

安井食品(603345)

速冻火锅料理龙头，领先优势有望延续

发行价格

11.1 RMB

预计上市定价

23.0~31.9 RMB

主要数据

行业	
公司网址	www.anjoyfood.com
大股东/持股	国力民生/57.51%
实际控制人/持股	章高路/9%
总股本(百万股)	162
流通 A 股(百万股)	
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	5.89
资产负债率(%)	56.20

证券分析师

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

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

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

投资要点

平安观点：

■ **摘要：**冷链物流发展可能继续推动三四线城市、村镇市场速冻食品渗透率提升，消费习惯改变、产品结构升级亦驱动了行业增长。安井聚焦鱼糜等速冻火锅料理，规模优势已明显，这或许得益于其低毛利率、大经销商制的有效战略，优势有望延续甚至扩大。往后看，2B 端火锅料理份额扩大、及速冻品类延伸有望推动安井持续增长。

■ **驱动因素持续，行业稳定发展。**速冻食品行业持续增长，驱动因素包括结构升级、消费习惯改变、冷链物流发展等。其中鱼糜制品与行业增长同步；速冻米面制品等具有备餐属性，受到互联网外卖冲击较大，增速下滑。参考日本消费，我国速冻食品行业还有翻倍空间，驱动因素持续发酵，冷链物流发展可能继续推动三四线城市、村镇市场速冻食品渗透率提升，消费习惯改变、产品结构升级亦持续驱动行业增长。

■ **聚焦火锅料制品，领先优势有望延续。**安井食品聚焦火锅料制品的生产与销售，提升品牌形象，注重产品创新。受益于对经销商采取“高质中价”定价策略、支持大经销商发展，公司规模效应不断增强。往后看，安井领先优势有望延续，随着火锅料市场份额不断增长，速冻品类延伸，上市募投建厂突破产能瓶颈，安井将获得持续增长。

■ **募投项目助力公司全国扩张。**公司发行 5401 万股，拟募投净额 5.4 亿元，用于投资泰州、无锡两地共 20.5 万吨速冻调制品产能。项目实施后，将有效缓解公司产能不足的情况。预计泰州工厂完成后年收入可达 18.6 亿，净利 1.4 亿，净利率 7.4%；无锡工厂完成后收入可达 6.4 亿，净利 0.6 亿，净利率 8.8%。生产基地建成后将为公司未来发展提供产能保障。

■ **定价建议：**预计公司 16-18 年收入 30、34、39 亿，同比增 18%、14%、13%，归母净利 1.5、2.0、2.4 亿，同比增 20%、30%、19%。按上市后 2.16 亿股本测算，EPS 分别 0.71、0.92、1.09 元。可比公司海欣与三全利润异常，PE 参考意义不大。根据三全情况给予安井 17 年 1.5-2.0 倍 PS，定价区间 23.9-31.9 元；参考食品龙头 17 年 PE 均值 22 倍，给予安井 17 年 25-30 倍 PE，定价区间 23.0-27.6 元。综合考虑，安井 17 年合理价格区间 23.0-31.9 元。

■ **风险提示：**食品安全风险、原料价格波动风险、市场扩张不及预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2220	2561	3015	3447	3889
YoY(%)	24.3	15.4	17.7	14.4	12.8
净利润(百万元)	130	128	154	199	236
YoY(%)	25.2	-1.5	20.0	29.5	18.6
毛利率(%)	27.4	27.1	27.0	26.8	26.9
净利率(%)	5.9	5.0	5.1	5.8	6.1
ROE(%)	20.6	16.8	17.1	14.8	12.9
EPS(摊薄/元)	0.60	0.59	0.71	0.92	1.09
P/E(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

正文目录

一、专注于速冻食品生产与销售的知名企业	4
1.1 公司概况：专注于速冻食品生产，行业知名企业	4
1.2 股东情况：高管持股，发行后大股东比例降至 43%.....	4
1.3 业务概况：火锅料制品是公司收入与利润主要来源.....	5
二、驱动因素持续，行业稳定增长	5
2.1 结构升级、消费习惯改变、冷链物流发展推动行业增长	5
2.2 驱动因素持续，行业稳定发展	8
三、聚集火锅料制品，领先优势有望延续	9
3.1 塑造品牌形象，注重产品创新	9
3.2 支持大商发展，竞争优势明显	11
四、募投项目助力安井全国扩张	14
五、定价建议:	16
六、风险提示:	17

图表目录

图表 1	公司实际控制人为章高路	4
图表 2	发行前国力民生持股比例约 57.5%	5
图表 3	预计发行后国力民生持股比例降至 43.1%	5
图表 4	1H16 火锅料制品占收入比重 74.0%	5
图表 5	1H16 火锅料制品占毛利比重 74.2%	5
图表 6	不同机构对速冻食品分类口径不同	6
图表 7	11-14 年速冻食品收入 CAGR 为 13%	6
图表 8	11-14 年速冻食品利润总额 CAGR 为 14%	6
图表 9	鱼糜制品 14 年产量同比增 14%	7
图表 10	速冻米面制品 16 年 1-7 月产量同比增 2%	7
图表 11	城镇居民人均可支配收入逐年增多	7
图表 12	城镇居民人均食品支出逐年增长	7
图表 13	国内城镇化率在逐年提升	8
图表 14	冷链 50 强企业集中分布在华东与华南地区	8
图表 15	中国速冻食品人均消费量仍有提升空间 (单位: kg)	8
图表 16	一二线城市超市与大卖场占比较高	9
图表 17	安井聚焦终端广告宣传	10
图表 18	安井产品多次获得外部荣誉奖项	10
图表 19	安井产品创新是收入增长主要推力 (单位: 万元)	10
图表 20	华东地区是公司主销区	12
图表 21	公司建立覆盖全国的销售网络	12
图表 22	经销收入占比约 80%, 是公司主要经营模式	12
图表 23	500 万以上规模经销商收入占比高 (单位: 万元)	12
图表 24	经销商渠道毛利率低于综合水平	13
图表 25	不同属性的市场具有不同特点	13
图表 26	公司统一进行促销与推广活动	14
图表 27	公司计划募集 5.4 亿投入产能扩建、研发中心建设项目 (单位: 万元)	15
图表 28	截至 16 年 6 月 30 日, 部分募投项目已投入使用 (单位: 万元)	15
图表 29	公司已出现产能瓶颈	15
图表 30	项目完成后公司净新增收入约 25 亿, 净利率约 7.7%	15
图表 31	盈利预测关键假设单位: 百万元	16
图表 32	行业可比公司估值情况	16
图表 33	食品龙头公司估值情况	16

一、 专注于速冻食品生产与销售知名企业

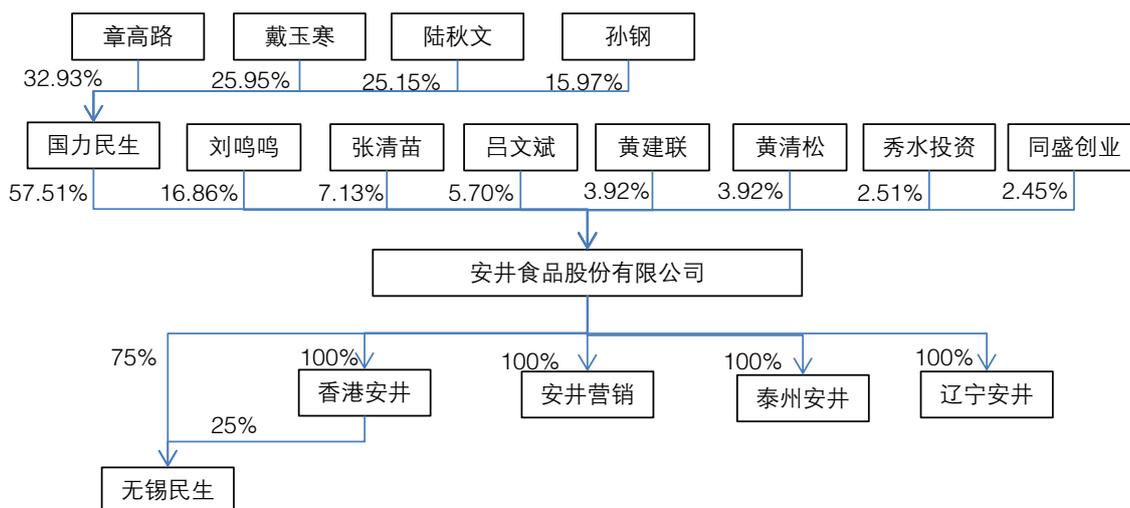
1.1 公司概况：专注于速冻食品生产，行业知名企业

福建安井食品股份有限公司成立于 2001 年 12 月，主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品的研发、生产和销售。下属 5 大生产基地 7 个工厂。经过十多年的发展，公司形成了以华东地区为中心、辐射全国的营销网络，成长为国内具有影响力和知名度的速冻食品生产企业。

1.2 股东情况：高管持股，发行后大股东比例降至 43%

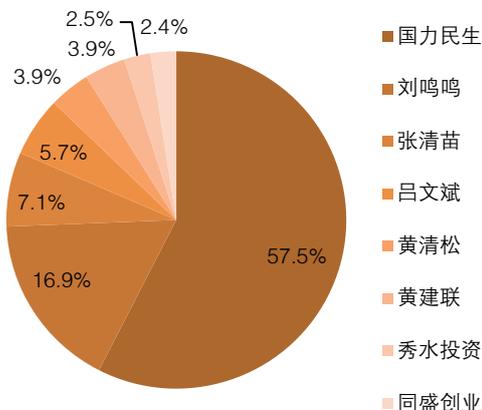
公司的实际控制人为章高路，通过持有国力民生 32.9% 股权，间接持有公司 18.9% 的股份。公司董事长、总经理、副总经理等 4 名高管则直接持有公司股票。公司公开发行数量为 5401 万股，全部为新股。发行后大股东国行民生持股比例降至 43% 左右。

图表1 公司实际控制人为章高路



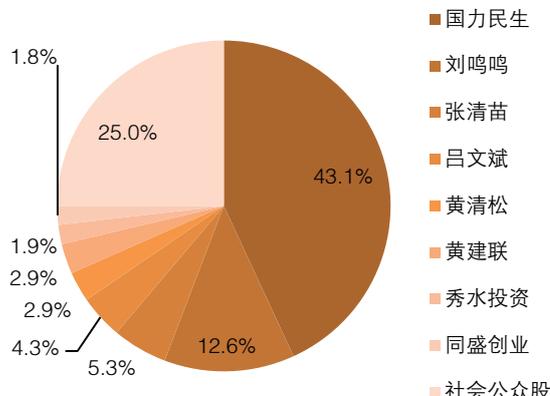
来源：平安证券研究所、公司公告

图表2 发行前国力民生持股比例约57.5%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表3 预计发行后国力民生持股比例降至43.1%

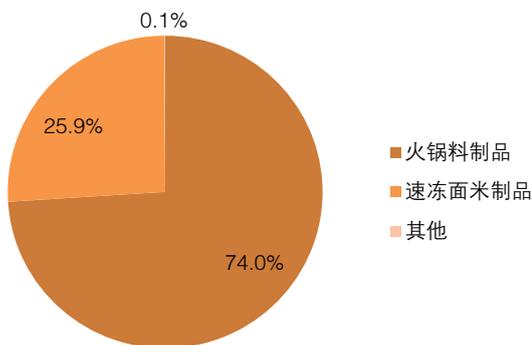


资料来源：平安证券研究所、Wind

1.3 业务概况：火锅料制品是公司收入与利润主要来源

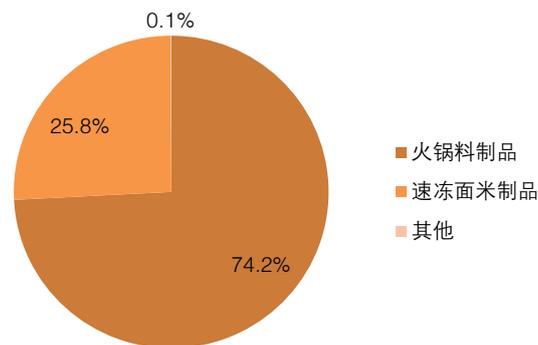
安井食品是以速冻食品的生产、销售为主的企业，目前公司产品包括以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为代表的火锅料制品，和以紫薯包、红糖馒头等为代表的速冻面米制品两大部分。1-3Q16 公司收入 21 亿，净利 1.3 亿，综合毛利率 26.9%。1H16 火锅料制品占公司收入比重 74%，占毛利比重 74%，是公司主要收入与利润来源。

图表4 1H16火锅料制品占收入比重74.0%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表5 1H16火锅料制品占毛利比重74.2%



资料来源：平安证券研究所、Wind

二、 驱动因素持续，行业稳定增长

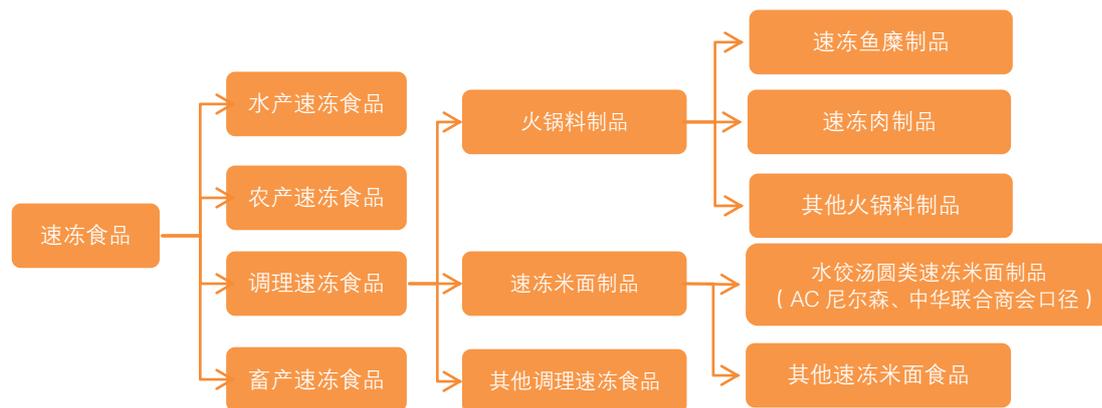
2.1 结构升级、消费习惯改变、冷链物流发展推动行业增长

■ 再次梳理速冻食品相关范畴概念

由于缺乏统一的定义和标准，目前市场上如欧睿、AC 尼尔森、国家统计局等相关机构的行业数据统计口径差异明显，这给关于速冻食品行业的研究带来了很大的困扰。因此，我们认为很有必要先对速冻食品的概念范畴进行认真的梳理，否则，很多的国际横向比较将缺乏意义，且带有误导性。

速冻食品包括四种：水产速冻食品、农产速冻食品、畜产速冻食品、调理类速冻食品。其中调理类速冻食品包括火锅料制品、速冻米面制品等。我国商务部定义的速冻米面食品是速冻调理食品的子品类，包含米饭、面条、水饺、汤圆、披萨类等；AC 尼尔森和中华商业联合会统计的速冻米面食品是剔除米饭、面条之外的水饺、汤圆、披萨类，这也是我们通常说三全市占率 31% 的统计范畴。

图表6 不同机构对速冻食品分类口径不同



资料来源：平安证券研究所、wind

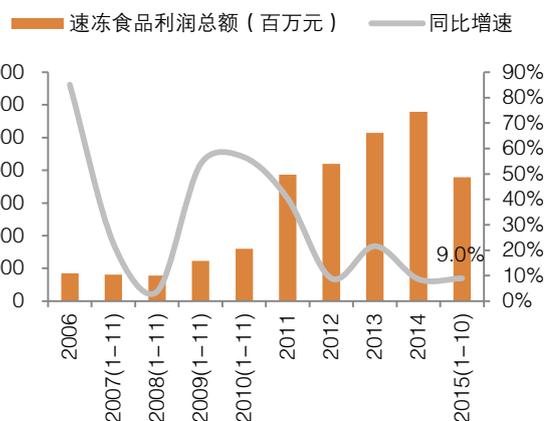
■ 行业平稳增长，鱼糜制品与行业同步，速冻米面食品下滑较快。2015 年 1-10 月速冻食品行业收入 653 亿，同比增 15%；利润总额 38 亿，同比增 9%，11-14 年 CAGR 分别为 13% 与 14%，行业保持稳定增长。其中鱼糜制品产量 CAGR 为 13%，与行业增长同步；速冻米面制品近年产量增速下滑较快，16 年 1-7 月仅约 2% 增长，可能与行业竞争加剧有关，尤其是互联网外卖平台兴起，对备餐市场造成较大冲击。

图表7 11-14年速冻食品收入CAGR为13%



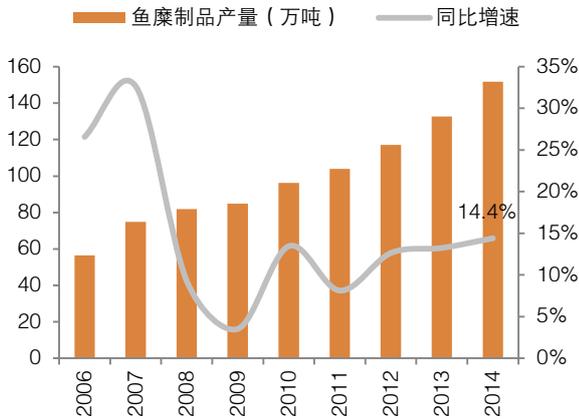
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表8 11-14年速冻食品利润总额CAGR为14%



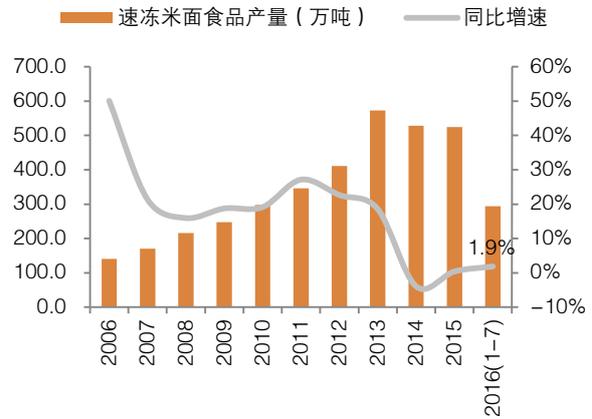
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表9 鱼糜制品14年产量同比增14%



资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表10 速冻米面制品16年1-7月产量同比增2%

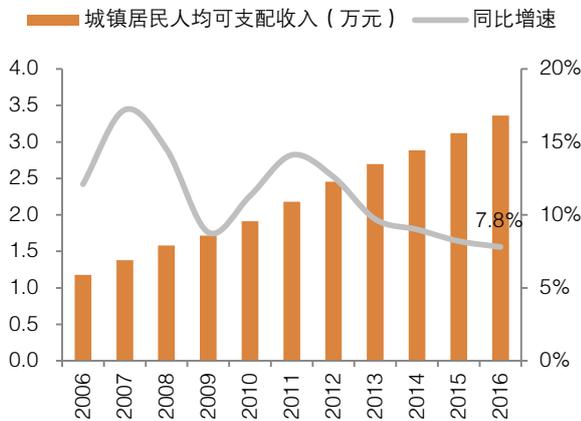


资料来源：平安证券研究所、Wind

■ 结构升级、消费习惯改变与冷链物流发展共同推动行业增长

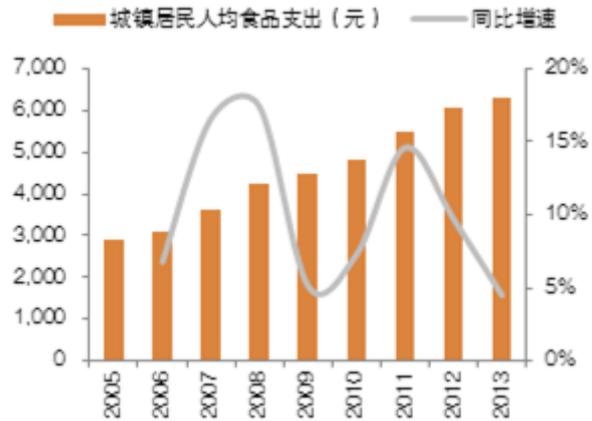
人均收入提升带动消费升级，行业产品结构稳步提升。近年来消费升级加快，快消品均出现不同程度的结构升级，驱动消费升级主要因素在于人均收入的增长，使消费者有购买高端产品意愿与能力，表现为居民的收入与食品支出逐年增加。从速冻米面行业观测情况看，中高端产品占比也在持续增加，各龙头企业也纷纷推出自己高档产品，如三全的“私厨”、“果然爱”、思念的“虾饺皇”等，行业产品结构升级趋势延续，将带动均价持续提升。

图表11 城镇居民人均可支配收入逐年增多



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表12 城镇居民人均食品支出逐年增长



资料来源：平安证券研究所、Wind

居民生活节奏日益加快，衍生新的消费需求。近年来社会与科技快速发展、竞争加剧，要求工作效率提升，必然产生快速的生活节奏，这又导致消费习惯发生改变，衍生出新的快捷、省时的消费需求。速冻食品加热即食，其方便、速食的特性正符合当下消费习惯，近年来获得较快增长。往未来看居民快速的生活节奏将常态化，速食消费的需求将长期存在，利于速冻米面行业长期发展。

冷链物流服务快速发展带动行业销量增长。我国冷链服务的市场规模近年来持续发展，据中物联冷链委发布数据显示，17年规模可达4600亿，较13年增长320%。冷链市场的发展主要来自于：一是城镇化率提升加速冷链物流发展，原因是农村生鲜多自给自足，对冷链需求较低，城市化率提高

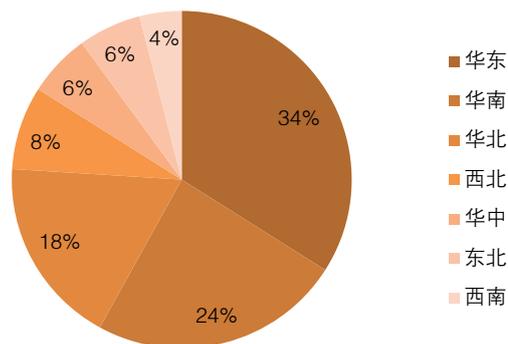
后农村向城镇转化，冷链物流低需求群体向高需求群体转移；二是农村人均收入增长，生鲜需求逐渐释放，本身对冷链较低的需求开始逐步提升；三是电商涉足生鲜市场，需要自建物流体系或选择第三方物流，加速了冷链物流发展。对比国外人均冷库容量，我国冷链市场还处于较低水平，且国内分部不平衡，主要集中在华东、华南地区，未来仍有发展空间，随着冷链物流的延伸，行业销量有望持续增长。

图表13 国内城镇化率在逐年提升



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表14 冷链50强企业集中分布在华东与华南地区

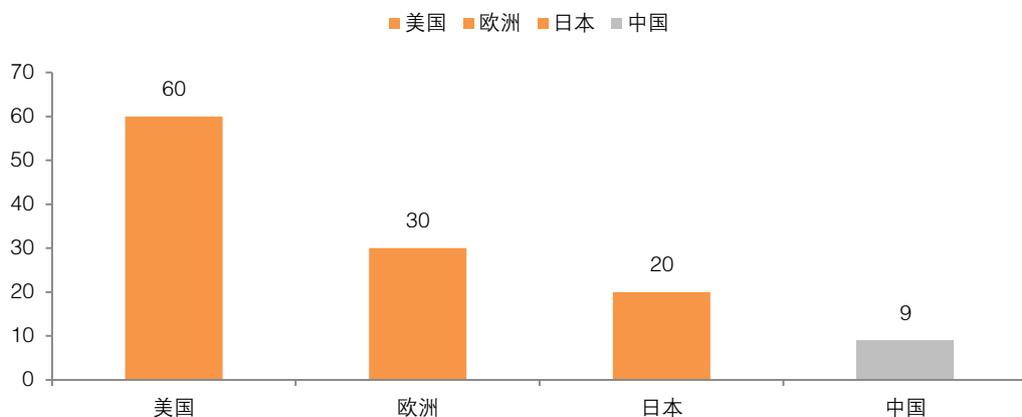


资料来源：平安证券研究所、中国冷链业协会

2.2 驱动因素持续，行业稳定发展

■ 国内速冻食品行业仍有发展空间。对比美国人均年消费 60kg，欧洲人均消费 30-40kg，日本人均年消费 20kg，我国人均年消费约 9kg，国内外差距有其客观因素，包括国外冷链物流更加发达、人均可支配收入更高、生活方式更为便捷等，随着国内经济及物流水平的发展，这一差距有望缩小。日本饮食习惯与国内接近，且消费已成熟，以日本人均消费为天花板测算，我国速冻米面食品行业还有翻倍发展空间。

图表15 中国速冻食品人均消费量仍有提升空间 (单位: kg)



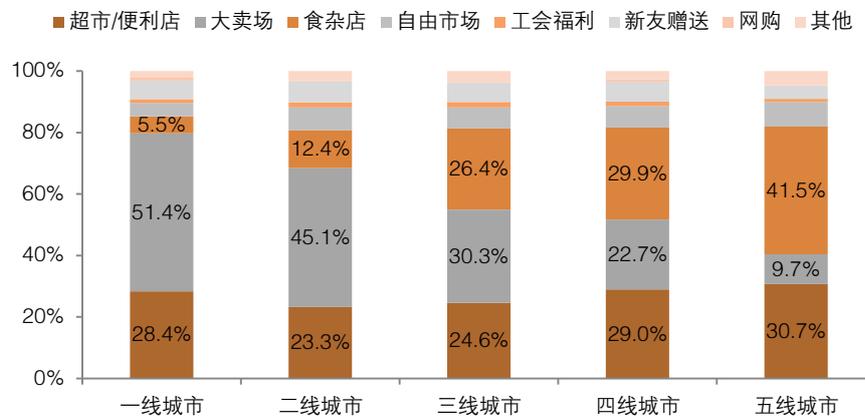
资料来源：平安证券研究所、公司公告

■ 行业增长主要来自于一二线城市的产品结构升级带来均价提升，以及三四线城市、村镇市场的

渗透率提升带来的销量增长。

- **结构升级集中体现在一二线城市，将带来行业均价增长。**速冻食品在一二线城市渗透率相对较高，原因在于：一方面此类城市生活节奏快，人均收入高，早有消费速冻食品的需求与能力；另一方面商超在一二线城市率先普及，冷链物流也较完善，因此短期内一二线城市对于速冻食品消费量增速可能放缓，但出于对美味与健康食品的追求，这些城市消费者会增加对高端产品的需求，产品结构改善将会对价格起到正向刺激作用。
- **量增主要表现在三四线城市渗透率提升。**速冻食品对于物流及存储有着特殊要求，冷链物流与现代商超渠道的发展会对速冻行业产生巨大推力。行业渗透率提升主要表现在三四线城市及村镇市场未来的增长：一是乡村冷链物流延伸，将便利速冻食品发展，二是家庭冰箱保有量的提升，为速冻食品储存创造了条件，三是随着城镇化率的提高，连锁超市与社区便利店拓展速度加快。

图表16 一二线城市超市与大卖场占比较高



资料来源：平安证券研究所、CTR

三、 聚焦火锅料制品，领先优势有望延续

3.1 塑造品牌形象，注重产品创新

聚焦终端宣传，塑造品牌形象。火锅料制品行业格局分散，14年安井鱼糜制品产量市占率仅为4.4%，行业尚未出现强力品牌企业。安井大力塑造品牌形象，力争在行业发展前期取得先发优势。公司坚持聚焦产品高端定位、主打火锅料制品、聚焦终端宣传等策略，采取多种广告宣传手段，全力打造深入民心的品牌。

图表17 安井聚焦终端广告宣传



资料来源：平安证券研究所、公司官网

公司有着系统性的产品创新体制。安井按照“研发一代、生产一代、储备一代”的新品规划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，同时新产品推广情况也列入营销人员考核指标，确保新产品推广得到足够重视，大大提高新产品的上市成功率。表现为一是公司产品曾多次获得外部荣誉奖项；二是新品占公司收入比重不断提升。

图表18 安井产品多次获得外部荣誉奖项

时间	荣誉
2010年	“安井”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，
2010年	爆汁小鱼丸获中国食品科学技术学会产品创新奖二等奖。
2011年	烤鱼棒、海参丸获中国食品科学技术学会冷冻与冷藏食品分会 2010-2011 年度行业创新产品
2012年	公司被国家工业和信息化部科技司确认为“工业企业品牌培育试点企业”，
2012年	公司产品水晶包获中国食品科学技术学会冷冻与冷藏食品分会 2011-2012 年度行业创新产品

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

图表19 安井产品创新是收入增长主要推力（单位：万元）

开发年份	新品名称	销售收入			
		2013年	2014年	2015年	2016年1-6月
2012年新品	红糖馒头	800.54	1,064.06	1,918.93	1,356.62
	紫薯包	1,170.57	1,608.64	1,919.95	957.77
	烤烤香系列	5,188.91	4,696.88	3,591.30	1,589.72
	烧鱼板	1,636.80	2,806.09	3,703.38	1,383.80
	太湖燕饺	4,435.94	4,310.51	3,806.46	2,167.39
	手抓饼	338.93	4,514.14	11,514.83	5,063.79
	小计	13,571.69	19,000.32	26,454.85	12,519.09
2013年新品	霞迷饺	5,799.03	19,369.69	21,363.45	13,171.66

开发年份	新品名称	销售收入			
		2013年	2014年	2015年	2016年1-6月
	小计	5,799.03	19,369.69	21,363.45	13,171.66
2014年新品	迷你系列	-	2,250.04	4,502.37	3,198.75
	脆排	-	1,116.17	2,182.38	1,331.62
	小计	-	3,366.21	6,684.75	4,530.37
2015年新品	火龙鱼果	-	-	692.73	540.21
	Q鱼板	-	-	3,406.53	2,329.76
	卷类系列	-	-	451.3	527.85
	老面馒头系列	-	-	49.18	133.58
	三片两肠组合	-	-	2,051.31	2,280.41
	鱼豆干	-	-	49.54	22.43
	小计	-	-	6,700.59	5,834.24
2016年1-6月新品	仿龙虾排	-	-	-	237.76
	紫薯糯米球	-	-	-	110.09
	小计	-	-	-	347.85
新品销售收入合计		19,370.72	41,736.22	61,203.64	36,403.21
新品销售收入合计占当期营业收入比例		10.84%	18.80%	23.90%	25.29%

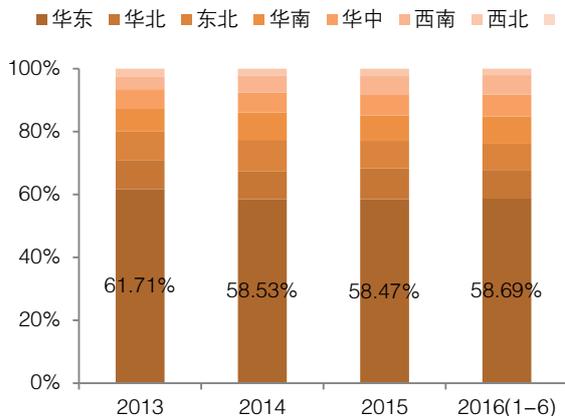
资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

3.2 支持大商发展，竞争优势明显

■ 渠道特点：深耕华东区域，经销模式为主

深耕华东，辐射全国。安井一直注重营销渠道的建设，华东地区渠道下沉至县级，收入占比50%以上，是公司成熟区域；在全国建立了营销驻外机构包含5个分公司和30余个联络处，营销网络涉及经销商及大型商超近600多个，已形成了深耕华东、辐射全国的销售网络。

图表20 华东地区是公司主销区



资料来源：平安证券研究所、公司公告

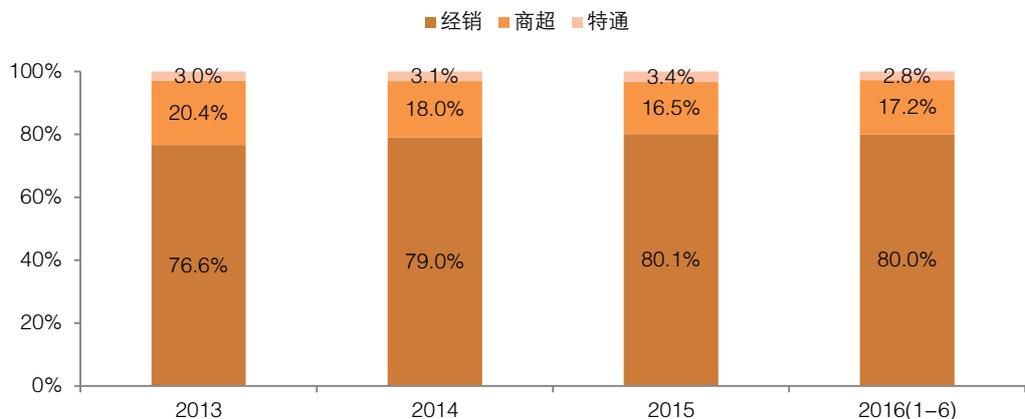
图表21 公司建立覆盖全国的销售网络



资料来源：平安证券研究所、公司官网

经销模式为主，直营渠道为辅。公司主要通过两种模式进行销售：一是针对于大型商超客户的直营模式；二是通过经销商向二批商、区域性小商超及农贸市场销售的经销模式。此外还有少部分针对酒店、餐饮的特通渠道模式。15年经销模式收入占比达80%，是主要经营模式。

图表22 经销收入占比约80%，是公司主要经营模式



资料来源：平安证券研究所、wind

■ 支持大商发展，竞争优势明显

安井经销模式中，500万以上规模经销商收入占比超70%，典型大商制模式。公司通过“高质中价”的定价策略、渠道差别化管理、贴身支持手段支持大商发展，竞争优势明显。

图表23 500万以上规模经销商收入占比高（单位：万元）

年度	项目	1000万以上	500万-1,000万	300万-500万	100万-300万	100万以下	合计
2015年	家数(家)	51	75	61	135	185	507
	销售收入	95,175	54,245	23,575	24,172	7,918	205,085
	占比	46.41%	26.45%	11.50%	11.79%	3.85%	100.00%

年度	项目	1000万 以上	500万- 1,000万	300万- 500万	100万- 300万	100万以下	合计
2014年	家数(家)	40	67	61	137	226	531
	销售收入	70,215	48,149	23,479	25,784	7,676	175,303
	占比	40.05%	27.47%	13.39%	14.71%	4.38%	100.00%
2013年	家数(家)	25	50	56	139	394	664
	销售收入	42,878	35,047	21,679	25,547	11,688	136,840
	占比	31.33%	25.61%	15.84%	18.67%	8.54%	100.00%

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

➤ **“高质中价”定价策略，保证经销商利润空间。**安井为巩固和增强市场竞争力，根据经销商流通价格敏感性较高特点，采取“高质中价”的定价策略，保证经销商利润空间。优势在于提升经销商积极性，利于出货扩大市场规模；劣势在于公司毛利率较低。在行业集中度较低、市场跑马圈地阶段，该策略利于提升市场份额，应为优选策略。

图表24 经销商渠道毛利率低于综合水平

销售渠道	2013年	2014年	2015年	2016年1-6月
经销商	24.94%	24.17%	24.07%	23.80%
商超	38.58%	41.46%	42.51%	44.52%
特通	26.39%	28.40%	23.03%	25.29%
综合毛利率	27.77%	27.41%	27.08%	27.41%

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

➤ **渠道差别化管理，保证经销渠道高效运作。**安井在流通渠道（农贸）实现根据市场情况合理分配资源，实现单品突破，确保在细分市场中实现销量最大化。从区域上看，对于福建等成熟市场采取密集分销模式，通过规格区隔、渠道区隔等方式来加以保护经销商；对西北地区等非成熟地区则采取省、市代理制，并根据市场发展态势和渠道特点来进行适当的渠道下沉，使市场格局更加合理，进而拉动销售增长。公司通过清晰的渠道策略，差别化管理，保证经销渠道高效运作。

图表25 不同属性的市场具有不同特点

地区	主要省份	市场属性	渠道特点
华东地区	江苏、福建、浙江、安徽	根据地市场	密集分销
	江西	边缘市场	市级代理
	山东、上海	重点市场	市级代理
华北地区	北京、天津、河北、山西	重点市场	市县代理
	内蒙古	边缘市场	市级代理
西南地区	四川、重庆、贵州、云南	边缘市场	省级代理
华中地区	湖北、湖南、河南	重点市场	市级代理
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	重点市场	市级代理
华南地区	广东、海南	重点市场	市级代理
西北地区	新疆、陕西、甘肃	边缘市场	省市代理

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

对大商“贴身支持”，推动销量增长。一打通销售渠道支持，协助经销商构建销售网络；二是增加粘度支持，如协助召开订货会、推出差异化产品组合与促销政策等；三是提升品牌拉动支持，对户外广告进行统一宣传与生动化布置，保证品牌形象统一；四是丰富促销活动支持，开展主题终端活动拉进产品与消费者距离，促进终端销售增长。

图表26 公司统一进行促销与推广活动

时间	经销商宣传活动	商超宣传活动
2016 (1-6)	“百万红包”产品促销活动 “卤动渠道”卤味渠道开发活动 “餐饮掘金豆腐先行”餐饮渠道开发活动 “战烧烤 铺抽奖”产品推广活动 “早晚铺 上下动”产品推广活动	“步糕升”米发新品推广活动 “手抓饼增量PK”产品竞赛活动 “一拖一”陈列PK赛产品推广活动 “百店PK，勇争第一”产品推广活动
2015年	“三片两肠老面称王”新品推广活动 “三驾马车一赶集车”行动 “三驾马车一舞台车”行动 “三驾马车一千车工程”行动 “烧烤涮烫片肠称王”新品推广活动 “大红灯笼高高挂”行动	“手抓不松，席卷天下”新品推广活动 “馒头下山”新品推广活动 “丸子去哪了”踏青烧烤季火锅料推广活动 “好鱼做好丸”旺季火锅料推广活动
2014年	“携手安井理上加礼”农贸渠道推广活动 “红动中国”品牌推广活动 “转战迷你手抓天下”新品推广活动 “安井万里行”舞台车活动 绝代双“包”水晶包、金瓜包推广活动 “大有新意”鱼豆腐推广活动 “马上有钱”贡丸刮刮卡活动	“猴年猴赛雷”猴形气模悬挂品牌宣传活动 “安井烧烤节”火锅料产品推广活动 “手抓天下”新品推广活动 “绿色田野、红色太阳”商超终端活动 “百日会战”火锅料产品推广活动
2013年	“单品夺冠”战略大单品培育活动 “三箭齐发”农贸渠道品牌建设活动 “饺动天下”新品霞迷饺推广 《安井 style》巡回订货会 “安井万里行”舞台车活动	“安井祝你喜羊羊”商超终端活动 “大红大紫”包点推广活动 “好鱼做好丸”品类推广活动 “收官2013”商超终端活动

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

■ 市场扩张、品类延伸有望推动公司持续成长

展望未来，随着关东煮、麻辣烫、烧烤等休闲小吃兴起，速冻鱼糜、速冻肉制品不仅局限于火锅消费，其应用场景变得多样化，市场覆盖面更广，2B端火锅料理市场份额持续扩大，为行业带来增长空间。速冻只是保存食物手段，品类扩张性强，从原来传统的鱼丸、肉丸、水饺、汤圆，到现在的速冻面点、蛋糕、牛排、披萨等，行业的品类创新一直在持续进行。安井有着优秀的产品创新机制与渠道推广能力，受益于市场扩张与品类延伸，有望获得持续成长。

四、募投项目助力安井全国扩张

公司发行5401万股，募投净额5.4亿元，用于投资“泰州安井16万吨速冻调制食品项目”、“无锡

安井 4.5 万吨速冻调制食品项目”。截至 16 年 6 月 30 日，募投项目部分已建成投入使用。

图表27 公司计划募集5.4亿投入产能扩建、研发中心建设项目 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	拟以募集资金投入
1	泰州安井新建年产 16 万吨速冻调制食品项目	53398.18	52708.51
2	无锡民生扩建年产 4.5 万吨速冻调制食品项	19672.54	1276.11
3	安井技术研发中心项目	2802.09	-
		75872.81	53984.62

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

图表28 截至16年6月30日，部分募投项目已投入使用 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	已投入金额	备注
1	泰州安井新建年产 16 万吨速冻调制食品项目	53398.18	17571.12	两个生产车间已建成并投入使用
2	无锡民生扩建年产 4.5 万吨速冻调制食品项	19672.54	17361.43	已建成并开始投产
3	安井技术研发中心项目	2802.09	916.63	已初步建成并投入使用
		75872.81	35849.18	

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

公司 15 年总产能 24 万吨，15 年产能利用率超过 100%，出现产能瓶颈。公司拟用募集资金 5.4 亿，建设泰州、无锡两地共 20.5 万吨速冻调制品产能。项目实施后，将有效缓解公司产能不足的情况。预计泰州工厂完成后年收入可达 18.6 亿，净利 1.4 亿，净利率 7.4%；无锡工厂完成后收入可达 6.4 亿，净利 0.6 亿，净利率 8.8%。生产基地建成后将为公司未来发展提供产能保障。

图表29 公司已出现产能瓶颈

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 (1-6)
设计产能 (吨)	115,256	216,414	239,634	144,491.67
YOY		87.8%	10.7%	
产量 (吨)	162,594	206,549	254,781	135,843.81
YOY		27.0%	23.4%	
产能利用率	141.07%	95.44%	106.32%	94.01%

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

图表30 项目完成后公司净新增收入约25亿，净利率约7.7%

	总产能 (万吨)	预计年收入 (百万元)	预计净利润 (百万元)	预计净利率
泰州安井速冻调制食品项目	16	1855.95	136.56	7.36%
无锡速冻调制食品项	4.5	636.3	55.74	8.76%
合计	20.5	2492.25	192.3	7.72%

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

五、 定价建议:

我们预计公司 16-18 年收入 30、34、39 亿，同比增 18%、14%、13%，归母净利 1.5、2.0、2.4 亿，同比增 20%、30%、19%。按上市后 2.16 亿股本测算，EPS 分别为 0.71、0.92、1.09 元。可比公司海欣与三全均处于利润异常阶段，PE 参考意义不大。根据三全食品 PS 情况，给予安井 17 年 1.5-2.0 倍 PS，定价区间应在 23.9-31.9 元；参考食品龙头 17 年 PE 均值 22 倍，给予安井 17 年 25-30 倍 PE，定价区间应在 23.0-27.6 元。综合考虑，安井 17 年合理定价区间在 23.0-31.9 元。

图表31 盈利预测关键假设 单位：百万元

		2015A	2016E	2017E	2018E
火锅料制品	销售收入	1879	2205	2525	2856
	YOY	13.6%	17.3%	14.5%	13.1%
	毛利率	27.6%	27.5%	27.3%	27.4%
速冻面米制品	销售收入	679	806	919	1030
	YOY	21.9%	18.8%	14.0%	12.0%
	毛利率	25.8%	25.7%	25.5%	25.6%
其他	销售收入	3	3	3	3
	YOY	-61.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
合计	合计-营业收入	2561	3015	3447	3889
	YOY	15.4%	17.7%	14.4%	12.8%
	毛利率	27.1%	27.0%	26.8%	26.9%

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

图表32 行业可比公司估值情况

股票名称	市值 (亿)		收入 (百万元)			PS		
	2月9日	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	
海欣食品	54.22	815	909	1031	6.7	6.0	5.3	
三全食品	84.32	4237	4784	5490	2.0	1.8	1.5	
均值					4.3	3.9	3.4	

资料来源：平安证券研究所、wind

图表33 食品龙头公司估值情况

股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
	2月9日	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
贵州茅台	347.6	12.34	13.25	18.56	28.2	26.2	18.7
张裕 A	35.9	1.50	1.41	1.42	23.9	25.4	25.3
青岛啤酒	33.7	1.27	1.22	1.09	26.5	27.7	31.0

股票名称	股票价格 (元)		EPS (元/股)			PE (倍)		
	2月9日	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	
伊利股份	18.1	0.76	0.92	1.07	23.7	19.7	16.9	
双汇发展	21.2	1.29	1.33	1.34	16.5	15.9	15.9	
海天味业	29.8	0.93	1.02	1.18	32.1	29.3	25.2	
均值					25.1	24.0	22.2	

资料来源：平安证券研究所、wind

六、 风险提示：

食品安全风险、原材料价格波动风险、市场扩张不及预期风险。

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1069	1357	2299	2682
现金	378	469	1324	1559
应收账款	86	123	128	152
其他应收款	5	7	7	8
预付账款	13	22	22	26
存货	587	736	819	937
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1046	1036	1047	1056
长期投资	0	0	0	0
固定资产	942	931	941	949
无形资产	73	74	74	74
其他非流动资产	31	32	32	33
资产总计	2115	2393	3346	3739
流动负债	1242	1369	1585	1744
短期借款	173	173	173	173
应付账款	631	728	843	945
其他流动负债	438	469	569	627
非流动负债	46	46	46	46
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	46	46	46	46
负债合计	1288	1416	1632	1791
少数股东权益	0	0	0	0
股本	162	162	216	216
资本公积	109	109	595	595
留存收益	556	706	903	1137
归属母公司股东权益	827	978	1714	1948
负债和股东权益	2115	2393	3346	3739

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	377	173	402	319
净利润	128	154	199	236
折旧摊销	61	79	78	79
财务费用	9	12	-4	-8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	243	-94	106	-11
其他经营现金流	-64	23	21	22
投资活动现金流	-223	-69	-88	-89
资本支出	-52	-69	-88	-89
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-171	0	0	0
筹资活动现金流	5	-13	542	5
短期借款	11	0	0	0
长期借款	-10	0	0	0
普通股增加	0	0	54	0
资本公积增加	0	0	486	0
其他筹资现金流	3	-13	2	5
现金净增加额	159	91	855	236

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2561	3015	3447	3889
营业成本	1868	2201	2524	2843
营业税金及附加	20	24	26	30
营业费用	402	434	483	537
管理费用	127	145	155	171
财务费用	9	12	-4	-8
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	136	200	264	317
营业外收入	33	18	18	18
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	168	217	281	334
所得税	40	63	82	97
净利润	128	154	199	236
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	128	154	199	236
EBITDA	1	1	1	1
EPS (元)	0.59	0.71	0.92	1.09

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	15.4	17.7	14.4	12.8
营业利润(%)	-15.5	47.0	32.0	19.8
归属于母公司净利润(%)	-1.5	20.0	29.5	18.6
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	27.1	27.0	26.8	26.9
净利率(%)	5.0	5.1	5.8	6.1
ROE(%)	16.8	17.1	14.8	12.9
ROIC(%)	12.8	17.9	22.2	27.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	60.9	59.2	48.8	47.9
净负债比率(%)	-19.2	-25.5	-64.4	-68.8
流动比率	0.86	0.99	1.45	1.54
速动比率	0.39	0.45	0.93	1.00
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.33	1.34	1.20	1.10
应收账款周转率	26.6	28.9	27.5	27.8
应付账款周转率	4.3	4.2	4.2	4.2
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.71	0.92	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	0.80	1.86	1.48
每股净资产(最新摊薄)	3.83	4.53	7.94	9.02
估值比率	-	-	-	-
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.1	0.8	0.6	0.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

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

行业投资评级：

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

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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

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

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

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

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

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

上海

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

北京

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