

投资评级：买入（首次）

食品综合/食品加工/食品饮料

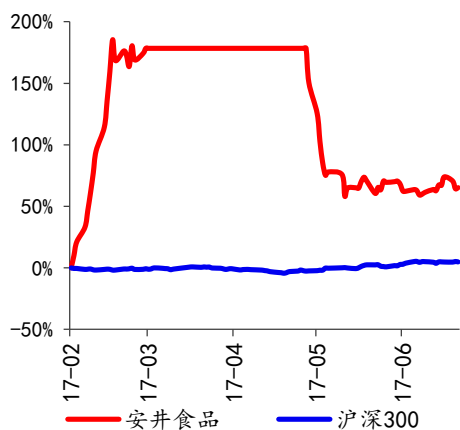
安井食品（603345）

——竞争优势突出，在行业洗牌中进一步巩固龙头地位

主要数据(截止7月26日收盘):

当前股价	22.46 元
总市值	48.52 亿元
流通市值	12.13 亿元
总股本	2.16 亿股
流通股本	0.54 亿股
第一大股东	新疆国力民生股权投资 投资有限公司
第一大股东 持股比例	43.14%

近一年股价表现:



长城国瑞证券研究所

分析师:

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200514120002

研究助理:

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

刘亿

liuyi@gwgsc.com

联系电话: 0592-5169085

地址: 厦门市思明区深田路 46

号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

主要观点:

◆公司近五年业绩保持稳定增长。公司 2017 年一季度营业收入为 8.04 亿元，同增 11.23%；归母净利润为 4,500.71 万元，同比下降 2.55%，主要因为去年下半年原材料价格上涨（其影响具有时滞），而产品销售价格存在一定黏性，导致今年上半年营业成本增幅高于营业收入增幅。公司 2012-2016 年营业收入 CAGR 为 25.08%，归母净利润 CAGR 为 25.52%。此外，从毛利率、费用率、ROA、ROE 的角度来看，公司近 5 年的各项财务指标也较为稳定。我们认为，总体而言公司近五年业绩保持稳定增长的良好发展态势。

◆公司在行业洗牌中逐步有望扩大领先优势。目前该行业中小厂商虽然数量众多，但所占据的市场份额较小且大多销售的是低端产品，在未来激烈的市场洗牌中面临着被淘汰的局面。公司在行业中处于领导地位，其所具备的规模优势有利于公司抓住行业洗牌的机会，进一步拉大与竞争对手的差距，扩大自身的领先优势。

◆持续产品创新和高质中价策略让公司紧跟市场变化。公司产品种类齐全，且持续推出新产品，公司所具备的规模优势使其可以一直坚持高质中价策略，使得公司推出的高端新品同样具有价格竞争优势。持续的产品使得公司可以紧跟市场需求端的变化，公司新推出的丸之尊系列高端新品获得很好的市场反馈，未来有望为公司带来新的业绩增长。

◆公司具备完善的经销商渠道。经销商模式是公司的主要销售渠道，目前公司 80% 的收入来自于经销模式。通过多年的渠道下沉和密集分销，公司已经将营销网络下沉到大部分县城，并且与经销商形成良好的合作关系。此外，公司采取在销售密集区就地设厂的策略使其冷冻物流费用低于同行竞争对手，也有助于公司全国性品牌的迅速建立。

◆公司具备良好的企业文化和信息化管理水平。公司根据速冻食品行业特点并结合企业实际情况打造独具安井特色的企业文化。同时，公司不断加强企业内控管理规范，运用先进的信息化技术手段，通过 ERP、WMS、移动营销、OA、BI 等软件的成功运用，使企业管理进入平台可视化阶段。高效的经营水平使得公司的管理费用率在同业中保持显著低于竞争对手的同时。总资产周转率持续高于竞争对手。



投资建议：

在公司现有火锅料制品以及速冻米面制品保持稳健增长的前提假设下，我们预计公司 2017、2018 以及 2019 年的 EPS 分别为 0.956、1.108 和 1.298 元，对应 P/E 分别为 23.49 倍、20.27 倍和 17.30 倍。目前食品综合行业最新市盈率（TTM，整体法，剔除负值）37.70 倍，考虑到公司未来在火锅料行业的龙头地位经过洗牌后将进一步提升，我们认为公司的估值未来仍具有较大的上升空间，因此我们首次给予其“买入”评级。

风险提示：

食品安全风险；市场竞争风险；成本上升风险。

主要财务数据及预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2996.50	3458.58	4051.70	4821.61
增长率(%)	17.00%	15.42%	17.15%	19.00%
归母净利润（百万）	177.41	206.61	239.33	280.48
增长率(%)	38.23%	16.46%	15.84%	17.19%
EPS（元）	1.090	0.956	1.108	1.298
毛利率	27.12%	27.10%	27.00%	26.90%
净资产收益率（摊薄）	17.66%	17.06%	16.50%	16.20%

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



目 录

1 主营业务突出，收入和利润稳定增长.....	5
2 速冻食品行业稳定增长，冷链物流推动总体产业规模进一步扩大.....	9
3 公司占据行业龙头地位，在洗牌中有望扩大领先优势.....	11
4 产品创新+渠道完善+经营高效，公司保持发展活力.....	13
4.1 公司重视产品创新，坚持高质中价策略.....	13
4.2 经销商渠道发展完善，营销网络遍布全国.....	16
4.3 良好的企业文化和信息化管理水平，为公司高效经营提供保障.....	19
盈利预测.....	20



图目录

图 1: 安井食品发展历程	5
图 2: 安井食品股权结构 (截至 2017 年 3 月 31 日)	6
图 3: 2013-2016 年公司营业收入构成	7
图 4: 2013-2016 年公司毛利润构成	7
图 5: 近 5 年公司营业收入及其增长情况	7
图 6: 近 5 年公司归母净利润及其增长情况	7
图 7: 近 5 年公司毛利率和费用率情况	8
图 8: 近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况	8
图 9: 2008 年-2014 年我国速冻鱼糜制品产量情况	9
图 10: 2008 年-2014 年我国速冻面食产量情况	9
图 11: 我国速冻食品人均年消费量与发达国家对比	10
图 12: 2007-2015 年我国冷藏车产量及增长情况	10
图 13: 2007-2015 年我国冷藏车销售规模及增长情况	10
图 14: 火锅料行业目前市场竞争情况	11
图 15: 火锅料行业洗牌特点	11
图 16: 近 5 年公司及主要竞争对手营业收入情况	12
图 17: 近 5 年公司及主要竞争对手归母净利润情况	12
图 18: 近 5 年公司及主要竞争对手销售费用率情况	12
图 19: 近 5 年公司及主要竞争对手净利率情况	12
图 20: 火锅料行业洗牌特点	15
图 21: 公司新产品上市标准	15
图 22: 公司销售模式	16
图 23: 公司各种销售模式收入占比	16
图 24: 公司营销网点分布	18
图 25: 近 5 年公司及主要竞争对手管理费用率情况	19
图 26: 近 5 年公司及主要竞争对手总资产周转率情况	19

表目录

表 1: 公司主要产品情况	13
表 2: 公司经销商模式的基本环节	17

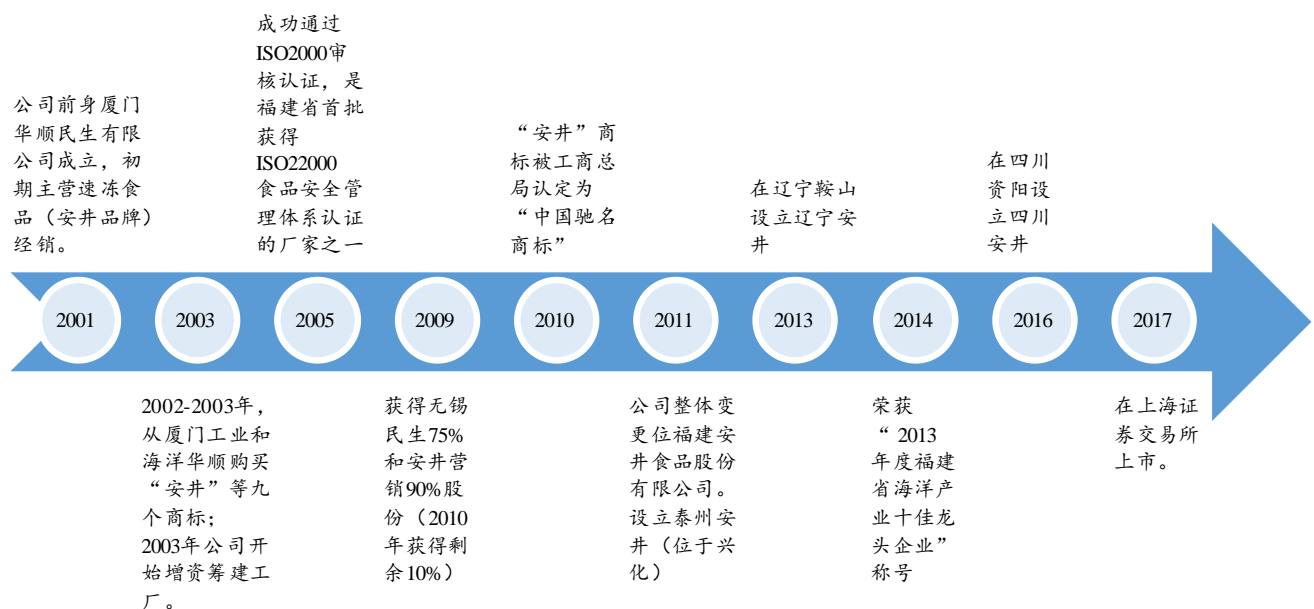


1 主营业务突出，收入和利润稳定增长

公司成立于2001年12月，于2017年2月上市，主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品等速冻食品的研发、生产和销售，是行业内产品线较为丰富的企业之一。经过多年发展，公司已形成以华东地区为中心、辐射全国的营销网络，并逐步成长为国内较具影响力和知名度的速冻食品生产企业之一。

“安井”商标于1992年由厦门海洋实业注册，基本伴随行业发展整个历程，2002-2003年，公司获得“安井”商标，2010年，工商总局将“安井”认定为中国驰名商标。

图1：安井食品发展历程

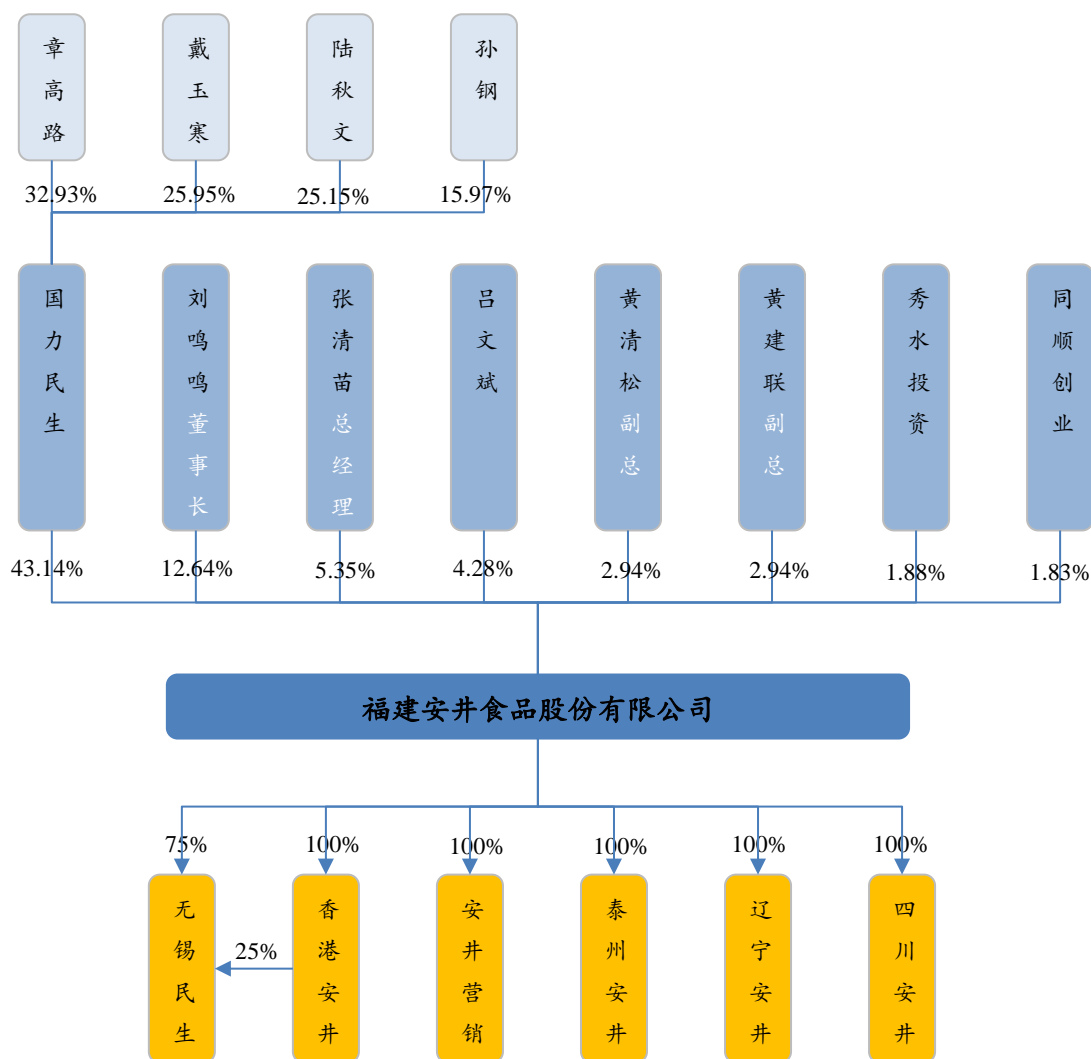


资料来源：公司招股说明书、长城国瑞证券研究所

公司第一大股东为国力民生，持有公司43.12%的股份，国力民生成立于2000年11月，经营范围为：从事对非上市企业的股权投资、通过认购非公开发行股票或者受让股权的方式持有上市公司股份，以投资控股为主业，章高路先生持有国力民生32.93%的股份，是公司的实际控制人。公司董事长刘鸣鸣、总经理张清苗、副总经理黄清松和黄建联合计持有公司23.87%的股份，管理层与股东的利益保持高度一致，有助于保持公司经营稳定和增长。



图 2：安井食品股权结构（截至 2017 年 3 月 31 日）

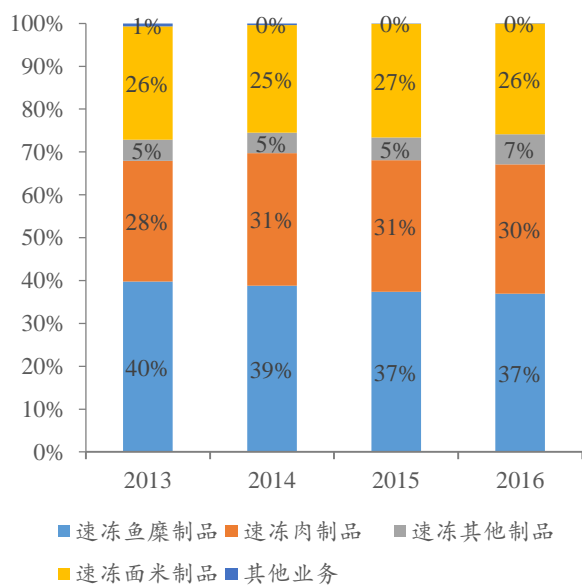


资料来源：公司招股说明书、长城国瑞证券研究所

收入结构保持稳定。公司坚持“火锅料为主、面米为辅”的产品策略，火锅料产品贡献了约 75% 的收入和利润，2013-2016 年，公司收入结构基本稳定。具体来看，鱼糜制品和肉制品占据主要份额，两者收入和利润贡献接近，鱼糜制品比重稍大。

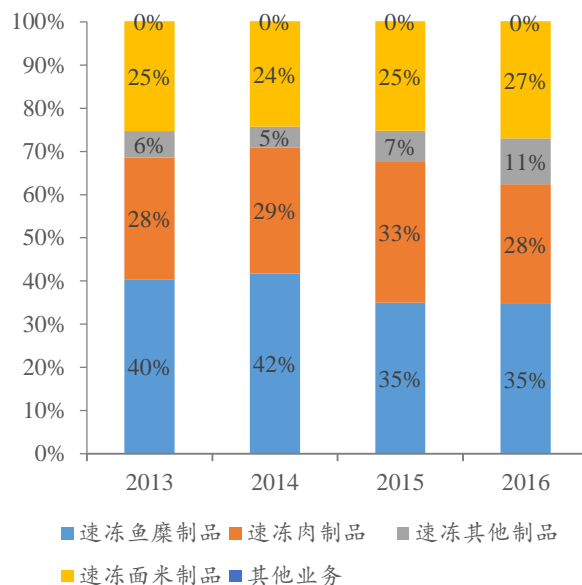


图 3：2013-2016 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

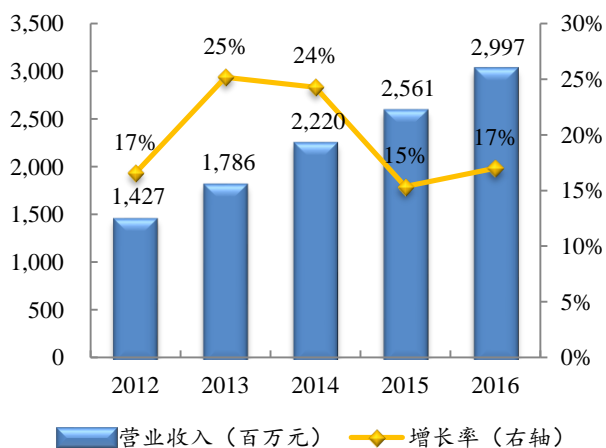
图 4：2013-2016 年公司毛利润构成



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

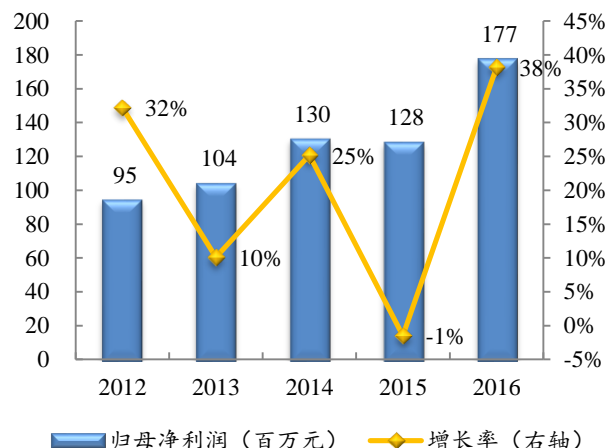
主要财务指标保持稳健增长。公司 2017 年一季度营业收入为 8.04 亿元，同增 11.23%，归母净利润为 4,500.71 万元，同比下降 2.55%。公司一季度利润下降主要因为去年下半年原材料价格上涨（其影响具有时滞），而产品销售价格存在一定黏性，导致今年上半年营业成本增幅高于营业收入增幅。公司 2016 年营业收入为 29.97 亿元，同比增长 17%，2012-2016 年 CAGR 为 25.08%；2016 年归母净利润为 1.77 亿元，同比增长 38.23%，2012-2016 年 CAGR 为 25.52%。此外，从毛利率、费用率、ROA、ROE 的角度来看，公司近 5 年的各项财务指标十分稳定。我们认为，总体而言公司近五年业绩良好，收入和利润稳定增长，未来仍将保持良好发展态势。

图 5：近 5 年公司营业收入及其增长情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

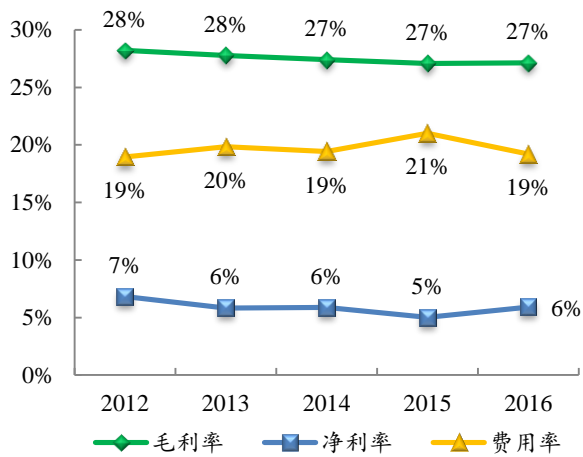
图 6：近 5 年公司归母净利润及其增长情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

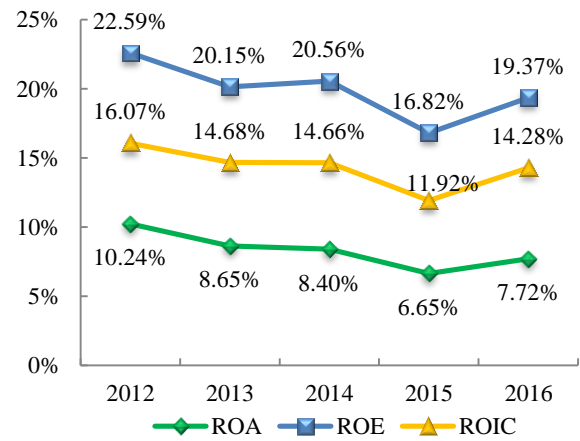


图 7：近 5 年公司毛利率和费用率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 8：近 5 年公司 ROA、ROE、ROIC 情况



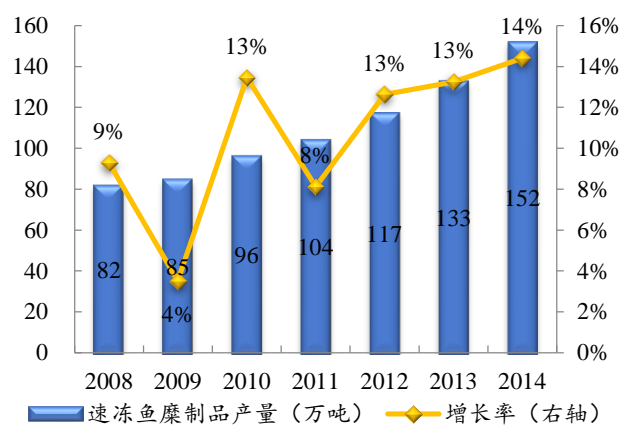
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

2 速冻食品行业稳定增长，冷链物流推动总体产业规模进一步扩大

速冻食品是 20 世纪 60 年代发展起来的新型食品，由于它具有方便、卫生、价廉质优等许多优点，故进入 70 年代后迅速发展，到 90 年代已成为世界上发展最迅速的食品产业。根据前瞻产业研究院，2015 年全球速冻食品市场规模达到 1428 亿美元。全球速冻食品主要分布在欧洲和亚太地区，其中欧洲市场份额为 46.10%，亚太地区为 25.40%，美国为 22.10%。

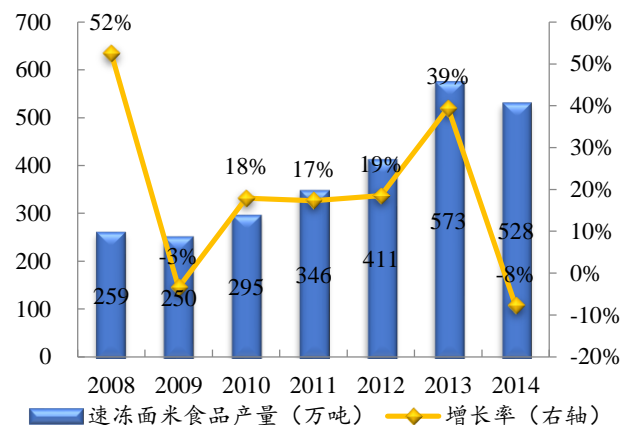
我国速冻食品起步于 20 世纪 70 年代，90 年代后，速冻食品进入快速发展阶段。根据公司招股说明书统计的数据显示，2012-2014 年，我国速冻食品销售额分别为 584 亿元、650 亿元、715 亿元，平均增长率为 10.65%，从细分产品来看，2014 年我国速冻鱼糜制品产量达到 151.79 万吨，2009-2014 年 CAGR 为 10.83%，2014 年速冻面米食品产量为 528.26 万吨，2009-2014 年 CAGR 为 12.60%。

图 9：2008 年-2014 年我国速冻鱼糜制品产量情况



资料来源：中国渔业统计年鉴、长城国瑞证券研究所

图 10：2008 年-2014 年我国速冻面米食品产量情况

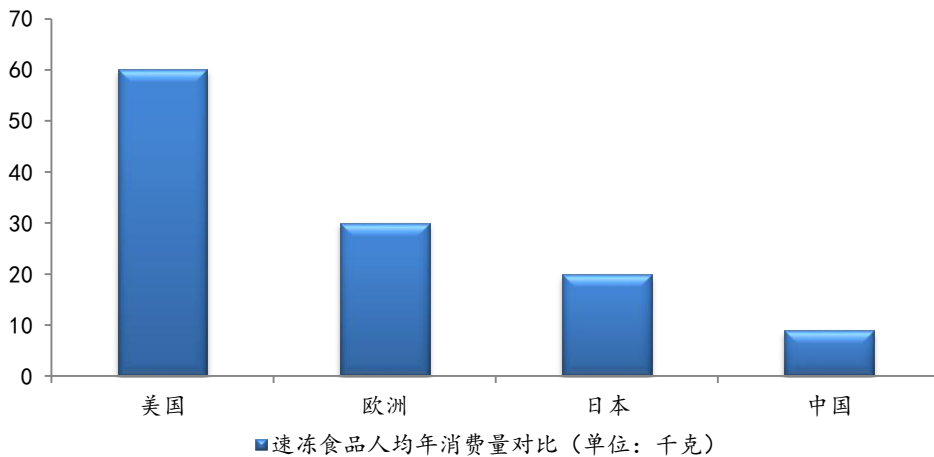


资料来源：中国产业信息网、长城国瑞证券研究所

我国速冻食品人均年消费量仍存在较大提升空间。美国是速冻食品产量最大、人均消费量最高的国家，年产量达 2,000 万吨，人均年消费量 60 kg 以上；欧洲仅次于美国，年消费 1000 万吨，人均年消费量 30-40kg；日本居第三位，人均年消费量 20kg。而我国目前速冻食品人均年消费量仅为 10kg 左右，与发达国家相比存在较大差距，未来随着我国居民消费水平的进一步提高以及消费结构的升级，我国速冻食品人均年消费量有望保持持续提升态势。



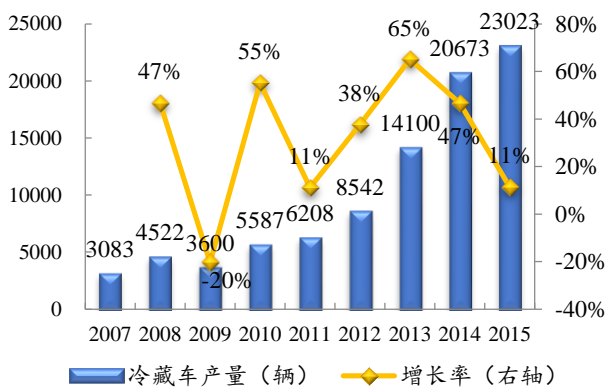
图 11：我国速冻食品人均年消费量与发达国家对比



资料来源：公开资料、长城国瑞证券研究所

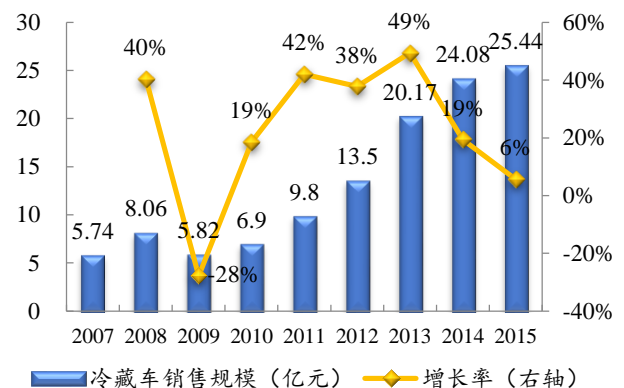
冷链物流发展为速冻食品产业规模进一步扩大提供支撑。速冻食品在生产、运输、储藏、销售时都必须保持在低温环境中，因而冷链物流的发展对于速冻食品产业具有较大的刺激作用。我国冷链物流基础设施比较落后，2012 年人均冷库容量仅为 0.04m³，是美国的 1/9，印度的 44%。近年来，我国冷链物流行业保持较快的增速，2013 年冷链物流业固定资产投资超过 1000 亿元，同比增长 24.2%。从冷藏车的产量和销售规模来看，2015 年冷藏车产量为 2.30 万辆，同比增长 11.37%，2008-2015 年 CAGR 为 28.57%；冷藏车销量为 1.97 万辆，销售额为 25.44 亿元，同比增长 5.65%，2008-2015 年 CAGR 为 20.46%。另据罗兰贝格 2014 年预测，中国冷链物流行业 2014-2017 年将保持年均 25% 的高速增长，2017 年市场规模将达 4700 亿元。我们认为，冷链物流行业的快速发展有利于拓宽速冻食品销售半径，从而推动总体产业规模进一步扩大。

图 12：2007-2015 年我国冷藏车产量及增长情况



资料来源：博思数据、长城国瑞证券研究所

图 13：2007-2015 年我国冷藏车销售规模及增长情况



资料来源：博思数据、长城国瑞证券研究所

3 公司占据行业龙头地位，在洗牌中有望扩大领先优势

目前,公司的主要收入来源于火锅料产品(占收入比重约 75%),在业内排名第一,全国市占率约超 10%。从市场竞争情况来看,目前该行业主要市场份额都集中在前十大厂家,中小厂商虽然数量众多,但所占据的市场份额较小且大多销售的是低端产品,在未来激烈的市场洗牌中面临着被淘汰的局面。

图 14: 火锅料行业目前市场竞争情况



资料来源：公司路演材料、长城国瑞证券研究所

图 15: 火锅料行业洗牌特点

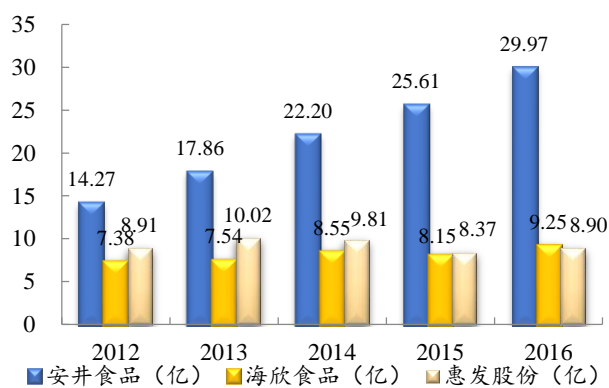


资料来源：公司路演材料、长城国瑞证券研究所

公司面临的主要竞争对手包括海霸王、海欣食品（002702.SZ）、惠发股份（603536.SH）等。从公司与海欣、惠发两家上市公司的比较来看：

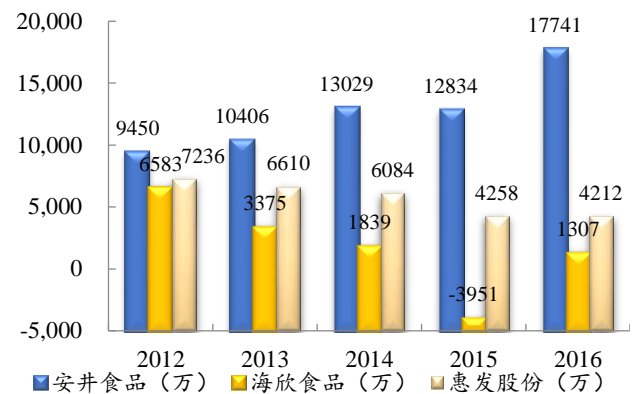
营业收入方面，公司近5年收入保持稳定增长，2016年总收入达29.97亿，相比之下，海欣、惠发近5年不仅收入规模较小且处于停滞状态，增长乏力；归母净利润方面，除2015年稍有下降外，近5年公司的归母净利润均为正增长，2016年达到1.77亿，而海欣、惠发均呈现下降趋势，其中海欣尤其明显；销售费用率方面，公司居于中间水平，三个厂商中，惠发的销售费用率最低，主要是因为经销商模式下收入占比高达90%，而公司经销模式收入约为80%左右；净利率方面，海欣的净利率波动较大，目前在三个厂商中最低，公司和惠发的净利率基本相似，2016年略高于惠发。

图 16：近 5 年公司 & 主要竞争对手营业收入情况



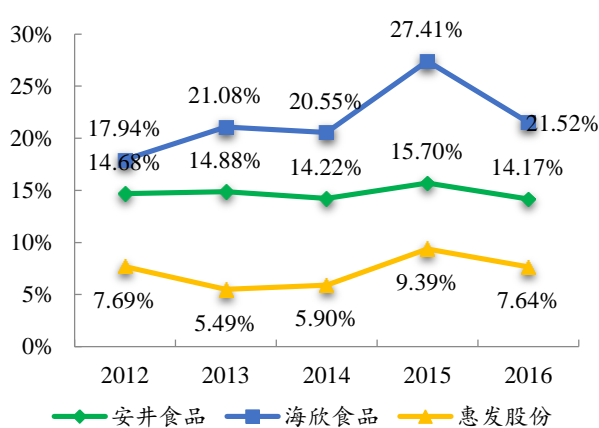
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 17：近 5 年公司 & 主要竞争对手归母净利润情况



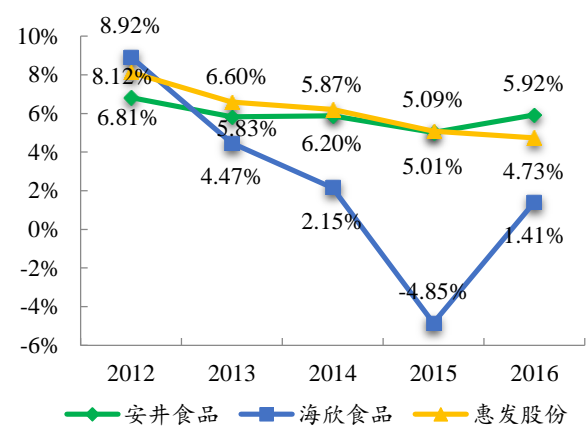
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 18：近 5 年公司 & 主要竞争对手销售费用率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 19：近 5 年公司 & 主要竞争对手净利率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

通过与行业主要竞争对手比较可知，公司在行业中处于领导地位，其所具备的规模优势有利于公司抓住行业洗牌的机会，进一步拉大与竞争对手的差距，扩大自身的领先优势。

4 产品创新+渠道完善+经营高效，公司保持发展活力

4.1 公司重视产品创新，坚持高质中价策略

公司产品种类齐全，主要可划分为火锅料和面米两大系列其中公司火锅料制品和发面制品类目前均占据行业第一。从更具体的产品形态来看，火锅料系列可以分为包馅类、丸类、片类/仿蟹类、油炸类、肠类/烧烤类等，面米系列可以分为汤圆水饺、馒头花卷、点心、包点等。

表 1：公司主要产品情况

大类	小类	具体产品	举例
	包馅类	仿龙虾排、包心鱼卷、金瓜卤肉包、迷你燕饺、鱼皮脆、霞迷饺、仿海螺丸、太湖燕饺、包心鱼丸、爆汁小鱼丸、包心贡丸等	爆汁小鱼丸 
	丸类	鱼丸、香菇贡丸、闽南脆丸、海参丸、贡丸、仿章鱼丸、仿墨鱼丸、仿花枝丸等	仿章鱼丸 
火锅料系列	片类/仿蟹类	夹心脆排、鱼排、霞糕、千夜豆腐、闽南香肉、仿蟹王棒、仿蟹肉、仿蟹柳、迷你仿蟹排、夹心鱼排等	仿蟹王棒 
	油炸类	腐皮鱼卷、小 Q 鱼板、Q 鱼板、大鱼豆腐、鱼豆干、甜不辣肉条、香辣鱼果、北海翅鱼条、包心鱼豆腐、鱼豆腐、关东大鱼板等	鱼豆腐 
	肠类/烧烤类	双色开花肠、双色腰花肠、亲亲肠、仿墨鱼肠、烤鱼棒、开花肠等	双色腰花肠 



	丸之尊（公司子品牌，高端产品）	仿龙虾球、肉脆丸、QQ 鱼籽包、鱼糕、鱼豆腐、潮汕牛肉丸、手撕仿雪蟹等	手撕仿雪蟹	
面米系列	包点	红豆包、香菇素菜包、乡村荞麦包、核桃包、酸豆角肉包、猪肉包、杂粮包、玉兔甜包等	核桃包	
	馒头花卷	紫薯卷、肉松卷、南瓜馒头、牛奶馒头、牛奶花卷、红糖馒头、黑米馒头、葱油花卷等	紫薯卷	
	点心	黄金蛋饺、紫薯糯米球、盘龙饼、米发糕、红糖发糕、茴香小油条、手抓饼、南瓜饼等	米发糕	
	汤圆水饺	虾饺、血糯汤圆、花生汤圆、黑芝麻汤圆、桂花汤圆、蛋饺等	虾饺	

资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

公司十分重视新产品的研发，目前公司拥有国家级企业技术中心和厦门市速冻食品重点实验室，在行业内拥有较强的技术创新能力，每年不断推出多种新品。2010 年以来，公司爆汁小鱼丸、鱼糕等多项产品获得过中国食品科学技术学会产品创新奖。对于新产品的上市公司采取大单品战略，要求新产品年销售额要达到 3000 万元以上。此外，公司所具备的规模优势使其可以一直坚持高质中价策略，使得公司推出的高端新品同样具有价格竞争优势。我们认为，持续的产品创新对于速冻食品行业同样至关重要，它使得公司可以紧跟市场需求端的变化，公司新推出的丸之尊系列高端新品获得很好的市场反馈，未来有望为公司带来新的业绩增长。

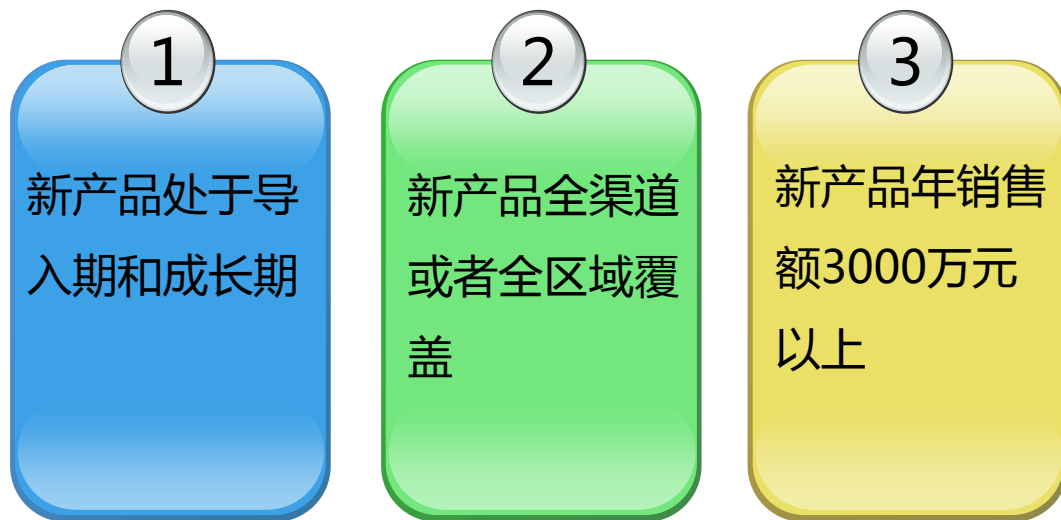


图 20：火锅料行业洗牌特点



资料来源：公司路演材料、长城国瑞证券研究所

图 21：公司新产品上市标准



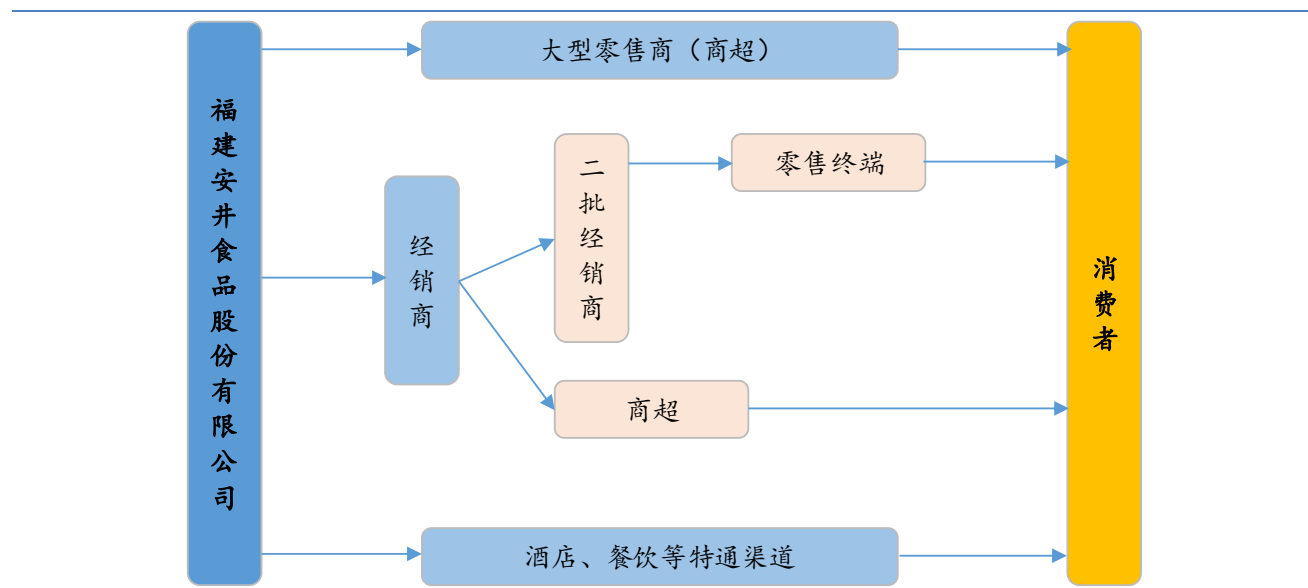
资料来源：公司路演材料、长城国瑞证券研究所



4.2 经销商渠道发展完善，营销网络遍布全国

公司产品目前主要通过三种模式销售：1) 经销商模式：公司产品销售给经销商后，经销商再向一些规模较小的经销商（二批经销商）、区域性的中小型商超及农贸市场等渠道进行销售，二批经销商则再通过农贸市场等零售终端渠道进行销售。2) 商超模式：公司直接供货给以大型商超为主的零售商；3) 特通渠道模式：产品通过直接供货给酒店、餐饮等。

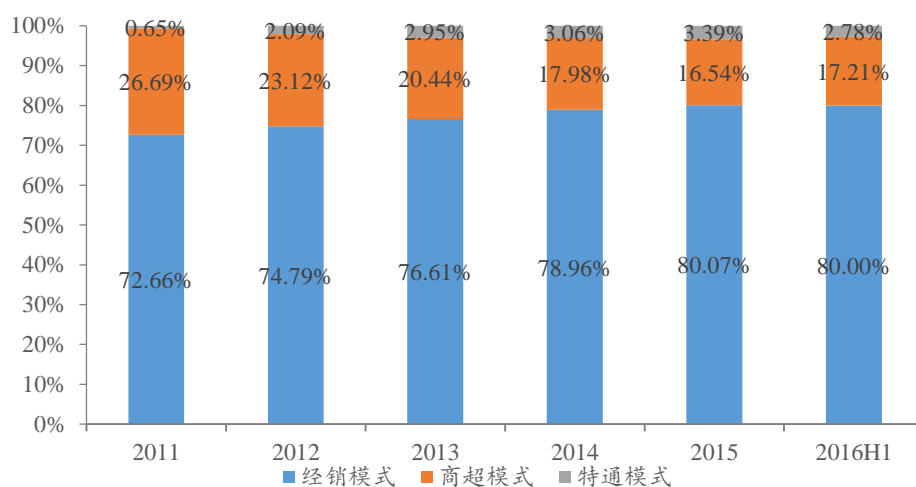
图 22：公司销售模式



资料来源：公司招股说明书、长城国瑞证券研究所

经销商模式是公司的主要销售渠道，2015 年和 2016 上半年公司 80% 的收入来自于经销模式，从 2011-2016 年情况来看，经销模式收入占比始终高于 70%，并表现出小幅上涨趋势。商超模式在 2011 年贡献了超过 25% 的收入，2016 年上半年收入占比下降为 17.21%。特通模式收入占比虽略有提升，但仍为最小。

图 23：公司各种销售模式收入占比



资料来源：公司招股说明书、长城国瑞证券研究所



公司自设立至今，建立了适合自身发展的经销模式，其基本特点表现为在以“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。公司的贴身支持包括四个方面：1) 销售渠道支持：协助经销商开发分销商、销售终端；2) 渠道粘度支持：协助经销商召开各种订货会，邀请分销商及终端客户到场开展促销活动；3) 品牌拉动销售的支持：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；4) 丰富营销活动促进销售的支持。

公司对经销渠道具有较强的控制能力，公司对经销商的售均为买断式除质量原因外，不存在销售退回的情形。除了积极参与、协助经销商的销售活动，公司也十分注重与经销商的沟通，在经销商渠道已形成的良好口碑助于保证公司产品销售渠道的畅通，促进公司市场地位的进一步提升。

表 2：公司经销商模式的基本环节

经销模式环节	基本情况
经销商选择	三大原则：1) 经销商实力，特别对经销商的冷库、冷藏车等硬件配置有着严格的要求；2) 经销商诚信度，一般通过考察经销商在当地的声誉、以及是否发生过食品纠纷等因素，选择在区域内信誉良好的经销商；3) 经销商忠诚度，对“安井”品牌的认同和支持是公司选择经销商的必要条件，在评估选取时，一般会要求“安井”品牌的产品须为其同类产品中的主导产品。
经销商管理	1) 经销商经营指标监督、管理，逐月分品类对经销商进行跟踪考核，并对执行情况进行奖惩；2) 经销商库存、购销量管理，协助经销商提高资金及库存的利用效率，同时对市场变化情况进行分析并尽快制订相应的市场促销政策或提前安排采购及生产备货；3) 分销商与销售终端的开发、监督管理，公司的分销商是经过公司与经销商共同筛选考核确定；4) 规格、渠道区隔管理，适用于在福建、江苏等由于密集分销导致产品价格较为透明的成熟市场。
经销商支持	1) 经销商推广会、联谊会等产品订货支持，协助部分经销商召开区域订货会、终端联谊会；2) 品牌推广、终端产品促销支持，通过户外广告、经销商门店布置进行品牌推广，通过主题活动、终端推广活动等方式进行产品促销；3) 针对经销商的专业团队支持，公司的经销商团队协助经销商开拓市场，协助经销商对终端进行铺货，对经销网络进行现场验核，对经销商人员的业务技能培训
经销商反馈	1) 通过电子沟通平台及时传递产品信息、促销政策，经销商也通过平台及时反馈销售情况和市场意见；2) 定期举办区域性的经销商会议。

资料来源：公司招股说明书、长城国瑞证券研究所

通过多年的渠道下沉和密集分销，公司已经将营销网络下沉到大部分县城，且部分地区按照渠道进一增设渠道经销商如餐饮渠道、烧烤渠道、菜场渠道、学校渠道等，渠道下沉和渠道扫盲度同行业遥遥领先。此外，公司采取在销售密集区就地设厂的策略使其冷冻物流费用低于同行竞争对手，也有助于公司全国性品牌的迅速建立。

从营销方式来看，公司按照“卖场内外、菜场内外”的广告发布地点、“终端布置+户外广告”广告发布方式，保持渠道品牌活跃度；与此同时，公司还将在强势市场开展消费者品牌建设，加大公交车、交通广播台、电视角标、高铁广告等投入，不断提升消费者品牌知名度。

公司目前在厦门、无锡、泰州、辽宁鞍山、四川资阳（在建）建设了生产基地，覆盖华南、华东、东北、西南等区域，另外，除了西藏、台湾之外，公司在全国各省均设立联络处，营销网络涉及经销商及大型商超



近 600 多个，包括沃尔玛、永辉、大润发、苏果、卜蜂莲花、新华都、天虹商场、欧尚、家乐福、麦德龙等著名连锁超市，以及呷哺呷哺、海底捞等特通餐饮客户，形成了辐射全国的营销网络。

图 24：公司营销网点分布



资料来源：公司官网、长城国瑞证券研究所

4.3 良好的企业文化和信息化管理水平，为公司高效经营提供保障

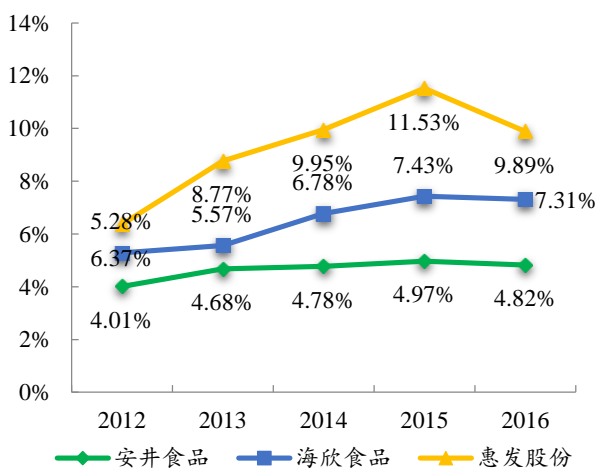
良好的企业文化。公司根据速冻食品行业特点并结合企业实际情况，提出“责任、正道、行动、共赢”的企业价值观、“食以民为天”的企业经营理念，以及“马上去做，用心去做”的企业作风，并通过歌曲、版报、聚会等形式全力打造独具安井特色的执行文化。公司已形成良好的企业文化，高层、中层、底层员工能够实现高效的沟通，同时倡导各部门、团队间竞争，在这样的氛围下，公司的战略能够得到迅速的执行，保证公司具有较高的经营效率和良好的市场适应能力。

高度重视信息化管理。公司不断加强企业内控管理规范，运用先进的信息化技术手段，通过 ERP、WMS、移动营销、OA、BI 等软件的成功运用，使企业管理进入平台可视化阶段，尤其是全球最先进的 QLIK 商务智能报表 BI 系统的深入应用，并因此被 QLIK 公司评为中国最佳客户之一。公司各种常规费用报表平台可视化，而且开发出具有明显管理效果的 PK 排行榜（费销率排行榜）和黑名单（促销费用黑名单、促销员黑名单、系统及门店黑名单）等，各部门互相 PK 互相竞争带来管理水平的提升。同时，在以往 WCS、WMS 和商务智能报表 BI 以及 2016 年所成功实施集团版 ERP、SHR 和移动 OA 云之家基础上，公司继续加大信息化投入，考虑推进全面预算管理、引进专用设备管理软件、实施客户订单平台管理、开发人力资源 BI 报表等。

我们认为，正是高效的经营水平使得公司的管理费用率在同业中保持显著低于竞争对手的同时。总资产周转率持续高于竞争对手。高效的经营水平有利于公司在行业竞争中扩大领先优势，进一步巩固龙头地位。

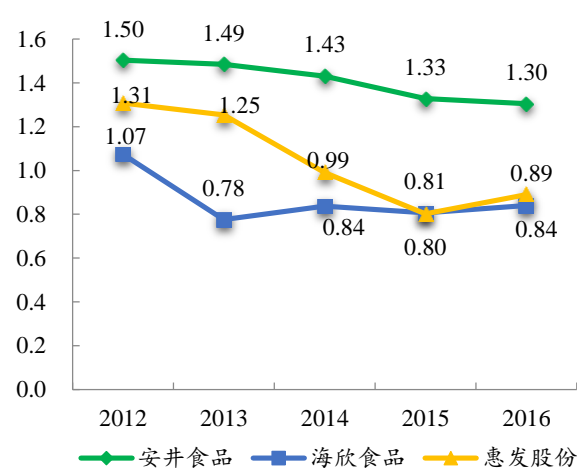
图 25：近 5 年公司 & 主要竞争对手管理费用

率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

图 26：近 5 年公司 & 主要竞争对手总资产周转率情况



资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所



盈利预测

单位：百万元

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2996.50	3458.58	4051.70	4821.61	货币资金	378.48	388.26	454.84	541.27
减：营业成本	2183.84	2521.38	2957.80	3524.52	应收和预付款项	141.48	155.27	181.94	216.57
营业税金及附加	25.47	29.39	34.44	40.98	存货	737.52	659.43	773.58	921.79
营业费用	424.50	489.96	573.98	683.05	其他流动资产	13.10	13.10	13.10	13.10
管理费用	144.53	166.81	195.42	232.55	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	6.29	0.82	-2.79	-5.94	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.43	1.43	1.43	1.43	固定资产	1081.05	1291.11	1566.45	1776.88
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	91.08	97.21	106.50	112.64
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	35.82	19.35	13.91	13.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	2478.54	2623.73	3110.32	3596.18
营业利润	210.46	248.80	291.42	345.02					
其他非经营损益	20.62	20.32	20.32	20.32	短期借款	171.99	97.76	124.58	43.82
利润总额	231.08	269.12	311.74	365.34	应付和预收款项	1129.28	1312.67	1533.10	1819.24
所得税	53.67	62.51	72.41	84.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	177.41	206.61	239.33	280.48	其他负债	172.71	2.15	2.15	2.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债合计	1473.99	1412.57	1659.83	1865.21
归母净利润	177.41	206.61	239.33	280.48	股本	162.03	162.03	162.03	162.03
					资本公积	109.29	109.29	109.29	109.29
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	留存收益	733.23	939.84	1179.17	1459.65
经营活动现金流	217.46	562.81	487.35	590.26	归母股东权益	1004.55	1211.16	1450.49	1730.97
投资活动现金流	-247.29	-346.52	-451.18	-429.80	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	12.76	-74.26	30.41	-74.03	股东权益合计	1004.55	1211.16	1450.49	1730.97
现金流量净额	-17.11	142.04	66.58	86.43	负债和股东权益	2478.54	2623.73	3110.33	3596.18

资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。