

被忽视的速冻制品行业龙头，小龙虾新品高成长

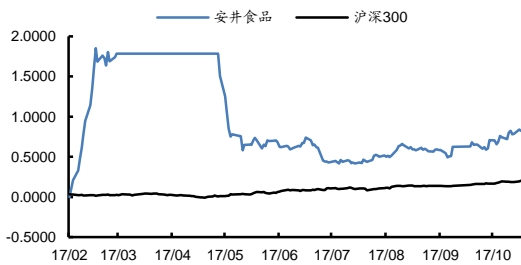
锦上添花

——安井食品（603345）调研报告

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：邓安迪
13817725424 dengad@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
安井食品	12.2	27.5	82.4
沪深300	5.7	8.6	20.3

市场数据 2017-11-07

当前价格（元）	28.94
52周价格区间（元）	15.87 - 45.34
总市值（百万）	6252.20
流通市值（百万）	1563.05
总股本（万股）	21604.00
流通股（万股）	5401.00
日均成交额（百万）	109.26
近一月换手（%）	203.34

相关报告

《安井食品（603345）三季度点评：营收增长环比加速，产能扩张值得期待》——2017-10-26

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **向内陆市场拓展、渠道下沉、餐饮业发展三因素推动速冻制品行业持续增长。**我国速冻制品行业规模约 1000 亿元，其中速冻面食约 600 亿元，速冻火锅料制品约 400 亿元。从行业增速来看，近年来行业保持着两位数以上的增长。但从人均消费来看，中国速冻制品人均消费仅 3.88 千克/年，远低于韩国、台湾、日本、美国（不及美国的六分之一），未来发展空间广阔。因为饮食习惯和文化的差异，速冻鱼糜制品消费以华东、华南沿海地区为主，中部和西部地区消费较少。而随着内陆地区外出务工人员的增多，地区之间经济和文化交流的增多，消费习惯的相互融合，内陆地区对于速冻鱼糜制品等火锅料制品的接受度提高，消费量有望逐渐增多。此外，随着中国冷链物流布局日渐完善，速冻制品企业开始将渠道逐渐下沉至三四线城市和乡镇农村，这些地区将成为速冻制品消费的新增长点。而速冻火锅料制品的主要消费场景是火锅店、快餐店等其他餐饮店铺，随着生活节奏加快及餐饮业的蓬勃发展，速冻制品的消费也为此有望继续保持快速增长。

■ **安井作为速冻制品行业龙头，销售规模遥遥领先，竞争优势日益凸显。**作为速冻制品行业龙头，安井营收和利润都排名行业第一。其中，公司火锅料制品的营收是上市公司海欣和惠发营收总和的 1.6 倍。未来，随着销售规模的持续扩大，公司成本费用率有望持续下降，公司盈利能力有望持续增强。此外，安井是速冻火锅料制品行业内唯一一家异地建厂（先后在福建厦门、江苏无锡、辽宁鞍山、江苏泰州、四川资阳、湖北潜江等地建厂），全国化布局的公司。“销地产”的布局，大大提高了配送效率和降低物流成本，公司竞争优势更加明显。而随着消费者和终端对食品安全的日益重视，市场份额越来越向大品牌企业集中，部分竞品企业由于管理层动荡、资金链断裂、战略失误等问题，陆续出现经营不善的情况。在此消彼长之下，安井食品有望不断侵蚀竞争对手的市场份额而实现强者恒强。

■ **新品小龙虾高毛利产品，未来有望高速增长。**中国小龙虾市场空间广阔，产业链经济总产值达 1466.10 亿元，但还没有全国性品牌出现。公司开始湖北潜江建设工厂，并推出速冻小龙虾产品，正式切入这一广阔市场。公司的速冻调味小龙虾解决了行业两大痛点：一个是小龙虾生产季节性问题的，另一个是烹饪厨师短缺的问题。同时，公司因为

拥有采购、生产和销售速冻鱼糜等产品的经验，发展速冻小龙虾在产业链上中下游皆有优势。在上游和中游，公司和水产加工企业长期保持良好的合作关系。在下游，公司拥有经销商和商超渠道资源，可以实现快速铺货。小龙虾市场空间广阔且属于高毛利产品，我们认为公司的速冻小龙虾产品有望成为继速冻火锅料制品、速冻面米制品之后的第三大品类，其快速增长值得期待。

- **对比周黑鸭小龙虾产品，公司差异化竞争优势明显。**相比推出“聚一虾”的周黑鸭来说，安井食品的速冻小龙虾在产品定位、消费情境、购买方式、市场空间和销售价格等方面具有差异化竞争优势。在产品定位和购买方式上，安井小龙虾以餐饮聚会、家庭聚餐为主，可以在餐饮和商超渠道购买，方便快捷。同时，安井标准化生产的速冻小龙虾可以突破季节性和消费场景的约束，在寒冷的冬季也能买到，在餐饮和家庭都可消费。在市场空间和销售价格方面，安井主要面对餐饮客户，市场空间广阔。此外，速冻制品保质期长，很少报废，因此安井小龙虾价格比周黑鸭能便宜 30%至 40%左右。
- **盈利预测和投资评级：**上调买入评级。综上，我们认为速冻制品行业有望保持持续的增长，作为行业龙头，安井食品将充分受益行业的发展。另一方面，随着公司规模效应的显现、全国化布局的完成、竞争格局的改善、新品类的不断上市、以及小龙虾爆款产品的推出，公司营收和利润快速增长值得期待。综上，我们上调公司盈利预测，2017/18/19 年 EPS 分别为 0.92/1.17/1.50 元，对应 2017/18/19 年 PE 为 31.34/24.72/19.33 倍，上调为“买入”评级。
- **风险提示：**产能扩张不及预期；新品上市不及预期；速冻制品行业发展不及预期；速冻小龙虾产品销量不及预期；

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2997	3480	4172	5046
增长率(%)	17%	16%	20%	21%
净利润（百万元）	177	199	253	323
增长率(%)	38%	12%	27%	28%
摊薄每股收益（元）	1.09	0.92	1.17	1.50
ROE(%)	17.66%	17.14%	18.86%	21.52%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 向内陆市场拓展、渠道下沉和餐饮业发展三因素推动速冻制品行业持续增长	5
1.1、 速冻制品“从沿海走向内陆”，市场空间逐渐打开	5
1.2、 冷链物流布局日渐完善，渠道下沉至三四线城市和乡镇农村	6
1.3、 快节奏生活+餐饮业发展，速冻制品符合现代人消费趋势	7
2、 安井作为速冻制品行业龙头，销售规模遥遥领先，竞争优势日益凸显	8
2.1、 公司销售规模遥遥领先，火锅料制品营收和利润都是行业排名第一	8
2.2、 速冻火锅料制品行业内唯一一家异地建厂全国化布局的公司	9
2.3、 行业持续走向集中，竞争环境改善下安井有望强者恒强	10
2.4、 研发投入稳定持续，新品类有望不断上市	11
3、 新品小龙虾高毛利产品，未来有望高速增长	12
3.1、 小龙虾市场空间广阔，行业呈现小而散的局面	12
3.2、 公司解决行业痛点，正式切入小龙虾市场	13
3.3、 对比周黑鸭小龙虾产品，安井差异化竞争优势明显	14
4、 盈利预测与评级	16
5、 风险提示	16

图表目录

图 1: 中国速冻制品制造企业营收规模	5
图 2: 主要国家人均速冻制品消费量 (千克/年)	5
图 3: 主要速冻鱼糜制品企业华东、华南销售额	6
图 4: 中国外出务工人员数量	6
图 5: 速冻制品冷链物流保存及运输过程	6
图 6: 中国低温冷库主要集中在东部地区	6
图 7: 中国冷藏车产量及增速	7
图 8: 中国冷库容量及增速	7
图 9: 中国冷链流通率逐年上升	7
图 10: 中国速食行业市场规模快速增长	8
图 11: 中国餐饮业保持两位数增长	8
图 12: 速冻火锅料制品行业安井收入第一 (亿元)	9
图 13: 速冻火锅料制品行业安井利润第一 (亿元)	9
图 14: 安井食品速冻面米制品以发面类为主, 和竞争对手形成差异化竞争	9
图 15: 通过销地产模式, 公司全国化布局初步完成	10
图 16: 公司各产品产销率接近 100%	10
图 17: 公司研发投入持续上升	11
图 18: 新品销售收入占总营收比例达 25%	11
图 19: 中国小龙虾产量保持两位数增长	13
图 20: 中国小龙虾市场供需关系	13
图 21: 湖北小龙虾产量占全国总产量的 57%	14
图 22: 中国小龙虾价格随淡旺季波动 (元/千克)	14
图 23: 京东上线安井食品“麻辣小龙虾”	15
表 1: 公司产能有序扩张将缓解供不应求的局面, 助推营收增长	10
表 2: 公司在速冻火锅料制品行业的主要竞争对手	11
表 3: 公司 2012 年至 2016 年 1-6 月开发的新品	12
表 4: 中国主要城市小龙虾餐厅数量同比变化	14
表 5: 安井食品和周黑鸭小龙虾产品特点对比	15
表 6: 2017 年至 2019 年安井食品营收和净利润测算	16

1、 向内陆市场拓展、渠道下沉和餐饮业发展三因素推动速冻制品行业持续增长

我国速冻制品行业规模约 800 亿元。从行业增速来看，自 2008 年至 2014 年，CAGR23.62%，行业保持着两位数以上的增长。但从人均消费来看，中国速冻制品人均消费仅 3.88 千克/年，远低于韩国（5.96 千克/年）、台湾（8.09 千克/年）、日本（9.84 千克/年）、美国（24.89 千克/年，中国不及美国的六分之一），未来发展空间广阔。

图 1：中国速冻制品制造企业营收规模

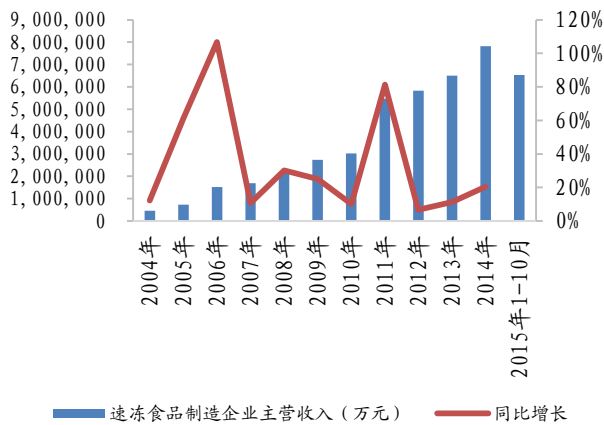
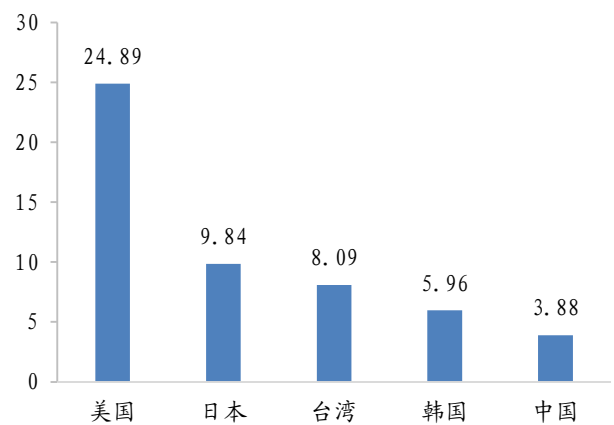


图 2：主要国家人均速冻制品消费量（千克/年）



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

资料来源：CEIC、国海证券研究所

1.1、速冻制品“从沿海走向内陆”，市场空间逐渐打开

随着居民南来北往，经济和文化交流，消费习惯相互融合，火锅料等速冻制品逐渐向内陆地区发展。速冻制品包括速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻其他制品等。其中，因为饮食习惯和文化的差异，速冻鱼糜制品消费以华东、华南沿海地区为主，中部和西部地区消费较少。根据速冻鱼糜制品上市企业经营数据显示，2016 年，海欣、安井、惠发三家上市企业 57% 以上的营收来自于华东、华南区域，而华北、华中、西南等区域的营收较少。而随着内陆地区外出务工人员的增多（根据国家统计局数据，2016 年中国东部、西部、中部分别输出 1.04 亿、0.75 亿、0.93 亿劳动力，总计 2.72 亿人员外出务工），地区之间经济和文化交流的增多，消费习惯的相互融合，内陆地区对于速冻鱼糜制品等火锅料制品的接受度提高，消费量有望逐渐增多。另一方面，安井、三全等速冻制品制造企业近年来不断的异地建厂，比如在西南、华中等区域建厂，这将更好地推动当地速冻制品的消费需求。

图 3: 主要速冻鱼糜制品企业华东、华南销售额

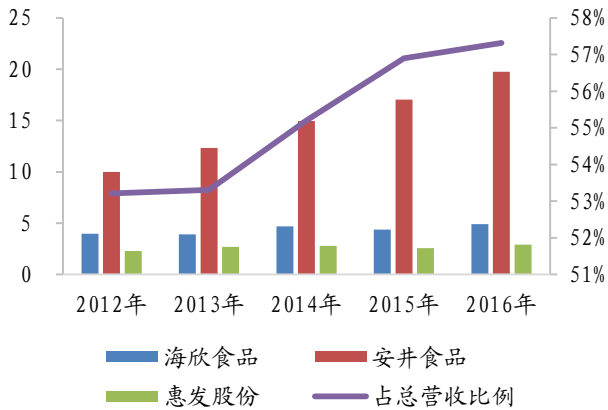
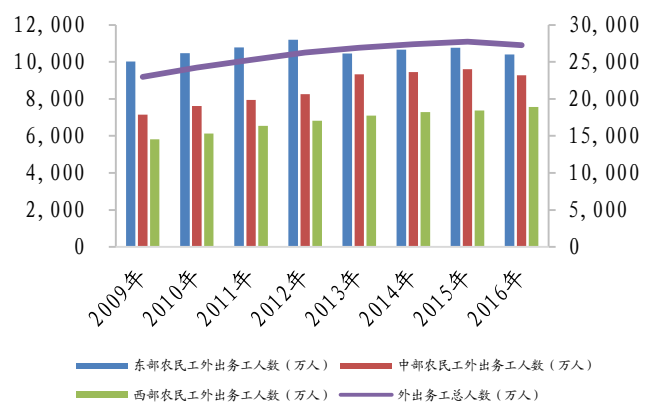


图 4: 中国外出务工人员数量



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

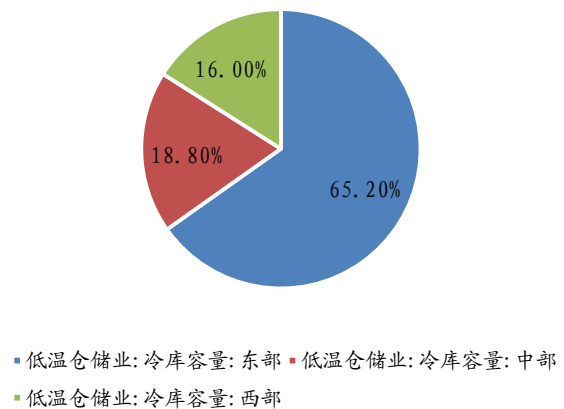
1.2、冷链物流布局日渐完善，渠道下沉至三四线城市和乡镇农村

随着中国冷链物流布局日渐完善，速冻制品企业开始将渠道逐渐下沉至三四线城市和乡镇农村，这些地区将成为速冻制品消费的新增长点。速冻制品需要经过冷库保存和冷藏车配送，最终到达商超冷柜或消费者手中。因此速冻制品销售受冷链物流运输的影响和制约。虽然目前国内低温冷库主要集中在东部地区，西部和中部地区比较薄弱，但冷链物流的发展趋势是向好的。根据中国仓储与配送协会和龙行专用汽车数据，中国冷库容量和冷藏车产量皆保持两位数增长，果蔬、肉类、水产品的冷链流通率开始逐年上升。我们认为随着国内冷链物流布局的日渐完善，渠道有望逐渐下沉，覆盖以往难以到达的区域，三四线城市及乡镇农村的消费者将有望接触到速冻制品，从而增加速冻制品的消费需求。

图 5: 速冻制品冷链物流保存及运输过程



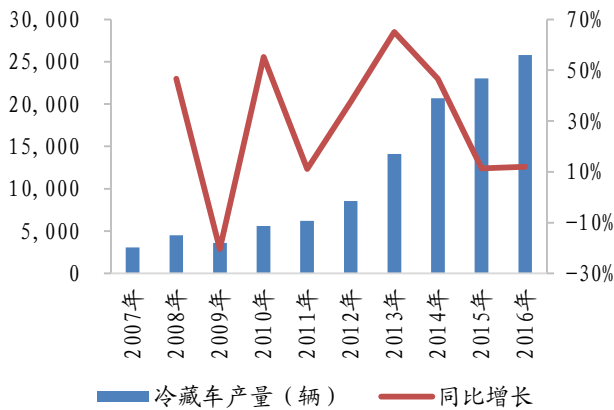
图 6: 中国低温冷库主要集中在东部地区



资料来源: 国海证券研究所

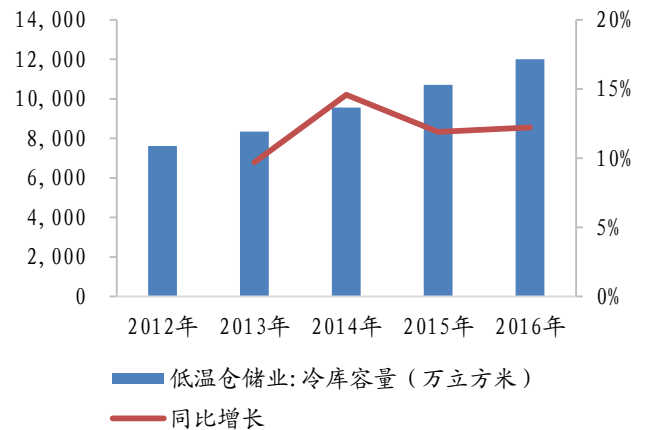
资料来源: 中国仓储与配送协会、国海证券研究所

图 7：中国冷藏车产量及增速



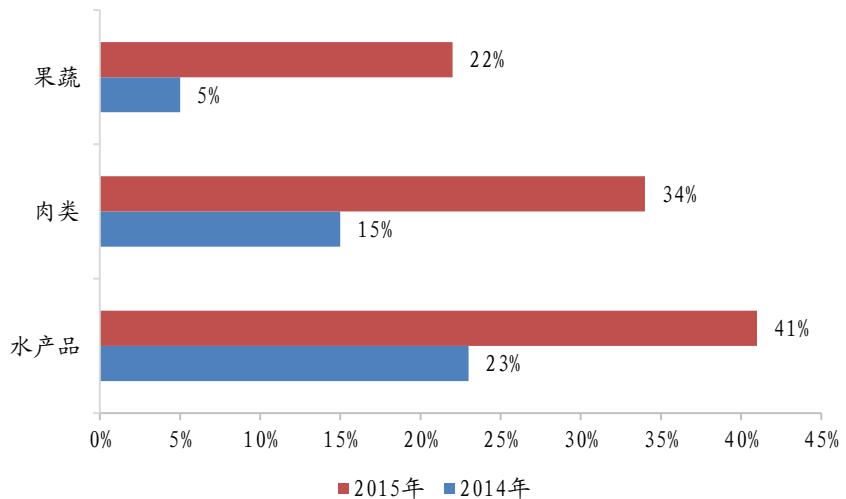
资料来源：龙行专用汽车、国海证券研究所

图 8：中国冷库容量及增速



资料来源：中国仓储与配送协会、国海证券研究所

图 9：中国冷链流通率逐年上升



资料来源：中国物流与采购联合会、国海证券研究所

1.3、快节奏生活+餐饮业发展，速冻制品符合现代人消费趋势

随着生活节奏加快及餐饮业的快速发展，人们偏好在餐厅消费快捷、方便的食品，速冻制品符合这一消费趋势。英国一项研究称，世界都在进入“快生活”，全球城市人走路速度比 10 年前平均加快了 10%，而其中位居前列的几个国家都是发展迅速的亚洲国家，如中国、韩国等。另一方面，从速食行业来看，其市场规模突破 7000 亿元，并依旧保持 15% 左右的增速。由此可知，人们的生活节奏在逐渐加快，并越来越偏好便利的食品，而速冻制品恰巧符合这一特点。同时，根据国家统计局数据，餐饮业近年来也保持着蓬勃的发展，增速在两位数以上。

而速冻火锅料制品的主要消费场景是火锅店、快餐店等其他餐饮店铺。因此，我们认为随着生活节奏加快及餐饮业的蓬勃发展，速冻制品的消费有望继续保持快速增长。

图 10: 中国速食行业市场规模快速增长

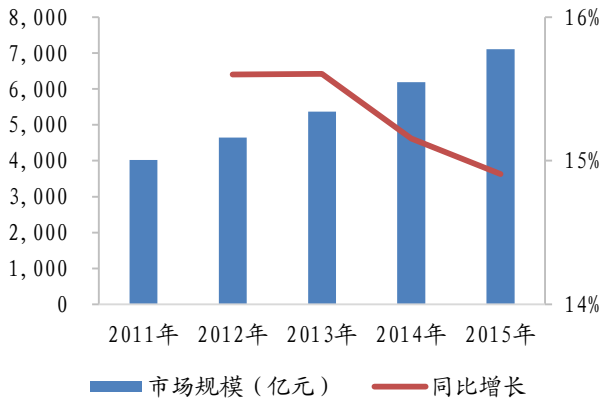
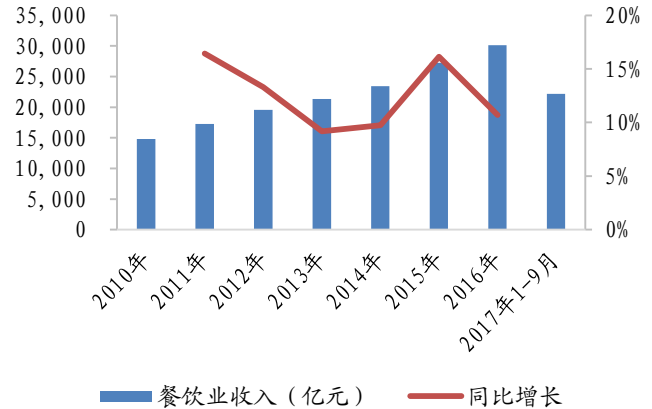


图 11: 中国餐饮业保持两位数增长



资料来源: 中国产业信息网、国海证券研究所

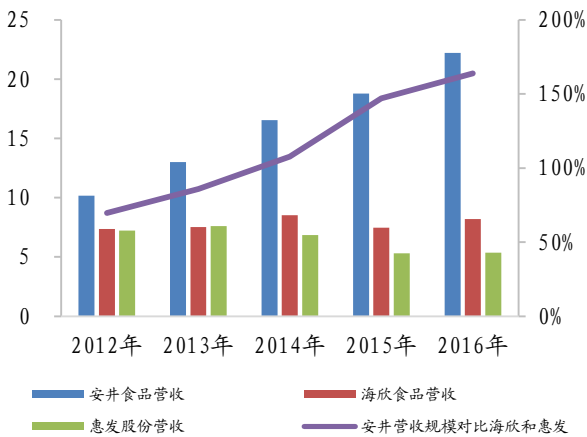
资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

2、安井作为速冻制品行业龙头，销售规模遥遥领先，竞争优势日益凸显

2.1、公司销售规模遥遥领先，火锅料制品营收和利润都是行业排名第一

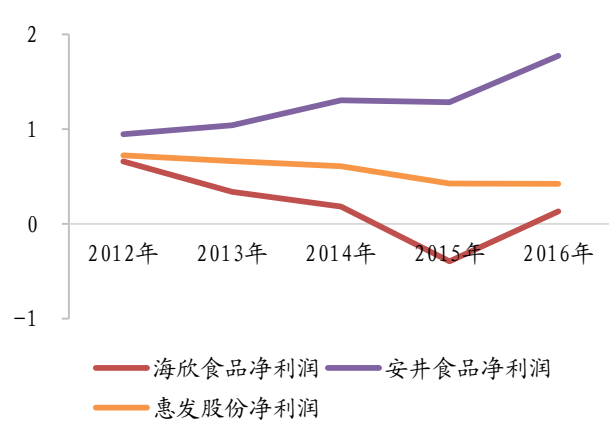
作为速冻制品行业龙头，公司营收规模快速增长带来单位成本下降，盈利能力逐渐凸显。公司主营分为速冻火锅料制品和速冻面米制品，分别占营收比例 75% 和 25%。在速冻火锅料制品行业中，公司营收和利润规模均是第一。2016 年公司火锅料制品营收 22 亿元，是海欣食品和惠发股份营收总和的 1.6 倍，销售规模遥遥领先，行业龙头地位确立。

图 12: 速冻火锅料制品行业安井收入第一 (亿元)



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 13: 速冻火锅料制品行业安井利润第一 (亿元)



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

公司速冻面食产品以发面类产品为主, 主要包括手抓饼、各类馒头、包子等。在速冻面食制品行业中, 公司的营收规模虽然远小于三全食品, 但是通过差异化竞争策略, 公司在发面类产品中已经做到第一。未来, 随着公司营收规模持续扩大, 公司单位成本费用有望继续下降, 公司盈利能力将不断增强。

图 14: 安井食品速冻面食制品以发面类为主, 和竞争对手形成差异化竞争

 <p>核桃包 规格: 360g 粒重: 约36g/个 产品特点: 巧手控制核桃样, 饱满果仁秘制成馅, 面皮松软, 馅心香浓, 造型独特。</p>	 <p>金麦流沙包 规格: 300克 粒重: 30g/个 产品特点: 金麦点缀外皮, 特选酥油或蛋黄, 混成馅料像金沙一样流淌, 蛋香浓郁, 口感柔韧, 甜而不腻。</p>	 <p>豆沙包 规格: 360g、1.75kg 粒重: 约30.5g/个、36g/个 产品特点: 选料精良, 工艺独特, 入口绵软香甜, 具有皮薄馅多, 甜而不腻等特点。</p>
 <p>港式肉夹包 规格: 300g 粒重: 50g/个 产品特点: 醇香大片的叉烧肉诱人垂涎, 伴以细腻香浓的叉烧酱汁, 肉质软嫩多汁, 流而不腻, 香味四溢。</p>	 <p>猪肉包 规格: 360g、720g 粒重: 约30.5g/个 产品特点: 个头圆润饱满, 内馅柔嫩鲜香, 具有皮薄馅大, 肥而不腻。</p>	 <p>香菇素菜包 规格: 360g、720g 粒重: 约30.5g/个 产品特点: 外皮雪白松软, 光滑圆润, 馅心绿中生翠, 鲜艳悦目, 口味清香。</p>
 <p>奶黄包 规格: 360g、540、1000、1.75kg 粒重: 约30.5g/个、36g/个 产品特点: 优质包点粉, 面皮有嚼劲, 同时奶黄馅风味突出, 沙感不粘牙。</p>	 <p>手抓饼 规格: 海苔味/椒盐味:450g, 原味/葱香: 900g、2250g 粒重: 93g/个、90g/个、110g/个 产品特点: 千层美味, 层层分明, 金黄酥脆</p>	 <p>葱油花卷 规格: 300g、1000g、1750g 粒重: 31g/个、39g/个 产品特点: 松软美味, 工艺独特, 营养丰富, 口感润滑。</p>

资料来源: 公司官网、国海证券研究所

2.2、速冻火锅料制品行业内唯一一家异地建厂全国化布局的公司

随着异地建厂逐步推进, 公司成为速冻火锅料制品行业唯一一家全国化布局的企业。公司 5 年前开始规划异地建厂, 通过销地产模式, 公司全国化战略布局初步完成。从 2013 年至 2016 年, 公司各项速冻产品产销率接近 100%, 显示了公司产品供不应求的局面。而随着公司全国化布局完成, 其产能将从 30 万吨增长至 50 万吨, 产品供不应求的局面将大大缓解, 同时营收也有望伴随产能扩张而快速增长。异地建厂后, 除了产能的增加, 每个工厂的速冻制品运输半径控制

在 500 公里的区域范围内，公司配送效率将大幅提高，物流成本有望大幅降低，公司竞争能力将进一步凸显。

图 15: 通过销地产模式，公司全国化布局初步完成

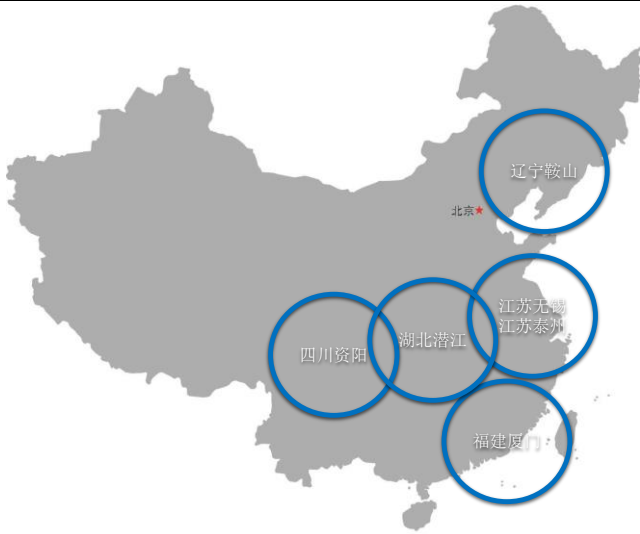
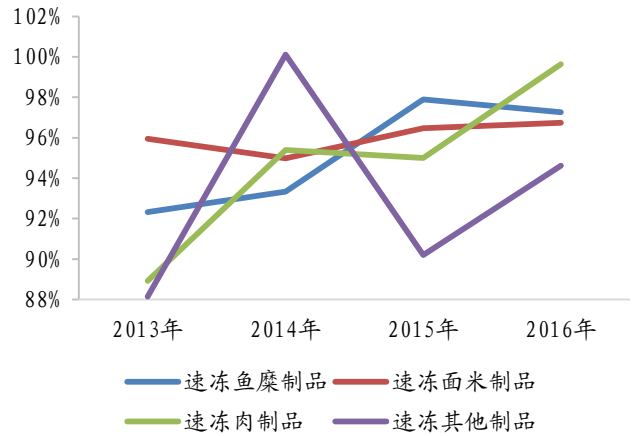


图 16: 公司各产品产销率接近 100%



资料来源：公司公告、国海证券研究所

资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

表 1: 公司产能有序扩张将缓解供不应求的局面，助推营收增长

地址	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
福建厦门	总计约 30 万吨产能	预计增加 5 万吨产能，总计约 35 万吨产能	预计增加 5 万吨产能，总计约 40 万吨产能	预计增加 10 万吨产能，总计约 50 万吨产能
辽宁鞍山				
江苏无锡				
江苏泰州				
四川资阳				
湖北潜江				

资料来源：公司招股说明书、公司公告、国海证券研究所

2.3、行业持续走向集中，竞争环境改善下安井有望强者恒强

行业持续走向集中，安井有望实现强者恒强。从行业来看，市场上存在众多小而散的企业，随着消费者和终端对食品安全的日益重视，市场份额越来越集中在大品牌企业。目前，主要的市场份额被排名前十的大企业所占据。其中，安井食品属于第一梯队，且是唯一一家速冻火锅料制品突破 20 亿营收规模的企业。此外，公司的主要竞争对手包括海欣食品、海霸王、惠发股份、升隆、海壹、三全等，上述部分竞品企业由于管理层动荡、资金链断裂、战略失误等问题，陆续出现经营不善的情况。在此消彼长之下，安井食品有望不断侵蚀竞争对手的市场份额而实现强者恒强。

表 2: 公司在速冻火锅料制品行业的主要竞争对手

营收规模 1-3 亿元	三全（火锅料部分）
营收规模 3-5 亿元	山东得利斯（火锅料部分）
营收规模 5-8 亿元	漳州升隆、山东佳博士
营收规模 10 亿元左右	福建海欣、汕头海霸王（火锅料部分）、山东惠发
营收规模 20 亿元左右	安井食品（火锅料部分）

资料来源: Wind 资讯、公司招股说明书、国海证券研究所

2.4、研发投入稳定持续，新品类有望不断上市

公司在研发端投入稳定而持续，保证了产品的不断推陈出新。作为食品企业，公司需要不断的推出中高端新品，一方面来适应消费者口味的变化，一方面来引导消费者购买更加健康优质的食品。从 2013 年至 2016 年，公司研发投入从 1807 万元增长至 5064 万元，占营收比例达到 1.69%。通过持续不断的研发投入，公司的新品陆续上市，比如爆款产品手抓饼、霞米饺、太湖燕饺、迷你系列等。目前公司新品销售收入已经占到总营收比例的 25%，这反映了公司新品战略的成功和产品本身较强的竞争力。未来随着公司不断推陈出新，中高端新产品有望带来营收和毛利的双双增长。

图 17: 公司研发投入持续上升

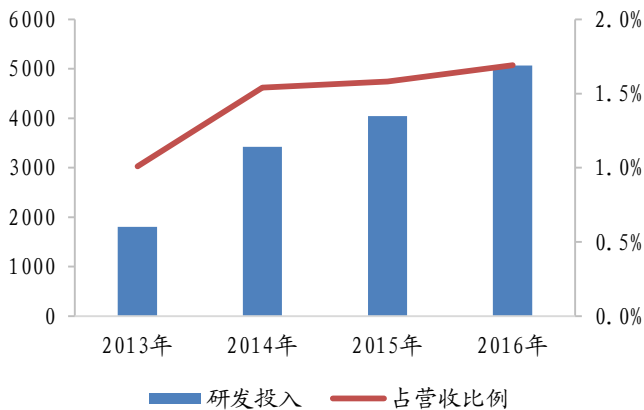
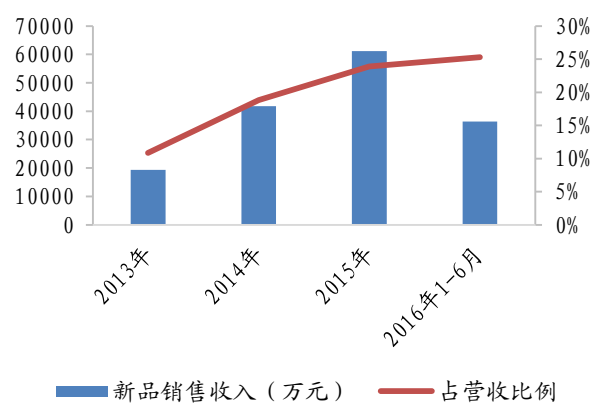


图 18: 新品销售收入占总营收比例达 25%



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

表 3: 公司 2012 年至 2016 年 1-6 月开发的新品

开发年份	新品名称	2016 年 1-6 月销售收入 (万元)
2012 年新品	红糖馒头	1356.62
	紫薯包	957.77
	烤烤香系列	1589.72
	烧鱼板	1383.8
	太湖燕饺	2167.39
2013 年新品	手抓饼	5063.79
	霞米饺	13171.66
2014 年新品	迷你系列	3198.75
	脆排	1331.62
2015 年新品	火龙鱼果	540.21
	Q 鱼板	2329.76
	卷类系列	527.85
	老面馒头系列	133.58
	三片两肠组合	2280.41
2016 年 1-6 月新品	鱼豆干	22.43
	仿龙虾排	237.76
	紫薯糯米球	110.09

资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

3、新品小龙虾高毛利产品，未来有望高速增长

3.1、小龙虾市场空间广阔，行业呈现小而散的局面

中国小龙虾市场空间广阔，行业竞争格局呈现小而散的局面，不存在占据绝对优势的龙头企业。据 2017 中国小龙虾产业发展报告数据，2007 年至 2016 年，中国小龙虾养殖产量由 26.55 万吨增加到 85.23 万吨，CAGR 为 13.84%。2016 年，中国小龙虾总产量为 89.91 万吨(含捕捞产量)，消费量 87.93 万吨，较 2014 年分别增长 30.36%、32.47%。中国目前已经成为全世界最大的小龙虾生产和消费国家，小龙虾产业链经济总产值达 1466.10 亿元。虽然中国小龙虾市场规模巨大，但行业竞争呈现小而散的局面，还没有全国性的品牌出现。

图 19: 中国小龙虾产量保持两位数增长

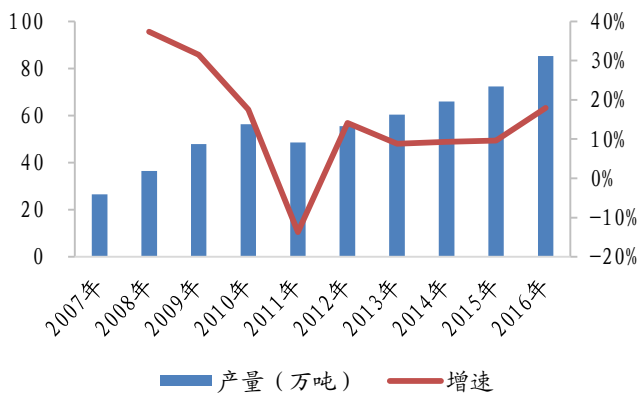
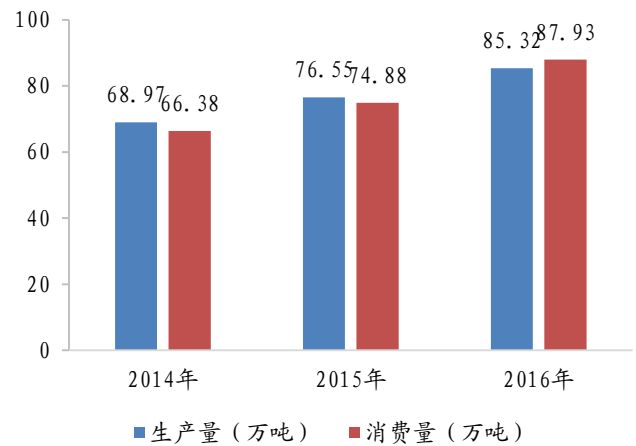


图 20: 中国小龙虾市场供需关系



资料来源: 2017 年中国小龙虾产业发展报告、国海证券研究所

资料来源: 2017 年中国小龙虾产业发展报告、国海证券研究所

3.2、公司解决行业痛点，正式切入小龙虾市场

安井食品将在湖北潜江建厂，生产调味小龙虾产品，正式切入小龙虾市场。2017 年 10 月 26 日，公司发布关于《对外投资建设华中生产基地项目的公告》，将投资 6 亿元在湖北潜江建立华中生产基地，主要建设生产速冻火锅料、速冻面点、调味小龙虾和淡水鱼糜等产品生产车间和全自动立体冷库，这一公告预示着公司正式切入广阔的小龙虾市场。

公司推出小龙虾产品解决了行业两大痛点：一个是小龙虾生产季节性问题，另一个是市场需求快速增长引起的烹饪厨师短缺的问题。首先，小龙虾属于季节性产品，根据小龙虾价格可知，当年 5 月到 9 月是生产旺季，9 月份后到次年 4 月是生产淡季。在淡季期间几乎是难以有活虾可以消费的，因此速冻小龙虾就成为了最佳的选择。作为速冻制品行业龙头，安井食品在生产速冻小龙虾方面天然具有优势。其次，小龙虾口味繁多，包括麻辣、五香、蒜香、十三香等，近几年小龙虾消费呈现快速增长，随之带来的问题是会烹饪、手艺好的小龙虾厨师的紧缺。通过大众点评数据可知，2017 年旺季期间小龙虾餐厅数量同比快速增长，个别城市的餐厅数量甚至出现了翻倍增长。因此，安井食品推出的提前调好口味的速冻小龙虾产品十分符合市场消费需求，有望成为缺少烹饪厨师的餐厅的选择。

公司发展速冻小龙虾在产业链上中下游皆有优势。在上游，公司在小龙虾采购方面具有话语权。湖北是小龙虾生产大省，占据全国产量的 57%。以往安井采购了全行业 50%左右的淡水鱼糜，而淡水鱼糜的主要产地就在湖北，因此安井和湖北的水产加工企业早已有长期的合作关系。安井希望在采购鱼糜的时候，同时采购小龙虾，这将使得双方合作更加紧密。在中游，安井前期将采用委托加工的模式生产小龙虾，公司通过对检测、配方、包装、渠道等环节的把控来控制产品质量。未来安井自己的华中生产基地建设完成后，有望将生产这一环节把控的更好。在下游，安井具有渠道优势。安井 80%营收来自于 B2B 端，和经销商及餐饮渠道具有长期且良好的合作关系，这将有助于安井快速铺货。

目前，小龙虾市场空间广阔，行业不存在全国性的品牌。公司利用自身优势，有望把速冻小龙虾打造成第三大品类（三驾马车：速冻火锅制品、速冻面米制品、速冻小龙虾制品），成为小龙虾领域的知名品牌。

图 21: 湖北小龙虾产量占全国总产量的 57%

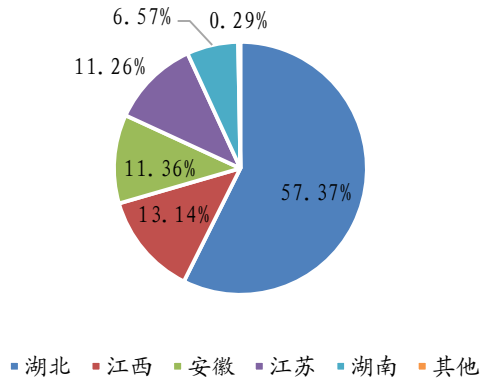
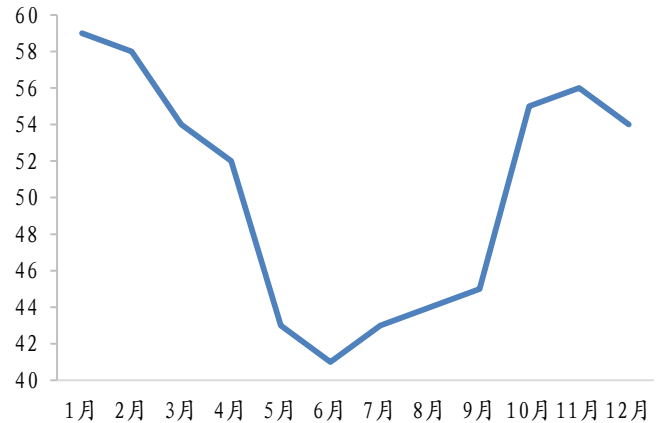


图 22: 中国小龙虾价格随淡旺季波动 (元/千克)



资料来源：2017 年中国小龙虾产业发展报告、国海证券研究所

资料来源：2017 年中国小龙虾产业发展报告、国海证券研究所

表 4: 中国主要城市小龙虾餐厅数量同比变化

地区	2016 年 7 月	2017 年 7 月	同比增加店铺数
北京	1646	1844	198
上海	2581	3907	1326
广州	820	3268	2448
深圳	766	1242	476
南京	1373	1753	380
杭州	750	1042	292
成都	685	1461	776
武汉	882	863	-19
郑州	465	552	87

资料来源：大众点评、国海证券研究所

3.3、对比周黑鸭小龙虾产品，安井差异化竞争优势明显

相比提前推出“聚一虾”品牌的周黑鸭来说，安井食品的速冻小龙虾在产品定位、消费情境、购买和食用便捷性、市场空间和销售价格等方面都具有差异化竞争优势。

第一双方产品定位和消费情境不一样。传统的周黑鸭卤味产品多定位于在旅途、办公室或家庭休闲时间消费，且大多为凉食。而小龙虾产品不仅是美味的食品，也具有一定的社交属性需求，消费者更偏向于聚餐消费。安井的小龙虾一开始就定位于下酒菜，适合餐饮朋友聚会和家庭亲人聚餐食用，且加热后食用，口感好

于凉食。因此从小龙虾产品属性来说，安井的速冻小龙虾更胜一筹。

第二购买和食用的方便性不一样。在办公室或家庭消费周黑鸭小龙虾时，需要APP下单后等待，购买具有刻意性。相比较，在餐饮渠道，安井小龙虾只需点餐消费即可，在商超渠道，消费者可在购买其他商品时顺带购买，并可以将小龙虾储存在冰箱，随时想吃随时加热。

第三突破季节性和消费场景约束。小龙虾一般生长在夏天（4-8月份），故在夏天食用为多，而且一般在专门的小龙虾店食用。安井生产的速冻小龙虾，保质期12个月，即使在寒冷的冬天也能食用到，而且标准化后可以在任何餐饮店当菜肴，也可随时在家庭消费。

第四市场空间更大，销售价格更优惠。周黑鸭的小龙虾，主要作为松散的个人购买，规模上要小，而且鲜食当日销售不完次日就要报废。安井的小龙虾主要面对排挡等夜宵店餐饮消费，市场空间较大，而且速冻制品保质期长，很少有报废。由此，安井的成本费用可大大降低，价格上比周黑鸭要便宜约30%-40%。

图 23: 京东上线安井食品“麻辣小龙虾”



资料来源：京东、国海证券研究所

表 5: 安井食品和周黑鸭小龙虾产品特点对比

	产品定位	主要渠道	消费场景	销售价格	售卖季节	优势
周黑鸭	休闲食品，凉食为主	电商、直营店	旅途、办公室或家庭休闲时间消费	32.8元/6只	春季、夏季	品牌效应；产品定位中高端；渠道把控度强
安井食品	聚餐消费，热食为主	餐饮、商超、电商、经销商	家庭聚餐、朋友聚会	21.9元/6只	一年四季	消费场景多、购买便捷；突破季节约束；渠道广、铺货快；主打餐饮消费、市场空间广阔；物美价廉；

资料来源：周黑鸭官网、京东、安井食品官网、国海证券研究所

4、盈利预测与评级

我们认为随着向内陆市场的拓展、渠道的逐渐下沉和餐饮行业的发展，速冻制品行业有望保持持续的增长。而作为行业龙头，安井食品将充分受益行业的发展。另一方面，随着公司规模效应的显现、全国化布局的完成、竞争格局的改善、新品类的不断上市、以及小龙虾爆款产品的推出，公司营收和利润快速增长值得期待。综上，我们上调公司盈利预测，2017/18/19年EPS分别为0.92/1.17/1.50元，对应2017/18/19年PE为31.34/24.72/19.33倍，上调为“买入”评级。

表 6: 2017 年至 2019 年安井食品营收和净利润测算

		2016A	2017E	2018E	2019E
传统速冻制品	收入 (亿元)	29.97	34.8	40.72	48.46
	同比增长	17.00%	16.12%	17.01%	19.01%
	销售净利率	5.92%	5.73%	5.85%	5.93%
	净利润 (亿元)	1.77	1.99	2.38	2.87
	同比增长	38.00%	12.66%	19.46%	20.64%
小龙虾	收入 (亿元)			1	2
	同比增长				100%
	销售净利率			15%	18%
	净利润 (亿元)			0.15	0.36
合计	收入 (亿元)	29.97	34.8	41.72	50.46
	同比增长		16.12%	19.89%	20.95%
	销售净利率	5.92%	5.73%	6.07%	6.41%
	净利润 (亿元)	1.77	1.99	2.53	3.23
	同比增长		12.66%	26.98%	27.71%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 产能扩张不及预期;
- 2) 新品上市不及预期;
- 3) 速冻制品行业发展不及预期;
- 4) 速冻小龙虾产品销量不及预期;

表 1: 安井食品盈利预测表

证券代码:	603345.sh				股票价格:	28.94	投资评级:	增持		日期:	2017/1/17
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	18%	17%	19%	22%	EPS	1.09	0.92	1.17	1.50		
毛利率	27%	27%	27%	27%	BVPS	6.20	5.39	6.21	6.96		
期间费率	20%	20%	19%	19%	估值						
销售净利率	6%	6%	6%	6%	P/E	26.43	31.34	24.72	19.33		
成长能力					P/B	4.67	5.37	4.66	4.16		
收入增长率	17%	16%	20%	21%	P/S	1.56	1.80	1.50	1.24		
利润增长率	38%	12%	27%	28%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	1.21	1.24	1.28	1.35	营业收入	2997	3480	4172	5046		
应收账款周转率	27.42	24.50	26.60	26.12	营业成本	2184	2557	3057	3691		
存货周转率	2.96	3.04	4.06	4.56	营业税金及附加	25	27	32	39		
偿债能力					销售费用	424	488	583	691		
资产负债率	59%	58%	59%	60%	管理费用	145	163	192	226		
流动比	0.90	0.88	0.94	0.96	财务费用	6	4	(1)	(4)		
速动比	0.38	0.34	0.53	0.58	其他费用 / (-收入)	(1)	(0)	(0)	0		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	210	242	309	404		
现金及现金等价物	378	364	791	1025	营业外净收支	21	21	24	22		
应收款项	109	142	157	193	利润总额	231	263	333	426		
存货净额	738	849	762	817	所得税费用	54	63	80	102		
其他流动资产	45	35	42	50	净利润	177	199	253	323		
流动资产合计	1271	1390	1751	2086	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	973	1173	1294	1444	归属于母公司净利润	177	199	253	323		
在建工程	108	108	108	108							
无形资产及其他	90	90	81	72	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	217	282	683	610		
资产总计	2479	2798	3271	3747	净利润	177	199	253	323		
短期借款	172	172	172	172	少数股东权益	0	0	0	0		
应付款项	744	863	1043	1259	折旧摊销	81	58	68	73		
预收帐款	385	426	542	640	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	111	111	111	111	营运资金变动	(42)	(294)	(230)	(415)		
流动负债合计	1413	1572	1868	2182	投资活动现金流	(247)	(200)	(121)	(149)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(139)	(200)	(121)	(149)		
其他长期负债	61	61	61	61	长期投资	0	0	0	0		
长期负债合计	61	61	61	61	其他	(108)	0	0	0		
负债合计	1474	1633	1930	2244	筹资活动现金流	16	(40)	(76)	(162)		
股本	162	216	216	216	债务融资	(1)	0	0	0		
股东权益	1005	1164	1341	1503	权益融资	0	0	0	0		
负债和股东权益总计	2479	2798	3271	3747	其它	16	(40)	(76)	(162)		
					现金净增加额	(15)	43	486	298		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。