



Research and
Development Center

第一站隐形冠军，下一站看平台化发展

—— 安井食品（603345.sh）首次覆盖

2018年04月20日

王见鹿 食品饮料行业分析师

第一站隐形冠军，下一站看平台化发展

冷冻食品板块升级和延伸并重

2018年04月20日

本期内容提要：

- ◆ **冷冻食品行业进入升级期，利于龙头企业扩张。**我国冷冻食品产品低端化程度严重，急需转型，冷冻食品高端化带来平均单价提升将是未来行业增长的主要驱动力。未来，早餐行业将迎合新一代消费群体，向提升品牌溢价、服务效率改善与产品创新等多方面发展，迎来新一轮变革。
- ◆ **火锅料行业龙头，销售渠道是公司最核心竞争力。**1) 安井食品是国内最大的冷冻食品加工企业之一，17年销量超过30万吨。其三大主营业务——冷冻鱼糜制品、冷冻肉制品和速冻米面的市占率分别居第1、3和7位。2) 公司采取“经销商主导”的业务拓展模式。得益于更高的渠道自主权，公司能够比同行拥有更高的渗透率。3) 火锅料行业的“赊销”模式最早便由公司引入国内，其信用额度动态监控、经销商淘汰制、返点和销售额绑定等管理细节，既确保公司与经销商利益一致，又使其在行业瓶颈期时更能抵御流动性风险。4) 公司已有长达10年的跨区域/双主业管理经验，利用安井成熟的品牌进行产业链整合，是全国化及平台化发展的扎实基础。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计安井食品18-20年的收入分别达44.85/55.56/66.04亿元，增速28.72%/23.89%/18.87%；归母净利润2.78/3.37/4.02亿元，增速37.46%/21.13%/19.13%；EPS为1.29元/1.56元/1.86元。取行业PEG中位值1.1x，对应PE27.5x，当公司2018年每股收益预计为1.29元的情况下，其对应股价35.48元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**1) 18/19年是公司的产能新爆发点；2) 利用对上游的议价能力，公司18年初参股水产企业新宏业，平台化发展进程逐步明晰。
- ◆ **风险因素：**1) 消费者健康饮食意识不断增强；2) 产品同质化导致价格战；3) 产能过剩风险；4) 上游原材料枯竭，挤压加工企业利润率水平；5) 食品安全风险；6) 项目达产进度不及预期；7) 经销商团队扩张过快导致风险敞口加大。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,996.50	3,484.01	4,484.62	5,555.78	6,604.17
同比(%)	17.00%	16.27%	28.72%	23.89%	18.87%
归属母公司净利润	177.41	202.43	278.26	337.04	401.51
同比(%)	38.23%	14.11%	37.46%	21.13%	19.13%
毛利率(%)	27.12%	26.27%	27.34%	27.22%	27.27%
ROE(%)	19.37%	15.01%	15.44%	16.45%	17.03%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.94	1.29	1.56	1.86
P/E	35	31	22	18	15
P/B	6.17	3.66	3.24	2.83	2.45
EV/EBITDA	14.88	17.31	13.06	10.91	9.22

资料来源：万得，信达证券研发中心预测注：股价为2018年04月18日收盘价

证券研究报告

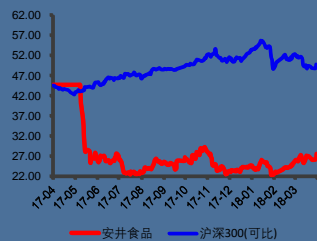
公司研究——首次覆盖

安井食品（603345.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

安井食品相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2018.4.18）

收盘价(元)	28.67
52周内股价波动区间(元)	44.17-22
最近一月涨跌幅(%)	12.09
总股本(亿股)	2.16
流通A股比例(%)	56.9
总市值(亿元)	61.94

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

王见鹿 行业分析师

执业编号：S1500517100001

联系电话：+86 21 61678591

邮箱：wangjianlu@cindasc.com

目 录

投资聚焦	1
1. 火锅料行业隐形龙头	3
1.1 专注冷冻食品行业，生产基地覆盖全国	3
1.2 主营收入稳步增长，净利润波动性较大	4
1.3 公司已有 18 年历史，多地发展齐头并进	5
2. 冷冻食品行业进入升级期，利于龙头企业扩张	7
2.1 冷冻冷藏食品是我国基础民生产业	7
2.2 我国冷冻食品行业构成	8
2.3 跨国别对比来看，子板块发展逻辑各不相同	9
2.4 冷冻食品板块的挑战与机遇	13
3. 安井食品的核心竞争力	22
3.1 经销商体系是公司最强护城河	22
3.2 历经多次行业调整，终成市场龙头	26
3.3 极具影响力的水产品加工企业，对上游议价能力很强	28
4. 下一步看平台化发展	30
4.1 安井食品已具备平台化发展基因	30
4.2 新增小龙虾业务有望提升公司估值	30
4.3 参股新宏业	36
5. 行业竞争对手情况	37
5.1 国内主要竞争对手	37
5.2 海外主要从业企业	38
6. 盈利预测、估值与投资评级	39
6.1 盈利预测及假设	39
6.2 估值	41
6.3 结论及投资评级	42
7. 风险因素	42

表 目 录

表 1 截止 2017 年安井食品市场竞争力排名 (%)	3
表 2 安井 6 大生产基地统计 (万吨)	4
表 3 冷冻食品行业人均消费量 vs. 平均单价 (千克/年, 美元/千克)	11
表 4 冷冻行业产能过剩	15
表 5 特通渠道营销手段 (万元/年)	17
表 6 安井、海欣生产商、渠道商和终端零售商综合盈利能力对比 (元/kg, %)	23
表 7 安井、三全生产商、渠道商和终端零售商综合盈利能力对比 (元/kg, %)	23
表 8 安井食品、海欣食品和惠发股份的经销商管理模式对比	25
表 9 水产品加工企业排名	29
表 10 2014-2016 年五省小龙虾养殖面积及产量情况 (万亩, 万吨)	32
表 11 2016 年小龙虾产量排名 TOP10	32
表 12 中国小龙虾供需平衡表(2014-2016 年) (吨)	32
表 13 小龙虾企业对比	35

图 目 录

图 1 公司 2017 主营业务分类 (%)	3
图 2 公司渠道布局	3
图 3 2013-2017 公司营业收入、归母净利润及增速 (亿元, %)	4
图 4 2013-2017 按季度营业收入、归母净利润及增速 (亿元, %)	4
图 5 公司毛利率按季度变化情况 (%)	5
图 6 公司产品单价变化情况 (万元/吨)	5
图 7 安井食品历史沿革	6
图 8 安井食品股权结构	6
图 9 冷冻食品产业链	7
图 10 鲜、冷藏肉全行业产量及增速 (万吨, %)	8
图 11 我国冷冻食品构成	9
图 12 我国“火锅料”主要消费场景	9
图 13 跨国别冷冻食品人均消费量对比 (千克/人/年)	9
图 14 跨国别冷冻食品人均消费额对比 (美元/人/年)	9
图 15 四大板块的冷冻食品人均消费量对比 (千克/人/年)	10
图 16 冷冻食品子板块生命周期概览	11
图 17 我国冷冻食品行业 CR5 市场集中度 (%)	12
图 18 我国速冻米面及冰淇淋市场规模增速 (百万元, %)	12
图 19 我国冷冻肉制品板块市场规模增速 (百万元, %)	12
图 20 2003 年至今肉制品价格波动 (元/千克)	12
图 21 我国冷冻鱼糜板块市场规模增速 (百万元, %)	13
图 22 美国预制餐食板块市场规模增速及集中度变化 (%)	13
图 23 我国速冻加工海鲜市场规模增速 (百万美元, %)	14
图 24 美国速冻加工海鲜市场规模增速 (百万美元, %)	14
图 25 Nomad Foods 子品牌各区域市场占有率 (%)	14
图 26 我国冷冻鱼糜板块市场销量增速 (千吨, %)	16
图 27 2010-2017 全国餐饮市场规模及增速 (亿元, %)	16
图 28 场景化消费比例有待提升 (%)	17
图 29 20-49 岁互联网用户早餐花费	18
图 30 我国和日、美的人均加工水产品消费量 (千克/人/年)	19
图 31 日本水产品加工板块市场规模及 5 年增速 (千吨, %)	20
图 32 我国水产品加工板块市场规模及 5 年增速 (千吨, %)	20
图 33 日冷产品	20
图 34 截止 2015 年日本冷冻食品制造企业市场份额 (%)	21
图 35 日本外出就餐开支占比 (%)	21
图 36 日本预制餐食和餐厅用餐板块规模 (1998=100)	21
图 37 各地区预制餐食板块规模及 5 年增加值 (百万美元)	21
图 38 2013-2017 年冷冻食品上市公司毛利率对比 (%)	22
图 39 2013-2017 年冷冻食品上市公司营业利润率对比 (%)	22
图 40 经销商信用体系	25
图 41 营业周期对比 (天)	26

表 14 安井主要竞争对手营收规模.....	38	图 42 冷冻鱼糜加工板块市占率变化 (%)	27
表 15 海内外水产企业财务数据对比 (百万元人民币, %, 倍, 天)	38	图 43 冷冻肉制品加工板块市占率变化 (%)	27
表 16 安井食品新增产能及达产进度 (万吨, %)	39	图 44 安井、海欣、惠发华南销售及增速 (百万元, %)	28
表 17 安井食品盈利预测 (百万元)	40	图 45 安井、海欣、惠发华东销售及增速 (百万元, %)	28
表 18 主要冷冻食品上市公司估值对比 (百万元人民币, 倍, %)	41	图 46 安井、海欣、惠发华北销售及增速 (百万元, %)	28
		图 47 安井、海欣、惠发营业利润率对比 (%)	28
		图 48 应付账款周转天数对比 (天)	29
		图 49 安井食品具备平台化发展基因	30
		图 50 2007-2016 年小龙虾产量及增速 (万吨, %)	31
		图 51 2016 年小龙虾一二三产业产值分布 (亿元)	31
		图 52 2014-2016 年全国小龙虾出塘价格走势 (元/千克)	33
		图 53 2014-2016 年全国小龙虾市场批发价格走势 (元/千克)	33
		图 54 新宏业缩短产业链条, 提高行业效率	36
		图 55 “洪湖系列” 系列产品	37
		图 56 安井食品过去 5 年 PE/PB Band	42

投资聚焦

核心观点/投资逻辑：安井食品是“火锅料”行业的隐形龙头，其冷冻鱼糜制品、冷冻肉制品、速冻米面和肉类及水产制品加工在零售终端的占有率分别居第1、3、7和5位。我国火锅料行业近年来出现过两次行业洗牌，第一次是金融危机影响的09-11年，第二次则是需求下滑及产能过剩的15-17年，历次洗牌都有公司的市场份额受到冲击，而安井食品却在历次调整中不断扩张，最终巩固了其市场龙头的地位。

公司的核心竞争力是其销售渠道，体现在其给予渠道极大的自主权，且对经销商信用体系进行精细化管理。这一方面确保了公司与经销商利益的一致性，在行业向好时可以快速打开市场；另一方面又确保了公司的回款风险敞口极小，在行业处于瓶颈期时较其他企业更能抵御流动性风险。

在所属的冷冻食品行业整体有待转型升级的阶段，公司尚面临不少机遇及挑战。鉴于公司的行业龙头地位，以及其在品质、食品安全、差异化创新和品牌塑造等均有精细化规划，因此将更能抵御“优胜劣汰”时的成本和流动性风险，同时发现行业内的并购机会，获得更大定价权。一旦板块增速回升，其有望获得“戴维斯双击”。

与市场不同之处：

1、冷冻食品人均消费量较低，但部分子板块市场空间天花板已现；产品高端化才是未来行业增长的主要驱动力

我国人均冷冻食品消费量较小，但部分子板块的人均消费天花板已现。我国冰淇淋已是日本人均消费量的一半；冷冻鱼糜产品已反超日本水平，天花板十分明显。从人均消费额来看，美、日两国分别是我国的15和12倍。可见我国冷冻食品产品低端化程度严重，急需转型升级，冷冻食品高端化带来平均单价提升将是未来行业增长的主要驱动力。

2、冷冻食品的各子板块遇挫反弹能力不同，不应一概而论

我国速冻米面板块和冰淇淋板块已进入增速较缓慢的成熟期，行业集中度较高，增长主要依靠产品结构调整。冷冻鱼糜制品板块CR5集中度为23.5%，在各子板块中最低，行业保持了较快增速，仍处成长期中段；但受人均消费量天花板制约，行业正经历第一轮洗牌期。美国预制餐食板块的行业集中度在2008年为22.9%，与我国冷冻鱼糜板块类似，因此较有借鉴意义。2008年金融危机后，前者进入洗牌期，体现为市场规模出现下滑，但龙头企业趁机并购，使行业集中度提升至30%以上，我们因此认为板块洗牌期将更利于龙头企业。

3、公司的发展策略不是简单的追踪热点产业，而是平台化发展

我国食品饮料行业已进入低速发展的新常态，能够以消费者为中心、产品持续创新的企业方能获得持久增长。“平台化”发展便是我国许多食品饮料企业如海天味业、达利食品等成功响应细分消费需求的路径。通过平台化，已较有市场号召力的企业可以通过并购、参股、贴牌或销售渠道共享等模式向主业相关产业延伸，从而更快速响应消费者分层化、小众化、个性化的需求。安井食品现有业务已包括火锅料（冷冻鱼糜制品及冷冻肉制品）、冷冻水产品加工（小龙虾）和速冻米面，其中速冻米面便是公司收购并培育做大的板块，其已具备平台化发展基因。

股价催化剂:

1、18/19 年是公司的产能新爆发点。进入 2018 年,公司目前在建项目如辽宁二期 3 万吨速冻火锅料、无锡民生速冻面点提升改造以及四川资阳工厂将陆续达产,我们预计公司 18/19 年产能分别达到 43 万吨和近 50 万吨。

2、利用对上游的议价能力,公司 18 年初参股水产企业新宏业。

安井食品涉足小龙虾业务主要得益于其对上游产业链的话语权。作为冷冻鱼糜加工制品的龙头,其已具备近 15 万吨的冷冻鱼糜产品加工能力,对我国上游淡水鱼浆的采购量超过 50%,因此对上游有极强的议价能力。安井食品于 2018 年 1 月参股水产企业新宏业,不到 3 个月内,新宏业便推出了首个“洪湖诱惑”系列产品,主要面向 C 端的年轻消费者。

3、小龙虾板块业务估值有望提升。目前已有部分涉足小龙虾产业链的企业获得较高估值。尽管小龙虾产业链参与者众多,但由于其产业集群主要在湖北洪湖和江苏盱眙,有较强的自然环境壁垒,因此规模化养殖企业在竞争中优势明显。另外,两地政府主导的产业集群也意味着行业内企业将更多地分工合作而非低价竞争。因此,我们认为目前小龙虾产业链竞争仍属店多扰市的良性局面。

盈利预测与投资评级:我们预计安井食品 18-20 年的收入分别达 44.85/55.56/66.04 亿元,增速 28.72%/23.89%/18.87%;对应归母净利润 2.78/3.37/4.02 亿元,增速 37.46%/21.13%/19.13%;EPS 为 1.29 元/1.56 元/1.86 元。取行业 PEG 中位值 1.1x,对应 PE27.5x,当公司 2018 年每股收益预计为 1.29 元的情况下,其对应股价 35.48 元/股。首次覆盖,给予“买入”评级。

核心假设:

- 1、公司主营业务收入以火锅料制品和速冻米面制品为主,新增小龙虾业务未加入盈利预测中。
- 2、火锅料制品和速冻米面制品产能扩张以公司已披露信息匡算。公司六大生产基地在 2018 和 2019 年产能迅速扩张,2018-2020 年公司总产量分别为 39 万吨、45 万吨、53 万吨;产能利用率 2018-2019 按 90%匡算,2020 年按 93%匡算。
- 3、2014-2016 年为抢占市场,公司各类产品平均单价降低,预计 2018-2020 年市场逐步稳定,产品平均单价保持不变。
- 4、2018-2019 年销售费用率、管理费用率均不变,分别为 14.07%和 4.36%;财务费用率为 0.08%。
- 5、公司每年按投资完成进度进行固定资产转固,计提折旧比率为 8.4%。
- 6、公司所得税率 25%。

风险因素:

- 1) 消费者健康饮食意识不断增强,对工业化程度过高或添加剂过多的冷冻食品产生抵触情绪;
- 2) 产品同质化导致行业内企业过度价格战;
- 3) 产能过剩的风险;
- 4) 因厄尔尼诺和拉尼娜现象或不可抗力造成上游原材料枯竭,挤压作为加工企业的利润率水平;
- 5) 食品安全风险;
- 6) 项目达产速度不及预期;
- 7) 经销商团队扩张过快导致风险敞口加大的风险。

1. 火锅料行业隐形龙头

1.1 专注冷冻食品行业，生产基地覆盖全国

安井食品是国内最大的冷冻食品加工企业之一，主要从事冷冻鱼糜制品、冷冻肉制品和速冻面米制品等的研发、生产和销售。2017年公司年生产速冻食品超过30万吨，主营业务收入34.8亿元人民币。其冷冻鱼糜制品、冷冻肉制品、速冻米面和肉类及水产制品加工在零售终端的占有率分别居第1、3、7和5位；公司也是“火锅料”行业的隐形龙头。

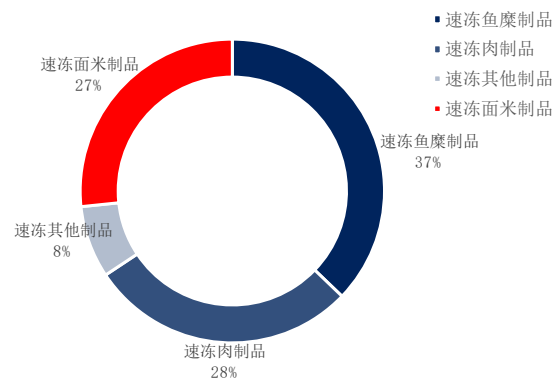
表 1 截止 2017 年安井食品市场竞争力排名 (%)

产品	市场占有率	排名
速冻米面	1.1%	7
肉类及水产品加工	1.9%	5
—冷冻肉制品	4.6%	3
—冷冻鱼糜制品	9.0%	1
预制餐食	-	-

资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

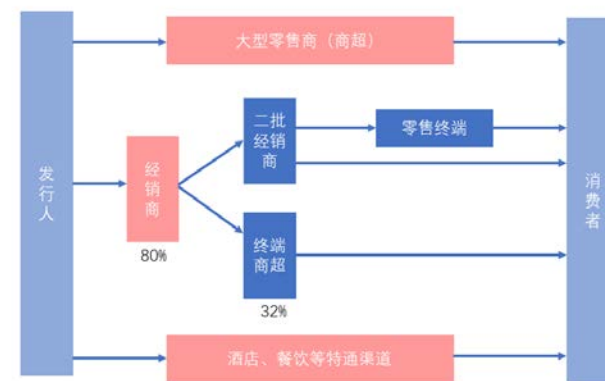
目前，公司共有一级经销商团队约 500 人，为公司贡献近 80% 的营业收入；现代流通渠道主要为国内外知名连锁卖场如大润发、沃尔玛、家乐福、欧尚旗下的约 3000 家门店；餐饮特通渠道客户则主要包括呷哺呷哺、永和大王、海底捞等。

图 1 公司 2017 主营业务分类 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2 公司渠道布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司现有六大生产基地，分别位于江苏无锡、泰州、辽宁、厦门、四川和湖北，生产基地覆盖全国，2016 生产速冻食品 30 万吨，2017 年产量 35 万吨。进入 2018 年，公司目前在建项目如辽宁二期 3 万吨速冻火锅料、无锡民生速冻面点提升改造以及四川资阳工厂将陆续达产，18/19 年是公司的产能新爆发点，我们预计 18/19 年产量分别达到 39 万吨和 45 万吨。

表 2 安井 6 大生产基地统计 (万吨)

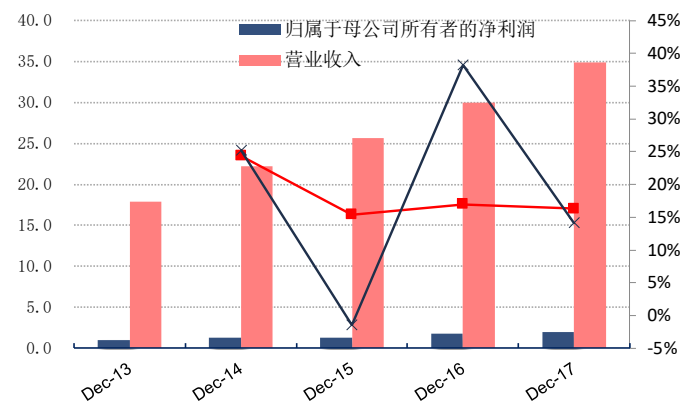
	2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E
福建厦门				
辽宁鞍山				
江苏无锡	总计产量 31	总计产量 35	总计产量 39	总计产量 45
江苏泰州	万吨	万吨	万吨	万吨
四川资阳				
湖北潜江				

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 主营收入稳步增长，净利润波动性较大

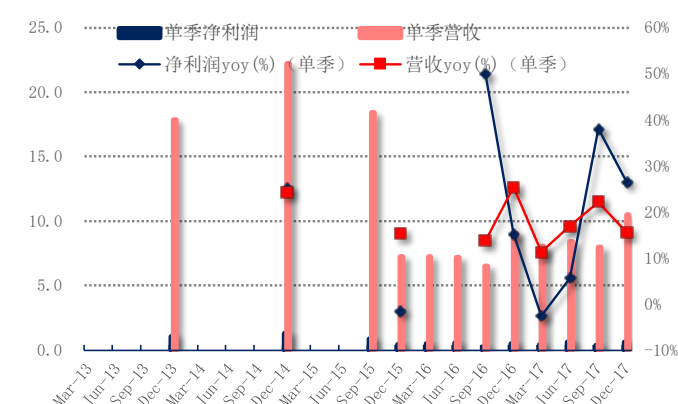
2014-2017 年度，公司营业收入持续稳健增长，年均复合增长率为 16.21%；2017 年全年，公司实现营业收入 34.84 亿元，较 16 年同期增长 16.25%。公司的归母净利润则体现了较大的波动性，2014 年-2017 年分别录得 1.30 亿、1.28 亿、1.77 亿和 2.02 亿元，对应增速 25.20%、-1.49%、38.23%和 14.11%。

图 3 2013-2017 公司营业收入、归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

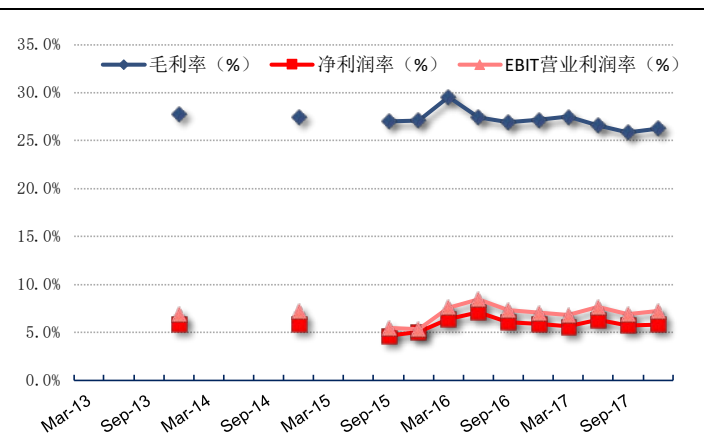
图 4 2013-2017 按季度营业收入、归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

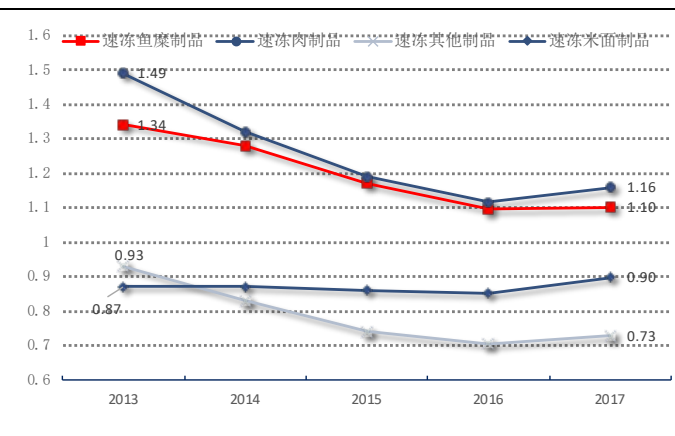
主要产品的出厂价变化是影响公司净利润的主要原因：如图 6 所示，2014 年开始，“火锅料”板块经历增速放缓，公司因而加大降价幅度，导致毛利率下滑；2016 年年初，部分行业内企业试图提价失败，公司出厂价继续下滑。直至 2017 年下半年，公司冷冻鱼糜制品出厂单价企稳，其他产品单价亦触底回升，带动其单季净利润大幅增长；2017 年四季度，公司录得 6300 万单季归母净利，同比增速 26.51%。

图 5 公司毛利率按季度变化情况 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6 公司产品单价变化情况 (万元/吨)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 公司已有 18 年历史，多地发展齐头并进

1) 公司历史沿革

安井食品前身为厦门华顺民生食品有限公司，于 2001 年成立，2003 年华顺民生筹资建厂，2009 年华顺民生控股无锡民生，随后吸收合并无锡工业，转让增资后成为现在的无锡民生，主要以生产速冻面点为主；2011 年 3 月出资设立泰州安井，2013 年 7 月出资设立辽宁安井，2016 年 5 月出资设立四川安井，生产基地逐渐覆盖全国。公司为扩大产量，于 2017 年 12 月发行可转债投资建设成都 15 万吨速冻项目，且 2018 年 3 月无锡民生再扩产。

自收购无锡民生以来，公司已有长达 10 年的跨区域/双主业管理经验，这为公司全国化及平台化发展提供了扎实的基础。

图 7 安井食品历史沿革


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 股权结构

公司于2018年2月22日解禁5,401万股股票，截至目前总股本为21,604万股，其中有限售条件流通股9,319万股，无限售条件流通股12,285万股。截止2018年4月18日，国力民生持有安井食品9,319.06万股股份，占总股本的43.14%，是公司最大的股东。章高路先生目前持有国力民生32.93%的股权，是安井食品的实际控制人。公司董事、高级管理人员刘鸣鸣、张清苗、黄建联、黄清松直接持有公司股票，管理团队激励机制充分。

图 8 安井食品股权结构


资料来源：公司2017年报，信达证券研发中心，注：截至2018年4月18日

3) 近期重大事项

并购新宏业

公司于 2018 年 1 月发布公告称拟以 7,980 万元人民币受让洪湖市新宏业食品有限公司 19% 的股权。新宏业食品主要经营冷冻鱼糜、克氏原螯虾（小龙虾）产品等速冻水产品以及鱼排粉、虾壳粉、鱼油等副产品，本次交易有利于进一步丰富公司的产品线，加强上下游行业联动效应，提高公司盈利水平。小龙虾产品与公司主营产品同属于消费食品，目前暂未给公司带来大规模盈利，但公司现有渠道以及对上游的掌控力可为小龙虾业务板块带来无限潜力。

发行可转债

公司于 2017 年 12 月发行可转债申请获得中国证监会审核通过，此次募集资金 5 亿元用于建设“成都年产 15 万吨速冻食品生产线”项目，预计项目建设期为 5 年，分为一期（2016 年 8 月-2019 年 6 月，共 35 个月）和二期（2019 年 7 月-2021 年 7 月，共 25 个月），从 2020 年起投产。

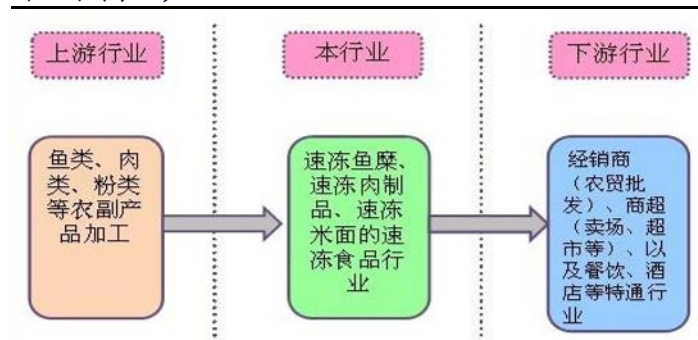
2. 冷冻食品行业进入升级期，利于龙头企业扩张

2.1 冷冻冷藏食品是我国基础民生产业

安井食品所处行业为冷冻食品行业。冷冻食品指的是在低温（0℃以下，冷却、冷冻、速冻等）工艺下加工，并在消费者使用之前始终保持在冷链状态下贮存、运输、销售、配送的包装食品。其上游为农副产品加工，通过中游冷链物流体系进行配送，再通过庞大的销售网络销往终端消费者。由于十分依赖中游配送和销售环节，安井食品在招股说明书中也将该行业形容成一个“生产+流通”的行业。

与冷冻食品相近的行业是冷藏食品，其加工、配送及销售环境在 0℃至 10℃之间。

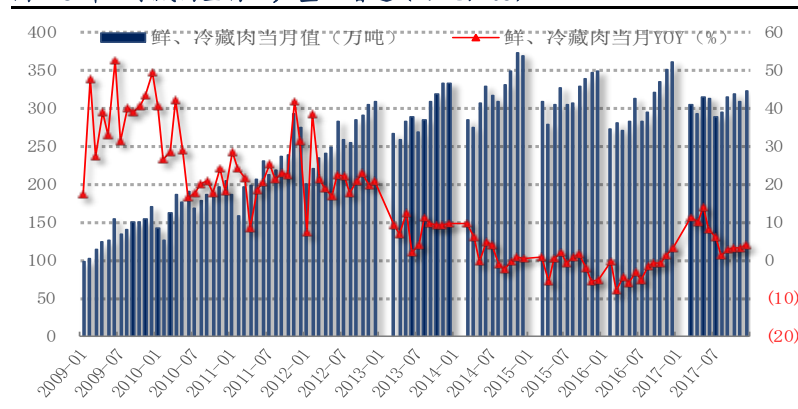
图 9 冷冻食品产业链



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

冷冻食品于 1928 年在美国诞生，1956 年的《冷冻食品制造法规》使冷冻食品进入工业化生产阶段。我国的冷冻食品行业发展历史较短，80 年代后期才实现了工艺水平的改进。但进入 21 世纪以来，全国冷冻冷藏技术水平提高，城乡冷链建设逐步完善，消费市场日臻成熟，为冷冻冷藏食品行业快速发展提供有利契机，倒逼冷冻冷藏食品产业转型升级，提高生产力。

图 10 鲜、冷藏肉全行业产量及增速（万吨，%）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

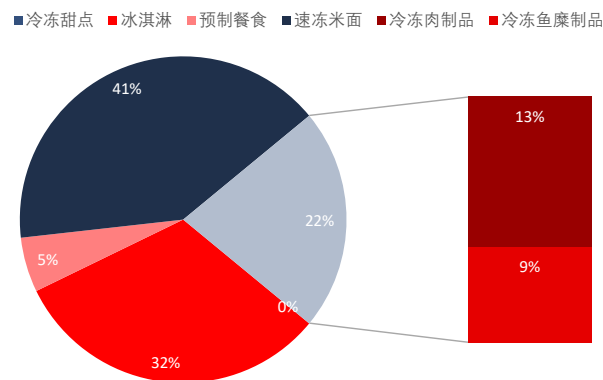
据国家统计局数据，2015 年，冷冻冷藏食品产业链上（含上游农副产品加工）的规模化企业共 9260 家；全行业完成主营业务收入 2.35 万亿元，同比增长 4.5%，实现利润总额 1304.4 亿元，同比增长 4.9%；冷冻冷藏食品全行业产值占全国食品工业比重达到 20.7%，基础民生产业地位得到巩固。

2.2 我国冷冻食品行业构成

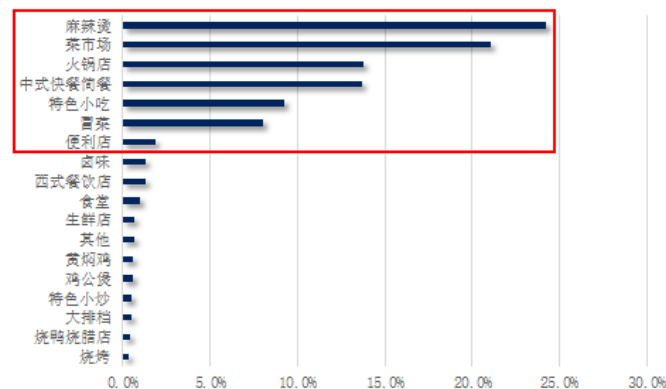
剔除用于出口的粗加工产品后，我国面向消费者和餐饮终端的冷冻食品行业主要由速冻米面、冷冻鱼糜制品、冷冻肉制品（不含冻肉）、预制餐食和冰淇淋组成。

根据欧睿数据，目前规模最大的是速冻米面，占比 40.8%，其次为冰淇淋，占比 31.8%，冷冻肉制品、冷冻鱼糜制品和预制餐食占比分别为 13.4%、8.5%和 5.4%。

由于我国有许多冷冻鱼糜和肉类结合的特色品类，比如包馅类产品，包括传统的福州鱼丸、海螺丸、鱼皮饺等。也包括了像鱼肉火腿肠类的产品，因此无法完全划分冷冻鱼糜制品和冷冻肉制品之间的界限。行业普遍把冷冻鱼糜制品和冷冻肉制品统称为“火锅料”食品——指的是这类产品被我国台湾、日商人引入中国之初主要作为火锅“涮煮”的配料；但现在，麻辣烫、烧烤和家庭烹饪也已成为“火锅料”的主要消费场景。

图 11 我国冷冻食品构成


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

图 12 我国“火锅料”主要消费场景


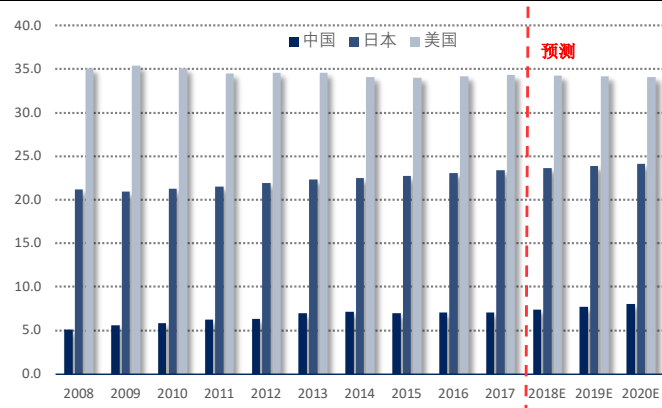
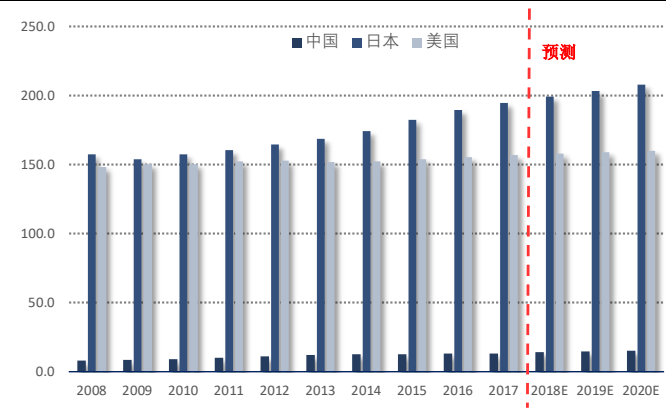
资料来源：冻品在线，信达证券研发中心整理

根据冻品在线平台的草根调研，其选取了福州、厦门、泉州、宁波、南昌五个样本城市，共 38980 家中小餐饮终端(便利店/菜市场样本，分析后得到数据：“火锅料”消费的主要渠道中，麻辣烫、家庭消费（菜市场+便利店）、火锅店、中式快餐、小吃店、冒菜等六大渠道占比达 91%。

2.3 跨国别对比来看，子板块发展逻辑各不相同

1) 部分子板块已现天花板，产品高端化才是发展主要驱动力

与成熟市场美国或日本对比来看，我国冷冻食品的人均消费量和消费额均较小。

图 13 跨国别冷冻食品人均消费量对比 (千克/人/年)

图 14 跨国别冷冻食品人均消费额对比 (美元/人/年)


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理，注：预测数据为欧睿预测

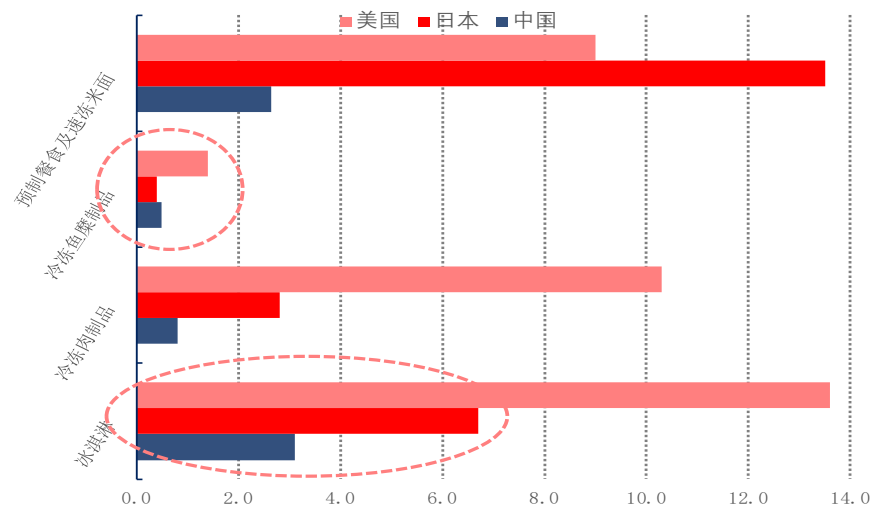
资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理，注：预测数据为欧睿预测

根据欧睿数据，截止 2017 年，我国人均冷冻食品消费量为 7 千克/年，美、日两国分别为 23 和 34 千克/年，是我国的 3 和 5 倍；但美国和日本的冷冻食品行业先后进入成熟期，其近 5 年人均消费量平均增速仅分别为 1.8%和 2.8%，远低于我国的 16.6%，因此国别消费量的差距有望大幅缩小。

但需要注意的是，部分子板块的人均消费天花板已现。我们选取了冰淇淋、冷冻肉制品、冷冻鱼糜制品和速冻米面及调理食品四个子板块进行跨国别对比（我国以面食作为主食的传统，因此速冻米面在功能上与调理食品非常接近），得到下列发现：

- 1) 冰淇淋以 3.1 千克/年位居人均消费量的首位、已是日本人均消费量的一半，行业增速将放缓。
- 2) 冷冻鱼糜产品虽然人均消费量仅 0.5 千克/年，却已反超日本水平，天花板十分明显。主要因后者在冷藏及常温鱼糜制品的保鲜方面获得技术性突破，且许多冷冻鱼糜制品作为预制餐食的配菜进入工业渠道，并未纳入零售口径。
- 3) 我国冷冻肉制品和预制餐食/速冻米面板块的人均消费量和日、美还存在较大差距，是增速较确定的子板块，深加工品类的 SKU 有待提升。

图 15 四大板块的冷冻食品人均消费量对比（千克/人/年）



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

从人均消费额来看，国民每年约花费 13 美元（折合约 85 元）购买冷冻食品，而美、日两国分别为 195 和 157 美元/年，是我国的 15 和 12 倍。同期，我国人均可支配收入分别为该两国的 1/3 和 1/5，可见我国冷冻食品产品低端化程度严重，急需转型升级。值得注意的是，日本的冷冻食品人均消费额反超美国，我们认为其饮食习惯导致的预制餐食份额占比更高所致。考

考虑到我国和日本的饮食习惯更相近，冷冻食品高端化带来平均单价提升将是未来行业增长的主要驱动力。

表 3 冷冻食品行业人均消费量 vs. 平均单价 (千克/年, 美元/千克)

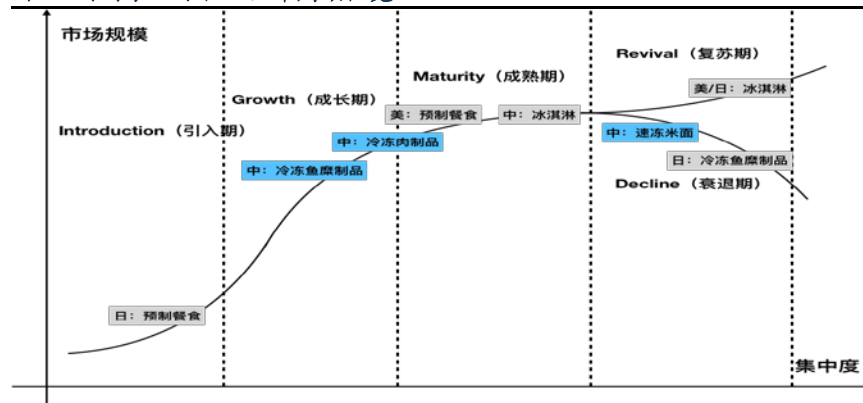
	中国		日本		美国	
	消费量(千克/年)	单价(美元/千克)	消费量(千克/年)	单价(美元/千克)	消费量(千克/年)	单价(美元/千克)
合计	9.7	1.4	37.4	5.2	43.8	3.6
冷冻甜点	-	-	0.5	0.4	0.5	6.4
冰淇淋	3.1	1.4	6.7	7.3	13.6	3.4
冷冻肉制品	0.8	2.3	2.8	1.7	10.3	1.8
冷冻鱼糜制品	0.5	2.2	0.4	12.5	1.4	4.4
预制餐食及速冻米面	2.7	2.3	13.5	10.1	9.0	9.2
预制餐食	0.4	1.8	13.5	10.1	9.0	9.2
速冻米面	2.3	2.4	-	-	-	-

资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心整理

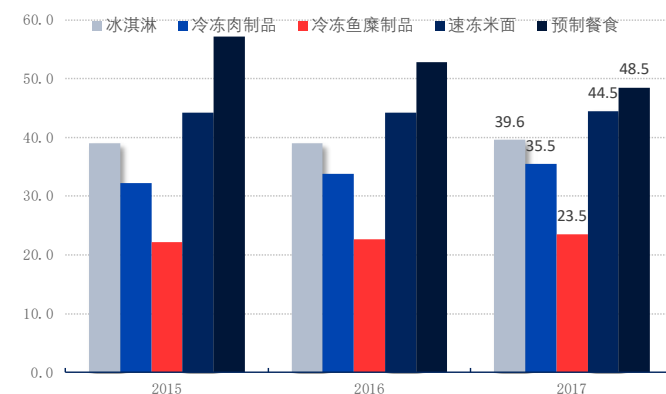
2) 子板块生命周期决定市场遇挫反弹能力

如果简单的将板块的生命周期 (Industry Life Cycle) 分为四个阶段, 即导入期、成长期、成熟期和衰退期, 并用市场规模增速和集中度两个指标来判断其所处阶段, 则如下图所示, 我国速冻米面板块和冰淇淋板块已进入增速较缓慢的成熟期, 行业集中度较高, 增长主要依靠产品结构调整。

图 16 冷冻食品子板块生命周期概览

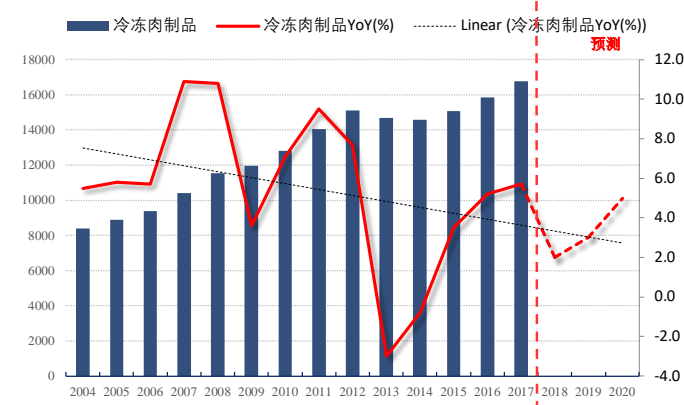


资料来源: 信达证券研发中心整理; 蓝色高亮为安井食品主营业务涉及板块

图 17 我国冷冻食品行业 CR5 市场集中度 (%)


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

对比来看，冷冻肉制品板块的 CR5 集中度也逐年提高，从成长期向成熟期过渡。较为特殊的是，该板块增速呈现与食品安全事件及猪肉、禽肉价格的高度相关。随着我国猪粮比价进入下行周期，可能导致猪肉价格下行，我们认为未来 3 年行业增速仍将呈现较大波动。

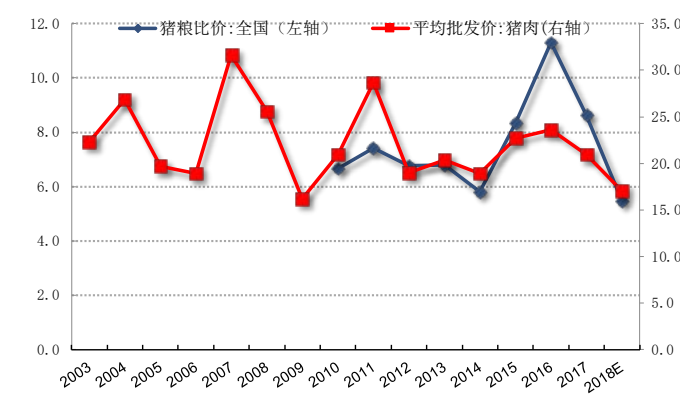
图 19 我国冷冻肉制品板块市场规模增速 (百万元, %)


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理 注：预测数据为欧睿预测

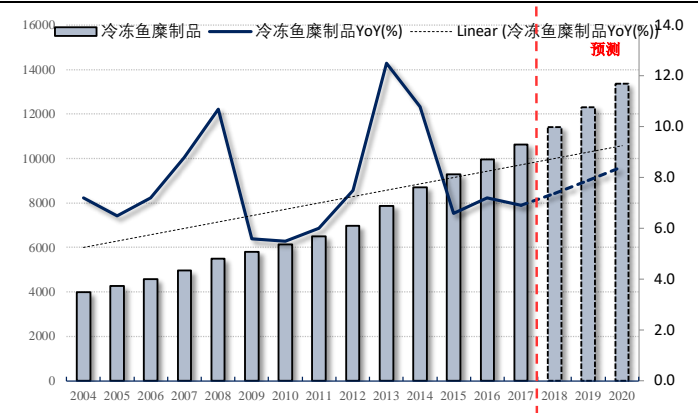
冷冻鱼糜制品板块 CR5 集中度为 23.5%，在各子板块中最低，行业保持了较快增速，仍处成长期中段；但受人均消费量天花板制约，行业正经历第一轮洗牌期。美国预制餐食板块的行业集中度在 2008 年为 22.9%，与我国冷冻鱼糜板块类似，因此较有借鉴意义。2008 年金融危机后，前者进入洗牌期，体现为市场规模出现下滑，但龙头企业趁机并购，使行业集中度提升至 30% 以上；随着 2015 年美国经济的企稳，该板块增速转正。我们因此认为板块洗牌期将更利于龙头企业。

图 18 我国速冻米面及冰淇淋市场规模增速 (百万元, %)

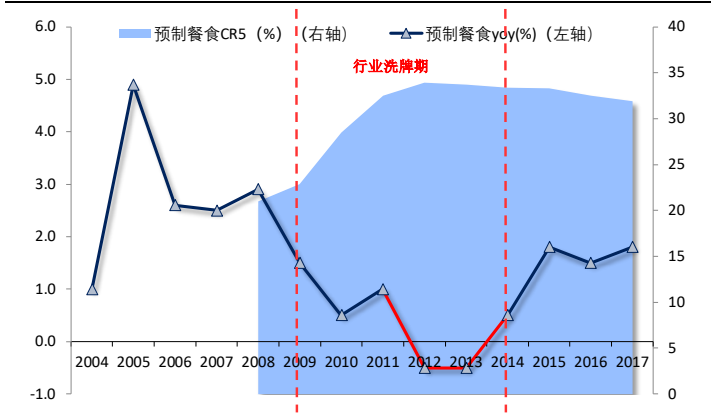

资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理，注：预测数据为欧睿预测

图 20 2003 年至今肉制品价格波动 (元/千克)


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

图 21 我国冷冻鱼糜板块市场规模增速（百万元，%）


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理，注：预测数据为欧睿预测

图 22 美国预制餐食板块市场规模增速及集中度变化（%）


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理，注：预测数据为欧睿预测

目前我国冷冻鱼糜制品板块仍处于较为粗放的发展阶段，企业前期盲目扩产，导致产品同质化现象严重，不得不靠价格战来争夺市场份额，最终影响消费者信心，进入恶性循环。

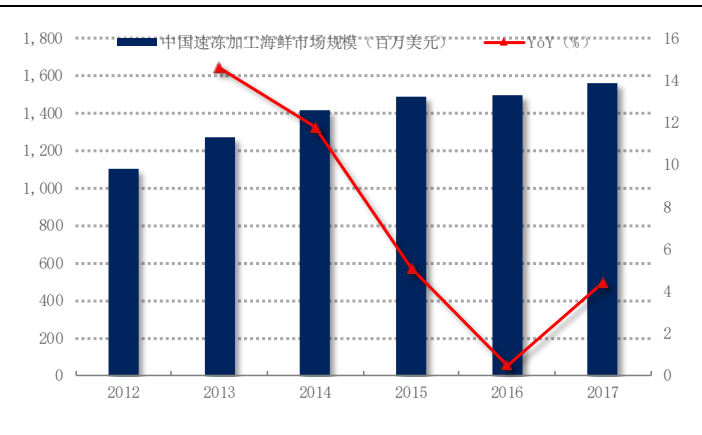
而以安井食品为代表的龙头企业在品质、食品安全、差异化创新和品牌塑造等均有精细化规划，因此更能抵御“优胜劣汰”时的成本和流动性风险，同时发现行业内的并购机会，获得更大定价权。一旦板块增速回升，其有望获得“戴维斯双击”。

2.4 冷冻食品板块的挑战与机遇

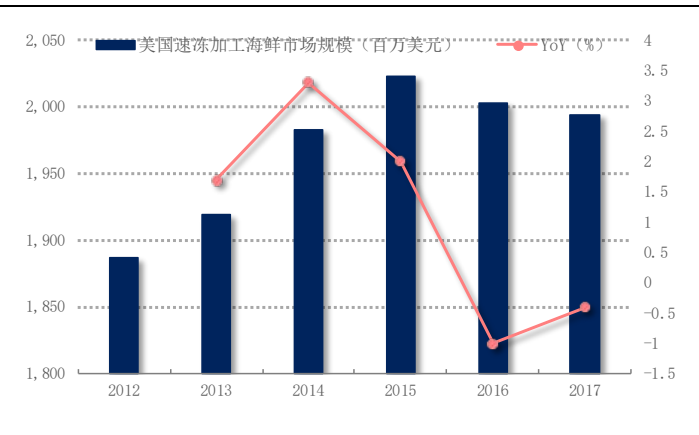
1) 挑战之一：消费者消费习惯改变，追求更健康 and 新鲜的产品

消费者的消费习惯正在经历大范围且不可逆的转变，其中包括口味变化、健康化诉求和用餐习惯的转变。我国的主流消费群体已是80、90后人群，而年轻一代的生活越来越忙碌，留下更少的时间和精力在家里准备传统一日三餐。对便捷性的诉求本该利好冷冻食品，然而事实却是这一市场空间被外卖、在外用餐以及净菜配送公司所填补。究其原因，冷冻食品作为存在了近90年的行业，通常与钠和添加剂联系在一起，且大多为机械化生产，并不符合消费者对新鲜、健康、精品化饮食的需求。

根据欧睿国际的统计，08-09年金融危机阴影过去后，随着经济健康增长，消费者绝大多数选择采用新鲜农产品或提供有机和无麸质认证的食品。反之，冷冻食品行业却面临了严峻的增长挑战：自10-17年，美国冷冻食品规模增速持续低于2%，低于包装食品全行业平均增速3%。

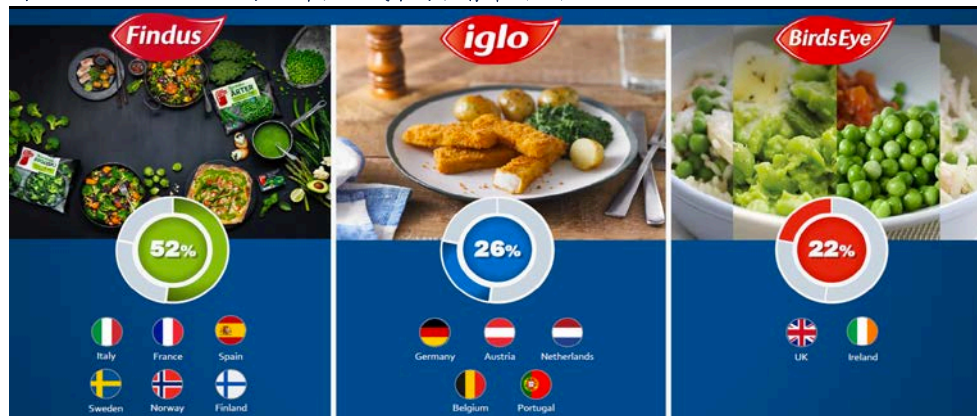
图 23 我国速冻加工海鲜市场规模增速（百万美元，%）


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

图 24 美国速冻加工海鲜市场规模增速（百万美元，%）


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

为了改变消费者心目中的负面印象，许多冷冻食品巨头都将市场营销和产品创新重点聚焦于食材的健康属性和新鲜度上。以欧洲冷冻食品巨头 Nomad Foods (NYSE:NOMD, 在欧洲销售 Birds Eye 产品, 旗下产品在相关领域在英国、德国和意大利的市占率平均为 25%) 为例, 公司始终强调其食品的便捷性、高营养价值和低碳属性与目前消费者需求十分吻合。而美国包装食品巨头 ConAgra Foods(NYSE:CON, 旗下约有 30 亿美元的冷冻和冷藏业务), 则推出了街边快餐车, 按照旗下速冻产品的食谱, 向顾客提供新鲜食物。

图 25 Nomad Foods 子品牌各区域市场占有率 (%)


资料来源：Nomad foods 官网，信达证券研发中心整理

值得注意的是，冷冻食品企业的自救已取得了一定收效。截止 2017 年，进入预制餐食板块的品牌企业多达 35 家，其中市占率最小的（1%）也实现了 3000 万美元的营业收入。部分品牌增长快速。主打自然和有机的冷冻食品制造商 Amy's Kitchen 在过去 7 年销售额增长了 75%，现在的年收入超过 3 亿美元；包装食品生产商 Pinnacle Foods (NYSE:PF)收购的素食和无麸质公司 BoulderBrands (Nasdaq: BDBD)，10 周就贡献了 1 亿美元销量。

2) 挑战之二：行业产能密集投放，产品同质化导致价格战

冷冻食品行业入局者多，再加上几年前安井、升隆、海霸王、坤兴等不少南方火锅料企业在北方建厂或开拓北方市场，产能逐步释放，如今，行业整体面临着严重的产能过剩问题。

表 4 冷冻行业产能过剩

时间	事件
2012 年底	安井食品无锡二厂一期工程建成投产，后又追加 2 亿元投资开建无锡二厂二期工程。
2012 年底	惠发股份启动总投资 3.58 亿元年产 8 万吨速冻食品加工项目，其实际达产时间约在 2018 年底，届时惠发的产能将由 11 万吨提升至 19 万吨。
2013 年	海欣食品股份有限公司加紧建设其位于福建东山的 3 万吨速冻鱼糜制品和速冻肉制品项目。
2013 年下半年	福建海壹食品饮料有限公司位于河南通许的新厂一期项目投产。该项目分两期建设，一期投资 1.2 亿元，年产值达 5 亿元；二期投资 1.04 亿元，整个项目年产值达 10 亿元。
2013 年 5 月	福建升隆食品有限公司位于山东禹城的新工厂投产，占地 174.5 亩，规划总建筑面积 12 万平方米，总投资 3.79 亿元，日产能 500 吨以上。
2013 年底	安井厦门二厂和江苏泰州工厂投产。安井泰州工厂旺季日产能已经达到 100 吨。
2014 年 4 月 25 日	海欣食品福建东山的 3 万吨速冻鱼糜制品和速冻肉制品项目已经取得 QS 许可，并开始运营生产。
2016 年 8 月	安井投资 6 亿元，在辽宁台安县选定东北工厂地址，并于月底开工建设。
2017 年	安井食品营业收入同比增长 16.27%；惠发股份营业收入 9.39 亿元，同比增长 5.47%；海欣食品营业收入 9.68 亿元，同比增长 4.69%。
2018 年	公司目前在建项目如辽宁二期 3 万吨速冻火锅料、无锡民生速冻面点提升改造以及四川资阳工厂将陆续达产。
2018 年底	惠发的产能将由 11 万吨提升至 19 万吨。

资料来源：冻品在线，信达证券研发中心整理

我们在前文分析过部分冷冻食品子版块的人均消费量天花板已现，在供大于求的大环境下，价格战和行业洗牌已不可避免，行业内企业也将面临盈利能力和营运现金流的下降。我们倾向于认为，行业洗牌利好龙头及上市企业，因其规模优势和多元化融资渠道将帮助企业更好的抵御风险。

2017 年，安井食品营业收入同比增长 16.27%；惠发股份营业收入 9.39 亿元，同比增长 5.47%；海欣食品营业收入 9.68 亿

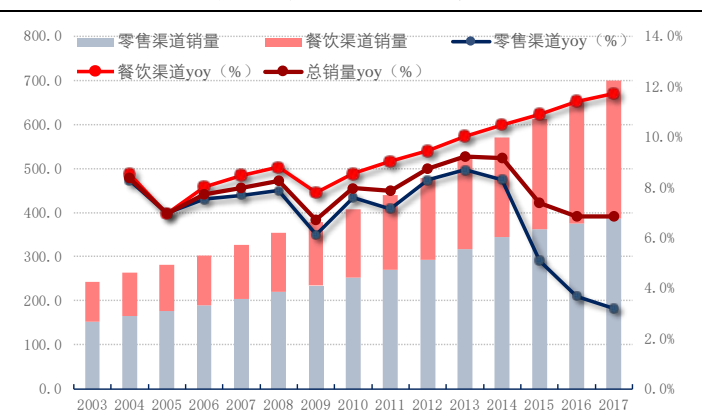
元，同比增长 4.69%，可见三家上市公司的市场份额受到冲击较小。

3) 机遇之一：食材供应（特通渠道）增速快于零售渠道

以冷冻鱼糜制品板块为例，自 2015 年以来，板块总体销量增速放缓，主要是零售端人均消费量即将触顶造成的；反观特通渠道，销量增速有加快趋势，16-17 年录得增速分别为 11.4% 和 11.7%，略快于餐饮行业增速。

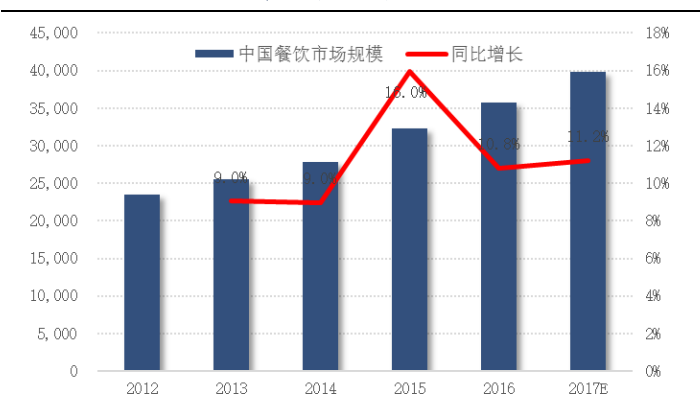
这一数据从侧面印证了“餐饮标准化”的趋势在我国逐年走强：此前餐饮行业的中、小从业者众多，出于经济性考虑，食材采购主要以无牌、散装产品为主；随着消费者对食品安全的要求逐年提高，同时从业者出于对效率和规模的追求，使得我国的餐饮行业也逐步向“标准化、可复制”的方向发展，进而带动了品牌冷冻食品在餐饮等特通渠道的销量增速。

图 26 我国冷冻鱼糜板块市场销量增速（千吨，%）



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

图 27 2010-2017 全国餐饮市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

需要提醒的是，尽管冷冻食品企业有望享受“餐饮标准化”红利，但特通渠道的发展并不是一蹴而就的。厨师往往是决定餐饮渠道采购的主要话语权方，因此了解厨师群体的需求非常重要。传统的餐饮渠道营销模式主要包括平面广告以及经销商推广和回访，分别解决产品特性传播和巩固餐馆复购率的目的，但成本较高，加上特通渠道的产品毛利率相对更低，许多企业出于投入产出比考虑而放弃了特通渠道的开拓。

进入 2018 年，随着京东旗下的“京东新通路”宣布进入餐饮 B2B 市场，或将搭建中小餐饮客户一站式采购平台，主要涉及米面粮油、干货调料等品类，京东在全国范围内建立了覆盖深冷、冷冻、冷藏和控温四个温区的冷仓，可满足不同品类生鲜商品的个性化存储需求，这为京东新通路拓展生鲜品类奠定了良好基础，特通渠道又迎来了重量级“破坏性创新者”。

表 5 特通渠道营销手段 (万元/年)

营销手段	营销对象	频率	粘性	主要目的	费用
平面广告	老板、厨师	每半年一次	弱	传播	100 万-2000 万/年
经销商推广及回访/SFA	老板、采购	每月一次	较强	锁定+保卫	500 万-1000 万/年
厨师俱乐部	厨师	每季度一次	强	保卫+传播	200 万-500 万/年
包装自营销	厨师	每备货周期一次	强	保卫+传播	100 万-300 万/年
借力 B2B 平台	老板、采购	每备货周期一次	较弱	锁定	暂无费用

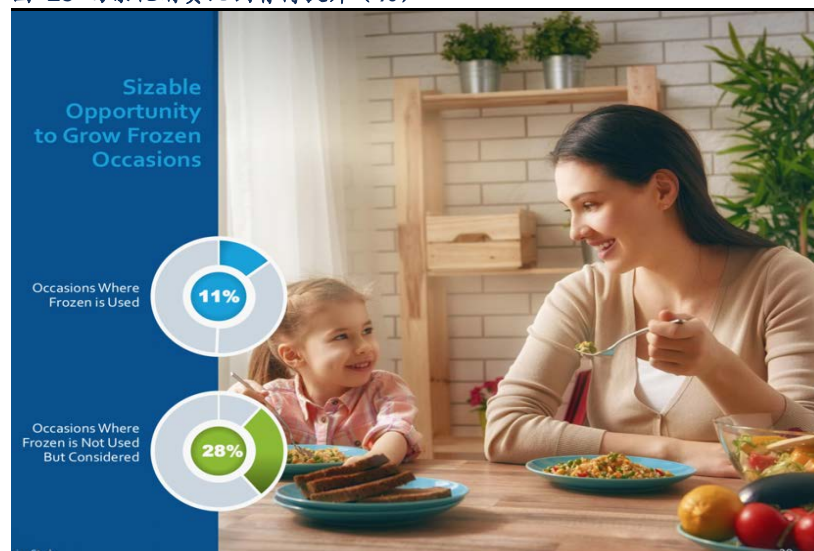
资料来源: *madeforgoods*, 信达证券研发中心整理

相对的, 目前已布局特通渠道的企业将有一定的先发优势, 如安井食品, 已开发了海底捞、呷哺呷哺、赛百味等餐饮巨头作为客户, 在特通渠道里有了一定的品牌知名度。

4) 机遇之二: 场景化助力拓展冷冻食品应用范围

场景化指的是通过营造和构建合适的场景, 赋予产品新的形象和生命力, 实际是一种挖掘并培育新消费者需求的过程。

根据 Nomad Foods 的调研, 目前冷冻食品的消费场景约占餐饮相关场景的 11%, 而尚有 28% 的场景可以但还未使用冷冻食品, 场景化潜力还很大。

图 28 场景化消费比例有待提升 (%)


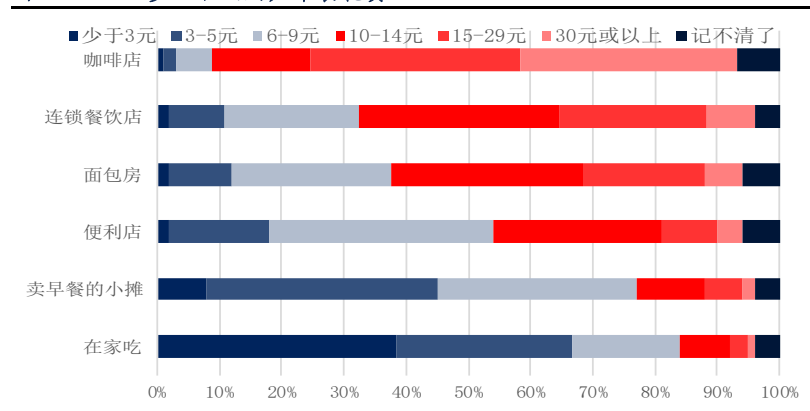
资料来源: *Nomad Foods*, 信达证券研发中心

冷冻食品消费场景的拓展也的确是业内企业努力的方向。安井食品 2018 年发力速冻小龙虾，年初收购 19% 新宏业股份，有望成为速冻小龙虾前三大供应商，其产品定位主要面对餐饮客户，而非个人休闲零食，市场空间更为广阔。

冷冻食品的早餐场景应用在近年来也得到了不少企业的响应。据英敏特发布的《2016 中国早餐消费报告》显示，66% 的城市消费人群在家吃早餐，频率为每周 2~3 次，相比 2013 年的 77% 下降了 11%。更多消费者开始外出购买早餐，其中便利店购买比例上涨到三成左右。可见，相比慢条斯理地在家享用早餐，预包装食品更受到“寸时寸金”的城市人群青睐。据英敏特预测，中国消费者早餐食品消费将从 2015 年的 1.334 万亿元人民币增至 2021 年的 1.948 万亿元人民币。中国早餐市场的品种多以米面及米面包馅类制品为主，与午晚餐相比通用性更高，品种集中度更强。

除了三全之外，思念、狗不理等越来越多的速冻食品企业开始注重早餐市场，但是早餐市场依旧有他的短板，相比正餐，早餐一直存在成本结构上的硬伤：早餐的人力成本更重。比正餐更高的成本压力对应的是早餐被压缩成刀片的利润。为了保证品质，早餐采购的食材跟其他正餐采购的食材必须保持同样的价位水平，而早餐的客单价却普遍低于 35 元，行业普遍的利润率是 5-8%。客单价的瓶颈死死的卡住了早餐的利润率。

图 29 20-49 岁互联网用户早餐花费



资料来源：英敏特，信达证券研发中心

随着行业内企业逐渐从价格竞争向品牌竞争过渡。在产品日趋同质化的背景下，已经形成品牌知名度的企业将获取更多发展空间，推动国内早餐市场逐渐摆脱集中度低、缺少行业引领者的乱象。未来，早餐行业将迎合新一代消费群体，向着提升品牌溢价、服务效率改善与产品创新等多方面发展，迎来新一轮变革。

5) 机遇之三：产品线横向扩展，向冷藏及常温食品板块延伸

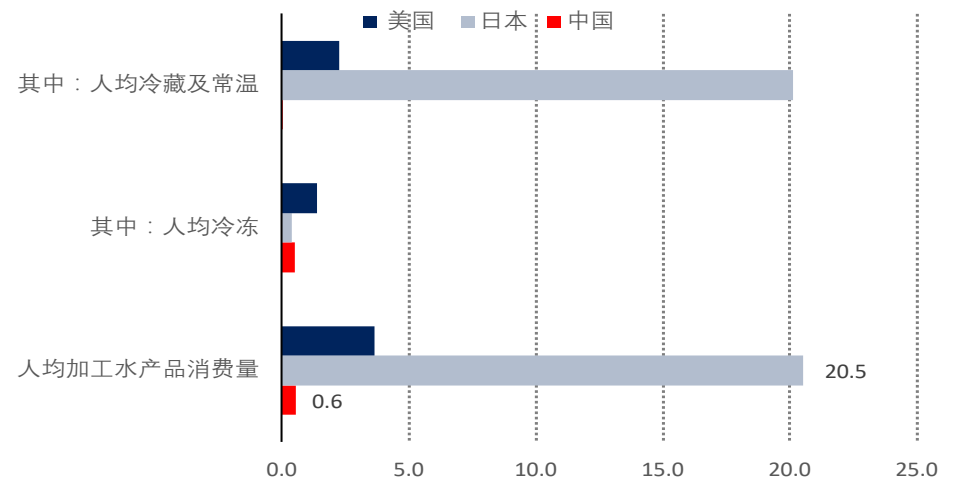
中国的海鲜消费规模一直在稳步扩大。根据世界粮食计划署（FAO）的数据，自 20 世纪 90 年代以来，中国水产品消费量的增长速度已经超过了全球速度。2013 年，中国在全球海产品吨位的占比达到 36.9%，远高于 1993 年的 25%。以前，除了

中国沿海大城市，中国消费者只能买到淡水鱼类；但更高的生活水平和冷链技术升级已经远洋捕捞的海鲜进入千家万户。日料热潮也助涨了中国人对海鲜的需求，中国国内的寿司和其他日本餐馆数量已经飙升至 2 万个左右。

但目前 15 亿美元的海鲜消费市场尚未出现明显赢家。根据欧睿数据，即使是龙头福建安井食品，在冷冻加工水产品的份额也只有约 9%。更重要的是，冷冻食品和罐头食品的天花板已现。中国消费者在人均冷冻加工水产品上已反超日本水平；爱尔兰研究公司 Research and Markets 也在 2017 年的一份报告中表示，“由于健康意识增强，中国消费者已经脱离金枪鱼罐头而转向新鲜金枪鱼。中国消费者对冷肉和冷鱼的胃口有限，尽管寿司和生鱼片似乎是个例外。

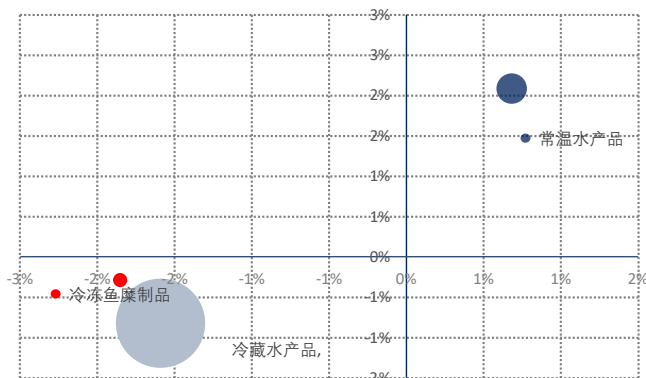
与邻国日本作比较，后者是水产品消费量大国，人均加工水产品消费量约 20.5 千克/年，但人均冷冻鱼糜制品消费量和我国相仿，可见我国水产品加工产能主要集中于产品附加值较小的冷冻板块，而冷藏和常温水产品加工板块才刚刚起步。

图 30 我国和日、美的人均加工水产品消费量（千克/人/年）

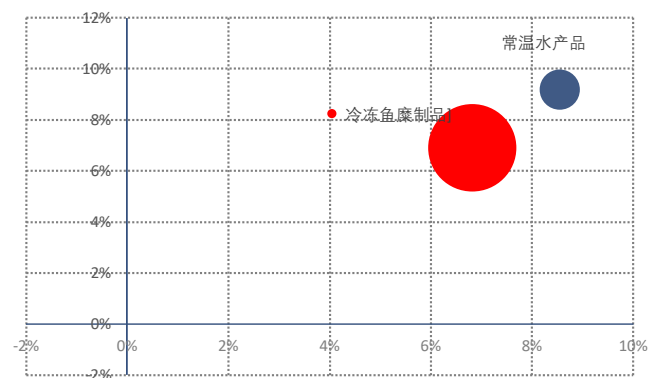


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

不论在中国还是日本，常温水产品加工均是增速最快的板块。以休闲零食为消费场景的常温鱼豆腐、小鱼干等在我国颇受消费者欢迎。湖南文华食品旗下主要品牌“劲仔小鱼”，2015 年销售额已达 20 亿元，2016 年末文华食品获得联想佳沃 3 亿元投资，根据联想佳沃官网介绍，投资一年佳沃集团就获 4000 万的分红，这足以证明劲仔的盈利水平。海欣食品也曾于 2015 年末推出常温休闲产品手撕蟹柳、鳕鱼脆和鱼豆腐等，16 年单年营业收入已达近 1 亿元，但 17 年管理团队的频繁变动导致目前该业务尚未走出培育期。

图 31 日本水产品加工板块市场规模及 5 年增速（千吨，%）


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

图 32 我国水产品加工板块市场规模及 5 年增速（千吨，%）


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

6) 机遇之四：横向扩张，进入预制餐食板块

另一机遇则来自预制餐食板块，参考日本第二大冷冻食品及加工餐食生产商日冷（Nichirei），其 2016-18 年的中期规划将预制餐食作为业绩主要驱动因素。

图 33 日冷产品


资料来源：日冷官网，信达证券研发中心整理

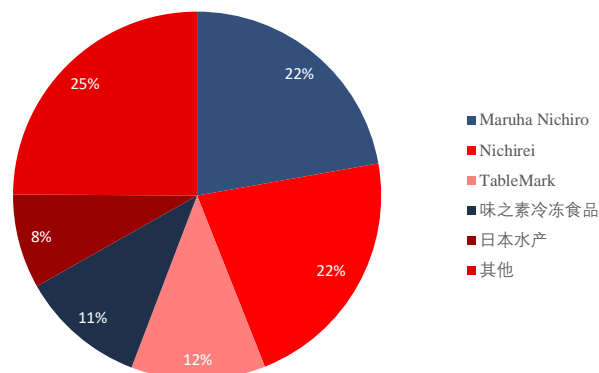
由于越来越多的女性参加工作、一人或两人家庭比例的增多、人口老龄化等原因，越来越多的日本人选择不做饭。根据日本总务省统计局，1996 至 2015 年，日本人花费在外出就餐的开支比例逐年攀升至约 37.5%。

将外出就餐支出进一步拆分，可以发现餐厅用餐规模逐年下降，而预制餐食板块规模逐年增长；后者主要包括在超市、便利

店及其他零售渠道购买、并在家食用的的便当及即食产品，相较餐厅用餐更具性价比。

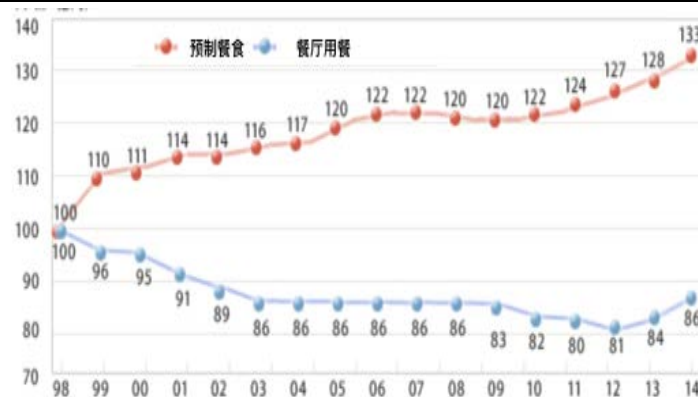
欧睿数据也显示，2014-2019 年的 5 年间，日本和美国的预制餐食板块增加值将高达 8 亿美元（折合约 52 亿人民币）；而目前中国预制餐食板块规模尚非常小，欧睿统计的零售渠道数据仅录得 67.8 亿人民币（折合约 9.9 亿美元），对应至 2019 年的板块规模增加值为 4.5 亿美元（折合约 29.3 亿人民币），年均增速为 8.6%。

图 34 截止 2015 年日本冷冻食品制造企业市场份额 (%)



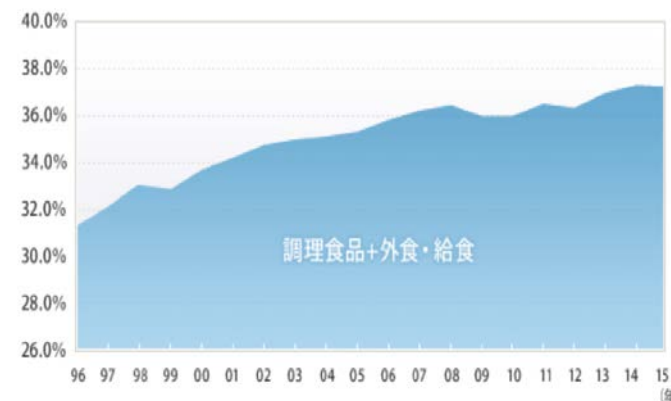
资料来源：日经产业新闻

图 36 日本预制餐食和餐厅用餐板块规模 (1998=100)



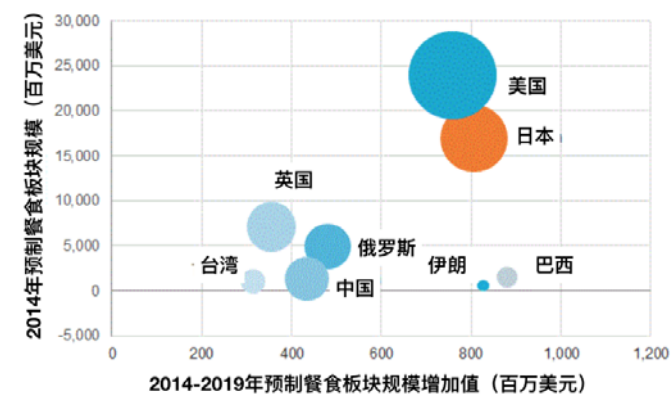
资料来源：Nichirei

图 35 日本外出就餐开支占比 (%)



资料来源：总务省统计局；(预制餐食+外卖、配餐)/食品饮料烟酒开支

图 37 各地区预制餐食板块规模及 5 年增加值 (百万美元)



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

3.安井食品的核心竞争力

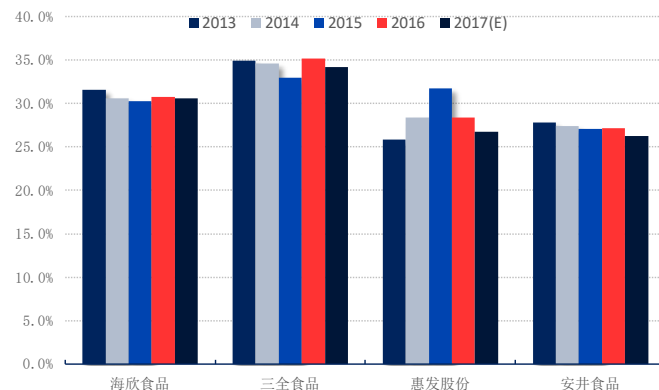
3.1 经销商体系是公司最强护城河

1) 给予经销商极大话语权

安井的经销商体系的特色是公司给予经销商很高的自由度进行市场推广，这也是我国快消品行业内的成功企业，如达利食品、海天味业的一贯策略。简单来说，好的渠道是企业重要的护城河。

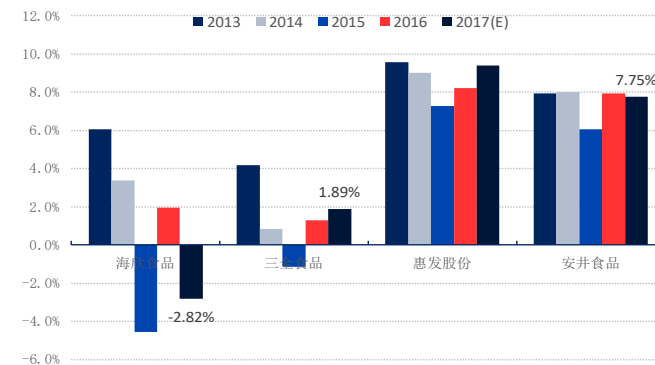
横向对比冷冻食品板块内上市公司，安井食品的毛利率相较海欣食品和三全食品略低；但其期间费用率却一直保持在 20%左右，是后两者的不到 2/3；因此，截止 2017 年，安井的营业利润率较海欣和三全分别高出 10.57 个百分点和 5.86 个百分点。

图 38 2013-2017 年冷冻食品上市公司毛利率对比 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 39 2013-2017 年冷冻食品上市公司营业利润率对比 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

我们认为营业利润率的差距主要来自于三家企业销售模式的不同。根据三全食品招股说明书披露，其商超销售占比在 70%左右，而安井食品以经销商销售为主。通常商超销售网点众多，管理较复杂，需要配备销售人员较多，人员经费支出较大；另一方面根据三全食品 2013 年年度报告，其在 2013 年收购“龙凤”各公司后，人员经费出现了较大幅度的增长。而海欣食品的经销商团队为联合分销制，即由公司市场人员将需求信息反馈给经销商，再由经销商自行完成后续合同签订、物流配送和结算收款等工作；该模式下经销商仅是“搬运工”，并不主动承担海欣的市场拓展业务，因此大部分销售费用仍落在海欣上市公司体内。

而安井食品则采取“经销商为主”的业务拓展模式，这种渠道组合本身可以有效减少营销人员，同时“流通做销量商超做形象”的渠道定位组合费销比也相对较低。更为重要的是，和达利食品类似，安井食品采取出厂价低但终端价跟随行业龙头的

策略，将中间产生的利润让利于经销商，同时也转嫁了一部分流通环节的期间费用。

对于食品饮料企业来说，其整体产业链上各环节，包括生产商、渠道商和终端零售商的综合盈利能力，最终决定了企业的市场竞争力。我们根据安井、三全和海欣的零售终端价、经销商价和出厂价，匡算了其对应销售价值链的毛利及营业利润率构成情况。可以发现，安井的整体销售价值链利润率水平略高于海欣而和三全相仿，可见安井品牌已有较强的市场竞争力。同时，安井在经销商渠道发生的期间费用率更高，说明其渠道承担了许多市场拓展的职能。

表 6 安井、海欣生产商、渠道商和终端零售商综合盈利能力对比（元/kg，%）

	安井鱼丸(3x120g)				海欣鱼丸(120g)				安井 vs 海欣	
	零售终端 (含税)	渠道商 (含税)	生产商 (税后)	总和	零售终端 (含税)	渠道商 (含税)	生产商 (税后)	总和		
销售	34.3	24.5	11.1	34.3	销售	36.5	26.5	14.5	36.5	-6%
-成本	24.5	13.0	8.4	8.4	成本	26.5	17.0	10.0	10.0	-17%
毛利	9.8	11.5	2.7	24.1	毛利	14.6	9.5	4.5	28.6	-16%
-期间费用	8.4	10.0	2.1	20.5	期间费用	13.1	8.0	4.1	25.3	-19%
营业利润	1.4	1.5	0.7	3.5	营业利润	1.5	1.5	0.3	3.3	6%
毛利率	40.0%	47.0%	24.7%	70.1%	毛利率	40.0%	36.0%	30.7%	78.3%	-8.2%
期间费用率	36.0%	41.0%	18.5%	59.85%	期间费用率	36.0%	30.2%	28.5%	69.3%	-9.4%
营业利润率	4.0%	6.0%	6.2%	10.28%	营业利润率	4.0%	5.8%	2.2%	9.08%	1.2%

资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

表 7 安井、三全生产商、渠道商和终端零售商综合盈利能力对比（元/kg，%）

	安井黑芝麻汤圆(500g)				三全黑芝麻汤圆(320g)				安井 vs 三全	
	零售终端 (含税)	渠道商 (含税)	生产商 (税后)	总和	零售终端 (含税)	渠道商 (含税)	生产商 (税后)	总和		
销售	27.7	22.2	9.0	27.7	销售	32.5	18.5	12.7	32.5	-15%
-成本	22.2	10.5	6.6	6.6	-成本	18.5	14.9	8.3	8.3	-21%
毛利	5.5	11.7	2.4	19.6	毛利	14.0	3.6	4.4	24.2	-19%
-期间费用	4.4	10.6	1.7	16.6	-期间费用	12.0	2.7	4.1	18.8	-11%
营业利润	1.1	1.1	0.8	3.0	营业利润	2.0	0.9	0.3	3.3	-9%
毛利率	19.9%	37.2%	26.9%	70.7%	毛利率	43.1%	19.7%	34.5%	74.4%	-3.7%
期间费用率	15.9%	32.2%	18.5%	59.99%	期间费用率	36.9%	14.7%	32.0%	57.77%	2.2%
营业利润率	4.0%	5.0%	8.4%	10.73%	营业利润	6.2%	5.0%	2.6%	10.01%	0.7%

资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心整理

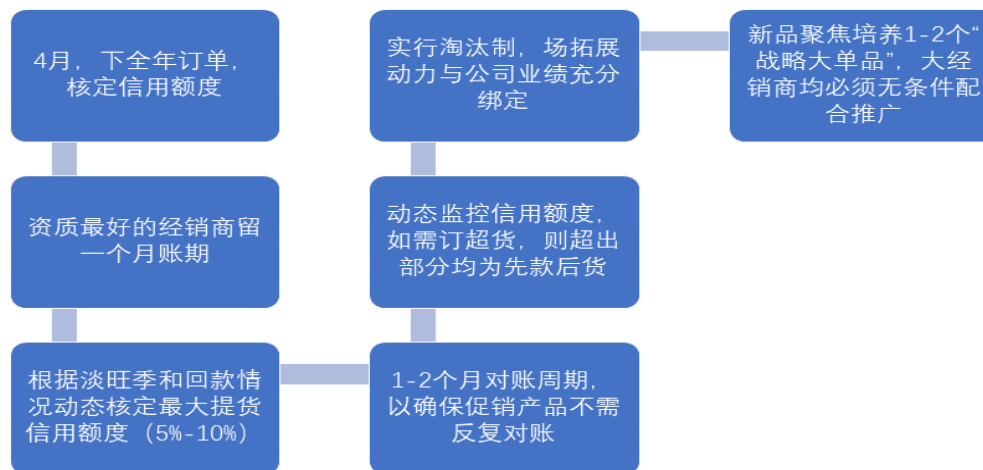
好的渠道销售商有别于传统的一批、二批商——前者是公司制的、与生产企业利益绑定、对市场开拓有很大话语权；而后者仅是企业在渠道下沉过程中所需要的运输“通路”、大多为个体户、管理体制弱，加上需承受压货带来的资金压力、销售产品差异化程度弱等矛盾，使得其对生产企业忠诚度低下。得益于更高的渠道利润给经销商，安井食品能够在四、五线地区，传统渠道和批发市场比同行拥有更高的渗透。在这些市场中，当地的经销商通常比品牌拥有更好的知识，而从渠道获得的“推动力”往往比品牌的“拉动力”更有效。

2) 不断迭代的经销商信用体系

我国的火锅料行业正经历洗牌期，其中被广为诟病的一点便是“先货后款”的赊销模式使经销商背上了“压货”带来的沉重负担，最终不得不低价倾销，导致全行业价格体系混乱。

火锅料行业的“赊销”模式最早便是由安井食品引入国内的。1991年安井食品前身华顺民生时期，由于地域文化、饮食习惯的差异，国内消费者根本就没有消费火锅料的习惯，火锅料行业前途一度非常黯淡。正是在这样的情况下，安井食品推出了“先货后款”，经销商进第一批货不用付钱，卖完货，再付钱。当时很多经销商就是抱着试试看，能卖就卖，不能卖就退货的心理来卖火锅料的，没想到销路一下就打开了。该商业模式影响深远，直到现在，包括安井食品、海欣食品和惠发股份等大多数火锅料企业仍然采用同样的销售模式。

但自1991年演进至今，安井食品的“先货后款”模式已不再粗放。根据公司招股说明书披露，其目前的经销商信用体系如下：

图 40 经销商信用体系


资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心整理

上述模式一方面确保了公司与经销商利益的一致性, 在行业向好时可以快速打开市场; 另一方面又确保了公司的回款风险敞口极小 (至多仅为一个月账期的发出货物减去经销商预存订金), 在行业处于瓶颈期时较其他企业更能抵御流动性风险。

我们横向对比了已上市的安井、海欣和惠发三家企业的经销商管理模式, 尽管三家公司都已实现了经销商的全国化布局, 但安井食品是其中精细化程度最高的。

表 8 安井食品、海欣食品和惠发股份的经销商管理模式对比

项目	安井食品	海欣食品	惠发股份
经销商销售策略	经销商分销; 对大部分经销商“货到收款”, 提供全方位信用额度支持	联合分销; 对部分经销商“货到收款”	经销商分销; 款到发货, 仅对部分优质经销商“货到收款”
经销商积极性	高	低	中
截止 2016 年销售渠道占比	80%: 17%: 3%	76%: 21%: 3%	90%: 2%: 8%
经销商: 商超: 特通/直营/电商			
代表处及销售团队规模	5 家分公司, 30 余个联络处	7 家销售子公司, 25 个联络处	14 个销售大区
一级经销商数量	近 500 家	近 300 家	540 家
经销商冷链配送	福建本地自运营, 外省第三方物流	福建本地自运营, 外省第三方物流	经销商自提
账期	≤1 个月	20-45 天	≤3 个月

返点政策

米面实际销售净额达 600 万, 奖励 2%;
 达 700 万, 奖励 3%; 火锅料实际销售
 净额达 3,000 万, 奖励 2%; 达 4,500
 万, 奖励 3%; 按年结算; 体现为商业
 折扣。

按年结算; 体现为商业折扣。

按年结算; 一般为销售额的 3%-5%

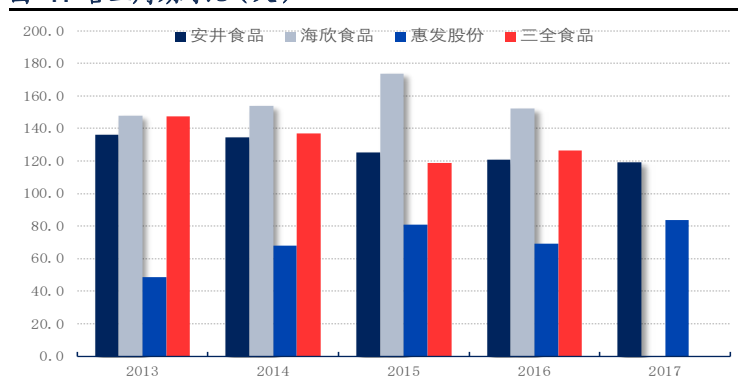
大商数量及占比:	51 家; 46.41%	约 30 家; 未披露	15 家; 43.75%
销售金额大于 1000 万元			
期间费用率 (%)	18.51%	28.53%	17.33%

资料来源: 安井、海欣、惠发招股说明书, 信达证券研发中心整理,

由于安井食品对经销商渠道的管控水平逐年提升, 其营业周期 (即应收账款周转天数+库存周转天数) 逐年缩短, 由 2013 年的 136 天下降至 2017 年的 119 天。我们认为营业周期更能反映其实际应收账款周转水平, 主要因二次对账模式导致其库存的主要构成为发出商品; 随着公司对账周期缩短, 我们认为其回款周期将有望进一步得到改善。

另外, 发出商品金额也可以判断公司未来 1-2 个月的销售景气度。根据公司年报, 其截止 17 年 12 月末的发出商品金额为 4.73 亿元, 同比增长 12.0%, 短期增速较为稳健。

图 41 营业周期对比 (天)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

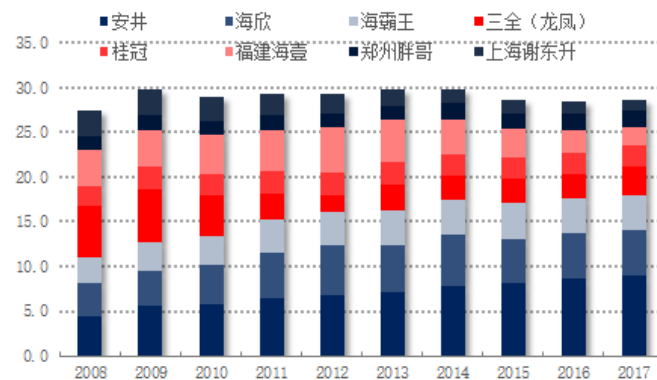
3.2 历经多次行业调整, 终成市场龙头

我国火锅料行业近年来出现过两次行业洗牌 (如图 44 所示), 第一次是金融危机影响的 2009-2011 年, 第二次则是经济放缓及产能过剩带来的市场规模增速下降的 2015-2017 年。

根据欧睿数据, 历次洗牌都有公司市场份额受到冲击, 而安井食品却在历次调整中不断扩张, 最终巩固了其市场龙头的地位。

以冷冻鱼糜加工板块为例，第一次洗牌期间，以龙凤、桂冠为代表的上海系企业收到极大冲击，龙凤的市场占有率由 6.0% 下降至 3.0%；同期安井食品实现了市占率由 5.6% 攀升至 6.4%。第二次洗牌则造成除安井以外的华南系企业市占率回撤，行业二名海欣食品的市占率则由 5.8% 下降至 5.0%，福建海壹则由 3.2% 下降至 2.1%，仅海霸王勉强维持了其市占率 4%；同期安井食品占有率由 7.8% 上升至 9.0%，

图 42 冷冻鱼糜加工板块市占率变化 (%)

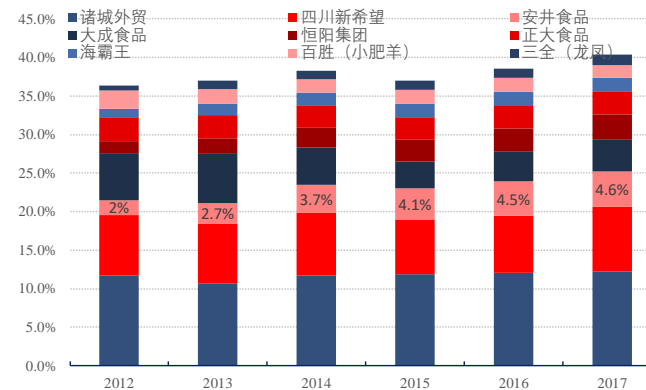


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

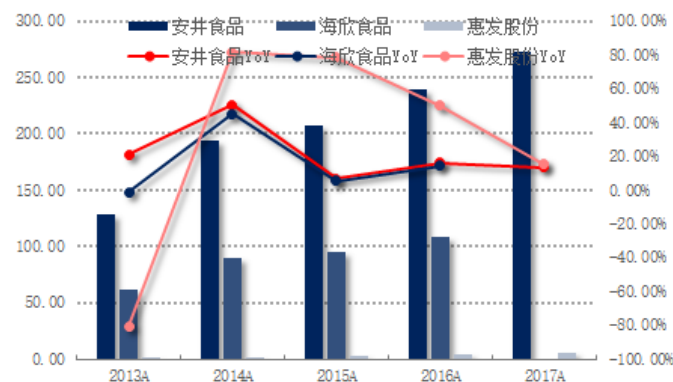
而在行业波动更剧烈的冷冻肉制品板块，安井也将市占率由 2012 年的 2.0% 提升至 2017 年的 4.6%，仅次于新希望位居行业第三。而竞争对手海霸王、三全（龙凤）、海欣食品 and 福建海壹的市占率分别为 1.9%、1.3%、0.6% 和 0.6%。

横向对比来看，近五年安井在其固有优势市场华南地区保持稳定的营业收入增长，增速与海欣食品趋同；而由无锡民生为中心辐射的华东地区增速也一直领先于惠发和海欣；在华北地区，公司的营业收入原本弱于惠发股份，但于 2016 年已实现反超，且 2017 年增速差距进一步扩大。

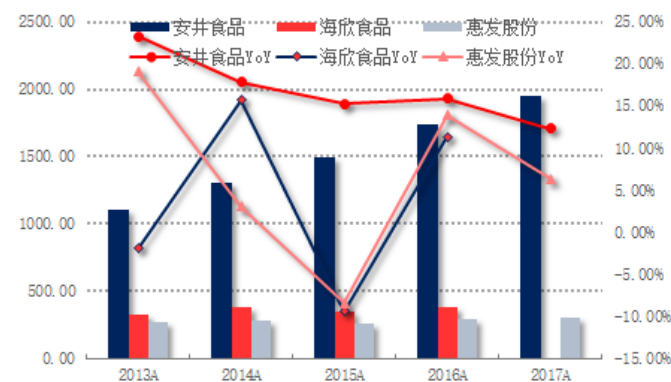
图 43 冷冻肉制品加工板块市占率变化 (%)



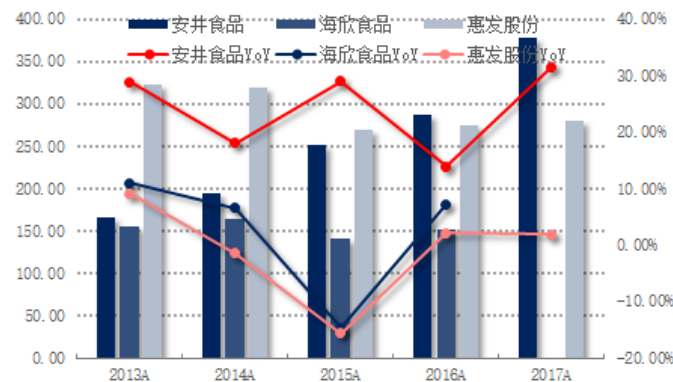
资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 44 安井、海欣、惠发华南销售及增速 (百万元, %)


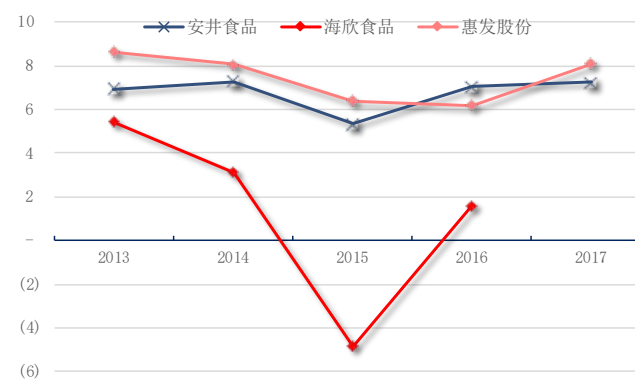
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 45 安井、海欣、惠发华东销售及增速 (百万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 46 安井、海欣、惠发华北销售及增速 (百万元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 47 安井、海欣、惠发营业利润率对比 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3.3 极具影响力的水产品加工企业, 对上游议价能力很强

作为冷冻鱼糜加工制品的龙头, 安井也是中国排名居前的水产品加工企业。根据中国水产流通加工协会的榜单, 其已连续两年跻身行业前三。

由于已具备近 15 万吨的冷冻鱼糜产品加工能力，而每吨产品约需 20%-30% 的鱼糜，如全部采用淡水鱼糜原材料，则需 3-5 万吨淡水鱼糜，采购量具有一定规模，因此对上游有极强的议价能力。

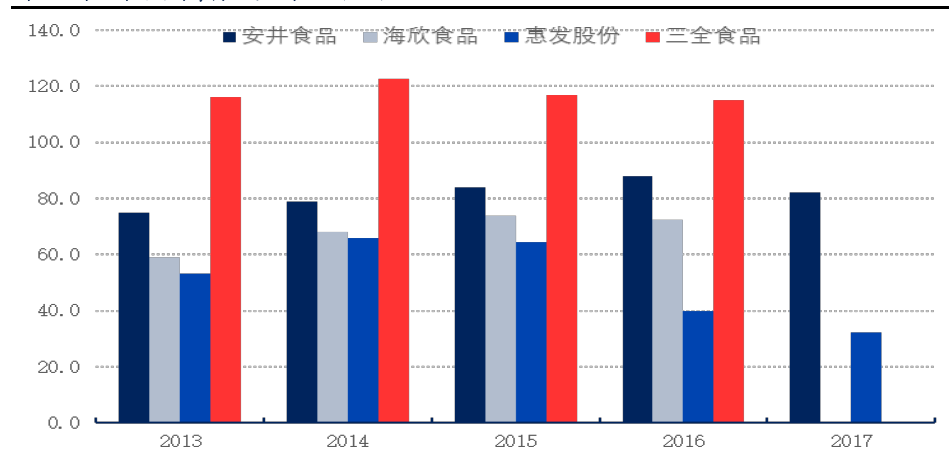
表 9 水产品加工企业排名

品牌名	企业名称	2017 排名	2016 排名
獐子岛	*獐子岛集团股份有限公司	1	1
中洋	*江苏中洋集团股份有限公司	2	16
安井	*福建安井食品股份有限公司	3	2
好当家	*好当家集团有限公司	4	12
“淳”牌	*杭州千岛湖发展集团有限公司	5	24
东方海洋	*山东东方海洋科技股份有限公司	6	14
巢三珍	*安徽富煌三珍食品集团有限公司	7	9
棒棰岛	*大连棒棰岛海产股份有限公司	8	6
天正河鲀	*大连天正实业有限公司	9	13
恒兴恒	*湛江恒兴水产科技有限公司	10	4

资料来源：中国水产流通加工协会，信达证券研发中心整理

从应付账款周转天数来看，公司是同行业上市公司中应付天数最长的，仅次于三全食品。

图 48 应付账款周转天数对比（天）



资料来源：万得，信达证券研发中心

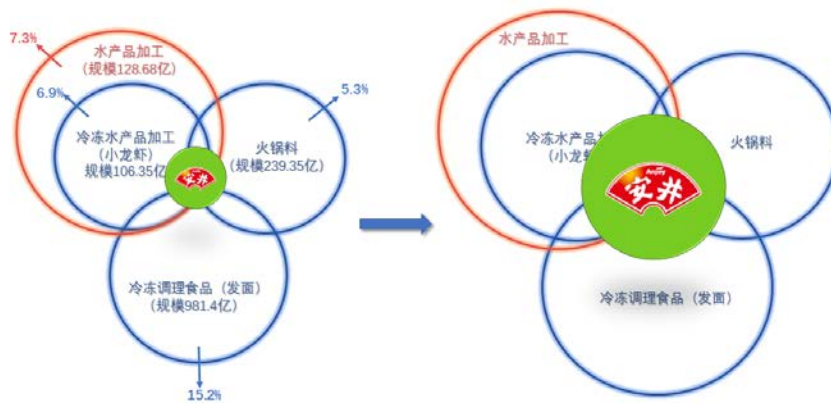
4. 下一步看平台化发展

4.1 安井食品已具备平台化发展基因

我们在年度策略报告中曾指出，我国食品饮料行业已进入低速发展的新常态，能够以消费者为中心、产品持续创新的企业方能获得持久增长。“平台化”发展便是我国许多食品饮料企业如海天味业、达利食品等成功响应细分消费需求的路径。通过平台化，已较有市场号召力的企业可以通过并购、参股、贴牌或销售渠道共享等模式向主业相关产业延伸，从而更快速响应消费者分层化、小众化、个性化的需求。

安井食品现有业务已包括火锅料（冷冻鱼糜制品及冷冻肉制品）、冷冻水产品加工（小龙虾）和速冻米面，其中速冻米面便是公司收购并培育做大的板块，因此我们认为其已具备平台化发展基因。

图 49 安井食品具备平台化发展基因



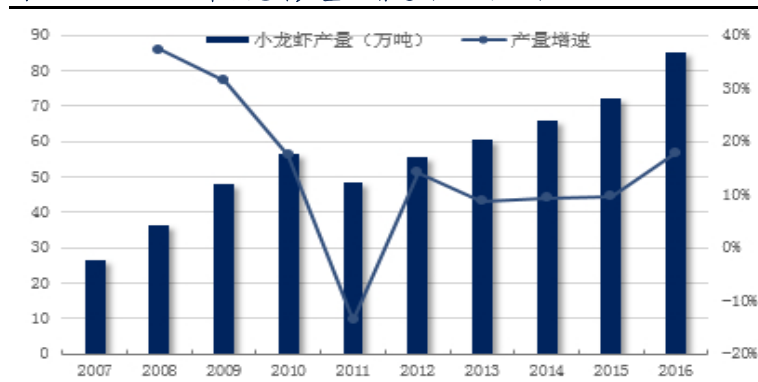
资料来源：信达证券研发中心整理

4.2 新增小龙虾业务有望提升公司估值

2017年6月，安井食品跨界推出“虾客情”牌调味小龙虾，可以视为其由火锅料板块向水产品加工板块的一次延伸。

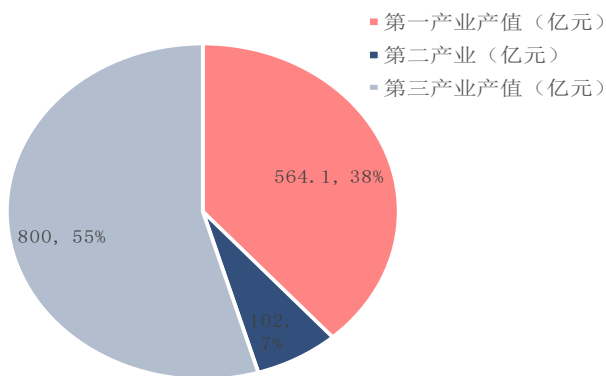
1) 小龙虾市场空间广阔，行业小而散

2016年我国小龙虾产量85.23万吨，产值564.10亿元，经济总产值1466.10亿，全产业链从业人员近500万人。

图 50 2007-2016 年小龙虾产量及增速 (万吨, %)


资料来源: 中国小龙虾产业发展报告 (2017), 信达证券研发中心

据统计测算, 2016 年经济总产值 1466.10 亿。其中, 以养殖业为主的第一产业产值 564.10 亿、小龙虾以加工为主的第二产业产值 102 亿、以服务为主的第三产业产值 800 亿, 分别占其经济总产值的 38.48%、6.96%和 54.57%。

图 51 2016 年小龙虾一二三产业产值分布 (亿元)


资料来源: 中国小龙虾产业发展报告 (2017), 信达证券研发中心

2) 小龙虾产业分布

小龙虾主要产于长江中下游地区, 湖北、安徽、江苏、湖南、江西等 5 个主产省产量占全国产量的 95%左右。其中湖北省 2016 年小龙虾养殖面积 487 万亩、产量 48.9 万吨, 稳居五省之首, 武汉潜江更是被誉为“中国小龙虾之乡”。潜江的小龙虾为稻田无公害生态养殖, 有专业化的养殖基地, 生产加工环节卫生严谨。

表 10 2014-2016 年五省小龙虾养殖面积及产量情况 (万亩, 万吨)

地区	湖北		江苏		安徽		江西		湖南	
	面积(万亩)	产量(万吨)	面积(万亩)	产量(万吨)	面积(万亩)	产量(万吨)	面积(万亩)	产量(万吨)	面积(万亩)	产量(万吨)
2014	368.5	39.3	61	8.8	69.6	9.32	24	6.05	7.11	0.35
2015	378.7	43.3	62.3	9	75	9.72	25	6.17	35.08	1.75
2016	487	48.9	62.3	9.65	80.6	11.78	26	6.52	112	5.6

资料来源: 中国小龙虾产业发展报告(2017), 信达证券研发中心

表 11 2016 年小龙虾产量排名 TOP10

排序	县级	产量(吨)
1	湖北省监利县	97,185
2	湖北省洪湖市	74,667
3	湖北省潜江市	46,575
4	湖北省沙阳县	31,626
5	湖南省华容县	31,023
6	湖北省石首市	26,761
7	湖北省公安县	22,672
8	湖北省黄梅县	22,552
9	江苏省盱眙县	20,302
10	江苏省兴化市	17,955

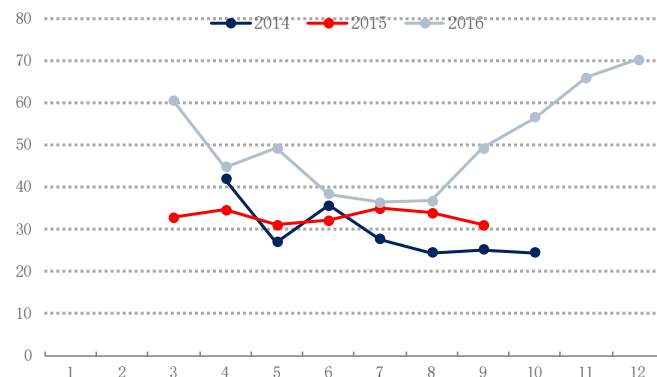
资料来源: 中国小龙虾产业发展报告(2017), 信达证券研发中心

3) 小龙虾市场需求

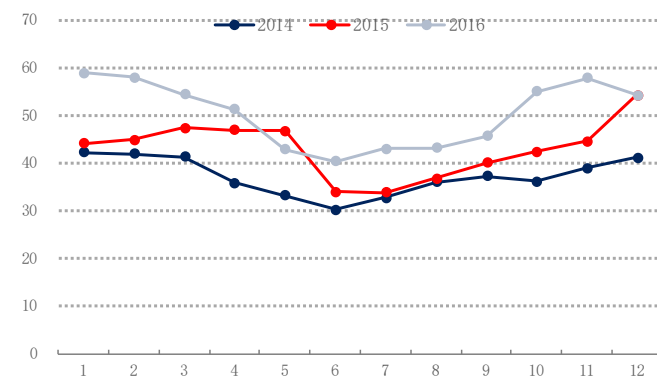
表 12 中国小龙虾供需平衡表(2014-2016 年) (吨)

类别	2014	2015	2016
生产量(吨)	689,661	765,507	899,058
消费量(吨)	663,814	748,787	879,331
进口量(吨)	3,931	3,228	3,633
出口量(吨)	29,778	19,948	23,360

资料来源: 中国小龙虾产业发展报告(2017), 信达证券研发中心

图 52 2014-2016 年全国小龙虾出塘价格走势图 (元/千克)


资料来源: 中国小龙虾产业发展报告 (2017), 信达证券研发中心

图 53 2014-2016 年全国小龙虾市场批发价格走势图 (元/千克)


资料来源: 中国小龙虾产业发展报告 (2017), 信达证券研发中心

从国内市场看, 小龙虾的消费主要集中在华北、华东和华中地区大中城市, 北京、武汉、南京、上海、合肥、杭州、常州、无锡、苏州、长沙等城市年消费量均在万吨以上。

4) 小龙虾市场的挑战和机遇

伴随着采购价暴涨、断供以及缺货, 小龙虾这个爆红品类的供应链短板也日益凸显。2017 年 7 月初和 7 月底出现两次大幅涨价, 以湖北洪湖市的小龙虾为例, 7 钱的红壳小龙虾, 在 6 月 18 号批发价格一直在每斤 19 元左右, 直到 7 月 12 日, 涨至 24 元/斤, 到 7 月 31 日, 硬 6 钱以上的小龙虾批发价格上涨至 35 元/斤, 累计涨幅超过 80%, 利润空间进一步被压缩。*养殖户——*集中收购人 (加价 1 元) ——*经销商 (加价 1~3 元) ——*商户 (高于采购价 50%~70%售出)

究其根本原因, 还是国内消费需求增大, 导致原料紧张, 原料虾价格攀升。

* 上游养殖集约化程度较低

养殖主要来自个人和繁养基地, 其中个体户占比较大。无论是从选育、养殖还是物流贸易, 都缺乏完善的产业链条;

* 季节性断供时有发生

全国目前小龙虾 80% 为稻田虾, 其供应量集中在 3~6 月份。专业养殖基地会在冬季前重复补充虾苗, 不间断养殖 (小龙虾生长周期为 45~60 天), 但整体出产量仍然大幅减少。

因此小龙虾速冻预制产品应运而生，工业化、规模化生产的产品，上游直接对接产地，很好地化解了原料的季节性波动，还可摆脱淡旺季制约，保持产品价格稳定，更重要的是产品还原性很好，很多品牌的口感也受到一致好评。在业内人士看来，速冻预制小龙虾产品，将是行业未来的出路所在。成本降下去，品质提上来，还是未来的大发展方向。

5) 国内小龙虾产品经营模式比较

随着小龙虾餐饮越来越火爆，国内新兴企业不断向 B 端餐饮企业提供供货的平台，通过标准化的产业链打造中餐爆品，让用户吃到高性价比的美食。小龙虾加工及销售企业有**信良记**、**堕落虾**、**德炎水产**以及**周黑鸭**的“**聚一虾**”等。

信良记在湖北两湖一带投资亿元建设 15 万亩小龙虾养殖基地。通过“虾稻连作”的养殖模式，保证小龙虾的品质优良。除此之外，信良记还把工厂搬到养殖基地旁，确保小龙虾捕捞上岸后，保持最鲜活的状态进行技术加工。在针对小龙虾运输损耗问题上，信良记通过自建-18℃冷链物流运输体系，保证可以随时送货。目前小南国、避风塘、千喜鹤、金百万、渝乡辣婆婆、小豆面馆、夹克的虾、大虾驾到、辣私房等知名连锁企业均是信良记的供应链商户。此外，信良记还跟阿里巴巴全平台建立合作，向阿里生态的多渠道进行供货。

堕落虾整合上游供应链，再以 To B + To C 的形式来切入下游。除了参股养虾厂之外，堕落虾在小龙虾养殖环节的打法还包括参股了一家饲料厂，想要借助优质的小龙虾饲料来和养殖户之间形成较强的绑定关系。对于下游市场，“堕落虾”一面是一个小龙虾外卖品牌，同时又以批发的形式向 B 端供货，现阶段，在销量占比上，自营占到了 70%。现阶段，堕落虾已经有 300 多家直营的外卖门店，主要集中在一二线城市，同时也计划在三、四线城市进行复制。由于以外卖的模式在 C 端的销售，堕落虾的单体门店在 10 平米到 30 平米之间，复制速度较快，具体到运营上，以中央工厂供货、门店再加工售卖的形式进行。现阶段，“堕落虾”月销售额约为 1500 万元。

德炎水产创建于 1994 年，总部位于“第二大小龙虾生态养殖基地”——湖北洪湖，依托洪湖优质、丰富的淡水资源，二十年专注于小龙虾的研发、生产与销售。现已发展为集养殖、加工、贸易、物流、科研为一体的国家级农业产业化龙头企业。德炎小龙虾目前主要主攻 2B 餐饮供应链端，公司每年可生产加工 20 万吨小龙虾产品，并利用目前世界先进的-196°超低温复活保鲜技术锁住鲜虾口感，利用现代冷链供应，可以为餐厅 365 天持续供应高品质小龙虾。公司另外还推出了“一虾一蟹一鱼”的商业模式，提供德炎水产旗下的德炎大闸蟹(自然生产，大湖养殖的洪湖清水大闸蟹)和德炎鳊鱼(目前市场上售价较贵的淡水鱼——清江鱼，即为德炎水产出品的美国鳊鱼)半成品，作为餐厅、高档酒楼定制酒席的性价比之选。

2017 年 5 月周黑鸭推出“**聚一虾**”，上线 3 个月即下架，其问题在于：消费者表示“价格高企且味道一般”由于严重断货导致成本暴涨。2018 年 1 月 23 日周黑鸭重新上线“**聚一虾**”。

表 13 小龙虾企业对比

	新宏业	信良记	堕落虾	聚一虾	德炎水产
估值	4.2 亿元	6.3 亿元（1 亿美金）			
主要渠道	餐饮、商超、电商、经销商	餐饮、电商	餐饮、电商	电商、直营店	餐饮、商超、电商、新零售
售价	62.8 元/860g, 3.9 元/只	60 元/500g, 3.3 元/只	138 元/2000g, 3.35 元/只	45.8 元/260g, 3.3 元/只	99 元/1600g, 3.5 元/只
上游优势	年生产小龙虾产品 6000 吨、淡水鱼糜 1.5 万吨、综合利用产品 1 万吨的规模。	在湖北两湖一带投资亿元建设 15 万亩小龙虾养殖基地	除了参股养虾厂之外，还参股了一家饲料厂，借助优质的小龙虾饲料来和养殖户之间形成较强的绑定关系。加工的能力在 1000 吨/年~2000 吨/年之间	直接购买原材料小龙虾	与德炎水产建立供销合作，每年可生产加工 20 万吨小龙虾产品
下游合作	2B 对接餐饮企业；2C 与京东生鲜以及阿里合作	小南国、避风塘、千喜鹤、金百万、渝乡辣婆婆、小豆面馆、夹克的虾、大虾驾到、辣私房等企业；阿里巴巴全平台合作。	拥有自己的外卖品牌，同时又以批发的形式向 B 端供货。直营门店 300 多家，自营占比 70%。	通过周黑鸭自营门店销售	主攻 2B 餐饮供应链端，20%终端零售
特色	淡水鱼糜产量占全国总产量的 35%以上，连续 5 年位居全国行业第一，小龙虾系列产品位居全国行业前三位。	“秒冻锁鲜”工艺，可以在-18°的环境下存放 18 个月之久	通过直营门店销售	销售不及预期，消费者表示“价格高企且味道一般”	“一虾一蟹一鱼”的商业模式，提供德炎水产旗下的德炎大闸蟹和德炎鲟鱼。在京东、天猫等电商平台，2017 年，德炎小龙虾的销量均排名第一。

资料来源：周黑鸭官网，安井食品官网，淘宝网，信达证券研发中心整理

尽管小龙虾产业链参与者众多，但由于其产业集群主要在湖北洪湖和江苏盱眙，有较强的自然环境壁垒，因此规模化养殖企业在竞争中优势明显。另外，两地政府主导的产业链集群也意味着行业内企业将更多地分工合作而非低价竞争。因此，我们认为目前小龙虾产业链竞争仍属店多扰市的良性局面。

6) 小龙虾业务估值情况

信良记自 2016 年成立以来的不到两年时间里已获得 2 轮融资。分别是由峰瑞资本领投、黑马基金和禧云国际跟投的 5000 万 Pre-A 轮融资，由钟鼎创投领投、峰瑞资本跟投的 1.2 亿元 A+轮融资，目前信良记估值 1 亿元美金。由于信良记未披露其盈利情况，故暂时无法匡算其 PE 估值。

另一涉及向餐饮供应链提供小龙虾业务的企业为美菜网。起初定位于帮助农民向餐厅出售蔬菜，先已向为餐厅提供标准化半成品转型。2018 年初，公司通过 D 轮融资募集到 4.5 亿美元资金。本轮融资对美菜网的估值达到约 28 亿美元。美菜网的本

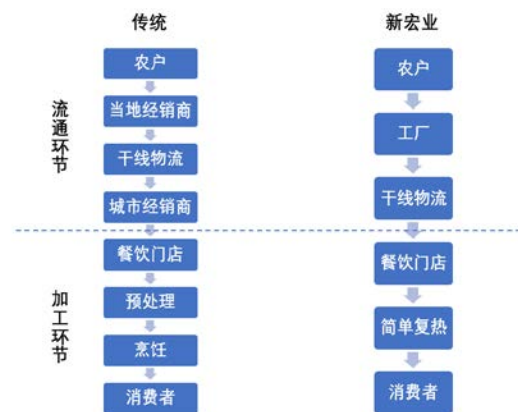
轮融资由老虎环球基金(Tiger Global Management)和华人文化产业投资基金(China Media Capital fund)共同牵头, 该公司原投资人元生资本(Genesis Capital)也参与了本轮融资。

4.3 参股新宏业

随着 2018 年初安井食品参股 4.2 亿元估值的主要淡水鱼浆供应商新宏业食品 19% 股权(交易价格 7980 万元), 公司已实质性的向产业链上游延伸。新宏业食品的前身为洪湖市宏业水产食品有限公司和洪湖市宏业生物科技股份有限公司(合称为“老宏业食品”)。截至 2017 年底, 老宏业食品主营业务相关的资产、人员、业务均已转移至新宏业食品, 在资质转移完毕之后, 将办理注销手续。老宏业食品是湖北省的省级农业产业化重点龙头企业, 2016 年实现销售收入 5.2 亿元, 实现入库税收 322 万元, 出口创汇 1600 万美元; 2017 年上半年, 总产值已超过 3 亿元, 同比增长 42.8%, 实现税收 187.5 万元。目前, 新宏业拥有鱼糜自动生产线两条, 淡水小龙虾系列产品生产线 3 条, 国内最先进的淡水鱼资源综合利用生产线一条。形成了年生产小龙虾产品 6000 吨、淡水鱼糜 1.5 万吨、综合利用产品 1 万吨的规模, 淡水鱼糜产量占全国总产量的 35% 以上, 连续 5 年位居全国行业第一, 小龙虾系列产品位居全国行业前三位。

我们认为, 安井食品对上游企业的收购一方面将进一步帮助其降低采购成本, 另一方面也是公司平台化发展所迈出的坚实一步, 有望重塑我国水产品加工行业的竞争格局。近年来, 随着生鲜类电商及超市的兴起, 我国消费者对新鲜水产品的消费热情日益高涨, 但我国水产品行业却因盈利能力低而被诟病, 主要因为水产品从养殖到流通的产业链条很长, 中间商过多, 导致大多数产业链上企业利润微薄。目前我国尚未出现现象级的纵向一体化水产品加工企业, 安井食品则很有可能借助前期已占据的消费者基数和经销商渠道优势趁机突围。

图 54 新宏业缩短产业链条, 提高行业效率



资料来源: 信达证券研发中心整理

安井食品参股新宏业不到 3 个月内，新宏业便推出了首个“洪湖诱惑”系列产品，主要面向 C 端的年轻消费者。

图 55 “洪湖系列”系列产品



资料来源：新宏业官网，信达证券研发中心

新宏业对外披露其小龙虾休闲食品项目总投资 2.3 亿元，将年产调味小龙虾系列产品 3 万吨以上，淡水鱼糜系列食品 2 万吨以上，对应年产值约为 10 亿元，规模不容小觑。我们判断安井食品未来很有可能依托新宏业实现其小龙虾板块的战略布局，并利用安井成熟的品牌及规范性运作进行产业链整合；公司平台化发展进程逐步明晰。

5.行业竞争对手情况

5.1 国内主要竞争对手

在国内，安井食品是“火锅料”板块的绝对龙头，其主要对手是海欣食品、惠发股份和汕头海霸王。

海欣食品成立于 1996 年，拥有中国驰名商标“海欣”等品牌，产品主要为鱼糜制品和肉制品，2017 年实现营业收入 9.68 亿元、归属于上市公司股东的净利润-2728.19 万元，其营销渠道以经销商模式为主，商超模式为辅，其具有比较优势的区域为华北、华东等地区。

惠发股份主营业务包括速冻丸类制品、肠类制品、油炸类制品、串类制品等在内的速冻调理肉制品的研发、生产和销售，所处行业为速冻食品行业下的速冻调理食品行业。目前公司已成为国内大型速冻调理肉制品生产基地。2017 年实现营业收入 9.39 亿元，同比增长 5.47%；归母净利润 0.60 亿元，同比增长 43.36%。

海霸王成立于 1994 年，由我国台湾海霸王国际集团投资设立，拥有“海霸王”、“甲天下”等行业知名品牌，产品线涉及米面制品、肉制品、鱼制品、罐头制品等，在广州售终端为主，现代农贸批发市场及其他业务市场为辅，销售区域主要集中在广东、上海、成都、重庆等地设有生产基地，其营销渠道以超市、便利店等现代零售、上海等地区。

表 14 安井主要竞争对手营收规模

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 亿左右	福建海欣、汕头海霸王、山东惠发
营收规模 20 亿左右	安井食品（火锅料部分）

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

在速冻米面板块，公司最大的竞争对手是三全食品、思念食品和通用磨坊。

三全食品是全国最大的速冻食品生产基地，农业产业化国家重点龙头企业，主营业务为速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子以及速冻面点等速冻米面食品的生产与销售，产品目前已经达到近 400 个品种。公司目前在郑州、广州、成都、苏州等地建有生产基地，拥有几十条现代化的速冻及常温生产线、几万吨低温冷库和遍布全国的销售网络，在国家质量监督机构历次抽查中，产品抽检合格率达到 100%，被授予“国家免检产品”等荣誉称号。公司设有行业内唯一一家国家级企业技术中心，拥有行业唯一一家博士后科研工作站。

5.2 海外主要从业企业

海外从事冷冻食品加工的企业主要有日本的丸羽诺日朗（Maruha Nichiro）、日本水产株式会社、泰国的泰联、挪威的美威、美国的食品包装巨头康尼格拉、品尼高食品和欧洲的 nomad foods 等。其中挪威和泰国的企业主要侧重上游养殖及捕捞产业链；美国企业主要侧重下游食品制造板块；而日本企业大多为全产业链布局。

表 15 海内外水产企业财务数据对比（百万元人民币，%，倍，天）

排名	证券简称	代码	地区	最新财报	营业收入	净利润率	毛利率	营业利润率	ROE	ROA	ROIC			D/E	现金周转周期
											LTM	CY-1	CY-2		
11	安井食品	SHSE:603345	中国	2017/12/31	3,484	5.8	26.3	9.4	15.0	5.2	9.7	16.3	12.6	10.0	17.5
	最大值				52,356	16.9	53.1	22.4	29.7	15.1	29.7	30.2	34.4	215.2	284.6
	中位值				20,457	4.9	29.7	14.0	13.4	3.7	5.2	4.1	2.7	68.5	96.7
	平均值				22,403	6.6	29.5	11.9	13.7	4.7	7.3	5.7	5.2	82.5	105.6
1	康尼格拉	NYSE:CAG	美国	2018/2/25	49,614	11.4	29.7	17.8	21.7	7.2	10.2	7.4	2.7	96.1	44.4
2	美威	OB:MHG	挪威	2017/12/31	28,513	12.7	43.2	22.4	21.1	9.1	12.9	5.6	4.6	42.2	284.6
3	品尼高食品	NYSE:PF	美国	2017/12/31	20,457	16.9	29.0	20.9	24.6	5.3	6.7	7.5	1.0	124.5	60.0
4	日冷	TSE:2871	日本	2017/12/31	32,355	3.2	16.5	7.9	11.8	4.9	6.7	6.7	7.2	62.3	70.4
5	Nomad Foods	NYSE:NOMD	美国	2017/12/31	15,287	7.0	30.6	16.1	7.3	3.7	5.2	4.1	2.0	78.8	10.6

6	泰联	SET:TU	泰国	2017/12/31	27,260	4.4	13.3	6.1	13.7	2.5	3.1	2.6	2.4	139.5	128.9
7	Austevoll Seafood	OB:AUSS	挪威	2017/12/31	16,533	4.9	40.8	14.0	9.8	3.5	4.5	0.2	4.0	48.1	190.2
8	丸羽诺日期	TSE:1333	日本	2017/12/31	52,356	1.6	13.7	4.1	13.9	2.6	3.3	3.4	4.2	215.2	108.8
9	日本水产	TSE:1332	日本	2017/12/31	39,482	2.7	20.9	6.1	13.4	3.2	4.2	5.0	5.0	139.2	96.7
10	三全食品	SZSE:002216	中国	2017/12/31	5,281	1.4	35.0	3.9	3.7	-	3.1	3.6	2.1	3.5	120.0
12	海欣食品	SZSE:002702	中国	2017/12/31	968	-2.8	30.4	1.4	-3.5	-1.1	-1.6	-3.5	-1.8	68.5	152.0
13	惠发股份	SHSE:603536	中国	2017/12/31	939	6.4	26.7	14.4	11.4	5.5	6.6	0.7	-	32.2	51.2
14	广州酒家	SHSE:603043	中国	2017/12/31	2,189	15.5	53.1	19.5	29.7	15.1	29.7	30.2	34.4	22.2	54.9

资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心, 注: 营业收入均统一换算成人民币比较, ROIC CY-1、CY-2 为 Capital IQ 一致预测, 其他指标均为最新财报对应数据, 汇率换算略存差异

与其他速冻企业相比, 公司的 ROE 和 ROIC 水平居前, 且现金周转周期列全行业第二, 仅次于 Nomad Foods, 良好的现金流或将带动公司持续良性发展。

6. 盈利预测、估值与投资评级

6.1 盈利预测及假设

基于前文的分析, 我们对安井食品未来盈利情况进行了如下假设:

- 1、公司主营业务收入以火锅料制品和速冻米面制品为主, 新增小龙虾业务未加入盈利预测中。
- 2、火锅料制品和速冻米面制品产能扩张以公司已披露信息匡算。公司六大生产基地在 2018 和 2019 年产能迅速扩张, 2018-2020 年公司总产量分别为 39 万吨、45 万吨、53 万吨; 产能利用率 2018-2019 按 90% 匡算, 2020 年按 93% 匡算。
- 3、2014-2016 年为抢占市场, 公司各类产品平均单价降低, 预计 2018-2020 年市场逐步稳定, 产品平均单价保持不变。

表 16 安井食品新增产能及达产进度 (万吨, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产能 (万吨)	11.53	21.64	23.96	29.20	33.00	42.94	49.5	57.44
产量 (万吨)	16.26	20.65	25.48	31.06	35.16	38.94	44.86	53.44
速冻鱼糜制品	5.72	7.19	8.36	10.39	12.13	13.63	14.13	15.13
速冻肉制品	3.81	5.43	6.95	8.14	8.74	10.74	12.24	14.24
速冻其他制品	1.08	1.28	2	3.15	3.71	3.49	3.49	3.49

速冻米面制品	5.65	6.75	8.15	9.38	10.58	11.08	15.50	20.58
产能利用率	141.1%	95.4%	106.3%	94.0%	106.5%	90.7%	90.8%	93.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

- 4、2018-2019 年销售费用率、管理费用率均不变，分别为 14.07%和 4.36%；财务费用率为 0.08%。
- 5、公司每年按投资完成进度进行固定资产转固，计提折旧比率为 8.4%。
- 6、公司所得税 25%。

表 17 安井食品盈利预测（百万元）

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,996.50	3,484.01	4,484.62	5,555.78	6,604.17
营业成本	2,183.84	2,568.85	3,258.74	4,043.30	4,803.25
营业税金及附加	25.47	33.27	42.83	53.05	63.07
营业费用	424.50	490.31	631.12	781.87	929.41
管理费用	144.53	151.77	195.35	242.01	287.68
财务费用	6.29	2.91	7.94	7.83	7.70
资产减值损失	1.43	2.84	1.20	2.65	3.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	6.85	2.28	3.05	4.06
营业利润	210.46	251.92	349.72	428.10	513.83
营业外收入	22.46	11.91	22.43	22.43	22.43
营业外支出	1.84	0.45	1.14	1.14	0.91
利润总额	231.08	263.39	371.01	449.39	535.35
所得税	53.67	60.96	92.75	112.35	133.84
净利润	177.41	202.43	278.26	337.04	401.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	177.41	202.43	278.26	337.04	401.51
EBITDA	323.84	367.57	487.16	583.20	690.00
EPS	1.09	0.94	1.29	1.56	1.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

综上所述，我们预测安井食品 2018-2020 年收入分别达到 44.85 亿元、55.56 亿元及 66.04 亿元，同比增长 28.72%、23.89%

和 18.87%。对应归属母公司所有者净利润 2.78 亿元、3.37 亿元及 4.02 亿元，增速 37.46%、21.13%及 19.13%；每股收益为 1.29 元、1.56 元及 1.86 元。

6.2 估值

现有业务相对估值

表 18 主要冷冻食品上市公司估值对比（百万元人民币，倍，%）

排名	证券简称	代码	净利润（百万元）			市盈率 PE			市净率 PB	市销率 PS(TTM)	CAGR3	PEG	涨跌幅（%）	
			LTM	2018	2019	LTM	2018	2019					近一月	近一年
11	安井食品	SHSE:603345	212	278	337	28.2	22.2	18.4	3.5	1.5	25.0	0.9	6.8%	11.1%
	最大值		5,254	5,566	5,925	81.8	44.2	25.9	4.6	3.0	25.0	3.9	16.6%	34.6%
	中位值		1,006	1,199	1,335	17.8	15.0	12.6	2.6	2.1	13.0	1.1	2.3%	1.7%
	平均值		1,416	1,559	1,735	22.9	18.2	14.7	2.7	1.8	7.3	1.7	2.7%	1.1%
1	康尼格拉	NYSE:CAG	5,254	5,566	5,925	17.8	16.7	15.6	4.0	2.3	24.2	0.7	2.2%	-16.0%
2	美威	OB:MHG	3,289	4,683	5,560	20.6	14.7	12.4	3.7	2.6	4.2	3.5	12.2%	27.0%
3	品尼高食品	NYSE:PF	3,447	2,162	2,368	12.8	19.7	18.0	2.8	3.0	15.7	1.3	2.4%	-11.9%
4	日冷	TSE:2871	1,019	1,234	1,335	24.1	20.2	18.6	2.6	0.9	-31.4	-	14.6%	9.5%
5	Nomad Foods	NYSE:NOMD	1,006	1,517	1,646	18.8	12.1	11.1	1.7	2.1	-4.5	-	2.2%	34.6%
6	泰联	SET:TU	1,216	1,199	1,376	14.2	14.5	12.6	1.9	1.1	10.9	1.3	-8.9%	-13.4%
7	Austevoll Seafood	OB:AUSS	802	1,442	1,606	17.7	15.0	9.0	1.8	1.5	15.7	1.0	16.6%	31.5%
8	丸羽诺日朗	TSE:1333	836	917	988	13.4	12.4	11.5	1.7	0.6	13.0	1.0	10.5%	14.0%
9	日本水产	TSE:1332	1,055	1,033	1,065	9.8	10.2	9.9	1.3	0.6	-7.9	-	6.1%	3.5%
10	三全食品	SZSE:002216	73	138	236	81.8	44.2	25.9	2.6	1.0	11.3	3.9	-2.3%	-13.0%
12	海欣食品	SZSE:002702	-27	-	-	-	-	-	2.9	2.2	-	-	-21.2%	-52.7%
13	惠发股份	SHSE:603536	70	-	-	31.5	-	-	3.4	2.4	14.7	-	-1.8%	-
14	广州酒家	SHSE:603043	363	372	444	21.4	20.9	17.5	4.6	2.9	25.0	0.8	0.4%	-

资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心 注：净利润均折合成人民币，采用 4.18 日汇率，2018、2019 年 PE 为 Capital IQ 一致预测，其余指标均为最新财报对应数据，汇率换算略存差异

由上表可见，2018/2019 年行业市盈率平均值分别为 18.2x 和 14.7x，安井目前股价对应 PE 分别为 22.2x 和 18.4x，略高于行业均值。但考虑公司 PEG 仅为 0.9x，低于行业均值 1.7x 和中位值 1.1x，取行业 PEG 中位值 1.1x，对应 PE27.5x，当公

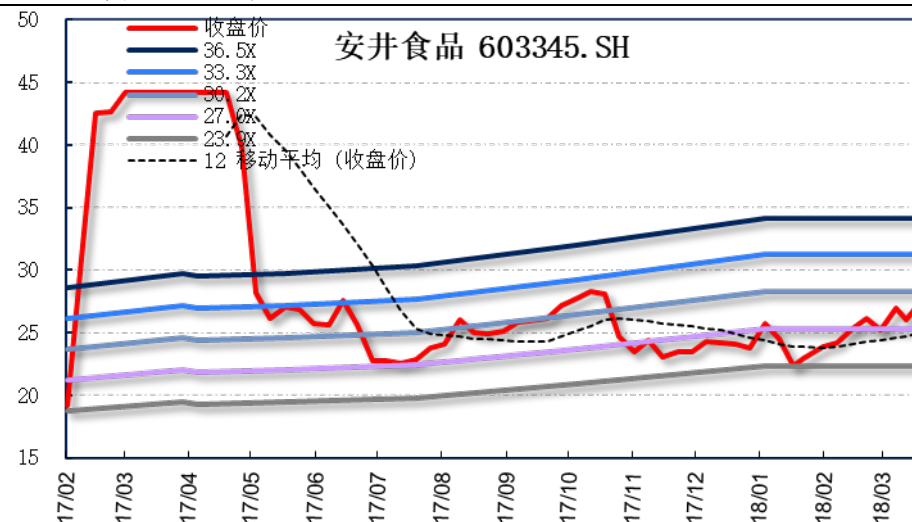
司 2018 年每股收益预计为 1.29 元的情况下，对应股价 35.48 元/股。

6.3 结论及投资评级

我们预计安井食品 18-20 年的收入分别达 44.85/55.56/66.04 亿元，增速 28.72%/23.89%/18.87%；对应归母净利润 2.78/3.37/4.02 亿元，增速 37.46%/21.13%/ 19.13%；EPS 为 1.29 元/1.56 元/1.86 元。取行业 PEG 中位值 1.1x，对应 PE27.5x，当公司 2018 年每股收益预计为 1.29 元的情况下，其对应股价 35.48 元/股。

首次覆盖，给予“买入”评级。

图 56 安井食品过去 5 年 PE/PB Band



资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2018 年 4 月 18 日

7. 风险因素

- 1) 消费者健康饮食意识不断增强，对工业化程度过高或添加剂过多的冷冻食品产生抵触情绪；
- 2) 产品同质化导致行业内企业过度价格战；
- 3) 产能过剩的风险；

- 4) 因厄尔尼诺和拉尼娜现象或不可抗力造成上游原材料枯竭, 挤压作为加工企业的利润率水平;
- 5) 食品安全风险;
- 6) 项目达产速度不及预期;
- 7) 经销商团队扩张过快导致风险敞口加大的风险。

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,270.59	1,870.17	2,127.71	2,580.12	3,054.72
货币资金	378.48	519.75	613.23	799.07	1,015.14
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	105.94	114.72	136.78	169.45	201.43
预付账款	32.21	25.64	32.53	40.36	47.94
存货	737.52	803.87	938.97	1,165.04	1,384.01
其他	16.43	406.20	406.20	406.20	406.20
非流动资产	1,207.95	1,380.79	1,522.39	1,685.22	1,881.17
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	973.41	1,149.73	1,276.48	1,476.64	1,662.44
无形资产	90.02	88.09	85.15	82.20	79.26
其他	144.52	142.97	160.76	126.38	139.48
资产总计	2,478.54	3,250.96	3,650.10	4,265.33	4,935.89
流动负债	1,412.67	1,494.92	1,678.86	2,017.98	2,347.94
短期借款	171.99	170.00	170.00	170.00	170.00
应付账款	576.65	596.79	653.64	811.01	963.45
其他	664.03	728.13	855.22	1,036.96	1,214.50
非流动负债	61.32	62.58	60.43	60.43	60.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.32	62.58	60.43	60.43	60.43
负债合计	1,473.99	1,557.50	1,739.29	2,078.41	2,408.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,004.55	1,693.47	1,910.80	2,186.92	2,527.51
负债和股东权益	2478.54	3250.96	3650.10	4265.33	4935.89

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,996.50	3,484.01	4,484.62	5,555.78	6,604.17
同比(%)	17.00%	16.27%	28.72%	23.89%	18.87%
归属母公司净利润	177.41	202.43	278.26	337.04	401.51
同比(%)	38.23%	14.11%	37.46%	21.13%	19.13%
毛利率(%)	27.12%	26.27%	27.34%	27.22%	27.27%
ROE(%)	19.37%	15.01%	15.44%	16.45%	17.03%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.94	1.29	1.56	1.86
P/E	35	31	22	18	15
P/B	6.17	3.66	3.24	2.83	2.45
EV/EBITDA	14.88	17.31	13.06	10.91	9.22

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,996.50	3,484.01	4,484.62	5,555.78	6,604.17
营业成本	2,183.84	2,568.85	3,258.74	4,043.30	4,803.25
营业税金及附加	25.47	33.27	42.83	53.05	63.07
营业费用	424.50	490.31	631.12	781.87	929.41
管理费用	144.53	151.77	195.35	242.01	287.68
财务费用	6.29	2.91	7.94	7.83	7.70
资产减值损失	1.43	2.84	1.20	2.65	3.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	6.85	2.28	3.05	4.06
营业利润	210.46	251.92	349.72	428.10	513.83
营业外收入	22.46	11.91	22.43	22.43	22.43
营业外支出	1.84	0.45	1.14	1.14	0.91
利润总额	231.08	263.39	371.01	449.39	535.35
所得税	53.67	60.96	92.75	112.35	133.84
净利润	177.41	202.43	278.26	337.04	401.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	177.41	202.43	278.26	337.04	401.51
EBITDA	323.84	367.57	487.16	583.20	690.00
EPS	1.09	0.94	1.29	1.56	1.86

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	216.66	354.75	412.60	540.58	623.33
净利润	177.41	202.43	278.26	337.04	401.51
折旧摊销	84.96	96.29	107.99	125.65	146.49
财务费用	7.80	7.89	8.16	8.16	8.16
投资损失	0.00	-6.85	-2.28	-3.05	-4.06
营运资金变动	-57.56	58.77	18.69	69.90	68.14
其它	4.06	-3.79	1.79	2.88	3.10
投资活动现金流	-247.29	-680.62	-247.88	-285.66	-338.18
资本支出	-247.29	-297.48	-250.17	-288.71	-342.24
长期投资	0.00	1,346.85	2.28	3.05	4.06
其他	0.00	-1,730.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	12.76	480.10	-69.08	-69.08	-69.08
吸收投资	0.00	600.59	0.00	0.00	0.00
借款	-0.57	-1.99	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	7.84	62.83	69.08	69.08	69.08
现金净增加额	-17.90	154.23	95.63	185.84	216.07

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。