩快速增长，除三只松鼠外 17-19 三年净利润复合增长率均超过 10%，中位值达到 23.7%，安井三年净利润复合增长率为 28.1%，高于几家公司中位值水平。

图表 47. 可比公司估值表

公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			ROE(%)	CAGR(%)
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	17-19A
海天味业	123.8	4011.7	1.98	1.90	2.31	62.5	65.0	53.6	35.2	23.5
绝味食品	69.1	420.4	1.38	1.51	1.85	50.1	45.7	37.4	21.1	28.2
桃李面包	49.8	328.1	1.04	1.25	1.47	48.0	39.8	34.0	19.1	16.2
三只松鼠	75.2	301.5	0.63	0.79	1.06	119.3	95.3	71.2	15.9	0.3
安井食品	116.4	275.1	1.62	1.94	2.53	71.9	60.0	46.0	15.6	28.1
千禾味业	28.2	187.6	0.42	0.41	0.53	67.4	69.3	53.4	13.7	25.6
恒顺醋业	18.8	188.8	0.41	0.35	0.40	45.4	53.6	47.0	15.1	24.0
三全食品	23.2	185.0	0.27	0.53	0.59	85.7	43.7	39.3	10.3	77.3
广州酒家	31.7	127.9	0.95	1.04	1.37	33.3	30.6	23.1	18.6	12.9

资料来源：万得，中银证券

注：安井食品、海天味业、恒顺醋业 EPS 为中银证券预测，其他可比公司 EPS 为万得一致预期，收盘价截止 2020 年 6 月 24 日，ROE 截止 2019 年 12 月 31 日。

我们预测安井食品 2020-2022 年收入分别达到 63 亿、78 亿、93 亿，同比增长 20%、22%、20%。对应净利润 4.6 亿、6.0 亿、7.2 亿，增速 22.9%、30.3%、20.4%。扣非净利同比增长 39.8%、20.7%、19.2%。每股收益为 1.94 元、2.53 元、3.05 元。从市盈率来看，现阶段食品股估值均较高，安井此时 PE 高于中位值水平，但公司成长确定性较高，我们看好公司长期发展。首次覆盖给予**增持**评级。

风险提示

原材料成本涨幅超预期。行业性因素导致原料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

管理层减持风险。公司 2020 年 6 月 5 日公告，董事长刘鸣鸣先生计划减持公司股票 1.69%，总经理张清苗计划减持 0.85%，高管减持对市场信心造成一定影响。

产能扩张不及预期。由于疫情等突发因素影响，公司产能扩张节奏放缓。

行业竞争加剧。如果主流公司为了保年度目标规划不下滑，可能导致短期费用投入较大。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	4,259	5,267	6,342	7,751	9,301
销售成本	(3,166)	(3,949)	(4,726)	(5,763)	(6,910)
经营费用	(590)	(652)	(621)	(793)	(1,019)
息税折旧前利润	504	666	995	1,195	1,372
折旧及摊销	108	142	481	499	515
经营利润(息税前利润)	396	524	515	697	857
净利息收入/(费用)	(16)	(8)	(8)	(9)	(11)
其他收益/(损失)	26	28	28	28	28
税前利润	335	468	579	759	917
所得税	(77)	(111)	(136)	(177)	(213)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	270	373	459	598	720
核心净利润	270	373	459	598	720
每股收益(人民币)	1.143	1.579	1.941	2.529	3.045
核心每股收益(人民币)	1.143	1.579	1.941	2.529	3.045
每股股息(人民币)	0.361	0.474	0.583	0.759	0.914
收入增长(%)	22	24	20	22	20
息税前利润增长(%)	67	32	(2)	35	23
息税折旧前利润增长(%)	55	32	49	20	15
每股收益增长(%)	34	38	23	30	20
核心每股收益增长(%)	34	38	23	30	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	335	468	579	759	917
折旧与摊销	108	142	481	499	515
净利息费用	16	8	8	10	12
运营资本变动	(2)	(55)	(36)	(47)	(52)
税金	(65)	(95)	(120)	(161)	(197)
其他经营现金流	(356)	793	238	217	239
经营活动产生的现金流	36	1,261	1,150	1,276	1,434
购买固定资产净值	(456)	(607)	(660)	(660)	(660)
投资减少/增加	132	44	12	12	12
其他投资现金流	324	(566)	(88)	(90)	(96)
投资活动产生的现金流	0	(1,129)	(736)	(738)	(744)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	408	56	(25)	0	0
支付股息	(85)	(112)	(138)	(179)	(216)
其他融资现金流	(85)	(112)	0	0	0
融资活动产生的现金流	237	(168)	(163)	(179)	(216)
现金变动	273	(37)	251	359	473
期初现金	520	792	756	1,007	1,366
公司自由现金流	36	132	414	538	689
权益自由现金流	459	195	397	548	701

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,441	1,422	1,696	2,083	2,587
应收帐款	121	176	212	259	311
库存	1,163	1,733	2,074	2,529	3,033
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,724	3,331	3,982	4,870	5,931
固定资产	1,562	1,997	2,249	2,500	2,740
无形资产	103	150	142	135	127
其他长期资产	174	206	206	206	206
长期资产总计	1,839	2,353	2,597	2,840	3,073
总资产	4,563	5,685	6,579	7,711	9,004
应付帐款	952	1,230	1,472	1,795	2,152
短期债务	434	340	315	315	315
其他流动负债	666	1,175	1,443	1,747	2,091
流动负债总计	2,053	2,745	3,230	3,857	4,558
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	463	196	284	371	459
股本	216	236	236	236	236
储备	1,832	2,507	2,828	3,247	3,750
股东权益	2,048	2,744	3,065	3,483	3,987
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,563	5,685	6,579	7,711	9,004
每股帐面价值(人民币)	8.66	11.61	12.97	14.74	16.87
每股有形资产(人民币)	9.00	10.97	12.36	14.17	16.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.66)	(1.76)	(2.93)	(4.45)	(6.45)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.8	12.6	15.7	15.4	14.7
息税前利润率(%)	9.3	9.9	8.1	9.0	9.2
税前利润率(%)	7.9	8.9	9.1	9.8	9.9
净利率(%)	6.3	7.1	7.2	7.7	7.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	24.7	68.8	62.4	69.1	70.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	101.8	73.7	60.0	46.0	38.2
核心业务市盈率(倍)	101.8	73.7	60.0	46.0	38.2
市净率(倍)	13.4	10.0	9.0	7.9	6.9
价格/现金流(倍)	770.4	21.8	23.9	21.6	19.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.9	40.7	27.0	22.1	18.9
周转率					
存货周转天数	84.3	100.4	109.6	108.4	109.1
应收帐款周转天数	10.2	10.3	11.2	11.1	11.2
应付帐款周转天数	73.0	75.6	77.8	76.9	77.5
回报率					
股息支付率(%)	31.5	30.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	14.4	15.6	15.8	18.3	19.3
资产收益率(%)	7.8	7.8	6.4	7.5	7.9
已运用资本收益率(%)	18.2	18.8	15.9	19.4	21.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371