

## 安井食品 (603345.SH)

## 新股研究报告

## 速冻火锅料龙头企业，产能扩张保增长

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

沪深 300 指数

3471.39

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.804	0.792	1.001	0.925	1.136
每股净资产(元)	4.31	5.10	6.11	8.23	9.37
每股经营性现金流(元)	1.81	2.33	1.51	1.70	2.25
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	25.20%	-1.49%	26.37%	23.18%	22.88%
净资产收益率(%)	18.64%	15.52%	16.39%	11.23%	12.13%
总股本(百万股)	162.03	162.03	162.03	216.04	216.04

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **速冻火锅料制品龙头企业，业绩稳定：**公司主要产品为速冻火锅料制品（9M16 收入占比>80%）和速冻面米食品；2015/9M16 的收入增速分别为 15.4%/13.7%，净利率分别为 5.0%/6.1%。安井食品火锅料制品市占率近 6%，华东市场贡献超 50% 的收入，西南市场是公司主要的发展区域。
- **政策+冷链保证行业稳定发展：**火锅料制品相关企业主要集中于福建、广东等东南沿海地区，安井、海霸王、海欣等企业占据主要市场份额。近年来行业快速发展也吸引大量新进入者，导致龙头与大量中小企业并存、市场集中度较低，CR5 不足 15%。未来随着冷链物流的发展，将加快速冻食品由东南沿海向内陆地区拓展，行业增速保持。而政策层面对于食品安全要求的提高，将有利于规范的企业市场份额的提升，市场集中度进一步提升。
- **“大单品+新品”的产品策略拉动公司增长：**公司积极培育并大力推广有较强竞争力的单品，相应的营销资源也向单品倾斜。同时战略大单品的持续增长也带动了其他单品的快速增长，进一步推动公司收入增长，截至 1H16，大单品贡献约 37% 的收入。而公司每年可推出一系列较为成功的新产品，2015 年新品收入增长贡献了 48% 的火锅料收入的增速。
- **募投项目助扩产能、丰品类：**公司此次拟公开发行 5,401 万股，每股 11.12 元，扣费后实际募集近 5.4 亿元，主要用于泰州和无锡生产基地建设项目，用以解决目前产能瓶颈及研发中心项目建设，丰富公司速冻产品品类。预计 2017 年年底项目建成后，总产能扩充至 40 多万吨，比现有提升超 60%。

## 投资建议

- 我们预计新建泰州产能 2017 年年底建成，2018 年可以达产，大幅提高业绩。我们预计 2016-2018 年收入分别为 30.48 亿/35.58 亿/44.81 亿元，净利润分别为 1.62 亿/2.00 亿/2.46 亿。考虑到发行后新增 5,401 万股，对应 2016-2018 年 EPS 分别为 1.00 元/0.925 元/1.136 元。
- 可比公司海欣食品、三全食品都处于利润异常阶段，PE 估值不具备可参考性。参考三全食品 2017 PS 1.5X 的估值，安井食品的目标价为 24.7 元；按照食品龙头企业 2017 年 PE 21X 的平均估值水平，安井食品的目标价为 19.4 元，综合考虑，给予新股安井食品目标价 22 元，“买入”评级。

## 风险

- 产能扩张进度不达预期/拓展市场费用增加/终端销售不及预期/竞争激烈。

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001  
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006  
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、速冻火锅料制品行业龙头 .....	4
二、速冻食品行业发展迅速，未来集中度有望提升 .....	5
三、产品：速冻鱼糜、肉制品为主，“大单品+新品”促增长 .....	7
3.1 产品火锅料制品为主、面米制品为辅 .....	7
3.2 实施“战略大单品”营销策略，叠加新品保收入增长 .....	10
四、渠道：经销商为主，商超农贸齐头并进 .....	11
4.1 “贴身支持”经销商，差异化管理效益最大化 .....	11
4.2 商超、特通齐头并进 .....	13
4.3 密集有效的推广活动 .....	13
五、募集项目扩产能，丰品类 .....	14
六、盈利预测 .....	15

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	4
图表 2：公司收入和利润平稳 .....	4
图表 3：鱼糜、肉制品收入占比高 .....	4
图表 4：股权发行前后比较 .....	4
图表 5：募投项目概况 .....	5
图表 6：中国速冻食品行业产值（亿元） .....	5
图表 7：鱼糜制品产量 CAGR>25% .....	6
图表 8：速冻面米产量 CAGR 近 17% .....	6
图表 9：速冻食品的区域性 .....	6
图表 10：火锅制品主要公司比较 .....	6
图表 11：速冻米面三足鼎立 .....	7
图表 12：三全业绩下滑 .....	7
图表 13：收入火锅料制品为主（百万元） .....	8
图表 14：各产品收入同比增速 .....	8
图表 15：总体毛利稳定，略低于同行业 .....	8
图表 16：各产品毛利占比 .....	8
图表 17：海欣食品火锅料分产品销量（吨） .....	9
图表 18：安井食品火锅料分产品销量（吨） .....	9
图表 19：火锅料均价（万元/吨） .....	9
图表 20：火锅料平均成本（万元/吨） .....	9
图表 21：速冻米面制品销售量比较（万吨） .....	9
图表 22：速冻米面均价比较（万元/吨） .....	9
图表 23：大单品销售收入（万元） .....	10

图表 24: 大单品销售增长对收入增长的影响 (万元)	10
图表 25: 新品推进	10
图表 26: 新品收入占比	11
图表 27: 新品增长对于销售收入增长影响	11
图表 28: 公司销售渠道	11
图表 29: 经销商收入 (亿元) 占比	12
图表 30: 一批经销商数目	12
图表 31: 按市场划分差异化经销商策略	12
图表 32: 华东地区占比 60%左右	13
图表 33: 按地区分商超网点	13
图表 34: 商超、渠道收入占比	13
图表 35: 安井、海欣、三全销售费用率比较	14
图表 36: 募投项目基本信息(百万)	14
图表 37: 公司产能到达瓶颈 (万吨)	15
图表 38: 产品产能预计 (万吨)	15
图表 39: 产品预测	15
图表 40: 可比公司估值	16
图表 41: 龙头企业估值	16

## 一、速冻火锅料制品行业龙头

**主要业务：**安井食品成立于 2001 年，公司主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜、肉制品为主）和速冻面米制品等速冻食品的研发、生产和销售。公司主要经营“安井”品牌速冻食品，包括爆汁小鱼丸、仿花枝丸等速冻鱼糜制品；撒尿肉丸、霞迷饺等速冻肉制品；紫薯包、红糖馒头、手抓饼等速冻面米制品合计 300 多个品种。公司现已形成以华东地区为中心，以此辐射全国的营销网络，是国内速冻食品生产龙头企业之一。

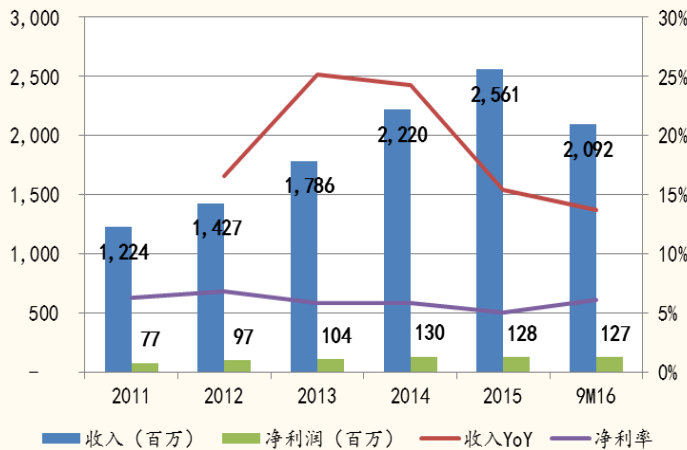
图表 1：公司发展历程

时间	事件
2001.12	前身厦门华顺民生食品有限公司成立
2004.10	“厦门华顺民生食品工业园”建成投产
2005.10	无锡华顺民生食品有限公司成立
2007.9	无锡安井食品营销有限公司成立
2011.9	安井登陆央视一套
2012.11	无锡二厂投产
2013.8	安井食品厦门二厂试产

来源：招股说明书，国金证券研究所

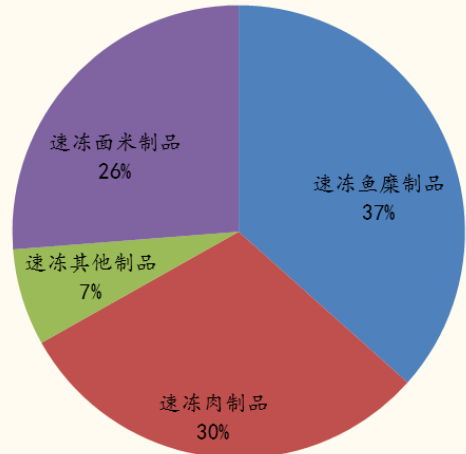
截至 2016 年前三季度，公司共录得收入 20.9 亿元，同比+13.7%，归母净利 1.27 亿元，同比+50%，主要得益于销售费用规模的控制。

图表 2：公司收入和利润平稳



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 3：鱼糜、肉制品收入占比高



来源：招股说明书，国金证券研究所

**公司股权：**公司最大股东为国力民生，约占发行前股份的 57%。发行前，公司总股本 16,203 万股，拟发行不超过 5,401 万股，公司相关股东公开发售股份数量不超过 2,700 万股，发行完成后总股本不超过 21,604 万股。

图表 4：股权发行前后比较

股东	发行前持股结构		本次拟公开发售股份 (万股)	预测发行后持股结构	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)		持股数 (万股)	持股比例 (%)
国力民生	9,319	57.51	1,634	7,685	40.65
刘鸣鸣	2,731	16.86	479	2,253	11.92
张清苗	1,155	7.13	203	953	5.04
吕文斌	924	5.70	162	762	4.03
黄建联	635	3.92	111	524	2.77
黄清松	635	3.92	111	524	2.77

秀水投资	407	2.51	-	407	2.15
同盛创业	396	2.45	-	396	2.09
限售股股东				13,503	71.43
社会公众				5,401	28.57
合计	16,203	100.00	2,700	18,904	100.00

来源：招股说明书，国金证券研究所

**募集项目用途：**公司拟公开发行不超过 5,401 万股，拟以募集资金投入近 5.4 亿元，主要用于泰州安井和无锡民生的速冻食品新建产能项目，解决目前产能不足的瓶颈。

**图表 5：募投项目概况**

项目名称	项目总投资 (万元)	拟以募集资金 投入(万元)
泰州安井新建年产 16 万吨速冻调制食品项目	53,398.18	52,708.51
无锡民生扩建年产 4.5 万吨速冻调制食品项目	19,672.54	1,276.11
安井技术研发中心项目	2,802.09	
合计	75,872.81	53,984.62

来源：招股说明书，国金证券研究所

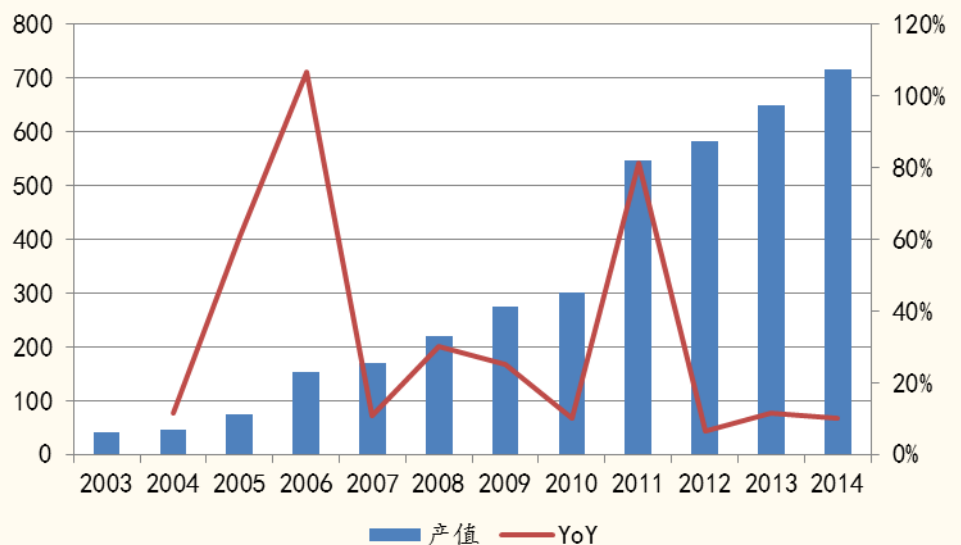
## 二、速冻食品行业发展迅速，未来集中度有望提升

在我国，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、速冻菜肴制品等大类。其中速冻鱼糜制品和速冻肉制品均属于火锅料制品。由于速冻调制食品烹调方便，适合现在快节奏的生活，近年来发展迅速。

### 2.1 行业发展迅速，区域性明显

**行业发展迅速：**我国速冻食品从 2003 年开始高速发展，2006 年销售额增长至 152 亿元，三年年均复合增速超 50%。到 2014 年速冻食品市场规模达 715 亿，十年年均复合增速超 30%。预计近三年受整体消费升级的影响，增速回落至 10% 左右，目前我国速冻食品市场规模预计约为 800 亿元。

**图表 6：中国速冻食品行业产值（亿元）**



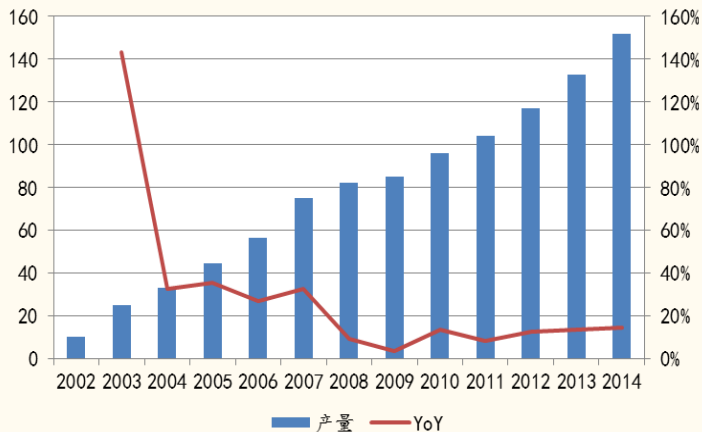
来源：招股说明书，国金证券研究所

国内速冻鱼糜产品发展源于上世纪 90 年代初期，主要是以海霸王为代表的台资背景企业。90 年代后期，中小民营企业开始大量介入，销售区域也从福建、



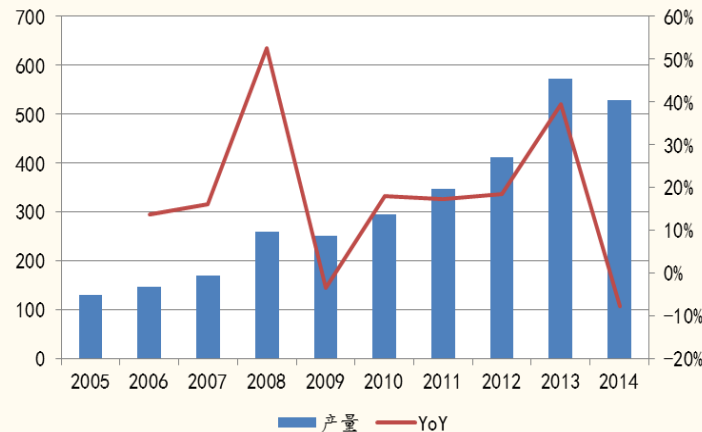
广东沿海一带向内陆市场渗透，用途仍以火锅配菜为主。2005 以来，随着消费者生活节奏的加快，速冻食品逐步得到消费者的更广泛认可，全国消费市场的进一步扩大带动了浙江、广东等地区企业的强势介入，外围销售区域、全国化通道进一步打开和拓展。截至 2014 年，速冻鱼糜产量达 151.8 万吨，10 年年均复合增速达 16.5%。

图表 7：鱼糜制品产量（万吨）CAGR>25%



来源：中国渔业统计年鉴，国金证券研究所

图表 8：速冻面米产量（万吨）CAGR 近 17%



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

我国速冻面米制品生产从上世纪 90 年代初开始起步，行业成熟度相比速冻鱼糜制品、速冻肉制品要高。中国产业信息网显示 2014 年速冻面米产量约为 528 万吨，2005 年以来年均复合增速近 17%，其中 2013 年速冻米面制品行业的产值约为 400 亿元。

**行业竞争格局：**以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主的火锅料制品行业与速冻面米制品行业发展的成熟度不同，形成的竞争格局也存在一定的差异。**火锅料制品行业**，在福建、广东等东南沿海地区，已形成了寡头竞争，包括安井、海霸王、海欣等大型生产企业占据了主要市场份额。近年来火锅料制品行业发展迅速，也吸引了一部分新进入者的加入，行业龙头与大量中小企业并存，市场较为分散。而**速冻面米行业**发展较为成熟，行业竞争格局清晰，集中度较高，一线城市基本由三全、思念、湾仔码头等全国性的几大品牌主导，在二三线城市除了大品牌之外，还存在一些强势的区域性品牌，这些品牌通过自身区域优势，产品不断创新形成差异性等特点在所在地方区域赢得了较大的市场。

图表 9：速冻食品的区域性

	生产区域	销售区域
速冻鱼糜制品	沿海城市等地区	福建、广东等沿海地区
速冻肉制品	山东、四川等地区	山东、江苏以及四川
速冻面米制品	河南一带	大中城市销售，商超为主

来源：招股说明书，国金证券研究所

## 2.2 速冻火锅料行业分散，面米制品三足鼎立

根据中国食品科学技术学会数据显示，2013 年火锅料制品行业已经形成约 230 亿元的产值规模，安井 2013 年速冻鱼糜、肉制品、其他火锅制品的收入合计 13 亿元，估算市占率约为 5.66%，而海欣食品 2013 年收入 7.54 亿元，市占率约为 3.28%，CR5 预计不足 15%，行业较为分散，尚无绝对龙头老大企业。

图表 10：火锅制品主要公司比较

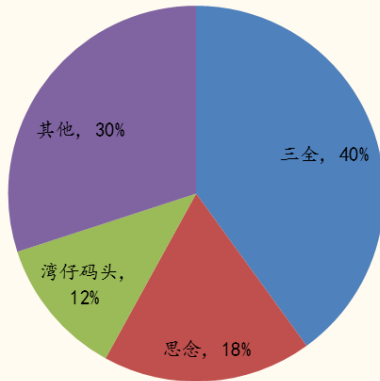
主要公司	主打产品	销售区域	主要渠道	2015 年收入
安井食品	霞迷饺、撒尿肉丸、千页豆腐	福建、华南、华东	超市、特通渠道	18.8 亿元
海欣食品	鱼丸、撒尿牛肉丸、鱼皮脆	上海、华北及华东	农贸批发市场、超市、便利店	8.14 亿
海霸王	火锅饺系列	广东、西南、上海	超市、便利店	20 亿左右 (含米面)

主要公司	主打产品	销售区域	主要渠道	2015 年收入
山东惠发	肉丸系列、肉肠系列、肉串	长江以北地区	农贸批发市场和超市	10 亿左右
福建海壹 (海旺)	玉米香肠、亲亲肠、福州鱼丸	浙江、东北地区	农贸批发市场	4 亿左右

来源：招股说明书，中国食品网，公司网站，国金证券研究所

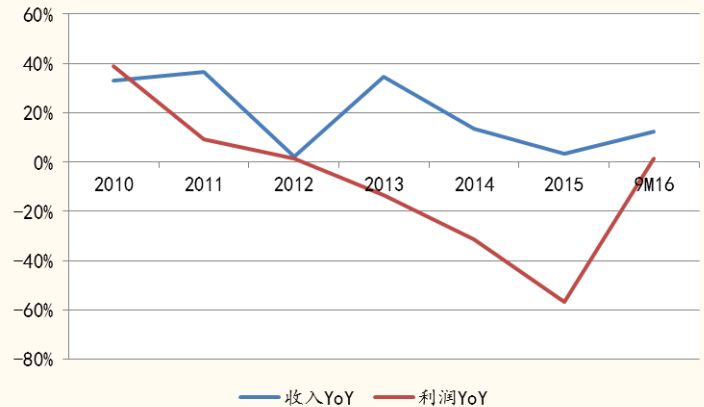
速冻米面行业三足鼎立，2013 年三全从亨氏食品手里买下龙凤后，市场份额保持在 40% 以上，2014 年排名第二的思念开始降价抢占市场份额，迫使三全降价应对，而湾仔码头未降价只是市场份额下滑。

图表 11：速冻米面三足鼎立



来源：糖酒快讯，国金证券研究所

图表 12：三全业绩下滑



来源：Wind, 国金证券研究所

### 2.3 冷链+政策的完善将促进行业保持增速

**冷链促进市场全国化：**为确保速冻食品的鲜度和品质，在储存、运输和销售的过程中，都需要在低温环境中进行，所以速冻食品行业受冷链物流的影响较大。根据《农产品冷链物流发展规划》，到 2015 年年底冷库容量将新增 1,000 万吨（2011 年为 900 万吨），冷藏运输车新增 4 万辆，在大中城市周围规划设立低温配送中心，形成从生产到流通销售各个环节紧密联系的冷链物流体系。冷链物流的发展将有利于速冻食品由东南沿海地区继续向内陆地区拓展，使得现有区域性市场发展成全国性市场。

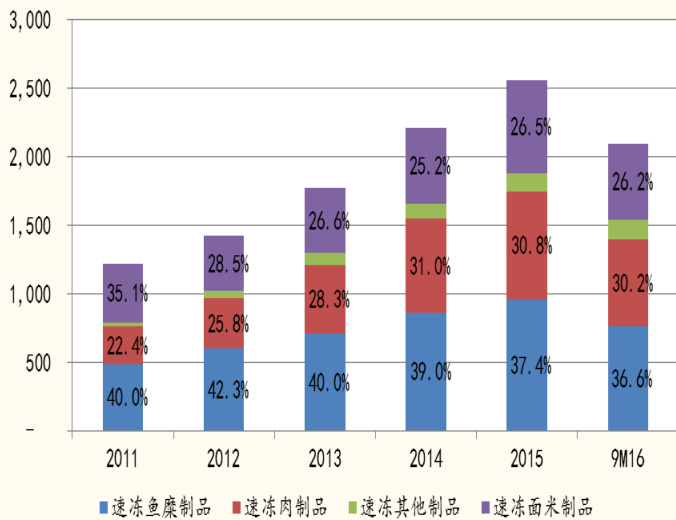
**政策法规逐步完善：**目前我国速冻行业的部分行业制定时间较为久远，部分行业标准依然缺失，部分不合格产品依然进入市场销售，影响了整体行业集中度的提升。随着最新食安法颁布，这部史上最严食安法要求建立最严监管制度、设置罚则确保“重典治乱”、规定食品安全社会共治、强化互联网食品交易监管、强化企业主体责任、强化地方政府属地管理责任等，未来相关的法规会逐步完善，不合格的产品逐步清除后，将有利于规范的企业市场份额的提高，市场集中度进一步提升。

## 三、产品：速冻鱼糜、肉制品为主，“大单品+新品”促增长

### 3.1 产品火锅料制品为主、面食制品为辅

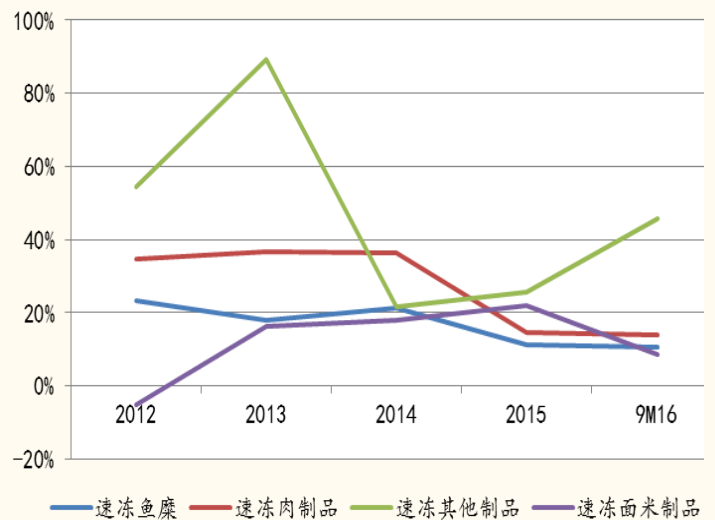
**收入组成：**公司主要产品策略是主营火锅料制品（速冻鱼糜、肉制品及其他），截至 2016 年三季度，火锅料制品收入占比近 74%，贡献毛利 73%。速冻鱼糜、速冻肉制品增速 2012-2015 年均增速达 20%，近两年稳定在 12% 左右，速冻其他制品（主要是豆制品）受新品的推动收入涨幅较快。

图表 13: 收入火锅料制品为主 (百万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

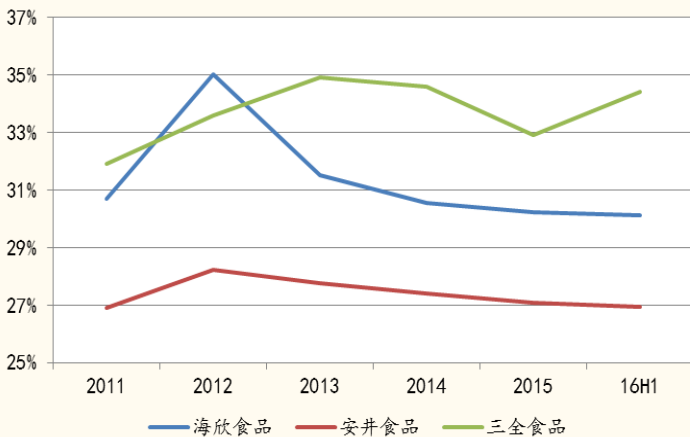
图表 14: 各产品收入同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

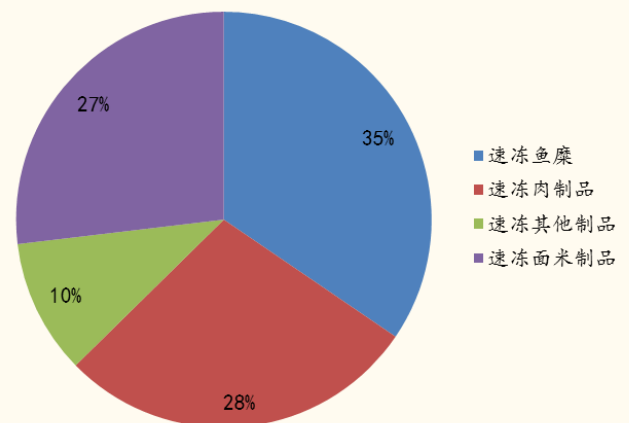
**毛利贡献:** 公司总体毛利率保持在 27% 左右的水平, 主要产品毛利也保持稳定, 其中速冻鱼糜和速冻肉制品的毛利贡献超 60%。16H1 鱼糜类采购原材料价格持续下降, 使得平均成本下降。但为了开拓市场, 进一步提高市场占有率, 公司下调了火锅料的销售价格, 幅度小于成本下降的幅度, 16 年上半年毛利同比 +0.33ppt 至 27.4%。

图表 15: 总体毛利稳定, 略低于同行业



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 各产品毛利占比

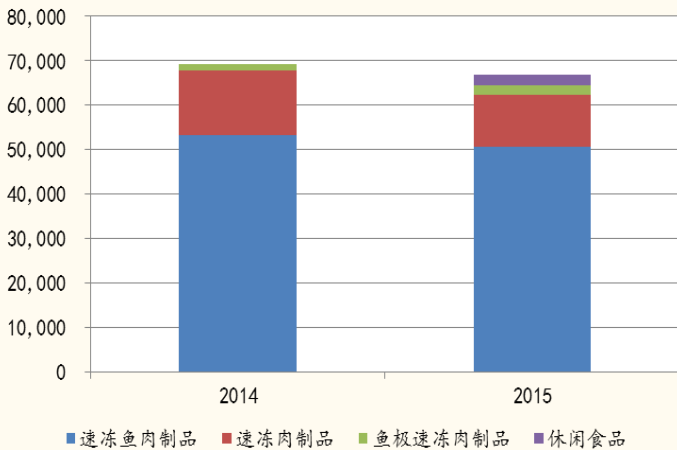


来源: Wind, 国金证券研究所

**毛利率略低于同行:** 公司主营火锅制品和面米制品, 同在 A 股上市的海欣食品主营火锅制品, 三全食品主营面米制品。火锅料制品和海欣食品相比, 公司平均单价以及成本高于海欣, 但海欣食品的毛利率 >30%, 略高于安井食品, 主要是(1)安井产品定位为“火锅料的中高端”, 但为了巩固和增强市场竞争力, 根据经销流通渠道价格敏感性较高的特点, 采取“高质中价”的定价策略所致; (2) 公司机械化水平以及规模效应有待提高。

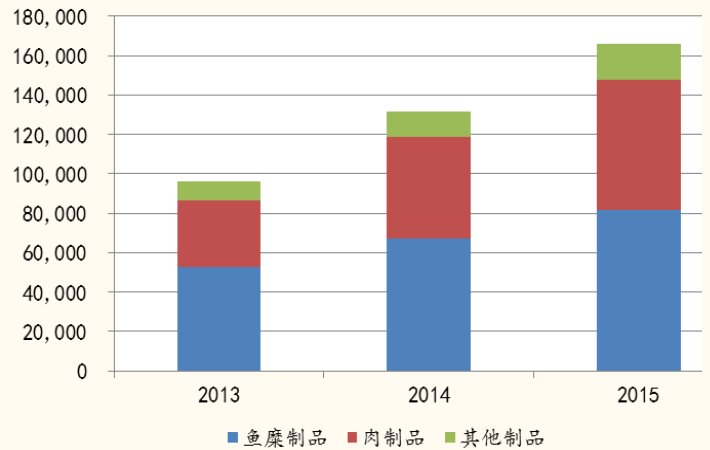


图表 17: 海欣食品火锅料分产品销量 (吨)



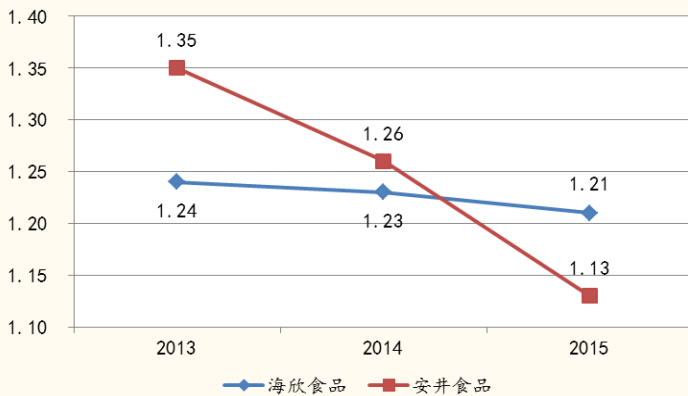
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 安井食品火锅料分产品销量 (吨)



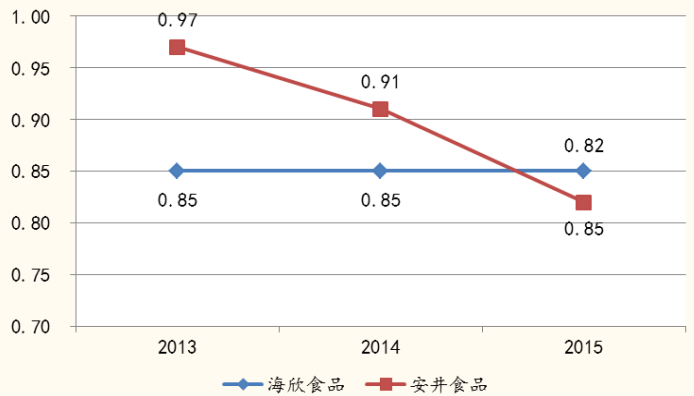
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 19: 火锅料均价 (万元/吨)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

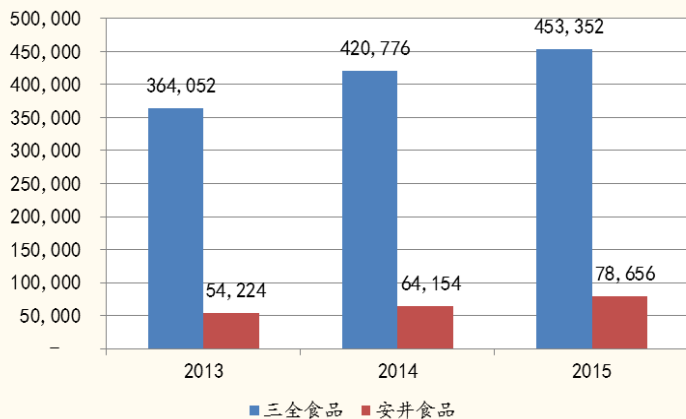
图表 20: 火锅料平均成本 (万元/吨)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

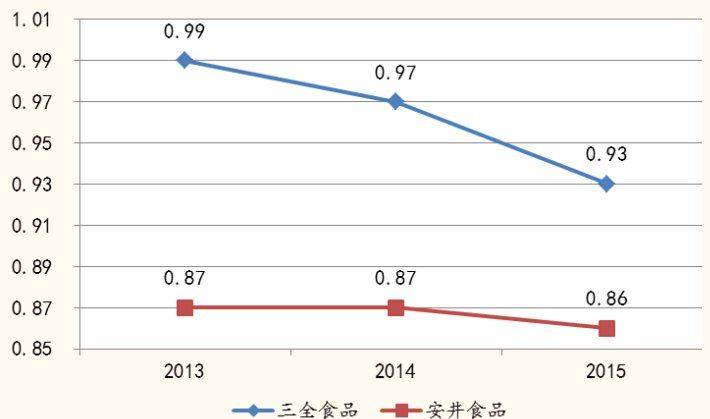
速冻米面和三全相比, 安井食品的平均成本和三全食品基本一致, 而平均单价较低, 主要是三全食品作为速冻米面第一品牌享有相对较高的品牌溢价, 其定价普遍高于行业平均水平。同时三全商超渠道销售占比较大, 销售费用大于其他销售模式的费用, 产品定价需要考虑到这一方面。而安井以经销商渠道为主, 定价相对较低。

图表 21: 速冻米面制品销售量比较 (万吨)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 22: 速冻米面均价比较 (万元/吨)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 3.2 实施“战略大单品”营销策略，叠加新品保收入增长

**战略大单品策略：**公司实施“战略大单品”营销策略，积极培育并大力推广有较强竞争力的单品，如福州鱼丸系列、霞迷饺等，营销资源也向相应地向战略单品倾斜。针对不同市场内战略单品的成熟度不同，公司销售团队分别实施有针对性的营销策略，使得市场资源的投入更为精准。同时战略大单品的持续增长也带动了其他单品的快速增长，进一步推动公司收入增长。

**图表 23：大单品销售收入（万元）**

	2013	2014	2015	1H16
霞迷饺	5,799	19,370	21,363	13,172
撒尿肉丸	16,687	17,954	19,575	10,842
千页豆腐	8,822	10,731	13,485	8,150
爆汁鱼丸	8,183	8,197	7,130	4,171
烤鱼棒	5,189	4,697	3,591	1,590
其他大单品收入	8,383	17,670	29,548	15,460
大单品总收入	53,063	78,619	94,692	53,385
占总收入%	29.70%	35.40%	36.97%	37.09%

来源：招股说明书，国金证券研究所

安井将主要单品分为战略单品和战术单品，同时根据各地区市场成熟程度和单品竞争态势，将战略单品进一步划分为“全国性战略单品”和“区域性战略单品”，实施不同营销策略，培养出撒尿肉丸、霞迷饺、千叶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。

**图表 24：大单品销售增长对收入增长的影响（万元）**

	2013	2014	2015
销售收入	178,619	222,020	256,122
- 大单品收入	53,063	78,619	94,692
总收入较去年增加额	35,932	43,401	34,102
- 大单品销售增加额	18,380	25,556	16,074
大单品增加正比	51.15%	58.88%	47.13%

来源：招股说明书，国金证券研究所

**新品开发，推动收入增长：**公司按照“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，如霞迷饺、太湖燕饺、烧鱼板等火锅料制品以及手抓饼、红糖馒头、紫薯包等速冻面食制品。

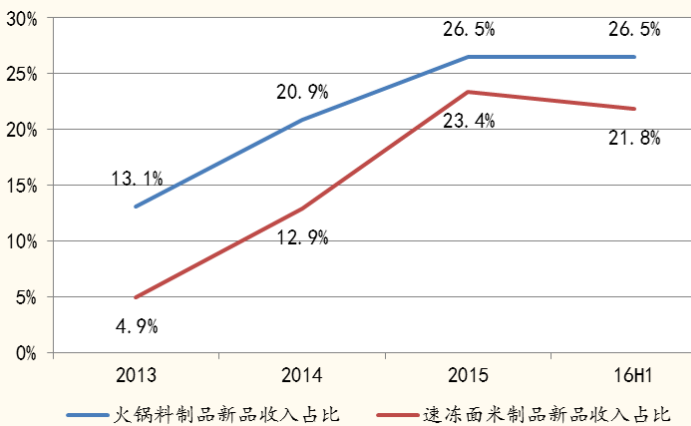
**图表 25：新品推进**

2012 年	红糖馒头、紫薯包、烤烤香、烧鱼板、太湖燕饺、手抓饼
2013 年	霞迷饺
2014 年	迷你系列、脆排
2015 年	火龙鱼果、Q 鱼板、老面馒头、三片两肠、鱼豆干
1H16	仿龙虾排、紫薯糯米球

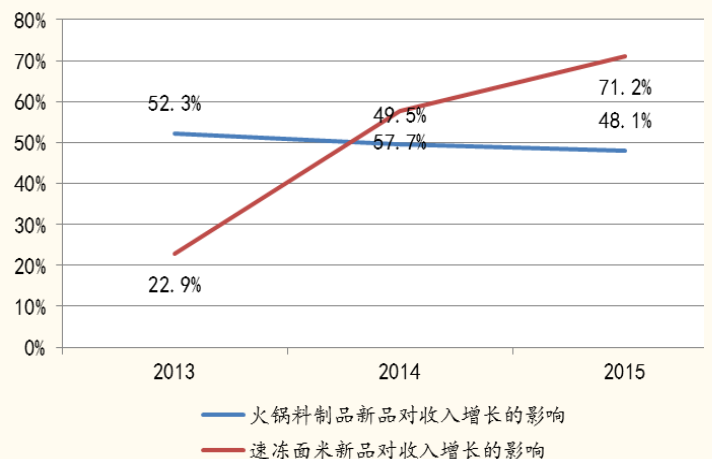
来源：招股说明书，国金证券研究所

公司的新品销售增长对营业收入增长起到重要作用，安井食品按照“及时跟进、持续改进、适度创新”的新品研发理念，持续不断推出适销对路的新品，保证新品上市有足够的口碑效应。公司坚持每年集中资源聚焦培养 1-2 个“战略大单品”，这些战略单品通常符合“全渠道通用、全区域适销”标准，要求全部大经销商必须无条件配合推广，战略大单品的培养有效的带动了公司的收入持续增长。

图表 26: 新品收入占比



图表 27: 新品增长对于销售收入增长影响



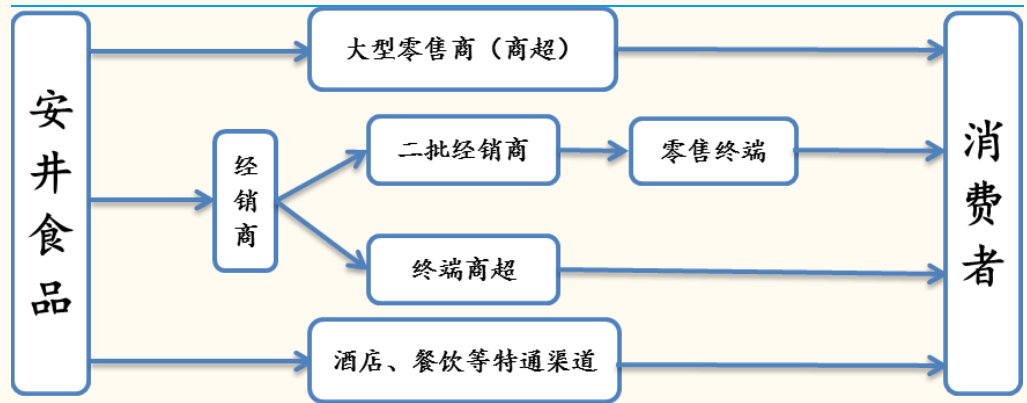
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

#### 四、渠道: 经销商为主, 商超农贸齐头并进

安井一直注重营销渠道的建设, 营销驻外机构包含 5 个分公司和 30 余个联络处, 营销网络设计经销商和大型商超近 600 多个, 包括沃尔玛、永辉、大润发、苏果、等著名连锁卖场以及呷哺呷哺、海底捞等特通餐饮客户。公司目前主要有三种销售模式: 1. 经销商模式, 2. 直营大型商超, 3. 特通模式(直接供货给酒店、餐饮), 其中经销商模式占比较高, 2016 年上半年占比约为 80%, 而商超和特通渠道占比分别为 17.2%和 2.8%。

图表 28: 公司销售渠道



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

#### 4.1 “贴身支持”经销商, 差异化管理效益最大化

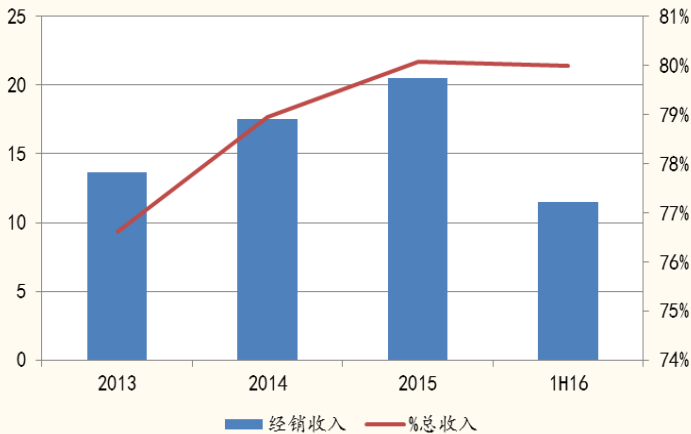
##### ■ “贴身支持”政策

公司成立至今, 已经建立了较为成熟的渠道策略, 主要以经销商渠道为主, 2013-2015 年经销商收入占比分别为 76.6%/78.96%/80%。贴身支持主要表现在以下几个方面: (1) 打通销售渠道支持, 即协助经销商开发经销商、销售终端、构建完善的销售网络; (2) 增加渠道粘度的支持, 即协助经销商召开订货会, 通过各种活动刺激产品的销量, 巩固各级客户的合作关系; (3) 提升品牌拉动销售的支持, 即保证公司在品牌传播形象上的统一性, 方便消费者记忆; (4) 丰富营销活动促进销售的支持。

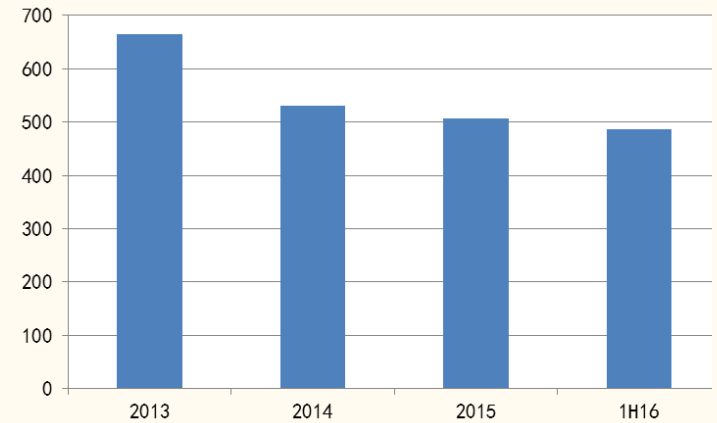
2013-2015 年经销商收入分别为 13.7 亿/17.5 亿/20.5 亿元, 分别占总收入的 76.6%/78.96%/80.07%, 一批商的数目从 2013 年的 664 家降到 16H1 的 486 家, 主要是由于公司优化客户资源, 对下游经销商逐年进行合并整合, 将部分

销售规模较小的经销商客户转为二批经销商，进一步降低管理和配送成本。

图表 29：经销商收入（亿元）占比



图表 30：一批经销商数目



来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

### ■ 按区域、产品差异化管理经销商

安井根据不同区域市场成熟度和渠道结构情况，制定不同的经销商管理策略，提高经销商效率。

(1) **边缘地区**：这些市场多是不成熟市场和偏远地区，由于尚处于培育阶段，品牌较为弱势，市场开拓较为粗放，同时偏远地区由于距离较远，若过早渠道下沉或密集分销往往出现客户订单较小无法整车发货，因此采用**省市级经销商为主的策略**，总体数量较少；

(2) **重点市场**：该类区域较为成熟，公司已有一定的品牌认可度和市场基础，所以采取**渠道下沉管理策略**，以市县为单位设立经销商，逐步由省级经销商过渡至地级市或县级市为主的方式。

(3) **根据地市场**：江苏、福建等市场，作为公司生产基地所在地，品牌较为强势，因此采取**密集分销管理策略**，在同一个批发市场设立多个经销商，消灭渠道忙去，最大程度的精耕细作。

图表 31：按市场划分差异化经销商策略

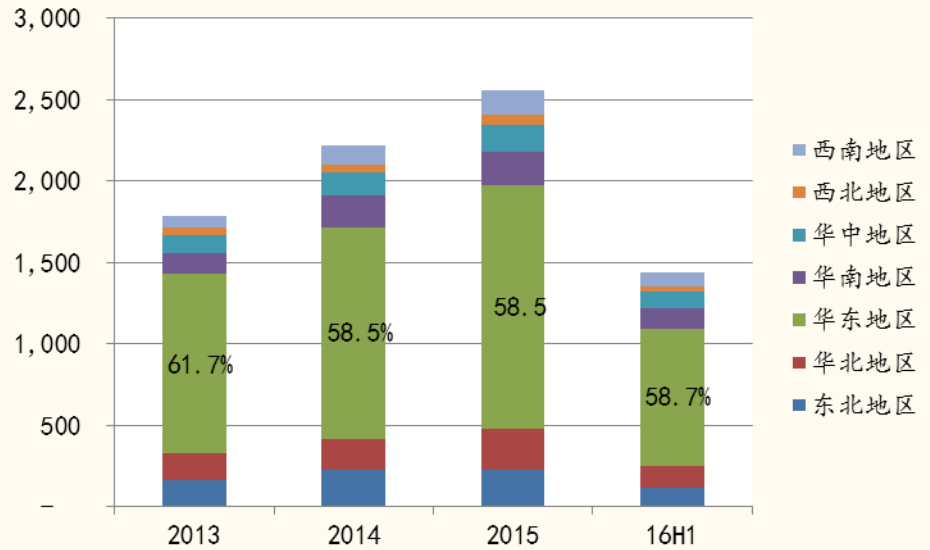
地区	主要省份	市场属性	渠道特点	经销商数量
华东地区	江苏、福建、浙江、安徽	根据地市场	密集分销	248
	江西	边缘市场	市级代理	10
	山东、上海	重点市场	市级代理	13
	合计			271
华北地区	北京、天津、河北、山西	重点市场	市县代理	39
	内蒙古	边缘市场	市级代理	8
	合计			47
西南地区	四川、重庆、贵州、云南	边缘市场	省级代理	19
华中地区	湖北、湖南、河南	重点市场	市级代理	35
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	重点市场	市级代理	50
华南地区	广东、海南	重点市场	市级代理	52
西北地区	新疆、陕西、甘肃	边缘市场	省市代理	12
合计				486

来源：招股说明书，国金证券研究所

同时，公司按照“火锅料全国品牌，面米华东强势品牌”的定位对不同市场产品结构进行优化，对产品结构较为复杂的地区分品类经销商做到细分品类精耕细作。按照不同地域、不同产品对收入占比较大的经销商进行差异化管理，有利于公司将最优质的资源集中至最有效的市场，最大化的提升渠道的效率，

节省费用。

图表 32：华东地区占比 60%左右



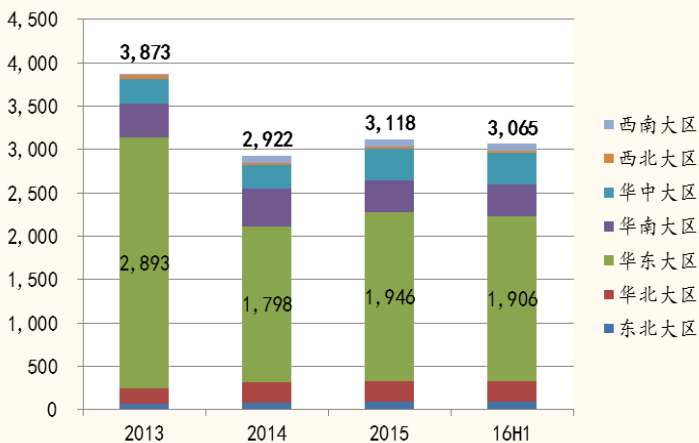
来源：招股说明书，国金证券研究所

#### 4.2 商超、特通齐头并进

目前公司产品在国内的商超客户主要包括沃尔玛、家乐福、乐购、麦德龙、大润发等国际大卖场以及苏果、华润、永辉、姚媚等国内连锁大卖场。近年来公司商超网点有所减少，主要是公司出于经济性的考虑，集中资源做好销量较大和费销比较低的大型商超优质网点，淘汰了销量较小和费销比较高的网点，减少了网点管理及维护成本。

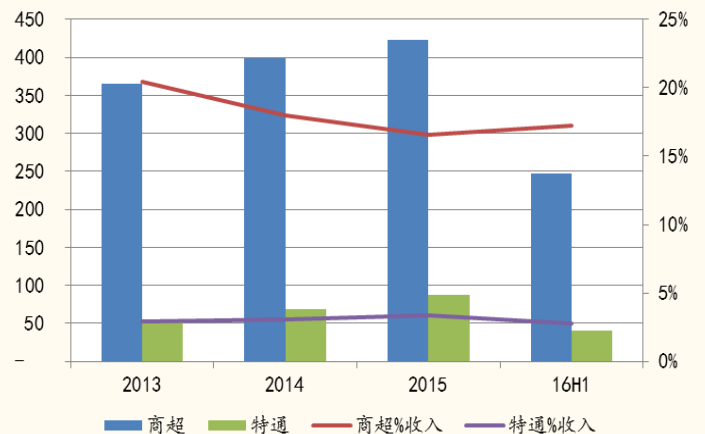
特通渠道方面，公司目标客户主要覆盖酒店、餐饮等领域，包括呷哺呷哺和海底捞在内，品牌和质量正逐步受到消费者认可。

图表 33：按地区分商超网点



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 34：商超、渠道收入占比



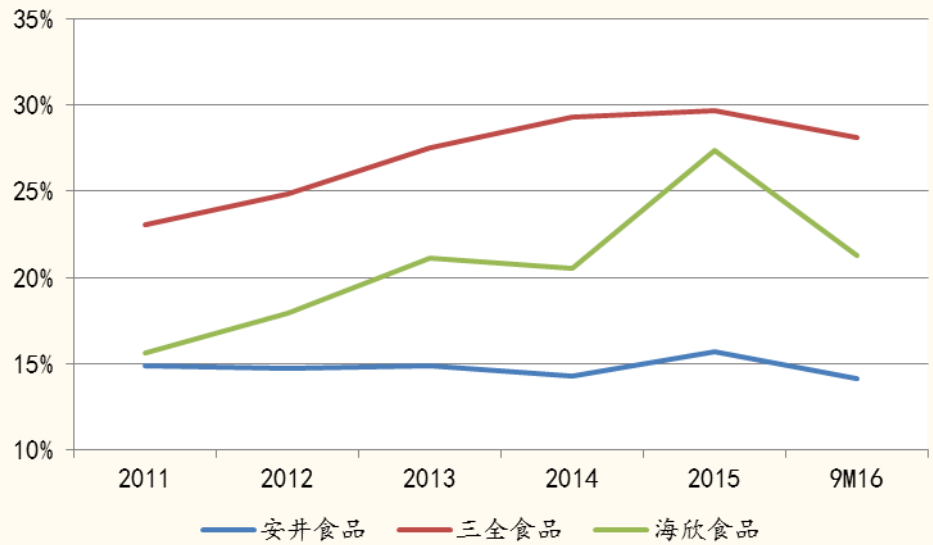
来源：招股说明书，国金证券研究所

#### 4.3 密集有效的推广活动

**分市场营销：**公司在华东和福建等传统品牌强势地区，营销活动主要以打造品牌为目的，通过多样化的广告宣传手段进一步巩固公司在成熟地区的市场地位；而在非品牌强势区域，主推以“户外广告+终端布置”为广告发布手段，以“卖场+菜场内”为广告发布地点来进行品牌宣传，并整合资源聚焦单品。密集有效的推广活动使得安井食品的销售费用率较为平稳。



图表 35：安井、海欣、三全销售费用率比较



来源：招股说明书，国金证券研究所

## 五、募集项目扩产能，丰品类

公司此次拟公开发行 5,401 万股，每股 11.12 元，扣除费用后预计实际融资额近 5.4 亿元，主要用于泰州和无锡生产基地建设项目，解决目前产能瓶颈，以及研发中心项目建设，丰富公司速冻产品的品类。

图表 36：募投项目基本信息(百万)

	项目总投资	拟以募集资金投入	已投入金额	生产情况
泰州安井新建年产 16 万吨速冻调制食品项目	534	527	176	两个生产车间已建成投入使用
无锡民生扩建年产 4.5 万吨速冻调制食品项目	197	13	174	已建成开始投产
安井技术研发项目	28	-	9	已初步建成并投入使用
合计	759	540	-	

来源：招股说明书，国金证券研究所

### ■ 泰州新建年产 16 万吨速冻调制食品项目

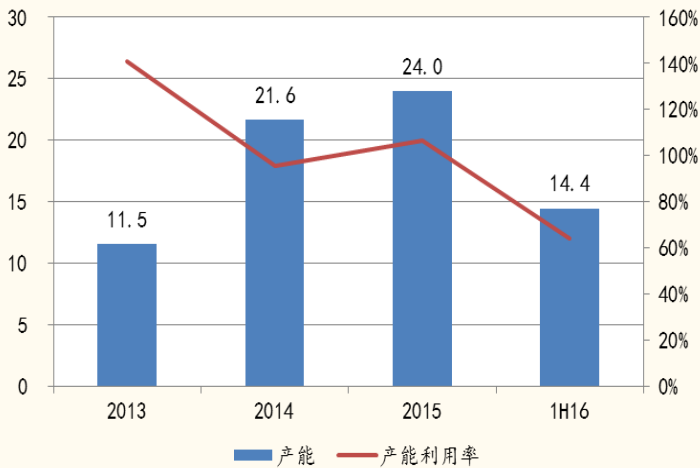
项目建成后，公司将新增速冻肉制品产能 10 万吨、速冻面米制品产能 1 万吨、速冻鱼糜制品产能 5 万吨。此项目建设工期为 3 年，分为两期，一期（2012 年 6 月-2013 年 9 月）已经完工投入使用，二期预计从 2016 年 5 月开始，2017 年年底结束。建成后，

### ■ 无锡民生扩建年产 4.5 万吨速冻调制食品项目

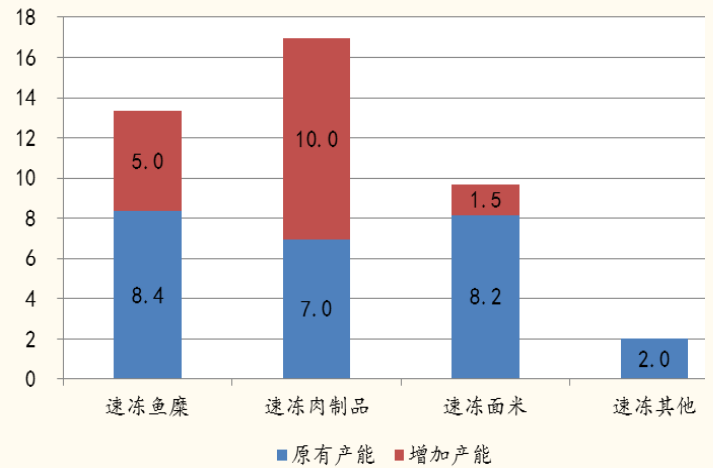
无锡项目现已建成后开始投产，公司将通过现有的营销网络和物流配送体系，在继续拓展速冻面米制品的基础上，通过扎根江苏等华东地区将速冻鱼糜产品进一步推向全国市场。

而泰州产能扩建项目将通过在现有无锡面米生产基地的基础上，进一步在距离无锡不远的泰州地区设厂，完成以江苏作为核心生产根据地，以速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品全品生产并辐射全国重点市场的战略部署。

图表 37: 公司产能到达瓶颈 (万吨)



图表 38: 产品产能预计 (万吨)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

来源: 历史数据按产量作为产能的基础, 招股说明书, 国金证券研究所

## 六、盈利预测

我们预计随着新建泰州产能 2017 年年底建成, 预计 2018 年可以达产, 公司产能瓶颈有望突破, 业绩大幅提高。我们预计 2016-2018 年收入分别为 30.48 亿/35.58 亿/44.81 亿元, 同比+19.0%/16.7%/26.0%, 净利分别为 1.62 亿/2.00 亿/2.46 亿, 同比+26.37%/23.18%/22.88%, 考虑到发行后新增 5,401 万股, 对应 2016-2018 EPS 分别为 1.00 元/0.925 元/1.136 元。

图表 39: 产品预测

		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
速冻鱼糜制品	产能 (吨)	40,552	75,324	78,648	81,000	96,000	131,000
	- 新增产能 (吨)		34,772	3,324	2,352	15,000	35,000
	产量 (吨)	57,207	71,890	83,619	93,150	96,000	128,380
	产能利用率	141.07%	95.44%	106.32%	115.00%	100.00%	98.00%
	销量 (吨)	52,810	67,103	81,856	107,123	100,800	125,812
	产销率	92.31%	93.34%	97.89%	115.00%	105.00%	98.00%
	销售收入 (万元)	71,008	86,168	95,757	119,977	115,154	145,165
	- YoY		21.3%	11.1%	25.3%	-4.0%	26.1%
	均价 (万元/吨)	1.34	1.28	1.17	1.12	1.14	1.15
	- YoY		-4.5%	-8.9%	-4.3%	2%	1%
速冻肉制品	产能 (吨)	26,975	56,869	65,409	70,000	110,000	170,000
	- 新增产能 (吨)		29,894	8,540	4,591	40,000	60,000
	产量 (吨)	38,053	54,275	69,543	77,000	115,500	166,600
	产能利用率	141.07%	95.44%	106.32%	110.00%	105.00%	98.00%
	销量 (吨)	33,839	51,774	66,062	77,000	115,500	163,268
	产销率	88.93%	95.39%	95.00%	100.00%	100.00%	98.00%
	销售收入 (万元)	50,274	68,564	78,667	92,400	141,372	205,835
	- YoY		36.4%	14.7%	17.5%	53.0%	45.6%
	均价 (万元/吨)	1.49	1.32	1.19	1.20	1.22	1.26
	- YoY		-10.9%	-10.1%	0%	2%	3%
速冻其他制品	产能 (吨)	7,668	13,452	18,884	23,884	26,884	28,884
	- 新增产能		5,784	5,431	5,000	3,000	2,000
	产量 (吨)	10,817	12,839	20,077	26,272	28,228	28,884

		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
	产能利用率	141.07%	95.44%	106.32%	110.00%	105.00%	100.00%
	销量 (吨)	9,534	12,853	18,109	26,272	28,228	28,306
	产销率	88.14%	100.11%	90.19%	100.00%	100.00%	98.00%
	销售收入 (万元)	8,822	10,731	13,485	18,390	19,759	20,012
	- YoY		21.6%	25.7%	36.4%	7.4%	1.3%
	均价 (万元 /吨)	0.93	0.83	0.74	0.70	0.7	0.71
	- YoY		-9.8%	-10.8%	-6.0%	0%	1%
<b>速冻面食制品</b>	<b>产能 (吨)</b>	<b>40,063</b>	<b>70,772</b>	<b>76,696</b>	<b>80,000</b>	<b>90,000</b>	<b>95,000</b>
	- 新增产能		30,709	5,924	3,304	10,000	5,000
	产量 (吨)	56,517	67,545	81,543	88,000	94,500	93,100
	产能利用率	141.07%	95.44%	106.32%	110.00%	105.00%	98.00%
	销量 (吨)	54,224	64,154	78,656	88,000	94,500	91,238
	产销率	95.94%	94.98%	96.46%	100.00%	100.00%	98.00%
	销售收入 (万元)	47,253	55,702	67,881	73,920	79,380	77,023
	- YoY		17.9%	21.9%	8.9%	7.4%	-3.0%
	均价 (万元 /吨)	0.87	0.87	0.86	0.84	0.84	0.84
	- YoY		-0.4%	-0.6%	-2.7%	0%	1%

来源：招股说明书，国金证券研究所

可比公司海欣食品、三全食品都处于利润异常阶段，PE 估值不具备可参考性。参考三全食品 2017 PS 1.5X 的估值，安井食品的目标价为 24.7 元，按照食品龙头企业 2017 年 PE 21X 的平均估值水平，安井食品的目标价为 19.4 元，综合考虑，给予新股安井食品目标价 22 元，“买入”评级。

图表 40：可比公司估值

	股价 (元)	EPS			PE		营业收入 (百万)			PS	
		2016	2017	2018	2017	2018	2016	2017	2018	2017	2018
海欣食品	17.92	0.06	0.09	0.13	195.0	139.0	909	1,031	1,197	5.2	4.5
三全食品	10.01	0.07	0.12	0.18	84.7	56.6	4,739	5,318	5,938	1.5	1.4

来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：龙头企业估值

	股价 (元)	EPS			PE	
		2016	2017	2018	2017	2018
贵州茅台	348.09	13.58	16.12	18.72	21.6	18.6
张裕 A	35.61	1.49	1.62	1.77	22.0	20.1
青岛啤酒	32.74	1.20	1.27	1.39	25.9	23.6
伊利股份	17.84	0.90	1.02	1.18	17.4	15.1
双汇发展	21.5	1.37	1.52	1.69	14.1	12.7
海天味业	30.81	1.05	1.21	1.39	25.4	22.2
洽洽食品	16.2	0.78	0.87	0.97	18.7	16.7
<b>平均值</b>					<b>20.7</b>	<b>18.4</b>

来源：Wind，国金证券研究所

### 风险提示

产能扩张进度不达预期/拓展市场费用增加/终端销售不及预期/竞争激烈，被迫降价

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,786</b>	<b>2,220</b>	<b>2,561</b>	<b>3,048</b>	<b>3,558</b>	<b>4,481</b>	货币资金	131	226	378	465	597	685
增长率		24.3%	15.4%	19.0%	16.7%	26.0%	应收款项	115	112	91	113	132	167
主营业务成本	-1,290	-1,612	-1,868	-2,231	-2,582	-3,234	存货	477	572	587	703	814	1,019
%销售收入	72.2%	72.6%	72.9%	73.2%	72.6%	72.2%	其他流动资产	17	21	13	16	18	23
毛利	496	608	694	817	975	1,247	流动资产	740	931	1,069	1,297	1,561	1,893
%销售收入	27.8%	27.4%	27.1%	26.8%	27.4%	27.8%	%总资产	54.4%	53.5%	50.5%	52.4%	45.6%	49.4%
营业税金及附加	-12	-16	-20	-23	-27	-34	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	523	703	942	1,070	1,748	1,818
营业费用	-266	-316	-402	-436	-516	-663	%总资产	38.5%	40.4%	44.5%	43.2%	51.1%	47.4%
%销售收入	14.9%	14.2%	15.7%	14.3%	14.5%	14.8%	无形资产	88	88	85	82	89	95
管理费用	-84	-106	-127	-152	-181	-238	非流动资产	621	811	1,046	1,177	1,862	1,938
%销售收入	4.7%	4.8%	5.0%	5.0%	5.1%	5.3%	%总资产	45.6%	46.5%	49.5%	47.6%	54.4%	50.6%
息税前利润 (EBIT)	135	171	144	206	251	313	<b>资产总计</b>	<b>1,361</b>	<b>1,742</b>	<b>2,115</b>	<b>2,473</b>	<b>3,423</b>	<b>3,831</b>
%销售收入	7.5%	7.7%	5.6%	6.8%	7.1%	7.0%	短期借款	131	171	173	266	230	30
财务费用	-5	-9	-9	-7	-6	-9	应付款项	582	766	1,009	1,145	1,330	1,669
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	43	58	60	73	85	106
资产减值损失	-6	0	1	-1	0	0	流动负债	756	994	1,242	1,484	1,644	1,806
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	26	49	46	0	0	0
%税前利润	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>792</b>	<b>1,043</b>	<b>1,288</b>	<b>1,484</b>	<b>1,644</b>	<b>1,807</b>
营业利润	124	161	136	198	245	303	<b>普通股股东权益</b>	<b>569</b>	<b>699</b>	<b>827</b>	<b>989</b>	<b>1,779</b>	<b>2,024</b>
营业利润率	6.9%	7.3%	5.3%	6.5%	6.9%	6.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	14	10	32	15	18	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,361</b>	<b>1,742</b>	<b>2,115</b>	<b>2,473</b>	<b>3,423</b>	<b>3,831</b>
税前利润	138	171	168	213	263	323	<b>比率分析</b>						
利润率	7.7%	7.7%	6.6%	7.0%	7.4%	7.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-34	-41	-40	-51	-63	-78	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.6%	23.9%	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.642	0.804	0.792	1.001	0.925	1.136
净利润	104	130	128	162	200	246	每股净资产	3.509	4.313	5.105	6.106	8.234	9.370
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.887	1.808	2.328	1.508	1.704	2.248
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>104</b>	<b>130</b>	<b>128</b>	<b>162</b>	<b>200</b>	<b>246</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	5.8%	5.9%	5.0%	5.3%	5.6%	5.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.30%	18.64%	15.52%	16.39%	11.23%	12.13%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.65%	7.48%	6.07%	6.56%	5.84%	6.41%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	14.33%	14.95%	11.00%	12.48%	9.51%	11.55%
净利润	104	130	128	162	200	246	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	25.18%	24.30%	15.36%	19.00%	16.73%	25.96%
非现金支出	42	51	60	76	105	135	EBIT 增长率	8.54%	26.61%	-15.64%	43.10%	21.98%	24.29%
非经营收益	5	9	11	-1	-1	-11	净利润增长率	10.12%	25.20%	-1.49%	26.37%	23.18%	22.88%
营运资金变动	-7	103	178	7	64	116	总资产增长率	30.19%	28.05%	21.40%	16.94%	38.38%	11.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>144</b>	<b>293</b>	<b>377</b>	<b>244</b>	<b>368</b>	<b>486</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-170	-269	-223	-189	-772	-190	应收账款周转天数	21.3	17.8	13.7	13.0	13.0	13.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	116.7	118.8	113.3	115.0	115.0	115.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	76.1	80.1	85.0	86.0	86.0	86.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-170</b>	<b>-269</b>	<b>-223</b>	<b>-189</b>	<b>-772</b>	<b>-190</b>	固定资产周转天数	101.5	94.8	129.9	112.5	155.8	121.2
股权募资	0	0	0	0	590	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	17	30	2	47	-36	-198	净负债/股东权益	1.71%	-7.90%	-24.83%	-20.10%	-20.65%	-32.29%
其他	6	12	3	-15	-17	-9	EBIT 利息保障倍数	26.4	18.2	16.4	31.1	39.5	34.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>23</b>	<b>42</b>	<b>4</b>	<b>32</b>	<b>536</b>	<b>-208</b>	资产负债率	58.22%	59.89%	60.89%	60.00%	48.03%	47.16%
<b>现金净流量</b>	<b>-4</b>	<b>66</b>	<b>159</b>	<b>87</b>	<b>132</b>	<b>88</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；  
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD