

从短期、中期、长期三个视角看安井投资逻辑

投资要点

- **事件:** 近期我们对公司进行了调研,就公司发展情况与公司高管开展交流。
- **推荐逻辑:** 速冻火锅料行业龙头,主业收入20%以上稳定增长,小龙虾业务贡献增量,带动业绩和估值同向提升,18年预计净利润达2.8亿,40%增速,对应18年19倍估值,存在严重低估,给予18年27倍估值,具备较大上涨空间。公司短期看高成长低估值有机会,长期看行业集中度提升龙头有空间。
- **行业龙头,成本+渠道优势打造核心竞争力。**安井是速冻火锅料行业龙头,公司最核心竞争力体现在规模效应下的**成本优势和覆盖全国的深度分销渠道优势**。
1、成本优势: 1) 公司采购量大,对上游原材料供应商有较强议价权; 2) 机械化下的大单品大规模生产经济高效,制造环节成本比竞争对手低3-5个点; 3) “产地销”模式节约物流成本。成本优势支持公司“高质中价”策略,产品有竞争力; **2、渠道优势:** 1) 500余家经销商/大型商超+4000人营销团队,覆盖全国,渠道深度和广度均为行业领先; 2) 营销团队服务意识好,和经销商合作紧密,经销商忠诚度高,渠道粘性强流失率低。成本+渠道优势是竞争对手短期内无法超越的,构成安井最核心竞争力。
- **短期看主业稳增长,小龙虾业务贡献增量提升估值。** 1、消费升级带动中高端火锅料产品需求爆发,安井定位中高端受益消费升级,通过异地扩张,抢占竞争对手市场份额,打开增量市场空间,未来三年内公司产品需求持续高景气; 公司新建产能有序释放,保障供应。安井聚焦资源的大单品战略和有效成功的新品推广为每年业绩增长提供有力支撑,未来三年主业看20%以上稳定增长。2、速冻小龙虾业务18年开始放量,有望贡献5%增量,带动业绩与估值双向提升。
- **中期看速冻食品品类扩充和渠道延伸,不断突破成长空间天花板。** 1、安井依托速冻食品制造优势,深耕速冻调理食品领域内进行品类扩充,空间大且成功率高; 2、渠道上由以流通为主,开始有侧重地向规模更大的餐饮市场延伸。通过品类扩充和渠道延伸,安井有望不断打破现有业务的成长天花板,中期看三五年内不会遭遇成长瓶颈。
- **长期看行业集中度提升,强洗牌之下优秀企业必将脱颖而出。** 1、速冻火锅料行业洗牌持续进行,企业经营开始出现分化,安井保持快速增长,增速远高于行业平均水平,在竞争格局中优势愈发明显; 二三线企业开始增长乏力,小企业加速退出。目前CR5不足25%,洗牌加剧,行业集中度将进一步提升; 2、安井具备优秀的管理团队、规范的运营和高效的成本管控能力,在品牌和渠道建设上都远好于竞争对手。在本轮强洗牌下,优秀企业必将在行业格局变化中脱颖而出,龙头净利率目前较低,未来有望持续提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年营业收入三年复合增速21.2%,归母净利润三年复合增速30.4%,EPS分别为0.94元、1.30元、1.82元,对应动态PE分别为27倍、19倍、14倍,给予18年27倍估值,对应目标价35.1元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料成本上涨; 速冻小龙虾进展或不达预期; 产能风险; 食品安全风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2996.50	3484.62	4324.91	5329.16
增长率	17.00%	16.29%	24.11%	23.22%
归属母公司净利润(百万元)	177.41	202.41	280.76	393.67
增长率	38.23%	14.09%	38.71%	40.22%
每股收益EPS(元)	0.82	0.94	1.30	1.82
净资产收益率ROE	17.66%	11.54%	14.22%	17.24%
PE	31	27	19	14
PB	5.45	3.12	2.77	2.40

数据来源: Wind, 西南证券

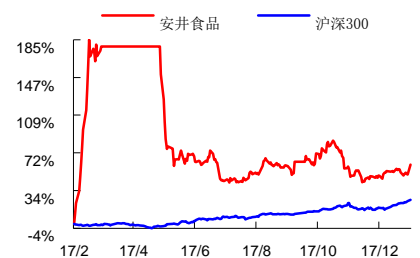
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通A股(亿股)	0.54
52周内股价区间(元)	16.01-45.68
总市值(亿元)	54.70
总资产(亿元)	29.48
每股净资产(元)	7.55

相关研究

1. 安井食品(603345): 业绩符合预期,期待18年继续加速 (2018-01-20)
2. 安井食品(603345): 主业稳增长,强势切入小龙虾供应链优势巨大 (2017-12-05)

目 录

1 行业龙头，成本+渠道优势打造核心竞争力	1
2 从短期、中期、长期三个视角看安井的投资逻辑.....	3
2.1 短期看主业稳增长，小龙虾业务贡献增量提升估值.....	3
2.2 中期看速冻食品品类扩充和渠道延伸，不断突破成长空间天花板.....	8
2.3 长期看行业集中度提升，强洗牌之下优秀企业必将脱颖而出.....	9
3 盈利预测与估值.....	12
4 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司近六年营收稳步上升	1
图 2: 公司近六年归母净利润增长情况	1
图 3: 安井鱼糜采购价格有绝对优势 (单位: 万元/吨)	2
图 4: 安井和海欣火锅料吨成本比较 (单位: 万元/吨)	2
图 5: 安井产品结构以中高端为主	4
图 6: 公司 2016 年火锅料各区域市场占比	4
图 7: 小龙虾产量快速增长	7
图 8: 小龙虾行业产销两旺	7
图 9: 速冻预调小龙虾的生产工艺流程	7
图 10: 安井小龙虾产品展示图	7
图 11: 火锅料行业市占率	11

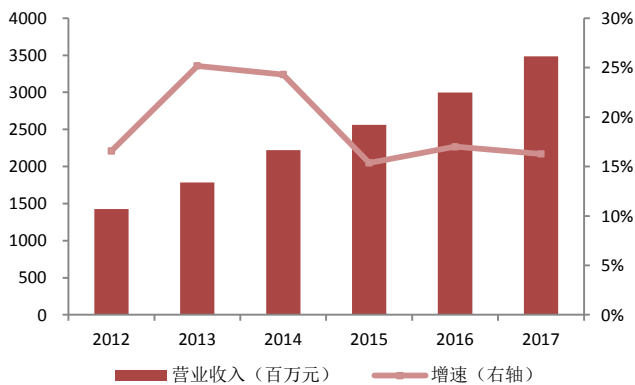
表 目 录

表 1: 各区域火锅料产品市场占比	3
表 2: 安井六大生产基地产能统计	5
表 3: 大单品、新品销售对业绩增长的影响 (单位: 万元)	6
表 4: 各档次火锅料产品市场占比	10
表 5: 管理层构成	11
表 6: 公司分项收入成本预测 (百万元)	13
附表: 财务预测与估值	15

1 行业龙头，成本+渠道优势打造核心竞争力

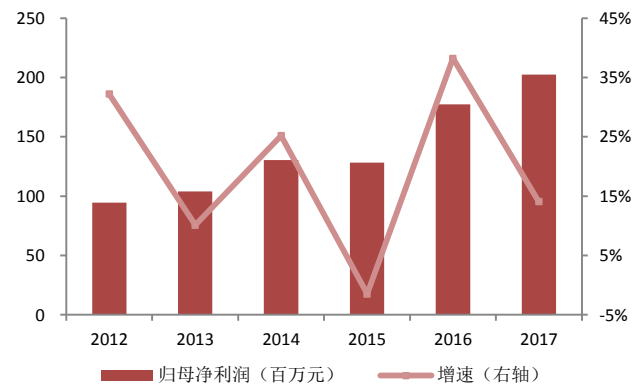
安井食品是一家专注于火锅料制品、速冻米面制品等速冻食品研发、生产和销售的公司，代表产品如鱼丸、蟹肉棒、核桃包、流沙包等，SKU 达 300 余种。公司目前拥有六大生产基地，实际产能超 30 万吨，是行业内唯一一家基本实现“销地产”模式全国布局的速冻食品企业。公司立足华东市场，营销网络覆盖全国，2016 年公司火锅料制品营收 22 亿元，面粉制品营收 7.7 亿元，是速冻火锅料和发面类面粉制品行业的双料龙头。

图 1：公司近六年营收稳步上升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司近六年归母净利润增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

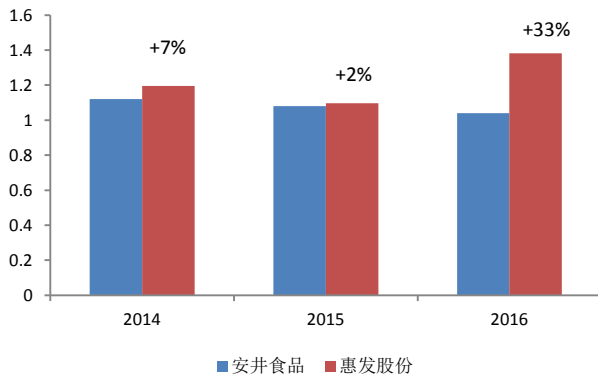
从财务数据看，公司近六年营收和净利润均实现了稳健的增长（归母净利润 15 年略有下滑），公司经营情况十分稳健。而同期，整个速冻火锅料市场则面临着激烈的价格战，竞争对手（如海欣、海霸王等）都出现收入放缓，利润下滑的问题。我们认为公司之所以能在激烈的行业竞争中突围，营收增速能持续高于行业平均水平，实现营收规模对竞争对手的绝对领先，主要得益于公司经过多年探索形成的一套完善且高效的商业模式。相比较竞争对手，安井核心竞争力体现在规模效应带来的成本优势（上游议价能力+大规模生产高效率+物流优势）以及覆盖全国的深度分销渠道优势（渠道深度广度+高效的营销团队）。

➤ 规模效应下的成本优势

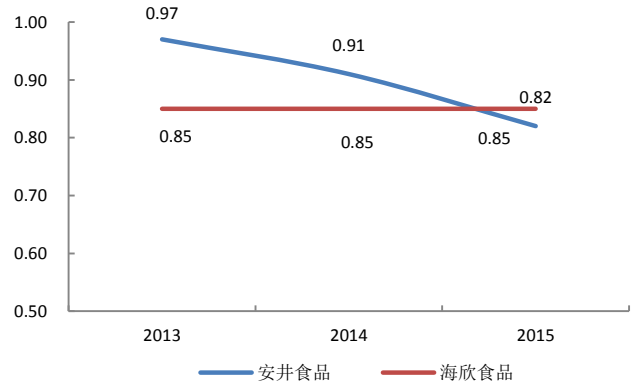
速冻火锅料行业是规模效应特别明显的行业，安井规模效应带来的成本优势主要体现在以下三个方面：（1）**上游原材料强大议价能力**：安井原材料采购量大，因此对上游供应商有一定议价权，以淡水鱼糜为例，安井采购量占据行业整体采购量的 40%-50% 左右，拥有绝对的定价权，相同品质下安井采购价格能比竞争对手低 10% 左右，随着公司规模越来越大，安井对上游的议价能力也逐日凸显；（2）**大规模生产下的制造优势**：公司遵循的是适合全渠道全区域销售的“大单品战略”，集中化的大批量连续生产是最经济高效的；同时速冻食品制造行业人工成本高，公司的机械化程度也是在行业内属于领先水平。因此，在制造环节成本上，安井能比竞争对手低 3-5 个点。（3）**“销地产”模式下的物流优势**：安井在福建、江苏、辽宁、四川等销售密集区域就地设厂，大大节约冷冻物流费用，物流费用比竞争对手平均低 3-5 元/箱，这种异地设厂模式是小企业所不具备的。

成本显著低于行业竞品，且优势越发明显：从鱼糜采购价格上，比较 14-16 年，安井和惠发的鱼糜采购价格，安井都有绝对的价格优势；在综合成本上，比较产品结构和档次较为接近的安井和海欣，13、14 年安井吨成本要高于海欣，随着安井产量的大幅提升（安井从

13年的10.7万吨提升至15年17.3万吨，而海欣仅从6.1万吨提升至6.5万吨），规模效应下吨成本快速下降，15年已经低于海欣，竞争优势随规模凸显。

图3：安井鱼糜采购价格有绝对优势（单位：万元/吨）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图4：安井和海欣火锅料吨成本比较（单位：万元/吨）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

➤ 覆盖全国的深度分销网络+优秀的营销团队

安井经过多年发展，已经形成了覆盖全国的密集分销渠道，掌控上万家流通/餐饮/商超终端，500多家经销商/大型商超和4000人的销售团队能高效迅速地帮助公司进行产品推广，这是公司最大的核心竞争力之一。

公司的渠道优势主要体现在两方面：**渠道的广度和深度、营销团队优秀的服务意识和高效的执行力。**
(1) 渠道广度和深度：诸如海欣、惠发、海霸王等竞争对手在部分区域市场竞争，安井是行业内唯一一家将渠道覆盖到全国市场的速冻火锅料企业，渠道广度业内领先，而且公司一直在做渠道下沉，东北、华东、福建等优势市场已经下沉到地级市、县级市一级，西南、西北、华北等市场还有待深耕，安井深度也在不断加强。
(2) 营销团队优秀的服务意识和高效的执行力：安井拥有4000人的营销团队，遍及全国各个网点，安井营销团队战斗力和对经销商的服务意识是业内领先的。安井对经销商采取的“贴身支持”的服务模式：
 ① 打通销售渠道的支持，帮助经销商开发分销商、销售终端；
 ② 进行品牌形象宣传和促销活动支持，促进经销商、销售终端的销量增长。安井营销团队真实地帮助经销商去做市场，去动销，经销商也认可安井这种“合作共赢”的服务理念，因此安井和经销商的合作十分紧密，安井的经销商忠诚度较高，粘性强流失率低。目前公司合作经销商/直营的大型商超数量600余家，分销实力雄厚。同时安井仍在不断改善经销商结构，提升经销商的整体实力。

我们认为安井的优势明显，包括产品、成本、定价、营销、管理等方面，但规模效应下成本优势和强大的渠道实力是竞争对手在短期内无法超越的，这两点也构成了公司最核心的竞争力。

2 从短期、中期、长期三个视角看安井的投资逻辑

我们归纳总结出安井的三重投资逻辑：短期看主业稳增长，速冻小龙虾新业务放量，带动业绩与估值的双向提升；中期看安井依托速冻制品制造优势，遵循渠道匹配性原则进行品类扩充和渠道延伸，不断打开成长空间天花板；长期看行业集中度提升，速冻食品真正进入强洗牌阶段，优秀企业凭借高效管理、成本控制优势不断扩大市场份额，必将在行业格局变化中胜出。

2.1 短期看主业稳增长，小龙虾业务贡献增量提升估值

2.1.1 需求市场空间大，产能释放有保障，主业 20% 稳增长无忧

从公司层面看，安井主业分为速冻火锅料和速冻面米制品两部分，分别占比 70%、30%。尽管公司已经是速冻火锅料和发面类速冻面食的双料龙头，体量较大，但我们认为从供需以及公司的市场策略上看，主业未来 3-5 年仍有望保持 20% 以上的增长。

➤ 需求：消费升级带动火锅料中高端产品需求爆发，异地扩张打开增量空间

随着居民生活节奏日益加快，速冻食品因其便捷性逐渐被消费者所接受，同时冷链配送系统的发展也为速冻食品在全国市场的快速渗透创造了可能，近些年速冻食品需求旺盛，整体呈现出两位数的快速增长。从未来的成长性看，我们认为速冻食品行业仍有望持续较高的增速，主要来自于量价两方面：（1）量：消费者饮食习惯的改变是速冻食品增长的主要原因，而这种趋势具有惯性短期内不会改变，对于速冻食品的消费量将会持续。同时冷链物流系统的完善将有助于速冻食品向三四线城市和中西部地区渗透，带动整体消费量的提升；（2）价：速冻食品也存在消费升级，消费者出于对健康安全的追求将催生中高端产品需求，整个速冻食品产品结构将得到明显改善。

速冻火锅料是速冻食品内的细分品类，消费升级带动火锅料中高端产品需求爆发。速冻火锅料行业向来有“南看福建，北看山东”的说法，福建、山东两地基本上占据了行业中大部分的市场份额，其中福建火锅料以鱼糜制品为主，品质、价格偏中高端，而以禽肉制品为主的山东火锅料则定位偏中低端。在行业快速发展初期，为满足市场巨大需求，中低端火锅料产能得到极大释放，速冻火锅料行业呈现“金字塔形”的产品结构，中低端产品占据较大份额。随着行业发展以及消费者意识崛起，中高端产品的需求爆发，低端产品需求面临急剧萎缩。定位中高端的福建企业，如安井、升隆等企业产品受到市场欢迎，销量实现快速增长。而定位偏中低端的山东企业，如惠发、佳士博等则陷入增长放缓的局面。消费升级趋势下，中高端火锅料对中低端产品的替代趋势是持续的，预计火锅料整体增速在 10% 左右，而中高端产品将有更快的增速。

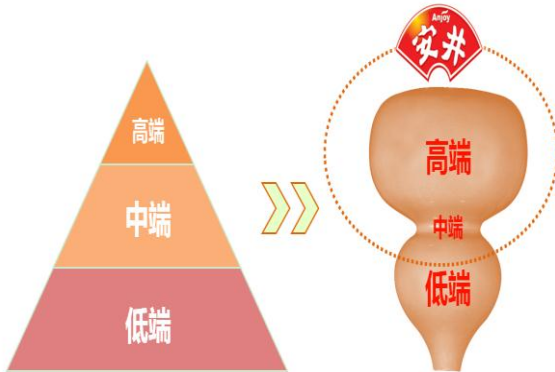
表 1：各区域火锅料产品市场占比

产地分类	市场份额	档次	参考经销价	代表性厂家
福建丸子	30%	产品普遍偏中高端	12-20 元/KG	安井/海欣/升隆
山东丸子	35%	偏中低端	8-12 元/KG	惠发/佳士博
其他地区	35%	以中端为主	10-18 元/KG	海霸王/亿顺

数据来源：公司资料，西南证券整理

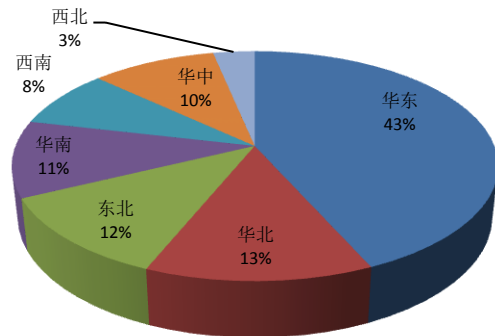
安井市场增量除了来自于行业自然增长之外，同时也在积极进行异地扩张，抢占竞争对手市场份额。安井近些年大动作地“北上西进”，通过异地扩张打开增量空间。安井远超行业平均增速的业绩增长其中大部分来自于对竞争对手市场份额的抢占，很明显，在东北、华北、西南市场，安井凭借“高质中价”的竞争策略打击竞争对手，蚕食市场份额，例如东北市场，由于竞争对手经营出现困难停产，整个市场份额拱手让与安井。目前华东火锅料收入占比约为 43%，占比较高，未来向外扩张，增量空间巨大。

图 5：安井产品结构以中高端为主



数据来源：西南证券整理

图 6：公司 2016 年火锅料各区域市场占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

面米制品差异化竞争，看好与火锅料渠道协同效应。不同于三全、思念，安井面米制品特意避开汤圆水饺品类，选择在发面类产品发力，开发适合餐饮渠道的产品。公司主打的金麦流沙包、核桃包、手抓饼等产品均打造成超 5000 万的大单品。公司通过差异化的产品策略，目前已经做到了发面类面米制品行业第一。过去公司贯彻的是“火锅料为主，面米为辅”的产品策略，随着面米制品体量逐步做大，公司对其重视程度也相应提升。目前面米制品仅在华东市场销售，未来面米制品有望借助火锅料现有销售渠道在华东市场进一步下沉渗透，同时公司也在积极策划将面米制品推向全国。相比较火锅料，发面类面米制品成长空间更大，我们看好与火锅料渠道的协同效应，未来三年有望保持 20% 以上的增速。

➤ 供给：“销地产”模式下全国布局雏形初现，产能释放有保障。

“销地产”模式下全国布局雏形初现，产能释放有保障。公司从 2011 年在江苏泰州建厂开始进行全国布局，目前已在福建厦门、江苏无锡、江苏泰州、辽宁鞍山、四川资阳和湖北潜江（筹）等销售密集区域就地设厂，全国布局六大生产基地，基本辐射全国各个市场。目前安井是速冻火锅料行业内唯一完成全国布局的企业。新生产基地的投入带来了产能的极大释放，公司整体产能由 2013 年的 11.5 万吨增加至 2017 年的 33 万吨，新增产能迅速被市场消化，公司产能利用率一直保持偏饱和状态，多年来每逢销售旺季公司仍面临着产能不足导致的缺货问题。

对于安井而言，产能释放则意味着销售收入的增长。基于对公司六大生产基地现有产能的测算，面米制品方面，无锡工厂仍有 1 万吨产能可以释放，厦门新建的车间将进行小批量生产，整体产能增量在 1.5 万吨左右；火锅料方面，泰州工厂二期投产，18/19 年有望带来 4.8、6.4 万吨的新增产能，辽宁工厂一期并未满产，产能有一定释放空间。而辽宁工厂二期、四川工厂一期有望在 19 年下半年投产，届时产能将得到巨大提升，我们判断 18/19 两年产能增量达到 8 万吨、9 万吨，足够保障两年间每年 20% 的销售量的增长。安井产能与销售量同步增长，从产能销售匹配性而言是有保障的。

表 2：安井六大生产基地产能统计

基地		2016	2017E	2018E	2019E
无锡	无锡民生	7.7	8.6	9.5	9.5
泰州	泰州一期	8	8	8	8
	泰州二期			4.8	6.4
辽宁	辽宁一期	3	4.5	5	5
	辽宁二期				开始投产
厦门	火锅料	10.3	11.9	12	13
	面食制品			小批量生产	小批量生产
四川	-				开始投产
华中	-				开始投产
合计	设计产能	29	33	41	50
	预计销量	30	35	41.5	49

数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 具体举措：“大单品”战略+持续有效的新品推广，保证销售收入稳定增长

落实到具体的市场战略，安井能保证销售收入稳定增长，主要靠“大单品”战略+有效的新品推广。

安井对产品线进行梳理精简，聚焦到具有能在全渠道全区域流通的战略“大单品”上，大单品战略一方面能够将营销资源有重点的倾斜，起到最快最好的市场推广效果，另一方面单一产品的大规模生产能起到降低生产成本的效果。对于大单品，公司采取的大军团作战的方式，不遗余力推广，按照“单品突破”、“单品夺冠”、“单品称霸”分别实施不同的营销策略，培养出了撒尿牛丸、霞迷饺、千页豆腐等全国性战略大单品。很多大单品并非安井首创的，但通过强大营销团队的推广，依旧可以做到行业第一地位。目前大单品营收占比稳步提升，且持续稳定的增长为每年收入增长贡献近 50% 的增速。

同时，安井强大的产品创新能力+成熟的新品推广经验帮助公司每年都会有成功的新品上市，新品不仅能在推出当年实现收入，在之后年度内可以持续带动销售规模增长。火锅料是同质化比较严重的行业，产品创新能力就显得格外重要，公司每年都会开发 20 多款新品，筛选 8-10 款然后进行市场测试，最后聚焦 2-3 款进行全国渠道推广，保证新品推广成功率高。新品营销策略上继承“大单品战略”理念，列入营销人员的考核指标，保证新品上市得到足够重视和资源倾斜。从 13 年开始，公司已经成功推出了霞迷饺、太湖燕饺、手抓饼等新品，不少单品已经成长为过亿的超级大单品，一般新品上市后能连续三年维持 30% 以上的复合增速，为收入增长贡献稳定输出。新品对公司收入增长至关重要，公司按照“研发一代、生产一代、储备一代”的新品思路进行产品研发，保证新品推出不会出现断层，目前公司已经储备了一些具有冠军品相的新品，将在今后几年陆续推向市场。参照公司过去成功的新品推广经验，我们有理由相信，新品的持续推出能保证业绩的稳定增长。

表 3：大单品、新品销售对业绩增长的影响（单位：万元）

		2013	2014	2015	2016H1
大单品					
合计	大单品收入	53063	78619	94692	53385
	大单品营收占比	29.71%	35.41%	36.97%	37.09%
	大单品销售收入增长对营业收入增长的影响	51.15%	58.88%	47.13%	-
新品					
速冻火锅料	新品贡献收入	17061	34549	45349	28253
	新品销售增长对总销售收入增长的影响	48.11%	49.46%	52.28%	-
面米制品	新品贡献收入	2310	7187	15854	8150
	新品销售增长对总销售收入增长的影响	22.94%	57.72%	71.17%	-
合计	新品销售收入合计	19371	41736	61203	36403
	新品占总收入中占比	10.84%	18.80%	23.90%	25.29%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

从市场需求空间视角去判断，无论是行业自然增长还是异地扩张抢占市场份额，安井火锅料增量空间是非常大的，同时面米制品差异化品类短期内看不到天花板，能维持较快增速；从产能供应角度看，18/19 年产能将实现较快释放，确保销售量快速增长；从具体的市场措施看，聚焦资源的大单品战略和持续有效的新品推广为每年业绩稳定增长提供有力支撑。因此我们判断，未来三到五年内，安井主业这块 20% 以上的稳增长是可以保证的。

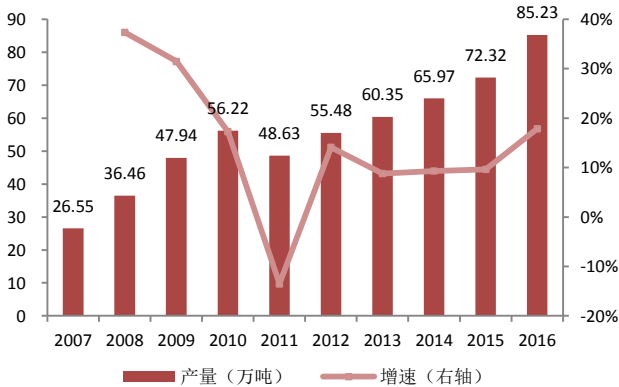
2.1.2 小龙虾新业务贡献增量，带动业绩和估值的双向提升

➤ 行业痛点催生对速冻预调小龙虾消费需求

网红大单品，小龙虾市场规模超千亿。小龙虾可谓是夏季美食届的超级网红，特别受青年一代消费者青睐，近些年在餐饮消费市场，小龙虾呈现出爆发式增长态势。据《中国小龙虾产业报告（2017）》数据，从 2007 年至 2016 年全国小龙虾养殖产量由 26.55 万吨增加到 85.23 万吨，增长了 221%，CAGR 达 13.8%。2016 年中国小龙虾生产量达 89.91 万吨（含捕捞产量），消费量达 87.93 万吨，成为全世界最大的小龙虾生产和消费国家。据统计测算，2016 年小龙虾产业链经济总产值达 1466 亿。

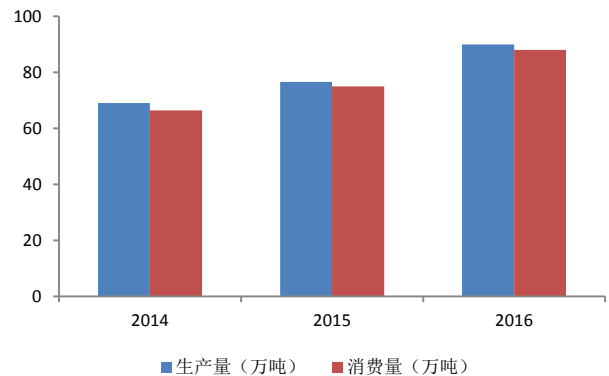
千亿小龙虾产业繁荣背后，餐饮企业却存在三大痛点：（1）小龙虾供应存在季节性，5-9 月是集中消费旺季，其他时间无活虾供应导致餐饮终端经营缺乏稳定性，如何解决小龙虾反季节销售的问题；（2）由于小龙虾口味繁多，对能烹饪各种口味的小龙虾厨师要求高，但成熟的大厨又是紧缺的，如何简化小龙虾加工过程变得非常关键；（3）供应链过长，中间环节层层加价导致终端餐饮利润低，如何缩短产业链。

图 7：小龙虾产量快速增长



数据来源：中国小龙虾产业报告，西南证券整理

图 8：小龙虾行业产销两旺



数据来源：中国小龙虾产业报告，西南证券整理

上述行业的痛点催生了对小龙虾深加工需求。速冻预调小龙虾通过速冻锁鲜技术，能将烹调好各种口味的小龙虾锁定在肉质极鲜的状态，通过冷链物流送到终端，消费者进行简单解冻后即可食用，口感和鲜虾差异不大。速冻预调小龙虾保质期长达一年，经过深加工后，小龙虾由夏季应季产品变为一年四季可供应，彻底解决反季节销售问题。速冻预调小龙虾在保证品质和口感的前提下，能有效解决上述三大痛点，对整个小龙虾产业的效率将起来显著提升，这块市场未来的需求和空间是巨大的。

图 9：速冻预调小龙虾的生产工艺流程



数据来源：西南证券整理

图 10：安井小龙虾产品展示图



数据来源：西南证券整理

➤ 切入小龙虾市场，安井可谓是天时、地利、人和

2017 年 6 月，安井推出速冻调味小龙虾新品-虾客情，正式试水千亿小龙虾市场。虽然小龙虾市场规模巨大，但却是比较原始且分散的局面，目前并没有太多成规模的企业进入该领域，安井强势切入时机正好。安井整合小龙虾产业链存在天然优势。（1）公司在国内淡水鱼糜采购量比重达到 40%-50%，面对鱼糜供应商有强势地位，而这部分生产鱼糜原材料的厂家正是小龙虾的加工商，公司对其有较强的议价权，上游虾源价格优势明显；（2）公司已搭建起全国冷冻物流配送系列，能无缝对接速冻小龙虾，中游存在物流优势；（3）强大的全国分销渠道能够实现小龙虾的销售，终端餐饮客户与火锅料存在较高的一致性，下游渠道共通。

在消费场景上，安井的速冻预调小龙虾定位并非是同专业的小龙虾店竞争市场份额，更多的是对现有消费情景进行优化和补充，如不主打小龙虾的餐饮店、有小龙虾消费需求但自己不生产小龙虾的 KTV/夜店、家庭聚餐消费等；在时间上，也为餐饮终端反季节销售小龙虾提供产品。速冻预调小龙虾将为小龙虾消费带来更多的新消费场景和增量市场，我们保守测算该市场空间近百亿（小龙虾餐饮市场 800 亿）。安井作为行业内率先试水的企业有望抢占行业先机。公司产品在 17 年经过三个月的小规模试水，通过现有的餐饮和商超渠道试销，市场反馈良好，验证速冻预调小龙虾的产品和这种商业模式的可行性。由于虾源储备不足，因此公司只生产了较少的量，实现大几百万销售收入。

➤ 参股新宏业，布局小龙虾加工产能，小龙虾放量有望加速

17 年 10 月 26 日，公司公告在湖北潜江设立华中生产基地，用于速冻火锅料面点和小龙虾的生产。潜江是中国著名的小龙虾养殖基地，靠近虾源地设厂意图不言而喻。华中生产基地将于 19 年下半年全面投产，因此短期内生产小龙虾以外包形式，委托代加工企业宏业水产代为生产。18 年 1 月 10 日，公司公告以 7980 万元受让洪湖新宏业 19% 的股权，正式布局小龙虾加工产能。此次参股战略意义重大，宏业水产是安井第一大鱼糜供应商，也是速冻小龙虾代加工企业，此次受让公司 19% 股份，安井可谓一箭双雕。此举一方面有助于加强上下游行业联动效应，符合公司向上游延伸把控原材料的战略布局，增强公司在原料端的议价权；另一方面公司布局小龙虾生产线，小龙虾 18 年放量有望加速。目前宏业拥有 6000 吨的预调小龙虾产能，同时在 17 年 6 月投资新建年产 3 万吨的预调小龙虾生产线，将在 18 年 4 月前开始投产，因此未来小龙虾放量所需的产能是足够保障的，能做多大的量完全取决于市场对产品的需求和公司的销售推广能力。我们保守估计明年小龙虾将实现 2 亿收入，贡献 5% 的收入增量。近 40% 的毛利率也比现有产品毛利水平高，有望贡献 2000-3000 万的净利润，将显著提升盈利能力。

小龙虾在公司内部具有较高的战略地位，是继火锅料、面米制品后第三大品类，公司会投入较大资源去运作。相比较火锅料、面米制品，小龙虾全国可销售性更强，更容易起量，速冻预调小龙虾有望打造成数十亿量级的大单品，带动公司整体业绩实现快速增长。空间大，优势明显，安井在小龙虾行业的前景值得期待。

2.2 中期看速冻食品品类扩充和渠道延伸，不断突破成长空间天花板

从火锅料到发面点心到速冻预调小龙虾，安井不断进行产品品类的扩充，而新品类则更适合于餐饮渠道。从背后，我们可以看出公司的清晰的发展思路：始终是依托速冻食品制造优势，遵循渠道匹配性原则进行品类扩充和渠道延伸，不断打开成长空间天花板。

➤ 品类上扩充，空间大

速冻食品是一个很大的范畴，包括水产速冻食品、农产速冻食品、禽类速冻食品和调理类速冻食品等，安井始终深耕于速冻调理食品这一领域。速冻调理食品又可以细分为速冻面点类（如水饺、汤圆、馒头等）、速冻火锅料（如鱼丸、贡丸等）、速冻糕点点心制品（如披萨饼、手抓饼等）、速冻裹面油炸制品（如调理鸡块、调理鱿鱼排等）以及速冻调理菜肴（如三杯排骨等）。整个速冻调理食品市场空间相当庞大。

作为速冻食品行业龙头之一的安井食品，目前涉足的也仅仅是速冻火锅料和面米制品两个细分领域。公司在不断推出新品抢占市场份额的同时，也在积极开拓新的品类，打开新的业务空间。速冻预调小龙虾就是公司在调理水产品领域一个很好的尝试。我们认为速冻小龙虾并非一个全新业务，是公司依托现有的速冻食品制造优势，匹配现有渠道开发的一个新品类，未跳出主业的范畴。未来公司继续往如皮蛋卷、海珊瑚、牛肋骨等速冻调理肉制品、速冻调理菜肴等品类拓展，在品类上可扩充的空间巨大。

另一方面，各类速冻调理食品的销售渠道和消费终端具有极高的相似性，安井的火锅料已形成了覆盖全国的**密集分销渠道**，在这样一个成熟的渠道内嫁接一个新的品类，**成功率高，起量快，所付出的边际成本低**（成功案例如海天推耗油、涪陵榨菜推泡菜）。

➤ 渠道向餐饮、特通等延伸

在渠道选择上，公司产品 80%走的是流通渠道，仅有 20%是通过商超、餐饮、特通渠道销售，但最终有将近 60%的产品进入餐饮渠道（广义），餐饮市场才是公司销售的主战场。4 万亿的餐饮市场规模庞大，随着中式快捷餐饮连锁企业的快速发展，人工和租金成本提升，他们也倾向于向速冻食品企业采购成品和半成品降低成本。

从公司近些年推出的核心产品，如核桃包、金麦流沙包、千页豆腐、速冻预调小龙虾等，全都是适合餐饮渠道销售的产品，说明公司对餐饮渠道的重视程度不断提升。在公司规划中，安井将继续推出适合餐饮渠道的速冻食品，如速冻调理肉制品、速冻菜肴等，在包装和规格上贴近餐饮渠道。同时，公司也计划通过收购在餐饮渠道运作比较好的速冻食品企业，通过现成的渠道网络，嫁接更多公司产品。17 年公司计划收购典发就是一个尝试，典发是一家业内最早生产千页豆腐的企业，最先进入餐饮渠道，已经形成了很好的客户粘性。安井自己生产的千页豆腐虽然在品质和典发差距不大，但由于餐饮渠道特殊的粘性导致安井很难攻克入典发的餐饮市场，通过并购是安井最佳的方式。虽然最后由于对价问题没有谈成导致收购失败，但从中不难看出安井的渠道并购思路。公司目前也仍在寻求这样的并购标的和机会，餐饮渠道将是公司重点的发力点。

另一方面，公司积极开发业务用渠道（B2B），宾馆、学校、连锁餐饮等业务市场也成为公司重要的市场开拓方向。目前公司已经进入**呷哺呷哺、海底捞、杨国福麻辣烫、真功夫等部分知名餐饮连锁机构的供应链中**，随着安井市场份额和品牌力的提升，未来有望进入更多的餐饮供应链内。同时，公司还是休闲鱼糜制品半成品供应商，客户有良品铺子、盐津铺子、炎亭渔夫、来伊份、瑞松等，这些均为公司鱼糜制品业务带来增量。

从中期视角看，安井通过在速冻食品内品类的扩充以及渠道上的延伸，能不断打开成长空间的天花板限制，三五年内将不会遇到增长瓶颈。

2.3 长期看行业集中度提升，强洗牌之下优秀企业必将脱颖而出

纵观行业的发展，必然会经历从分散到集中的洗牌过程，时间节点和历时长久与则行业具体特质相关。食品饮料行业中，啤酒、乳制品、肉制品等差异化不是特别显著的细分子板块都已经完成洗牌的过程，成就了诸如青啤、伊利、双汇等一批行业巨擘；而调味品、休闲食品、速冻食品由于产品品相的多样性导致行业天然分散，集中度提升将是一个缓慢而长久的过程。随着行业洗牌的进行，龙头企业的优势将不断凸显，地位将逐步巩固，强者恒强

的趋势愈发明显。参照其他行业历史发展规律，我们认为速冻食品行业正处于行业强洗牌的关键时点，而安井有望复制行业内优秀企业的发展路径，在强洗牌之下有望脱颖而出。

2.3.1 企业经营出现分化，安井在竞争格局中处于领跑地位

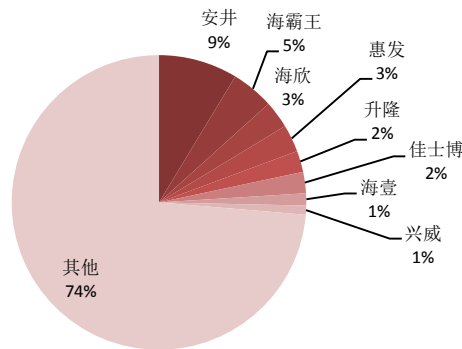
速冻火锅料行业进入门槛较低，加之火锅料品相的多样性导致这个行业内的参与者众多，400 亿（销售口径）的市场容量中上规模的企业就有上百家，可见行业分散程度之高。由于速冻食品行业兴起时间较晚，前几年行业仍处于一个粗放式的快速发展阶段，所以导致整个行业洗牌的时间点较食品饮料其他子板块而言来的要晚许多。直到 2012 年，整个行业才进入一个缓慢洗牌阶段。从 2012 年至 2016 年，整个行业进入的是以规模体量为主的缓慢洗牌期。安井、升隆、海霸王等南方火锅料行业中的大企业不满足偏安一隅，开始“北上西征”开拓市场，随着市场打开自身业绩也进入了高速发展期。大企业凭借品牌和产品优势不仅抢占了行业增长带来的增量，同时蚕食中小企业市场份额，行业经历过“大鱼吃小鱼”阶段，目前行业按照体量规模，形成了日益清晰的企业梯队。

表 4：各档次火锅料产品市场占比

规模	代表企业
20 亿元	安井（火锅料部分）
10 亿元左右	福州海欣、汕头海霸王（火锅料部分）、山东惠发
5-8 亿元	漳州升隆、山东佳士博、四海、广东津津
3-5 亿元	福建海壹、武汉源香、泉州富邦、广东高技、山东鹤福、广东亿顺、山东得利斯（火锅料部分 3 亿元）、山东福春园
1-3 亿元	福建福琪、福建胜田、百洋、麒麟、庆丰、兴威、馥华、坤兴、天清；三全（火锅料部分）、济南成友
1 亿元以下	福建海生、扬美、佳泽、奇新、骏马、年余、广东万丰、千年纪、卢氏、常乐、平海、华峰、汕头八记；浙江南方、宁波飞日、温州日旺、经纬、一家人、瑞安华忠、成都冯氏

数据来源：公司资料，西南证券整理

企业经营开始分化，安井处于领跑地位。安井在完成了在江苏泰州、无锡、辽宁的异地建厂扩张，产能得到极大释放，一举成为行业内体量规模最大的企业。目前安井火锅料整体销售额超 25 亿元（报表口径），销售区域遍及全国，在整个速冻火锅料行业的市场占有率约为 9% 左右。第二梯队中的海霸王销售体量在 17/18 亿左右（其中有近 50% 属于面米制品，真实火锅料体量在 10 亿左右），销售区域比较局限，主要集中在上海、福建和川渝地区；海欣和惠发体量都在 10 亿元左右，市场分别集中在华东和华北，**整个第二队面临着增速放缓局面，与安井差距越拉越大。**第三梯队中的升隆属于行业内发展势头较好的企业，目前体量达到 7-8 亿左右，主要在福建和山东销售，佳士博和四海也是属于区域性的企业。5 亿以下的小企业数量较多，产品以中低端为主，由于不符合消费升级趋势，大部分存在经营困难的问题。目前行业内的参与者出现明显的经营分化，龙头安井保持快速增长，增速远高于行业平均水平，在竞争格局中优势愈发明显；二三梯队部分企业已经出现增长乏力的问题，与龙头差距不断拉开；小规模企业已经面临经营出现困难，开始加速退出。目前行业 CR5 不足 25%，行业洗牌和集中度提升仍将继续。

图 11：火锅料行业市占率


数据来源：西南证券整理

外部因素加速行业洗牌，步入 2018 年，速冻火锅料行业将进入强洗牌阶段。2017 年以来，环保督查趋严，原料成本抬升，消费者品质消费意识崛起，一系列外部因素加速行业洗牌的进程。随着整个行业总量增长放缓，行业内竞争进一步加剧，行业洗牌也从过去的缓慢洗牌阶段进入真正的强洗牌阶段。随着各个梯队间企业距离不断拉大，未来行业内的竞争将更多是同梯队内部企业的较量。

2.3.2 具备优秀企业特征，安井有望充分享受行业整合红利

优秀企业普遍具备以下等一些特征：优秀的管理团队、规范的运营以及高效的成本管控能力，这些特质短期内对业绩增长可能贡献不大，但长期看，这是判断一家企业能否成长为一家优秀企业的有效标准。对标伊利、海天这样的优秀企业，我们认为安井同样具备优秀企业特征，在这一轮的行业强洗牌中，公司有望不断扩大优势，最终在行业的变局中胜出。

- 优秀的管理团队。**在人员组成上，安井拥有一支高素质高学历的精英管理团队，董事长刘鸣鸣先生毕业于同济大学，总经理张清苗先生毕业于厦门大学，生产副总黄建联先生毕业于南昌大学食品学专业（高级工程师），均具有较高的文化素质。在治理结构上，大股东国力民生基本不参与日常公司管理，由管理团队全权负责，管理层拥有较高的自主权，同时管理团队持有较高公司股权，利益高度绑定，更加具有积极性。而大多数的同行业竞争对手都是家族式企业，管理理念落后，职业经理人做决断时处处制肘，难以发挥其最大作用。在战略规划上，管理团队在速冻食品行业深耕多年具有丰富经验，对行业发展趋势有着深刻理解，对未来三到五年发展路径有着清晰的规划，聚焦速冻食品的战略确保公司持续的领先优势。

表 5：管理层构成

职位	姓名	毕业学校	学历及社会职位	拥有股权 (%)
董事长	刘鸣鸣	同济大学	本科，经济师	12.64
总经理	张清苗	厦门大学	硕士，高级经济师，江南大学食品学院董事	5.35
生产副总经理	黄建联	南昌大学	本科，高级工程师，江南大学和集美大学硕士校外导师	2.94
销售副总经理	黄清松	-	本科	2.94
董事会秘书	梁晨	郑州大学	硕士	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

- **规范的运营。**行业内许多企业在发展初期依靠不规范的运营方式（包括减少环保投入、不规范交税交社保等）取得了成本上的节约，整体上能够实现盈利，从而在市场竞争中得以生存。但随着国家监管趋严，对食品安全，环保督查、税收监控力度加大，许多企业感受到了规范成本的压力。行业内已有部分企业已经出现因违规被关停、因成本压力而退出的现象，此现象不仅发生在小企业身上，更有些上规模的企业也出现了类似的情况。对于像安井这样的企业，规范经营意识早已深入骨髓。在规范运营上面，公司前期投入大量的成本（环保、税务、社保等），短期来看可能会造成成本劣势，但随着制度运行越来越严格，规范运营的优势将会逐渐凸显。而对于其他那些没有规范意识的企业，企业规模成长越大后期所付出的规范代价就越大。**规范运营是一家企业能够长期稳定地经营和存活下去的根本，速冻火锅料行业正经历这样一个从粗放式发展到规范式发展的过程，安井食品坚持的规范经营有望帮助公司在行业洗牌中取得优势。**
- **高效的成本管控能力。**同质化的产品竞争最终将是品质和价格的竞争，尤其是在打价格战的行业洗牌阶段，成本优势意味着比竞争对手在价格上有更多的运作空间，能在价格战中坚持越久，最终实现“剩者为王”。安井之所以敢坚持“高质中价”的定价策略，归结于公司高效的成本管控能力，体现在采购、生产、物流等各个环节。正是凭借高效的成本管控能力，安井在用料上远胜于竞争对手的情况下价格却依旧有竞争力，在行业竞争对手普遍接近盈亏平衡点的时候，公司自身还能保持不错的盈利水平。

当然，优秀的消费品企业离不开品牌和渠道的力量，安井在速冻食品品牌上也是不遗余力的投入，近些年广告费用也是在持续增长，品牌力也是逐步提升。在本轮行业洗牌中，安井管理团队正确的策略、规范运营以及成本优势发挥了巨大作用。公司一方面借助环保督查、成本上涨等外力推进行业洗牌，另一方面主动参与价格战，利用成本优势加速行业洗牌。公司2017年将近20%的增速将近三四成来自于行业自然增长，更多地是来自于对竞争对手市场份额的侵蚀。

速冻火锅料行业洗牌将会是漫长的过程，本轮行业整合带来的红利也将会持续较长时间。从目前来看，安井具备了一家从激烈洗牌中突围的优秀企业的该有的种种特质，未来必将行业格局变化中脱颖而出。目前公司净利润率在5%-6%，已经处于一个较低水平，竞争对手普遍更低。随着公司在行业竞争格局中地位越来越显著，掌握行业定价权，相信净利率的提升将是自然而然的事，长期看，我们看好公司净利率的提升。

3 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑到参股新宏业水产后上游鱼糜价格掌控力加强，猪肉价格在下降通道，18年原材料价格小幅下降，毛利率水平小幅提升；
- 2) 新宏业现有小龙虾产能保障18年生产销售所需，小龙虾业务18年开始放量，18、19年分别贡献2亿、5亿收入。
- 3) 新宏业18年有望实现5000万净利润，通过参股19%股权，公司有望实现投资收益1000万。

表 6: 公司分项收入成本预测 (百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	2,996.5	3,484.6	4,324.9	5,329.2
yoy	17.0%	16.3%	24.1%	23.2%
总成本	2,183.8	2,557.5	3,102.8	3,755.0
毛利率	27.1%	26.6%	28.3%	29.5%
速冻火锅料				
营业收入	2,221.5	2,513.0	2,958.1	3,427.8
yoy	18.2%	13.1%	17.7%	15.9%
总成本	1,628.2	1,856.8	2,149.3	2,466.0
毛利率	26.7%	26.1%	27.3%	28.1%
速冻鱼糜制品				
收入	1,107.2	1,281.8	1,529.7	1,776.7
yoy	15.6%	15.8%	19.3%	16.2%
成本	825.0	961.3	1,132.0	1,305.9
毛利率	25.5%	25.0%	26.0%	26.5%
速冻肉制品				
收入	904.6	950.0	1,090.9	1,252.8
yoy	15.0%	5.0%	14.8%	14.8%
成本	679.8	726.7	818.2	927.1
毛利率	24.9%	23.5%	25.0%	26.0%
其他火锅料制品				
收入	209.7	281.3	337.5	398.3
yoy	55.5%	34.1%	20.0%	18.0%
成本	123.4	168.8	199.1	233.0
毛利率	41.2%	40.0%	41.0%	41.5%
速冻面食制品				
收入	773.6	966.6	1,161.8	1,396.3
yoy	14.0%	25.0%	20.2%	20.2%
成本	554.6	696.0	824.9	984.4
毛利率	28.3%	28.0%	29.0%	29.5%
速冻小龙虾				
收入			200.0	500.0
yoy				150.0%
成本			124.0	300.0
毛利率			38.0%	40.0%
其他业务				
收入	1.4	5.0	5.0	5.0
yoy	-58.1%	259.7%	0.0%	0.0%
成本	1.1	4.7	4.7	4.7
毛利率	23.0%	6.0%	7.0%	7.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2017-2019 年收入分别为 34.8 亿元、43.2 亿元、53.3 亿元，三年复合增速 21.2%，归母净利润分别为 2.0 亿元、2.8 亿元、3.9 亿元，三年复合增速 30.4%，EPS 分别为 0.94 元、1.30 元、1.82 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、19 倍、14 倍。未来三年业绩持续高增长，小龙虾高毛利业务贡献增量，显著提升估值，给予 18 年 27 倍估值，对应目标价 35.1 元，维持“买入”评级。

4 风险提示

原材料成本上涨；速冻小龙虾进展或不达预期；产能风险；食品安全风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2996.50	3484.62	4324.91	5329.16	净利润	177.41	202.41	280.76	393.67
营业成本	2183.84	2557.48	3102.81	3755.04	折旧与摊销	84.96	89.54	107.93	128.21
营业税金及附加	25.47	29.62	36.76	45.29	财务费用	6.29	0.92	1.15	1.41
销售费用	424.50	486.80	635.76	783.39	资产减值损失	1.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.53	169.77	216.25	266.46	经营营运资本变动	-29.89	-210.63	43.17	34.80
财务费用	6.29	0.92	1.15	1.41	其他	-23.53	-6.00	-16.00	-18.00
资产减值损失	1.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	216.66	76.25	417.01	540.09
投资收益	0.00	6.00	16.00	18.00	资本支出	-225.94	-420.00	-420.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-21.35	6.00	16.00	18.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-247.29	-414.00	-404.00	-302.00
营业利润	210.46	246.03	348.19	495.57	短期借款	-0.57	-171.99	0.00	0.00
其他非经营损益	20.62	18.46	18.43	18.39	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	231.08	264.49	366.61	513.96	股权融资	0.00	600.59	0.00	0.00
所得税	53.67	62.09	85.86	120.30	支付股利	0.00	-53.22	-60.72	-84.23
净利润	177.41	202.41	280.76	393.67	其他	13.33	-0.92	-1.15	-1.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	12.76	374.45	-61.87	-85.64
归属母公司股东净利润	177.41	202.41	280.76	393.67	现金流量净额	-17.90	36.70	-48.86	152.45
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	378.48	415.18	366.32	518.77	成长能力				
应收和预付款项	141.48	165.19	201.78	247.99	销售收入增长率	17.00%	16.29%	24.11%	23.22%
存货	737.52	851.06	1028.07	1249.97	营业利润增长率	54.41%	16.90%	41.52%	42.33%
其他流动资产	13.10	278.77	345.99	426.33	净利润增长率	38.23%	14.09%	38.71%	40.22%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.54%	11.53%	35.89%	36.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1081.05	1395.11	1690.79	1866.18	毛利率	27.12%	26.61%	28.26%	29.54%
无形资产和开发支出	91.08	108.56	126.04	143.52	三费率	19.20%	18.87%	19.73%	19.73%
其他非流动资产	35.82	34.73	33.65	32.56	净利率	5.92%	5.81%	6.49%	7.39%
资产总计	2478.54	3248.61	3792.64	4485.33	ROE	17.66%	11.54%	14.22%	17.24%
短期借款	171.99	0.00	0.00	0.00	ROA	7.16%	6.23%	7.40%	8.78%
应付和预收款项	1213.02	1400.58	1717.67	2092.66	ROIC	24.20%	18.10%	18.45%	22.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.07%	9.66%	10.57%	11.73%
其他负债	88.97	93.70	100.61	108.86	营运能力				
负债合计	1473.99	1494.28	1818.28	2201.53	总资产周转率	1.30	1.22	1.23	1.29
股本	162.03	216.04	216.04	216.04	固定资产周转率	3.18	3.30	3.45	3.65
资本公积	109.29	655.87	655.87	655.87	应收账款周转率	31.23	29.74	30.53	30.70
留存收益	733.23	882.41	1102.45	1411.89	存货周转率	3.30	3.22	3.30	3.30
归属母公司股东权益	1004.55	1754.33	1974.36	2283.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1004.55	1754.33	1974.36	2283.80	资产负债率	59.47%	46.00%	47.94%	49.08%
负债和股东权益合计	2478.54	3248.61	3792.64	4485.33	带息债务/总负债	11.67%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.90	1.19	1.11	1.14
					速动比率	0.38	0.60	0.52	0.56
					股利支付率	0.00%	26.29%	21.63%	21.40%
					每股指标				
					每股收益	0.82	0.94	1.30	1.82
					每股净资产	4.65	8.12	9.14	10.57
					每股经营现金	1.00	0.35	1.93	2.50
					每股股利	0.00	0.25	0.28	0.39
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	301.71	336.50	457.27	625.19					
PE	30.83	27.03	19.48	13.90					
PB	5.45	3.12	2.77	2.40					
PS	1.83	1.57	1.26	1.03					
EV/EBITDA	12.83	14.95	11.11	7.88					
股息率	0.00%	0.97%	1.11%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn