

证券研究报告—深度报告

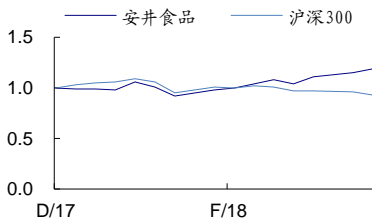
安井食品(603345)

买入

(维持评级)

2018年04月25日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	216/123
总市值/流通(百万元)	6,097/3,467
上证综指/深圳成指	3,068/10,331
12个月最高/最低(元)	44.17/22.00

相关研究报告:

《安井食品-603345-2018年一季报点评:业绩稳增长回款积极,规模效应龙头恒强》
——2018-04-24
《安井食品-603345-2017年年报点评:量价齐升产能加速,新品增量龙头恒强》
——2018-03-23

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001
联系人: 郭尉
电话: 15210587234
E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

鱼丸粗面小龙虾,竞争优势趋强化

● 速冻行业赛道宽广: 火锅料趋集中, 面米差异化, 小龙虾待爆发

中国人均速冻消费量仅为发达国家的20%-50%,其中火锅料制品约300亿规模近7年CAGR 8%增速趋稳,进入洗牌后期市场份额不断向大企业聚焦;面米制品约400亿-500亿规模,未来复合增长将达到13%-17%,通过产品差异化创新抢占细分市场;2007-2016年全国小龙虾养殖产量CAGR 13.8%,未来产值向中游制造业聚焦,供需匹配下行业存在爆发可能。

● 安井产品优势: 火锅米面小龙虾, 三驾马车齐推进

公司同时拥有火锅料制品、速冻面米制品以及小龙虾三大产品,广泛应用于家庭消费、餐饮消费等不同客群需求,有利于深度拓展细分市场,并不断培养消费者忠诚度,实现“1+1+1>3”的规模效益。其中作为火锅龙头优势显著,安井近四年市占率由5.7%提升至9.4%,优势不断拉大。面米制品差异化竞争,销售增速、毛利率均高于火锅业务;公司通过潜江建厂获虾源、入股新宏业利用上下游优势快速发展小龙虾新业务,解决小龙虾消费瓶颈,拓展思路清晰。

● 深耕产业链一体化: 上下游掌控力强, 中游产能前瞻布局

上游占淡水鱼浆收购量50%,海水鱼浆收购量20%,大规模采购议价权+行业标准制定者+上游布局齐控成本;中游产能稳步拓展,2017年产能约35万吨,2018年将新增泰州、辽宁、厦门的产能释放,预计超10%产能增长,供需矛盾缓解助力营收提升;下游夯实80%流通渠道,拓展餐饮渠道,渠道控制能力突出,维系经销商盈利及运营能力,实行优胜劣汰制度精简经销商团队。

● 科学治理战术得当: 团队优秀上下齐心, 三大策略领先同行

安井核心高管具备资深管理经验,在速冻行业内具有高美誉度,且职业经理人模式、高管持股机制也充分调动其积极性,逐步酝酿出了销地产、大单品、高质中高价等经受市场考验、领先同行的战术策略,加速了安井的发展。

风险: 产能扩张风险; 原料价格波动风险; 食品安全风险。

估值与投资建议。安井三业务共同发展,产能投放+产品差异化升级+多渠道发力,销地产、大单品、高质中高价三大策略持续强化龙头竞争力,规模增速、盈利能力、期间费率等指标全面领先同行,低估值下具备高投资价值。预测2018-20年EPS 1.27/1.76/2.33元,对应22/16/12倍PE,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2997	3484	4287	5213	6291
(+/-%)	17.00%	16.27%	23.06%	21.58%	20.68%
净利润(百万元)	177	202	274	379	502
(+/-%)	38.23%	14.11%	35.46%	38.32%	32.37%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.94	1.27	1.76	2.33
EBITMargin	7.9%	7.3%	8.2%	9.2%	10.0%
净资产收益率(ROE)	17.7%	12.0%	14.5%	17.6%	20.1%
市盈率(PE)	34.4	30.1	22.2	16.1	12.1
EV/EBITDA	14.1	16.9	12.5	9.2	6.6
市净率(PB)	6.1	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

投资聚焦	5
估值与投资建议	6
绝对估值法.....	6
敏感性分析.....	6
相对估值法.....	7
投资建议.....	7
公司概况：速冻食品龙头，业绩稳定增长	8
业绩稳定增长，产品夯实中创新.....	8
核心高管持股，完善的产销网络和质量认证.....	9
速冻行业赛道宽广：火锅料趋集中，面米差异化，小龙虾待爆发	10
火锅制品：从增量时代进入存量竞争，行业集中度提升.....	12
速冻米面制品：行业集中度较高，产品呈差异化发展.....	15
小龙虾：行业空间大，存在爆发增长可能.....	17
安井产品优势：火锅米面小龙虾，三驾马车齐推进.....	19
深耕产业链一体化：上下游掌控力强，中游产能前瞻布局	21
上游：原料收购量大，议价能力强.....	22
中游：前瞻布局新产能，缓解供应压力，扩大销售半径.....	25
下游：辐射全国的营销网络和因地制宜的营销策略.....	26
科学治理战术得当：团队优秀上下齐心，三大策略领先同行	28
优秀管理团队，规范化管理，长效的激励机制.....	29
策略一：销地产获取采购、物流成本优势.....	29
策略二：大单品策略获取规模化、议价权优势.....	30
策略三：高质中高价保证终端消费竞争力及渠道活力.....	32
投资建议	35
关键假设.....	35
盈利预测.....	36
风险提示	36
产能建设不达预期.....	36
原料价格波动.....	36
食品安全问题.....	36
附表：财务预测与估值	37
国信证券投资评级	38
分析师承诺	38
风险提示	38
证券投资咨询业务的说明	38

图表目录

图 1: 近五年安井总营业收入	8
图 2: 近五年安井归母公司净利润	8
图 3: 安井主营业务构成.....	9
图 4: 安井子公司网络	10
图 5: 中国人均速冻消费量仅为发达国家的 20%-50%.....	11
图 6: 冷链物流行业市场规模迅速爆发 (单位: 亿元)	11
图 7: 速冻食品产业链	12
图 8: 速冻火锅料制品销量及交易金额	12
图 9: 速冻肉制品和鱼糜制品的销售占比.....	12
图 10: 中国鱼糜制品产品快速提升	13
图 11: 中国餐饮市场不同品类占比	13
图 12: 消费者火锅菜品推荐度 (受欢迎度)	14
图 13: 速冻火锅厂家销量分布	15
图 14: 中国速冻米面食品年产量 (单位: 万吨)	16
图 15: 全国小龙虾养殖产量 (单位: 万吨)	17
图 16: 小龙虾分产业产值图	18
图 17: 安井入股新宏业推出洪湖诱惑小龙虾	19
图 18: 信良记收购宝龙、莱克发展小龙虾业务	19
图 19: 安井“丸之尊”系列 (仿龙虾球、QQ 鱼籽包、鱼糕)	19
图 20: 面食增速高于火锅增速	20
图 21: “虾客情”产品包装及消费者网络评价	21
图 22: 安井成本结构示意图	22
图 23: 安井原材料采购成本分类占比.....	22
图 24: 近两周全国鲢鱼批发价格顶部回落 (单位: 元/公斤)	23
图 25: 历史鱼糜采购价逐年下降 (单位: 万元/吨)	23
图 23: 安井鱼糜吨成本 17 年前连续三年下降.....	23
图 24: 活猪近期价格指数下滑	24
图 25: 历史安井猪肉采购价低于市场, 同向波动.....	24
图 26: 鸡胸肉同比波动较小	24
图 27: 历史安井鸡胸肉收购价低于市场价.....	24
图 28: 2014-2016 按月小龙虾出塘价.....	25
图 29: 2014-2016 按月小龙虾市场批发价.....	25
图 30: 2016 年我国小龙虾养殖产量分布图	25
图 31: 安井部分特通商户	27
图 32: 经销商转二批后收入增加	28
图 33: 经销商淘汰对总收入影响较小.....	28
图 34: 安井终端广告	28
图 35: 安井物流费用率下降且低于海欣	30
图 36: 安井差旅费用率较海欣偏低	30
图 37: 大单品收入贡献度高	31

图 38: 新品收入贡献度高.....	31
图 39: 安井火锅类销售收入规模领先 (亿元)	31
图 40: 安井火锅味销量规模领先 (万吨)	31
图 41: 安井规模化下维持偏低销售费用率.....	31
图 42: 安井规模化下维持业内偏低的管理费用率.....	31
图 43: 安井火锅料成本优化明显, 位于同业中游.....	32
图 44: 安井面米成本略高于三全, 波动较小	32
图 45: 安井火锅料均价介于海欣及惠发之间近年下降明显 (万元/吨)	32
图 46: 安井各区域毛利率对比图, 华东中华南较高, 西南西北偏低.....	33
图 47: 安井面米均价低于三全 (万元/吨)	33
图 48: 安井毛销差及净利率均优于三全	33
图 49: 安井费用率明显优于海欣.....	34
图 50: 安井较海欣毛利率低、净利率远高.....	34
图 51: 安井与惠发盈利能力接近.....	34
图 52: 安井规模发展较惠发更优更快.....	34
图 53: 安井火锅料吨成本高于惠发	35
图 54: 安井鸡肉收购价低于惠发.....	35
表 1: 绝对估值假设.....	6
表 2: 绝对估值假设.....	6
表 3: 敏感性分析	7
表 4: 安井食品前十大股东 (截至 2017 年末)	10
表 5: 火锅料制品行业发展历史	14
表 6: 速冻调理肉制品代表企业.....	15
表 7: 速冻米面制品行业发展历史	16
表 8: 速冻米面行业代表企业	16
表 9: 中国小龙虾供需平衡表 2014-2016 (单位: 吨)	17
表 10: 2016 小龙虾产量排名 TOP10	25
表 11: 安井产能投建节奏.....	26
表 12: 安井核心团队业界资历深厚	29
表 13: 安井食品主要产品收入成本盈利预测	35
表 14: 估值与可比公司比较.....	36

投资聚焦

估值与投资建议

安井火锅、面米与小龙虾三业务共同发展，在分散市场中不断提升份额；巩固流通渠道同时加大开辟餐饮渠道，产能稳步投放+产品差异化升级+多渠道发力，凭借公司特有的管理团队、渠道规模壁垒，以销地产、大单品、高质中高价三大策略持续强化龙头竞争力，业绩有望持续高增。预测 2018-20 年 EPS 1.27/1.76/2.33 元，分别提升 35.46%/38.32%/32.37%，对应现价 22/16/12 倍 PE，相比可比公司有明显优势，维持“买入”评级。

投资逻辑

行业空间广阔：中国人均速冻消费量仅为发达国家的 20%-50%，其中火锅料制品约 300 亿规模近 7 年 CAGR 8% 增速趋稳，随着食品安全和环保监管日趋严格，火锅制品行业进入洗牌后期，市场份额不断向大企业转化，低价竞争的环境将逐步改善；面米制品约 400 亿-500 亿规模，未来 5 年产销量年均复合增长将达到 13%-17%，龙头地位明显，但产品高度异质性决定了可以通过产品差异化创新抢占细分市场。2007-2016 年全国小龙虾养殖产量 CAGR 为 13.8%，未来产值向中游制造业聚焦可能性大，供需匹配行业整合，未来存在爆发可能。

产品组合丰富，火锅米面小龙虾三驾马车齐推进。安井同时拥有火锅料制品、速冻面米制品以及小龙虾三大产品，广泛应用于家庭消费、餐饮消费等不同客群需求，有利于深度拓展细分市场，并不断培养消费者忠诚度，实现“1+1+1>3”的规模效益。其中作为火锅龙头优势显著，安井近四年市占率由 5.7% 提升至 9.4%，与对手差距不断拉大。面米制品差异化竞争，销售增速、毛利率均高于整体水平；公司及时挖掘前景广阔的小龙虾业务作为继火锅料、面米制品后第三驾马车，通过潜江建厂获虾源、入股新宏业强化产业链一体发展，利用上下游规模优势和经销商渠道快速发展小龙虾新业务，拓展思路清晰，未来将获益小龙虾业务爆发增长带来的盈利提升。

产业链一体化，上中下游前瞻布局控制力强。公司对上游占淡水鱼浆收购量的 50%，海水鱼浆收购量的 20%，大规模采购议价权+行业标准制定者+上游布局齐控成本，安井鱼糜采购价较市场均价低 10-15%，此外提前布局上游获虾源控制成本；中游产能稳步拓展，2017 年产能约 35 万吨，2018 年将新增泰州、辽宁、厦门的产能释放，预计带来超 10% 产能增长，供需矛盾的缓解助力营收提升，未来辽宁二期、四川、湖北工厂也将有产能贡献。下游，公司掌握行业大商资源，具有成熟的经销商系统，夯实 80% 流通渠道，拓展餐饮渠道，渠道控制能力突出，维系经销商盈利及运营能力，实行优胜劣汰制度不断精简经销商团队。

治理结构科学，三大策略领先同行。安井核心高管具备资深管理经验，在速冻行业内具有高美誉度，且职业经理人模式、高管持股机制也充分调动其积极性，逐步酝酿出了销地产、大单品、高质中高价等经受市场考验、领先同行的战术策略，加速了安井的发展。正是安井对人因的重视、对渠道的控制以及对产能的前瞻布局逐步形成全国规模化效应，上述优势在短期内难以复制，且外因推动行业加快整合，安井龙头竞争壁垒筑高。公司规模增速、盈利能力、期间费率等财务指标均领先同行，低估值下具备较高投资价值。

风险因素

产能建设不达预期；原料价格波动；食品安全问题

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 36.74 元。

表 1: 绝对估值假设

估值假设	合理值	参考值
无杠杆 Beta	1.30	
无风险利率	4.00%	
股票风险溢价	7.50%	
公司股价	28.22	
发行在外股数	216	
股票市值(E)	6097	6097
债务总额(D)	170	170
Kd	6.00%	6.00%
T	23.00%	23.00%
Ka	13.75%	
有杠杆 Beta	1.33	1.33
Ke	13.96%	
E/(D+E)	97.29%	97.29%
D/(D+E)	2.71%	2.71%
WACC	13.71%	

资料来源:国信证券经济研究所预测

表 2: 绝对估值假设

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
EBIT	326.6	453.6	597.9	783.3	924.9	1,064.2	1,224.4	1,408.5	1,549.8	1,705.1	
所得税税率 (%)	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	251.5	349.3	460.4	603.1	712.2	819.4	942.8	1,084.6	1,193.3	1,312.9	
折旧与摊销	122.2	129.4	137.1	145.3	153.7	162.4	171.4	187.6	206.4	219.1	
营运资金净变动	508.8	98.6	115.5	116.1	149.4	146.9	168.9	193.7	147.4	163.2	
资本性投资	(200.0)	(150.0)	(150.0)	(151.0)	(151.0)	(151.0)	(151.0)	(151.0)	(151.0)	(151.0)	
FCFF	682.5	427.3	563.0	713.5	864.3	977.7	1,132.0	1,314.8	1,396.1	1,544.2	12,650.0
PV(FCFF)	596.3	326.2	375.5	415.8	440.1	435.0	440.1	446.6	414.3	400.4	3,280.1
核心企业价值	7,570.4										
减: 净债务	(367.0)										
股票价值	7,937.4										
每股价值	36.74										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.2\%$ ，则我们计算得出公司股价区间在 34.7-39.1 元，估值中枢为 36.7 元。

表 3: 敏感性分析

36.74	14.1%	14.3%	14.45%	14.7%	14.9%
2.6%	39.14	38.36	37.60	36.88	36.18
2.4%	38.81	38.04	37.31	36.59	35.91
2.2%	38.49	37.74	37.02	36.32	35.65
2.0%	38.18	37.45	36.74	36.06	35.39
1.8%	37.89	37.17	36.47	35.80	35.15
1.6%	37.60	36.89	36.21	35.55	34.91
1.4%	37.32	36.63	35.96	35.31	34.68

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值法

我们选取海欣食品、惠发股份、三全食品作为和公司的比较对象。从 PE 角度看公司估值, 目前可比公司 18 年平均 PE 为 38.4 倍, 而公司 18 年 PE 仅为 22.2 倍, 存在明显低估。

表 10: 估值与可比公司比较

公司名称	当前股价 2018/4/23	市值(亿元)	PE			EPS		
			17	18E	19E	17	18E	19E
安井食品	28.22	61	30.0	22.2	16.0	0.94	1.27	1.76
可比公司								
海欣食品	4.79	23	N.A.	N.A	N.A	-0.06	N.A	N.A
惠发股份	17.80	21	30.7	29.2	27.8	0.58	0.61	0.64
三全食品	7.60	62	84.4	47.5	31.7	0.09	0.16	0.24
可比公司平均			57.6	38.4	29.8			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

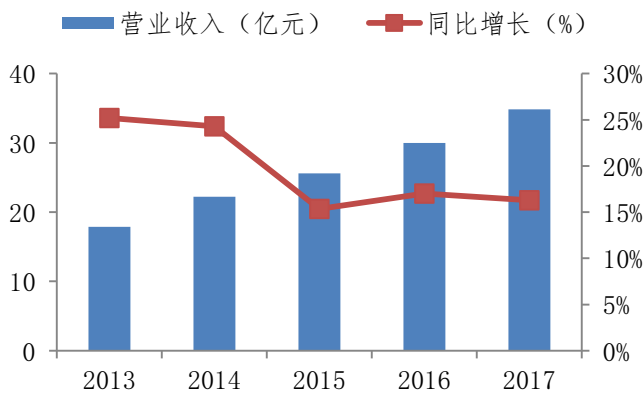
公司重视新品推广, 2018 年计划将发面点心与高端火锅料新品双剑合璧, 并挖掘高毛利小龙虾业务增量, 加大对餐饮渠道开拓, 产能投放+增量新品升级+多渠道发力, 看好龙头强化带来业绩高增。预测 2018-20 年 EPS 1.27/1.76/2.33 元, 分别提升 35.99%/37.83%/32.44%, 对应现价 22/16/12 倍 PE, 相比可比公司有明显优势, 维持“买入”评级。结合绝对估值和相对估值来看, 给予 18 年 PE28 倍, 对应合理估值为 36 元, 相比现价存在 28% 上涨空间, 维持公司“买入”评级。

公司概况：速冻食品龙头，业绩稳定增长

业绩稳定增长，产品夯实中创新

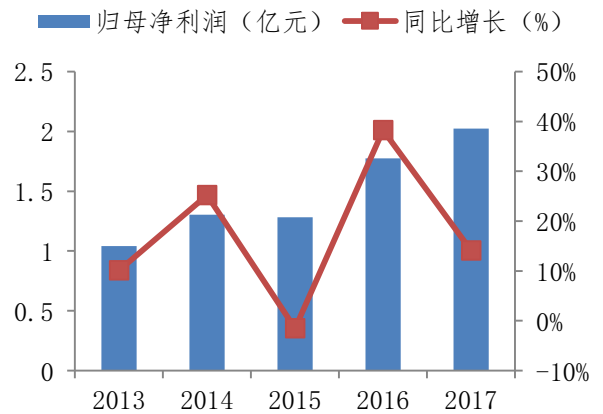
福建安井食品股份有限公司成立于2001年12月，前身是厦门华顺民生食品有限公司，是国内知名速冻食品生产企业，于2017年02月22日登录上交所。公司主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品、速冻其他制品的研发、生产和销售。公司2017年实现营收34.84亿元，归母净利润2.02亿元，最近2018年一季度实现营收9.56亿元，同增18.93%；归母净利润0.54亿元，同增20.53%。公司近四年（2014-2017）收入增速为24.30%/15.36%/17%/16.27%，归母净利润同比增长25.20%/-1.49%/38.23%/14.11%，4年收入业绩CAGR分别为18.2%/18.1%。

图 1：近五年安井总营业收入



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 2：近五年安井归母公司净利润

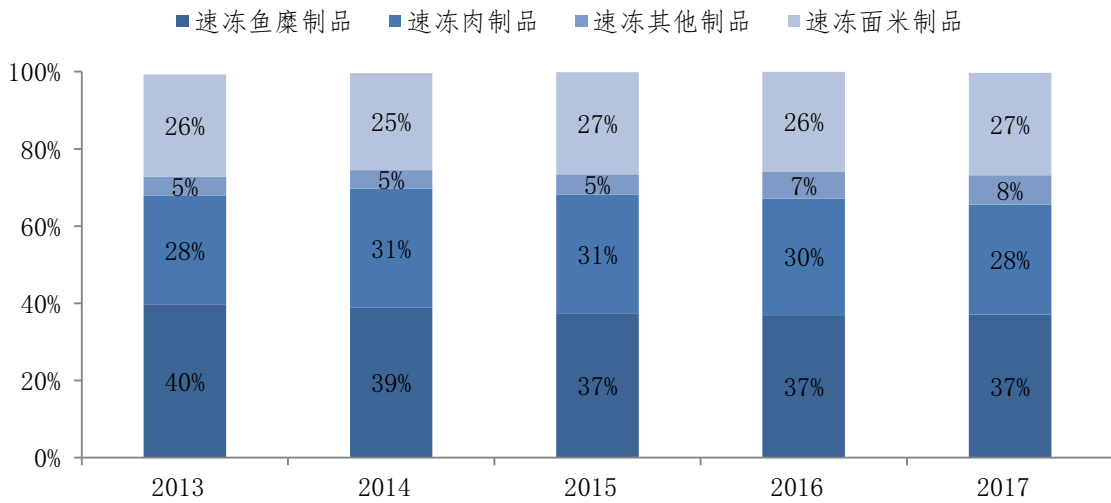


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

产品火锅制品 70%，米面制品占 30%，新增小龙虾业务

安井食品从最开始的区域性企业步步为营，在市场博弈中后来居上，现已成为速冻行业尤其是速冻火锅料制品龙头企业。公司业务以速冻调理制品（俗称火锅料）为主，速冻米面为辅，目前产品线包括四大体系：速冻肉制品、速冻鱼糜制品、速冻米面制品、速冻其他制品，约 70-80 个 SKU，其中速冻肉制品、速冻鱼糜制品、速冻其他制品统称为火锅料制品。2017 年，公司火锅料制品销售收入占营业收入的比重为 73.17%，速冻面米制品销售收入占营业收入的比重为 26.57%，剩余部分来自新拓展的小龙虾业务。具体分业务看，2017 年鱼糜/肉/米面/其他收入 12.9/9.9 亿/9.3/2.7 亿，分别占比总收入的 37/28/27/8%，近几年其他制品（千页豆腐）及面米制品增速较快，鱼糜制品占比略有下滑。2017 年鱼糜/肉/米面/其他销量同增 16.3%/5.3%/10.3%/23%，均价同增 0.4%/4.0%/5.4%/3.5%，近三年来首次实现量价齐升。

图 3：安井主营业务构成



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：安井食品产品品类



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

核心高管持股，完善的产销网络和质量认证

公司大股东为新疆国力民生，持有公司 43.14% 股权，公司实际控制人为章高路持有新疆国力民生 32.93% 的股权。公司几位核心高管均有持股，其中董事长刘鸣鸣持有 12.64%、总经理张清苗持股 5.35%、生产副总黄建联持股 2.94%、销售副总黄清松持股 2.94%。

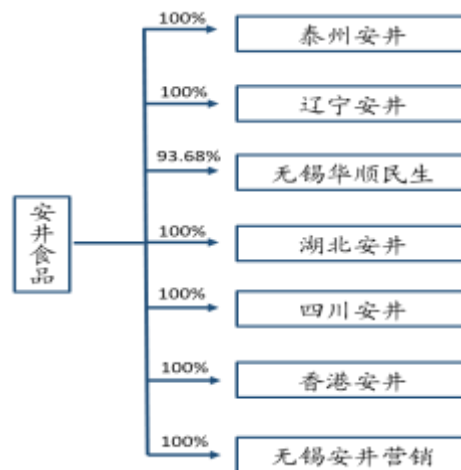
表 4: 安井食品前十大股东 (截至 2017 年末)

股东名称	持有数量(万股)	持有比例(%)
新疆国力民生股权投资有限公司	9319	43.14%
刘鸣鸣	2731	12.64%
张清苗	1155	5.35%
吕文斌	924	4.28%
黄清松	635	2.94%
黄建联	635	2.94%
深圳秀水投资有限公司	407	1.88%
深圳市同盛创业投资企业(有限合伙)	396	1.83%
中国工商银行股份有限公司-鹏华改革红利股票型证券投资基金	177	0.82%
刘健民	87	0.37%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

安井下辖子公司有无锡安井食品营销有限公司、无锡华顺民生食品有限公司、泰州安井食品有限公司、辽宁安井食品有限公司、四川安井食品有限公司、湖北安井食品有限公司、香港安井食品有限公司, 共计 6 大生产基地 8 个工厂。公司已经形成了以华东地区为中心, 并以此辐射全国的营销网络。

图 4: 安井子公司网络



资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理

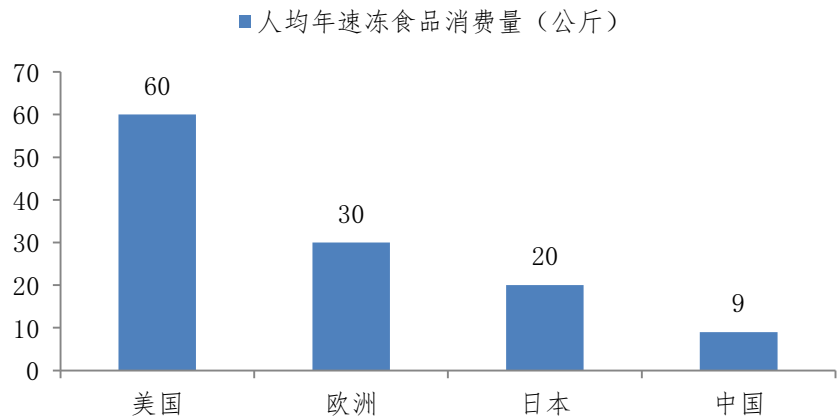
综合公司的发展历程和行业所呈现的特征, 我们认为可以通过行业空间、产业链上下游布局以及公司科学治理策略三个层面分别阐释安井超越同行的竞争优势, 基于分析并根据具体业务规划和费用指标进行假设, 进行投资分析。

速冻行业赛道宽广: 火锅料趋集中, 面米差异化, 小龙虾待爆发

中国人均速冻消费量仅为发达国家的 20%-50%。速冻食品以低温来保存食品原有品质, 同时兼具安全卫生、营养美味、方便实惠的特点, 受到现代社会中提倡高效快捷生活方式消费者的推崇。在发达国家速冻食品发展已具规模, 美国是速冻食品产量最大、人均消费量最高的国家, 人均年消费量 60 千克以上。欧洲速冻食品人均年消费量 30 千克。日本是世界第三大、亚洲第一大速冻消费市场人均年消费量为 20 千克。我国速冻食品起步较晚, 虽然近些年发展速度快, 但目前我国人均年消费量仅约 9 千克, 与发达国家存在一定的差距。随着居民消费水平提升, 城镇化进程下生活节奏日益加快, 速冻食品被更多人接受, 我

国速冻食品消费需求有望向发达国家靠拢。

图 5: 中国人均速冻消费量仅为发达国家的 20%-50%

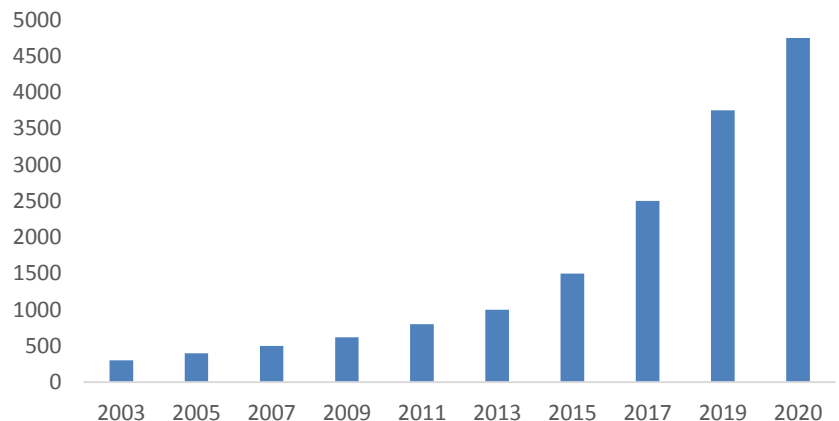


资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

速冻食品省时、保质、价优。现代生活节奏快压力大, 烹饪由于其诸多环节费时费力, “做饭两小时, 吃饭十分钟”这种现象比较普遍。传统的外卖和快餐尽管便捷, 但健康问题常受诟病。而速冻食品同时满足“易于烹饪”以及“保持食材营养”的要求, 也顺应了“宅文化”“懒文化”的都市趋势。从成本来看, 英国速冻食品联合会 (BFFF) 研究显示, 同样的食品购买速冻类型可以为一个四口之家每周节省 34% (7.8 英镑) 的食品开销。中国的速冻食品发展历史较短, 不少消费者对速冻食品仍存在不新鲜、营养价值低的误解, 随着消费者培育加快, 将有利于推动速冻食品消费扩容。

行业受益冷链物流发展扩张。冷链物流水平的提高不仅能够减少浪费、降低食材损耗、增加产业收入, 同时对速冻行业的产能增加有着重要的作用。我国冷链物流市场空间巨大, 发展迅猛。据中国交通运输部官方数据显示, 中国冷链物流行业未来三到五年的市场规模将达 4700 亿元。未来, 结合大数据技术应用, 消费者线上线下购买冷冻产品也会更加便捷, 速冻行业也会得到助力。

图 6: 冷链物流行业市场规模迅速爆发 (单位: 亿元)

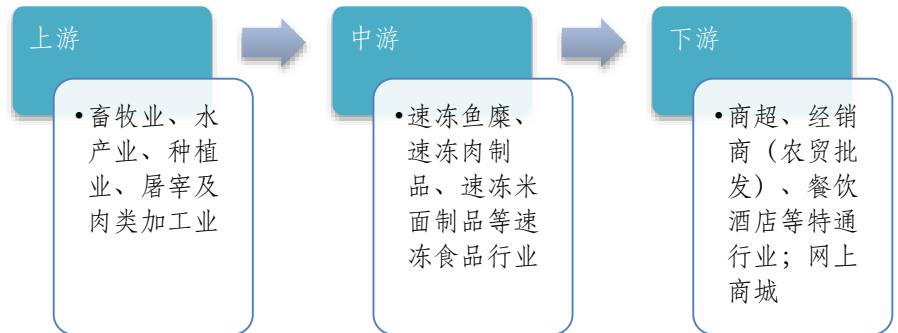


资料来源:《2016 年中国冷链物流市场现状分析及发展趋势预测》, 国信证券经济研究所整理

速冻食品产业链上游是畜牧业、水产业、种植业、屠宰及肉类加工业, 市场竞争较为充分, 国内农副产品价格总体受国家调控, 近些年供需变化下原材料价格也相应波动。中游是包含速冻鱼糜、速冻肉制品、速冻米面等速冻食品制造

行业，不同类别的市场存在差异化的竞争态势。下游则是经销商（农贸批发）、商超（卖场、超市等）、以及餐饮、酒店等。经销商在产业链中扮演着非常重要的角色。安井立足在产业链中游速冻食品制造，规模已做到部分子类龙头，并及时向上下游延伸，具备产业链竞争优势。后文将围绕不同子类行业展开分析。

图 7：速冻食品产业链

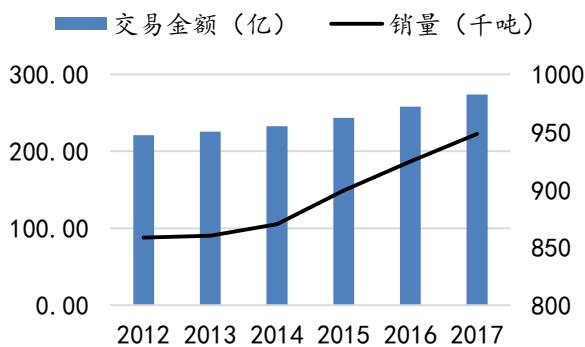


资料来源:公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

火锅制品：从增量时代进入存量竞争，行业集中度提升

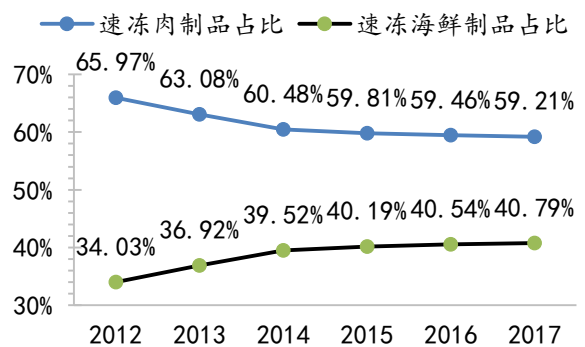
随着我国居民收入、消费水平不断提高，人们对营养丰富、食用方便的速冻鱼糜制品及速冻肉制品的市场需求不断增加，使我国火锅料制品行业近几年得到快速发展。火锅料制品的市场销售规模由 2010 年 160 亿元提升到 2017 年近 273 亿，CAGR 为 8%增速趋稳，速冻火锅料（速冻鱼糜、速冻肉制品）行业从增量时代进入存量竞争时代。从细分品类的市场份额来看，速冻肉制品从 2012 年的 65.97% 降到 2017 年的 59.21%，相反速冻鱼糜制品从 34% 增长到 40.79%。速冻鱼糜的年复合增长率达到 8.64% 高于速冻肉类。工业化的鱼糜制品生产起源于日本，其生产技术先传播至台湾地区后，于 90 年代初引入中国大陆。2002 年以来，速冻鱼糜制品产量高速增长，至 2014 年已达 151.79 万吨。

图 8：速冻火锅料制品销量及交易金额



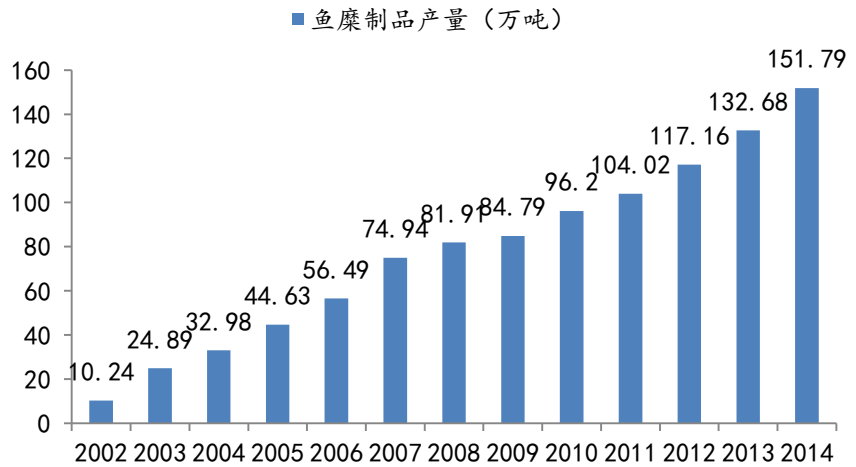
资料来源: Euromonitor，冷冻与冷藏食品，国信证券经济研究所整理

图 9：速冻肉制品和鱼糜制品的销售占比



资料来源: Euromonitor，国信证券经济研究所整理

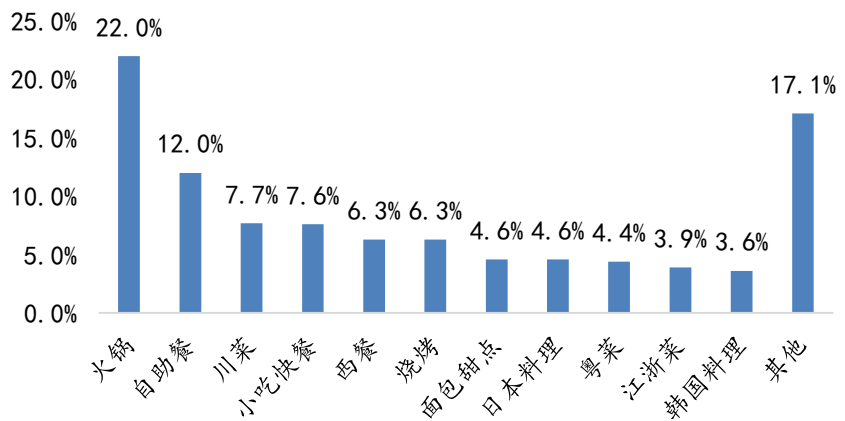
图 10: 中国鱼糜制品产品快速提升



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

“火锅热”带动速冻火锅料增长新活力。火锅作为南北皆存的餐饮形式, 氛围浓烈、食材多样, 兼具休闲与美味特征, 是亲朋聚餐的重要选择。根据美团点评发布的《2017 年中国餐饮业供给侧发展报告》, 在餐饮品类比较中, 火锅是唯一不分地域、文化和季节均人气火爆的类别, 2016 年火锅占据餐饮消费额的 22%, 是当之无愧的中国美食“独角兽”。全国共计 35 万火锅商户, 火锅商户渗透率 7.3%。火锅消费水平高于整体餐饮价格, 全国人均火锅消费价格 65 元。火锅食材多种多样, 总体上牛羊肉、鱼虾等荤菜类最受欢迎, 速冻食材至少占据总体火锅料的三分之一, “火锅热”为速冻火锅料制品带来新活力。

图 11: 中国餐饮市场不同品类占比



资料来源: 美团点评, 国信证券经济研究所整理

图 12: 消费者火锅菜品推荐度 (受欢迎度)



资料来源: 大众点评网、国信证券经济研究所整理

火锅料制品市场: 全国市场分散+部分省份寡头竞争。目前火锅料制品市场的主要竞争格局是“南福建北山东”，加上广东、浙江等沿海省份，构成了目前火锅料制品行业的重点生产区域。不过，由于行业进入门槛不高，行业龙头与大量中小企业共生共存，并未有全国性品牌的确立，即便是年销售额最大的企业安井，在行业中所占的市场份额也仅约 9.4%。

表 5: 火锅料制品行业发展历史

时间	发展概况
1991 年~1998 年	生产企业以台资或台资背景的企业为主，代表企业有海霸王等，销售区域主要局限在福建、广东一带，产品用途比较单一，主要用于火锅配菜，定位为价格较高端的小众产品，仅供酒店等高端消费群体食用。
1998 年~2005 年	中小民营企业开始大量介入，国内本土势力得到快速发展，新兴企业代表主要有发行人、福建海壹食品有限公司、海欣食品股份有限公司等，销售区域逐步跨出沿海向广阔的内陆市场渗透，产品用途仍以火锅配菜为主。
2005 年~现在	全国消费市场的进一步扩大带动了浙江、广东等地区企业的强势介入，价格水平逐步趋向大众化，企业更为注重产品创新，片类、棒类产品陆续出现，并广泛应用于关东煮、麻辣烫、烧烤、煮汤、配菜等多种消费形式。行业逐步进入资本竞争和品牌竞争阶段。

资料来源: 公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

经过近 20 年发展，火锅料行业在近些年也已经逐渐显露出了一定的行业格局，形成了日益清晰的企业梯队，每一个梯队中都有若干实力相当的企业，南方速冻调理肉制品加工企业以安井食品、海霸王、海欣食品等为领导企业，北方则以山东惠发、山东佳士博食品为代表。同时随着食品安全和环保监管日趋严格，行业已进入洗牌后期，市场份额不断向大企业转化，进入预计会有部分不规范的作坊式企业退出市场，使低价竞争的环境有所改善，大企业的品牌优势会逐步凸显并进一步提高。

表 6: 速冻调理肉制品代表企业



安井食品成立于 2001 年 12 月，于 2017 年 02 月上市。公司那主要从事火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面食制品、速冻其他制品的研发、生产和销售。销售区域主要集中在华东，正逐步拓展全国。2016 年主营业务收入 30 亿，2017 年主营业务收入 34 亿。市场占有率 8%左右。

海欣品牌创立于 1903 年。公司 2012 年上市，是速冻鱼糜制品行业第一家上市企业。海欣食品旗下主要分海欣、鱼极和休闲三个系列。销售区域主要集中在上海、华北及华东部分地区。2016 年主营业务收入 9 亿。

海霸王 1994 年进入中国，台商独资企业。公司拥有“海霸王”、“甲天下”品牌，产品品类涉及速冻面食食品、速冻肉制品、速冻鱼糜制品、罐头制品等。销售区域主要集中在广东、西南、上海等地区。年销售额在 20 亿元左右。

福建海壹食品饮料有限公司成立于 1993 年，系香港永天实业集团独资企业，海壹产品以“海旺”品牌为主导，产品线包括速冻鱼糜制品、速冻肉制品，以及汤圆、水饺等面食食品，主要通过农贸批发市场等渠道进行销售，销售区域主要集中在浙江、东北等地区。

山东惠发食品有限公司成立于 2005 年，并于 2017 年上市。公司发展以“惠发”为主要品牌，产品线包括肉丸系列、肉肠系列、肉串、油炸系列等 4 大肉制品系列。销售区域主要集中在长江以北地区。2016 年主营业务收入 8.9 亿。

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 13: 速冻火锅厂家销量分布

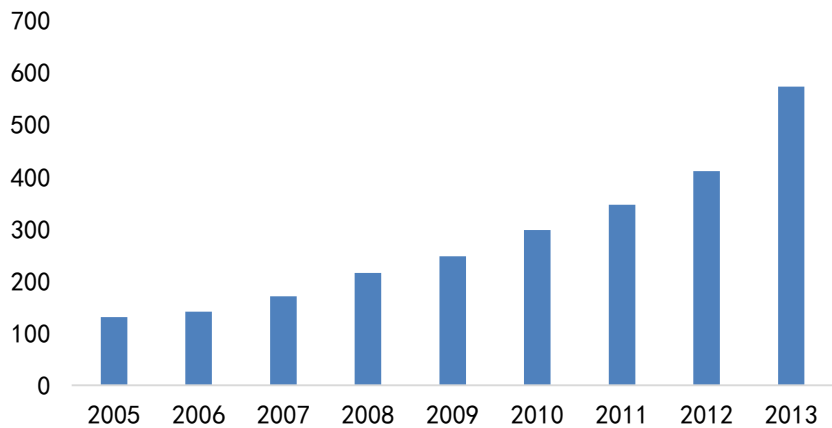


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

速冻米面制品：行业集中度较高，产品呈差异化发展

根据中国产业信息网数据，我国速冻面食产量由 2005 年 129 万吨扩增至 2014 年 528 万吨，年均复合增速为 16.96%，其中 2013 年速冻面食制品行业的产值约为 400 亿元。根据行业预计，中国速冻面食制品行业未来 5 年产销量年均复合增长将达到 13%-17%，发展势头较为迅猛。

图 14: 中国速冻米面食品年产量 (单位: 万吨)



资料来源:Wind, 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

我国速冻米面制品行业成熟度比速冻火锅制品高。速冻米面制品行业发展较为平稳,从上世纪 90 年代开始起步,各地市场上出现了种类繁多品牌各异的产品,地域性比较强,但始终没有一家企业可以拥有足够的规模脱颖而出。经过行业长时间的整合和发展,三全、思念、湾仔码头三大品牌通过改进生产工艺、创新产品种类脱颖而出。三全自 2013 年成功收购龙凤之后,市场占有率跃升至 34%,稳居同行业龙头地位。至此,由三全、思念以及湾仔码头,以总和接近 70%的市场占有率,确立了中国速冻米面行业三足鼎立的新格局。其他竞争者想打破这种稳定的格局比较困难,但是可以通过差异化创新抢占细分市场。

表 7: 速冻米面制品行业发展历史

时间	发展概况
1992-1998 年	于上世纪 90 年代开始起步。初期特征为厂商数量众多,但制造工艺相对落后。产品品种主要以汤圆、水饺等手工制品为主,产品种类比较单一。大多数厂商经营方式粗放,规模小,销售渠道单一。
1999-2005 年	市场中部分佼佼者通过不断改进制作工艺,扩大产品种类和生产能力,利用规模经济,产品成本价格低廉,成品价格较高等优势,逐渐占领行业领导地位。代表企业主要有三全食品股份有限公司、思念食品有限公司。内地市场的发展也吸引其他地区著名厂商在内地建立生产基地,如香港湾仔码头品牌。
2006 年至今	企业生产工艺不断改良,机器设备不断升级,原料配方不断优化使得中国速冻米面制品品种大为丰富,品质大大提升。居民消费能力的增长以及生活节奏加快也相应扩大了市场容量。据行内预计,未来 5 年内中国速冻米面制品行业产销量年均复合增长将达到 13%-17%,势头迅猛。

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表 8: 速冻米面行业代表企业



三全食品股份有限公司成立于 1993 年,于 2008 年在深圳 A 股挂牌上市。三全产品涵盖水饺、汤圆、馄饨、面点等速冻米面制品,公司在成都、天津、广州都建有生产基地,产品销售覆盖全国主要大中城市。根据三全食品业绩快报披露,2016 年其营业收入为 47 亿元。

郑州思念食品有限公司成立于 1997 年,于 2006 年在新加坡交易所主板挂牌上市。公司拥有员工一万五千多人,年生产能力超过 50 万吨。公司产品涵盖速冻汤圆、速冻水饺、速冻面点、速冻休闲食品、速冻西点、速冻调理制品等六大系列、300 多个花色品种。

通用磨坊(中国)投资有限公司隶属于美国通用磨坊有限公司。旗下的“湾仔码头”是主要面向高端市场的速冻食品品牌,以速冻水饺为主打产品。

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

目前,一线城市市场基本由三全、思念、湾仔码头等全国性的几大品牌主导。

在二三线城市除了大品牌之外，还存在一些强势的区域性品牌，如五丰等，目前，一线城市市场基本由三全、思念、湾仔码头等全国性的几大品牌主导。在二三线城市除了大品牌之外，还存在一些强势的区域性品牌，如五丰等，这些品牌通过自身区域优势，产品不断创新形成差异性等特点在所在区域赢得了较大的市场。此外，创新的产品仍然有填补市场空白的机会。

小龙虾：行业空间大，存在爆发增长可能

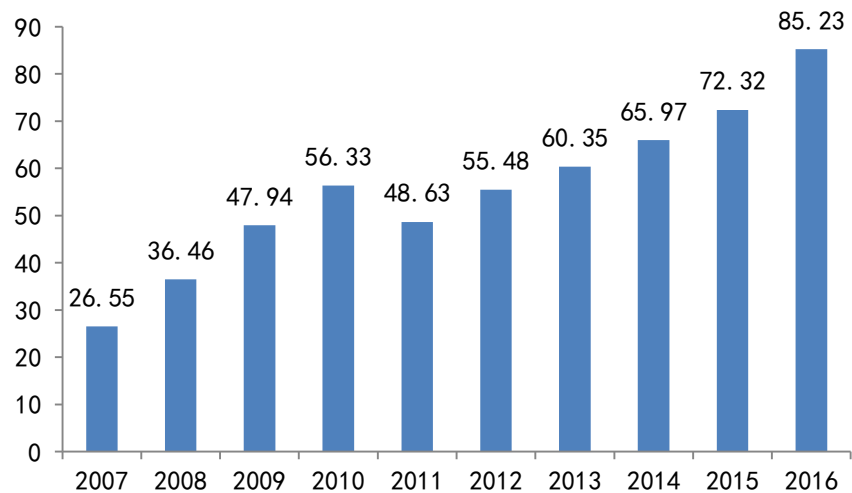
我国小龙虾养殖面积和产量持续快速增长。小龙虾自上世纪 30 年代经日本引入我国以来，相当长一段时间内并未大规模养殖，到 2003 年为止，国内小龙虾产量还不到 5 万吨。受湖北潜江“虾稻连作生产模式”利好，小龙虾产量从 2003 年不到 5 万吨飞跃到 2006 年 10 万吨。然而在 2006 年，由于媒体的负面报道和网络谣言的流传，人们对食用小龙虾的卫生安全信任度下降，直到 2013 年辟谣解除以及需求提升，小龙虾产业开始爆发式增长。根据 2017 年中国小龙虾产业发展报告，2007 年至 2016 年全国小龙虾养殖产量由 26.55 万吨增加到 85.23 万吨，CAGR 为 13.8%。2016 年我国小龙虾消费量 87.93 万吨，较 2014 年增长 32.47%，产值 564.10 亿元，经济总产值 1466 亿。2017 年中国小龙虾产业养殖产量更是达 100 万吨的产量，达到近 2000 亿人民币的产值收入，500 万的就业人员，我国已成为世界最大的小龙虾生产国。

表 9：中国小龙虾供需平衡表 2014-2016（单位：吨）

类别	2014	2015	2016
生产量	689661	765507	899058
消费量	663814	748787	879331
进口量	3931	3228	3633
出口量	29778	19948	23360

资料来源：小龙虾产业发展报告，国信证券经济研究所整理

图 15：全国小龙虾养殖产量（单位：万吨）

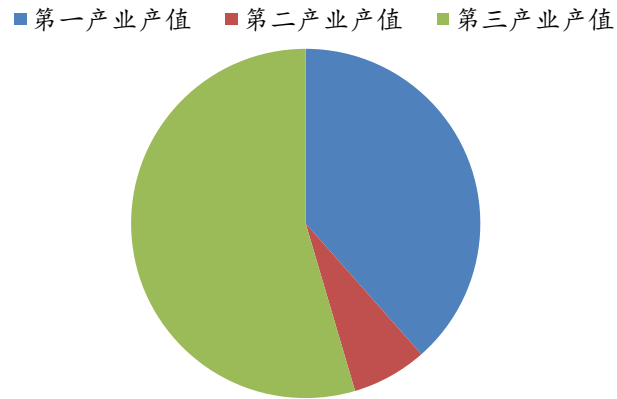


资料来源：小龙虾产业发展报告，国信证券经济研究所整理

第三产业产值高，中上游货源稀缺。在小龙虾产业链中，以养殖业为主的第一产业产值、以加工为主第二产业与以服务为主第三产业产值分别占其经济总产值约 38%、7%和 55%。随着小龙虾美食的不断推广，全国各地专门经营小龙虾或者提供小龙虾食品的饭店逐渐增多。国内市场上，小龙虾的消费分部主要集中于华北、华东和华中地区大中城市。根据大众点评网数据统计，截至 2016 年 8 月，关于小龙虾的餐饮门店高达 1.7 万家。长三角地区的门店占全国总量的 51%。与下游消费需求的火爆对应，中上游小龙虾也迎来发展。在 2018 年

3 月底，部分地区较早迎来了小龙虾的批量上市，现有的小龙虾主要来自江苏金湖和兴化，单重较高的小龙虾批发价比去年上涨了 20%，在小龙虾的知名产地江苏盱眙，2018 年小龙虾平均出塘价高达 50 元/斤。很多虾馆开业需求量大，小龙虾交易市场货源紧缺。

图 16: 小龙虾分产业产值图



资料来源: 小龙虾产业发展报告, 国信证券经济研究所整理

中上游产业发展有望加强，打造供应链一体化。在小龙虾蓬勃发展的同时，行业弊病也越逐渐凸显：上游产量易受天气、灾害等因素影响，虾农为挣钱强行捕捞小虾，破坏养殖计划，导致上下游矛盾激化；流通环节损耗严重，虾成活率低，成本陡增；季节性壁垒，供应端加工、研发技术滞后，受到季节性制约非常大，食品安全也受到质疑。我们认为未来行业将从原来简单的小龙虾餐饮业态竞争，升级为供应链尤其是产业链上游的竞争，只有介入上游，在淡旺季和区域供应方面会更趋合理，有利于改善以往的“断供”“暴涨”情况，而且得益于前期餐饮业的教育，再加上诸如安井等冷冻食品企业的助推，C 端市场的预制小龙虾产品会被越来越多消费者接受，未来家庭消费小龙虾会有着广阔的想象空间。

行业供需空间广阔，资本加持整合加速。从小龙虾供给端看，我国适宜稻虾种养的农田尚有较多未开发利用，在农业部倡导的以“稻虾共作”为代表的稻渔综合种养发展模式下有望提供充足供给。从需求端看，小龙虾直接消费需求仍有一定缺口，出口需求低增，且其加工产品甲壳素及其衍生物在食品、化工、医药等领域有应用价值，产业效益好带动力强，供需两端均有较强发展空间。积极前景引来资本充分关注。据统计，从 2014 年开始，有关小龙虾的项目融资总额已超亿元大关。去年，安井试水小龙虾领域的产品“虾客情”收获颇高口碑，安井食品入股洪湖市新宏业食品有限公司推出洪湖诱惑，顺应小龙虾产业链发展一体化的趋势。一级市场中餐饮供应链品牌信良记先后于 17 年 2 月和 7 月获得 Pre-A 轮 5000 万元融资及 A+ 轮 1.2 亿元融资，近期亦对在上中游具备小龙虾养殖规模的江苏宝龙集团有限公司、湖北莱克楚玉集团完成资本整合，其中宝龙集团创立于 1985 年，是我国小龙虾产业中历史最久、技术最先进的农业产业化国家龙头企业；莱克楚玉集团则是目前我国小龙虾蟹养基地最广、加工产量最大的龙头企业。产业整合加速为提前布局者提供了更多发展机遇，共同分享小龙虾行业大蛋糕。

图 17: 安井入股新宏业推出洪湖诱惑小龙虾



资料来源:冷冻食品, 国信证券经济研究所整理

图 18: 信良记收购宝龙、莱克发展小龙虾业务



资料来源:冷冻食品, 国信证券经济研究所整理

安井产品优势: 火锅米面小龙虾, 三驾马车齐推进

产品线丰富、技术领先, 稳扎稳打奠定行业龙头地位

产品组合丰富, 火锅米面小龙虾三驾马车 1+1+1>3。安井同时拥有火锅料制品、速冻面米制品以及小龙虾三大类产品, 多样化的产品广泛应用于家庭消费、餐饮消费等不同客群需求, 有利于深度拓展细分市场, 并不断培养消费者忠诚度, 有助于实现“1+1+1>3”的规模效益。

行业技术规范制定者, 坚持创新、高端化顺应市场需求。在食品技术方面, 成果颇丰。获得由国家知识产权局颁发的“国家知识产权优势示范企业”, 现拥有全部有效专利数 251 项, 其中发明专利 29 项, 实用新型专利 24 项。截止目前, 安井累计承担国家级项目 10 项, 主持或参与《速冻食品术语》、《冷冻鱼糜》等 48 项标准的制修订工作, 其中 15 项已完成并发布。公司坚持聚焦产品中高端定位, 新产品研发方面按照“研发一代、生产一代、储备一代”的新品规划思路来进行产品研发, 每年可推出一系列较为成功的新产品, 如近几年的霞迷饺、太湖燕饺、烧鱼板等火锅料制品以及手抓饼、红糖馒头、紫薯包等速冻面米制品, 其中亦诞生不少过亿大单品形成规模效应。同时新产品推广情况也列入营销人员考核指标, 确保新产品推广得到足够重视, 大大提高新产品的上市成功率。未来新品研发专注于餐饮点心产品如蛋饺、流沙包、核桃包, 研发高端家用火锅料产品“丸之尊”系列, 肉含量 70% 以上的肉脆丸以及鱼豆腐等产品都有很好的市场反馈, 另外, 也将增加丸之尊量贩装产品全力进军餐饮渠道, 推动产品升级和渠道的更新换代。

图 19: 安井“丸之尊”系列 (仿龙虾球、QQ 鱼籽包、鱼糕)



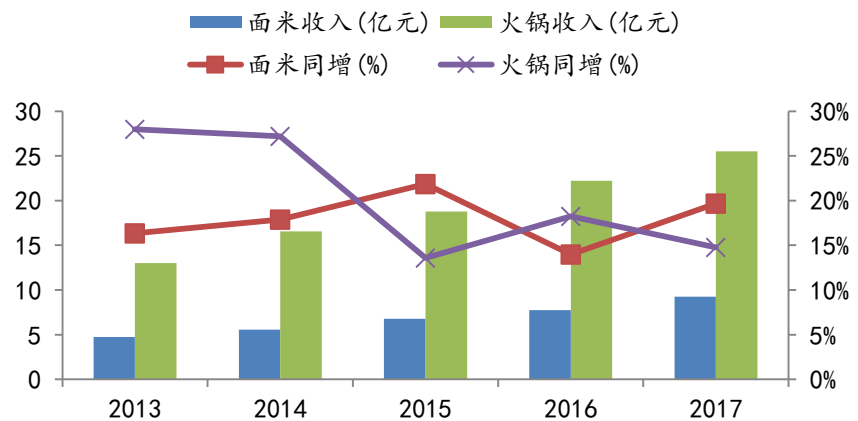
资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

火锅龙头优势显著, 安井近四年市占率由 5.7% 提升至 9.4%, 与对手差距不断拉大。我国速冻产业约 800 亿元规模, 安井 2017 年营业收入 35 亿元, 约占速冻行业 4.25% 的市场份额。从子类速冻火锅料制品来看, 根据中国食品科学技

术学会的数据显示，2013年火锅料制品行业规模230亿元，公司2013年速冻火锅料收入为13亿元，市场占有率约为5.66%。而在2017年产业规模达270亿元，安井25亿收入约占9.4%的市场份额，大幅领先第二名海欣股份5%，火锅料体量高于海欣、惠发、海霸王的总和。但由于产品同质化以及区域性销售特征比较明显，火锅料制品行业格局仍非常分散，目前行业CR5仅21%，行业中大量中小企业未来仍有较强整合空间。安井近四年市占率提升近4pcts。虽然整个速冻火锅料由增量时代进入存量时代，安井却在博弈中掌握了主动权。销售额加速增长，市场占有率稳步提升，在进入洗牌后半程后，随着国家税收法治化以及食品安全、环保监管趋严，安井龙头基础不断夯实，与行业竞争者差距将进一步拉大。

面米制品差异化竞争，销售增速、毛利率均高于火锅制品。根据中国产业信息网数据显示，2014年全国速冻面米制品产量达528.26万吨，公司2014年速冻面米制品的产量、销量分别为6.75万吨、6.42万吨，以产量估算，2014年公司在国内速冻面米制品行业的市场占有率约为1.28%。面米制品行业竞争格局相对稳定，行业厂家之间产品及渠道差异化较为明显，安井为面米制品华东强势品牌，由于行业内前几位龙头产品优势更多聚焦在汤圆水饺，公司采取差异化发展，聚焦发面点心类，打造面点明星单品，陆续研发紫薯糯米球、蛋饺、红糖馒头、红糖发糕、米发糕、核桃包等产品，尤其是餐饮特色产品的研发，渠道方面兼顾经销商和商超，这两年发面及点心类产品稳步增量，2017年销售增速20%较火锅料增速15%高5pcts，毛利率26.9%较火锅料高0.7pcts。

图 20: 面米增速高于火锅增速



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

高瞻远瞩试水小龙虾，三驾马车同步发展

安井前期试水“虾客情”好评如潮，速冻小龙虾解决产业链终端痛点。安井前期试水“虾客情”小龙虾具备定位准确、价格适中、产品质优、渠道广阔等多重优势，毛利率在35%-40%之间远高于传统两大业务。安井速冻小龙虾保质期1年左右，通过液氮技术保证口感，避免季节供应不均的问题，通过传统流通渠道及特通渠道销售，预制产品不再需要专门厨师进行烹制利于推广，而小龙小较高毛利率也使电商渠道成为有效推广途径，未来线上线下有望共同发展。对比周黑鸭小龙虾产品，安井体现出明显的差异化竞争优势。安井小龙虾以亲友聚餐、家庭聚会为方向，产品可以于餐饮和商超等渠道购买，方便快捷，而周黑鸭小龙虾产品保质期短、价格偏高消费人群有限。从口味上看，周黑鸭产品偏甜辣，而安井小龙虾有十三香和麻辣口味，秉承最经典、消费者接受度最高的口味。

图 21：“虾客情”产品包装及消费者网络评价



资料来源:天猫商城, 国信证券经济研究所整理

潜江建厂获虾源, 奠定产业链优势。公司 2017 年 10 月 26 日公告于湖北潜江投资 6 亿元设立华中生产基地, 建设用地共 200 亩, 建设速冻火锅料、速冻面点、调味小龙虾和淡水鱼浆等产品生产车间和全自动立体冷库, 预计 2020 年投产。潜江作为“中国小龙虾之乡”, 拥有丰富的小龙虾资源。而未来小龙虾产值有望从第三产业逐步向中游制造业转移, 公司因时因地制宜设立基地, 为未来小龙虾业务在产业链中上游的优势地位奠定基础, 极富前瞻性和战略眼光。

参股新宏业, 全新推出洪湖诱惑。公司在 2018 年 1 月 9 日发布公告称拟以 7980 万元收购新宏业食品 19% 股权, 同时新宏业承诺 2018-2020 年度净利润分别不低于 0.35/0.36/0.37 亿元。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。本次收购有助于加速进入小龙虾市场并提升冷冻鱼糜的上下游联动效应, 共享销售渠道优势, 有效提升公司盈利。3 月 29 日推出洪湖诱惑小龙虾, 公司 18 年有望围绕新宏业龙虾业务进行着力打造, 通过 OEM 模式进行合作加工, 拓展小龙虾业务。

打造小龙虾全产业链发展, 三驾马车齐头并进。我们认为, 公司及时挖掘前景广阔的小龙虾业务作为继火锅料、面米制品后第三驾马车, 通过共享渠道下沉分销的核心优势进行市场推广, 富有战略眼光。针对小龙虾供应时令性限制和烹制主厨短缺、门槛较高的问题, 公司 2017 年先试水“虾客情”速冻小龙虾获好评, 其次通过潜江建厂获虾源、入股新宏业强化产业链一体发展, 利用上下游规模优势和亦有经销商渠道快速发展小龙虾新业务, 拓展思路清晰, 未来在原有速冻火锅料龙头优势巩固、面米业务差异化赛道发力的过程中, 有望持续获益小龙虾业务爆发增长带来的盈利提升。

深耕产业链一体化: 上下游掌控力强, 中游产能前瞻布局

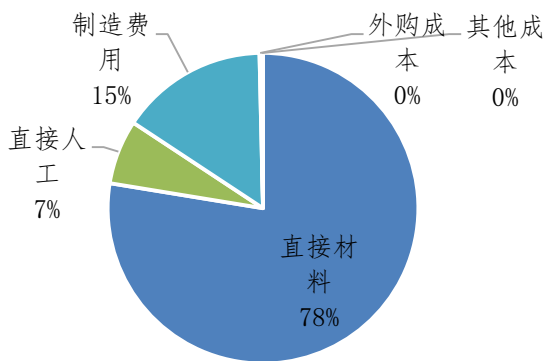
基于广阔的速冻行业发展空间, 秉承产品发展为根的理念, 安井因地制宜、前瞻性的在产业链上下游进行研拓布局和管理, 使其无论在上游采购议价、中游产能拓张以及下游渠道分销管理都走在行业前列。这个优势有利于安井在行业整合过程中快速提升市场份额, 也有利于在新品开拓（如小龙虾）时利用已拥有的在经营速冻产品时的经验和资源, 为拓张新品提供了产业链上中下游的开

局优势。

上游：原料收购量大，议价能力强

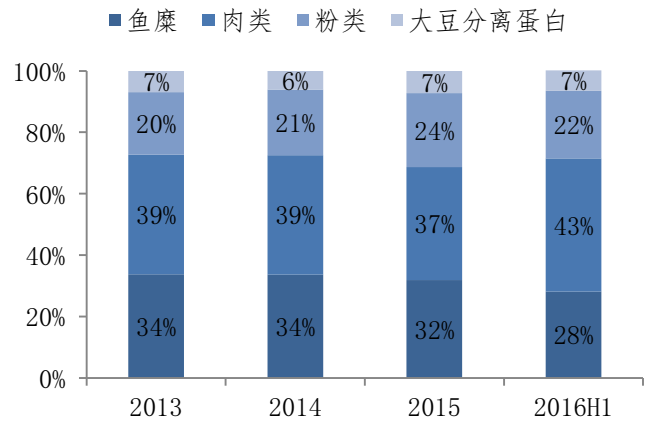
速冻产品原材料为大宗农产品，包括鱼糜、肉类和粉类等，公司产品原材料成本占营业成本的比例在 80%左右，其中鱼糜、肉类比重较大，近期肉类占比替代鱼糜占比提升，原材料价格的波动直接影响公司的盈利。安井作为业内龙头，产能规模不断提升，基于大采购量对原材料上游供应商有很强议价权，而且从近几年的均价与均成本调整来看，安井能够通过均价与销售策略的调整适时转移成本波动的影响。因此近几年虽然原材料价格时有波动，不仅没有挫伤安井的元气，反而突显了公司龙头优势，扩大与竞争者的差距。

图 22：安井成本结构示意图



资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 23：安井原材料采购成本分类占比

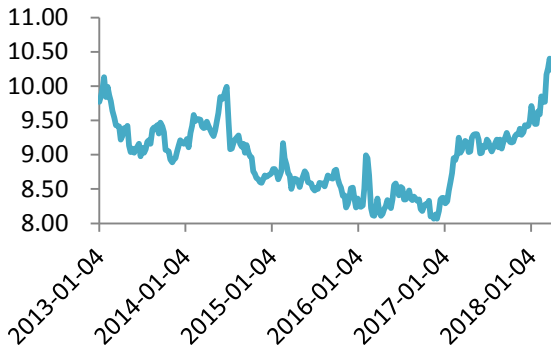


资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司海水鱼浆与淡水鱼浆用量持平，其中海水鱼浆采购量占全行业 20%，进口东南亚高级鱼浆占全行业 50%。鱼浆按来源分为海水鱼浆及淡水鱼浆，海水鱼浆有捕捞成本，淡水鱼浆有养殖成本，公司对于海水和淡水鱼浆的用量基本持平。17 年以前海水鱼浆主要在浙江舟山一带采购，近年来渔业资源变少，海水鱼浆转换至广西北海一带。从进出口来看，由于价格及税收方面的因素，部分国内鱼糜的海外采购客户近年逐步转向越南等地区采购，此外国内亦会从越南等东南亚地区进口鱼浆缓解国内的供给瓶颈，有利于平抑价格过快上涨风险。国内海水鱼浆来看，安井占国内海水鱼浆的 20%，占东南亚顶级优质鱼浆进口量的 50%。

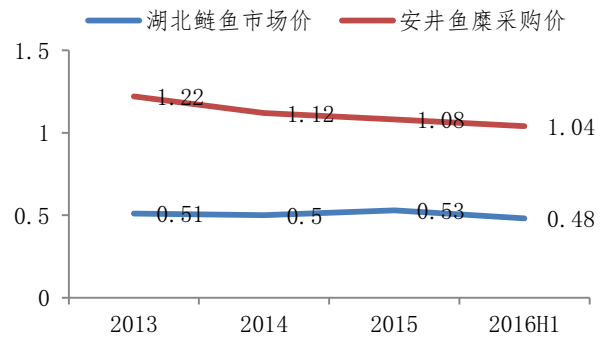
淡水鱼浆替代海水鱼浆缓解供需压力，安井淡水鱼浆采购量占全行业 50%，大规模强议价权+标准制定者+上游布局齐控成本，安井采购价较市场均价低 10-15%。淡水鱼浆用料更多，源地在湖北洪湖、潜江等地，安井淡水鱼浆采购量占行业的 50%。在国内速冻火锅食品对鱼糜需求量增加而海水鱼浆供给不足的情况下，淡水鱼糜的需求大幅增加。随着淡水鱼糜生产工艺以及土腥味等技术问题被解决，淡水鱼原料中副产品(鱼头、鱼腩、鱼尾等)也得到利用，淡水鱼原料开发成本降低，供给量亦有望改善，而以公司鱼糜主要采购来源地湖北等内陆省份淡水鱼糜供给增加更为迅速，缓解原料价格上涨的风险。此外由于安井用量大，上游鱼浆供应公司对安井依赖大，强化了公司的议价能力，安井采购价较市场均价便宜 10-15%。安井不仅是鱼丸行业标准制定者，而且配合能源部制定了冷冻鱼浆行业标准，过去专注在制造业中游，并且参股新宏业提前布局中上游利于控制上游资源避免成本波动影响。17 年以来鱼糜价格上涨明显，而安井通过控制成本提前锁定价格策略有效控制鱼糜吨成本上涨。近两周鲑鱼价格略有回落，未来鱼糜成本上涨压力有望减轻。

图 24: 近两周全国鲢鱼批发价格顶部回落(单位: 元/公斤)



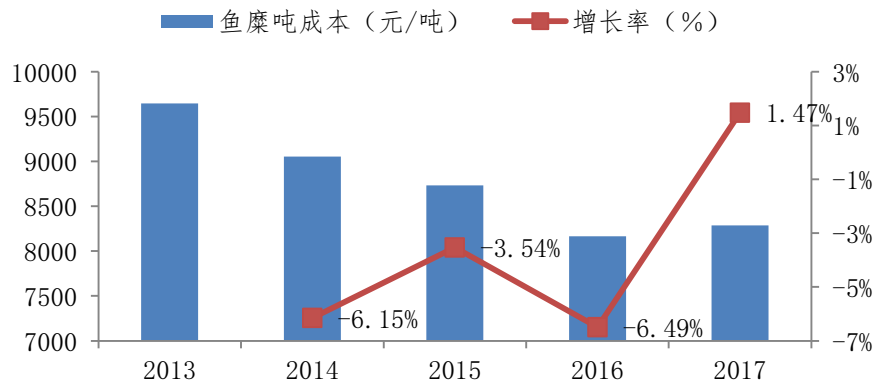
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 历史鱼糜采购价逐年下降(单位: 万元/吨)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

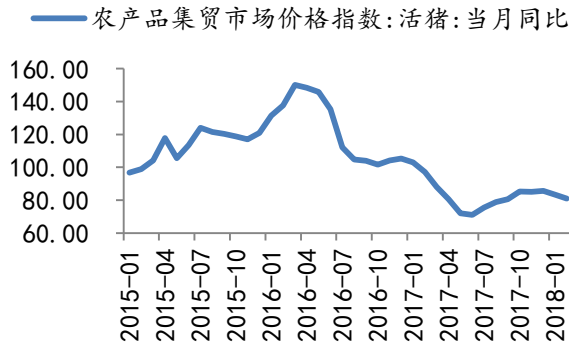
图 26: 安井鱼糜吨成本 17 年前连续三年下降



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

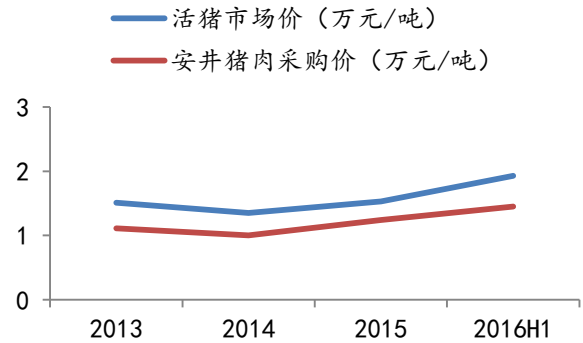
肉类采购历史低于市场价, 近期趋降; 规模化生产利于分散采购+调节配方+原料替代避免成本波动。安井肉类方向采购来源主要在品牌厂家如双汇、雨润, 整体价格优势较鱼浆偏小, 但历史上无论是猪肉还是鸡胸肉采购价格均低于市场均价, 与市场波动较一致。近期猪肉价格同比下降, 鸡鸭肉基本持平, 整体肉类成本趋降。安井猪肉采购相对分散, 优势在调控能力强, 也即自身产品多具备规模效应, 如果部分原料上涨幅度大, 公司会立即进行配方调节, 例如海水鱼浆和淡水鱼浆的替换, 或者用鸡鸭肉替换猪肉原料。由于原料冻品通常保质期长达 1 年以上, 也给予了公司择时采购的空间, 综合考虑原料走势、生产需求和库存安排类大宗商品采购有效避免波动。

图 27: 活猪近期价格指数下滑



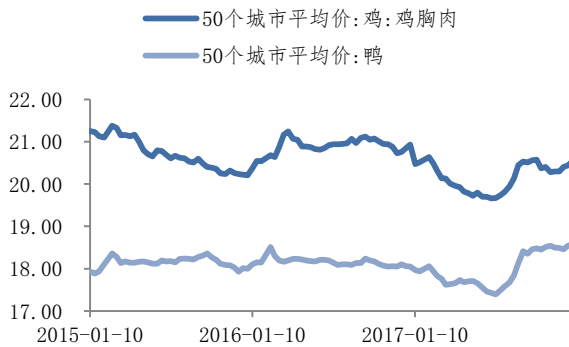
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 历史安井猪肉采购价低于市场, 同向波动



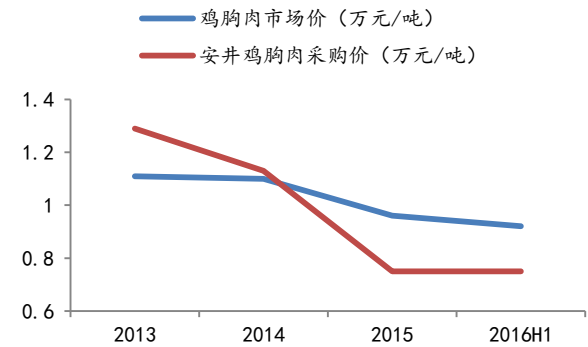
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 29: 鸡胸肉同比波动较小



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

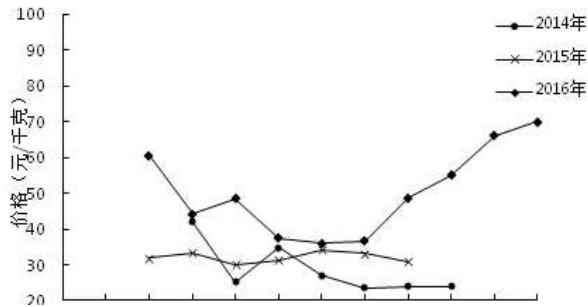
图 30: 历史安井鸡胸肉收购价低于市场价



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

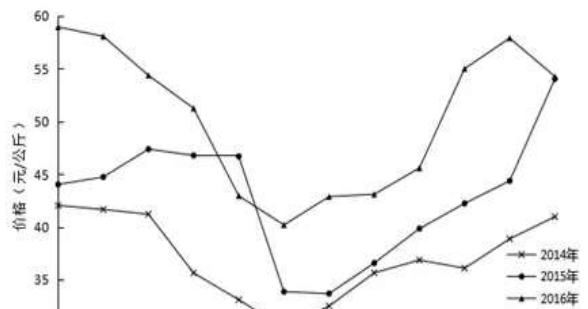
小龙虾的生产供给季节性特征明显, 近期价格提升, 安井提前布局上游获虾源控制成本(潜江设厂+入股新宏业)。根据 2014-2016 年小龙虾批发价格和出塘价格逐年提高, 季节性波动比较明显, 每年 6-7 月旺季期间价格较低, 但春冬淡季期价格偏高, 批发价整体在 30-60 元/公斤波动。小龙虾主要产于长江中下游地区, 5 个主产省(湖北、安徽、江苏、湖南、江西)产量占全国产量的 95% 左右。湖北省养殖规模最大占全国 57%, 2016 年养殖面积 487 万亩、产量 48.9 万吨。在 2018 年 3 月底, 部分地区较早迎来了小龙虾的批量上市, 单重较高的小龙虾批发价比去年上涨了 20%, 在小龙虾的知名产地江苏盱眙, 2018 年小龙虾平均出塘价高达 50 元/斤。考虑到安井已入股的新宏业具有丰富的小龙虾收购来源, 且此前投资建厂地点湖北潜江作为“中国小龙虾之乡”亦有充足的小龙虾资源, 未来安井有望利用上游优势地位有效控制虾源成本。

图 31: 2014-2016 按月小龙虾出塘价



资料来源: 小龙虾产业发展报告, 国信证券经济研究所整理

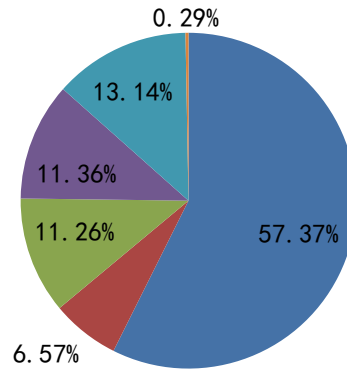
图 32: 2014-2016 按月小龙虾市场批发价



资料来源: 小龙虾产业发展报告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2016 年我国小龙虾养殖产量分布图

■ 湖北 ■ 湖南 ■ 江苏 ■ 安徽 ■ 江西 ■ 其他



资料来源: 小龙虾产业发展报告, 国信证券经济研究所整理

表 10: 2016 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: 小龙虾产业发展报告, 国信证券经济研究所整理

中游: 前瞻布局新产能, 缓解供应压力, 扩大销售半径

安井遵循“销地产”布局策略, 投资建设于江苏泰州、辽宁、四川和湖北建厂以满足市场需求。2013 年, 安井产能利用率达到 141.07%, 生产线处于满负荷运作状态, 后来公司加速扩建步伐。2014 年到 2016 年, 产能利用率为 95.44%、106.32%、94.01%, 2017 年产能也基本饱和, 销售旺季产能不足时有发生, 且已经成为制约公司进一步发展的首要因素。在 2017 年上市后, 在厦门和无锡工厂的基础上, 安井利用募集资金陆续在泰州安井、无锡民生分别新建年产 16 万吨(鱼糜制品 5 万吨、肉制品 10 万吨、面米制品 1 万吨)和扩建年产 4.5

万吨的速冻调制食品项目。公司 2017 年 9 月 6 日发布预案拟发行总额不超过 5 亿元的可转债，投产 15 万吨四川速冻食品生产线建设项目（肉制品 9 万吨、鱼糜 5 万吨、面米制品 1 万吨），建设期 5 年，达产期 8 年，2018 年公司计划加速推进西南基地四川安井的土建工程施工，同时推进华中基地湖北安井以及无锡 7 万吨速冻食品项目建设。

截止 2017 年公司产能约 35 万吨，共有无锡、泰州、辽宁、厦门 4 个基地 6 个工厂，未来计划增加四川、华中基地。目前公司 2018 年公司共计将新增泰州、辽宁、厦门的产能释放，预计带来超 10% 产能增长至超过 40 万吨产能，供需矛盾的缓解助力营收提升。

1. 泰州工厂整体产能利用率约 70%，总共 4 个投产车间中仍能释放约 1.5 车间产能，
2. 东北火锅料工厂：目前已建好的一半工厂产能利用率仅 70%，存在满负荷生产提供增量。
3. 公司在厦门增设了面点车间，预计冬季投入生产，以保证东南市场面点的供应。
4. 无锡工厂 7 万吨速冻食品项目逐步推进。

展望 2019 年，东北辽宁二期加快建设投产；四川工厂 18 年年底试生产、2019 年贡献增量；湖北工厂在 2019 年也将有新产能贡献。

表 11：安井产能投建节奏

地点	类型	2016	2017	2018E	2019E
厦门	火锅	10	12	12	12
	面米			1	2
无锡	面米	8	9	10	10
	一期	8	8	8	8
泰州	二期			5	6
	一期	3	5	6	6
辽宁	二期				2
	四川			年底试产	2
华中					2
合计产能		29	34-35	41-42	49-50

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下游：辐射全国的营销网络和因地制宜的营销策略

辐射全国的营销网络。速冻食品行业对渠道依赖度较高。安井经过几年的发展，目前已经建立了非常强大的销售模式和营销网络。公司营销中心下设 5 个分公司（上海、南京、合肥、厦门、北京五个大中型城市），30 余个联络处（广州、沈阳、郑州、成都、福州等全国主要城市），拥有经销商客户 600 余家、商超网点 3000 多个、特通客户 40 多家，产品辐射超过 4 万家销售终端。包括沃尔玛、永辉、大润发、苏果、卜蜂莲花、新华都、天虹商场、欧尚、家乐福、麦德龙等著名连锁超市，进而形成辐射全国的营销网络。

公司未来将夯实流通渠道，拓展餐饮渠道，适时发展线上电商及半成品供应商。安井一大优势即渠道下沉，掌握行业大商资源，具有成熟的经销商系统。目前公司的渠道策略是“经销商渠道为主，商超渠道为辅”。流通渠道：特通渠道（大 KA、连锁餐饮）约 8:2，其中占比 80% 的流通渠道中约 30% 最终留向为小商超餐饮等渠道，20% 的特通渠道内商超：餐饮约 3:1。所以从最终流向划分来看，传统流通：商超：餐饮占比约 6: 3: 1。公司未来将夯实流通渠道，拓展餐饮渠道，适时分类发展电商渠道。16 年起重视餐饮渠道发展，餐饮渠道消费粘性和复购率高，维护成本低，并且安井多类产品组合有利于打开餐饮渠道，叩响

呷哺、海底捞、真功夫、永和大王等国内多家连锁餐饮都与安井达成了长期的战略合作关系，合作版图持续扩张。目前电商渠道由于冷库建设、物流体系的不完善无法解决最后一公里的配送问题，发展仍有瓶颈。未来公司作为常温休闲食品的半成品供应商也将进一步拓展渠道网络。商超渠道利于消费者和品牌价值提升，但拓展费用较高，需要权衡市场份额、利润、品牌力后谨慎发展。

聚焦细分领域的行业整合，相互匹配渠道和产品资源。公司亦愿意做细分领域内部的行业整合，譬如曾计划收购典发公司拓张餐饮渠道。典发千夜豆腐单品全国第一，且本身具有先发优势及餐饮渠道优势，能帮助安井打开餐饮渠道，餐饮渠道粘性高，若典发被收购后可以用安井的流通渠道卖典发的产品，进行优势互补，但由于对方股权关系未能理顺收购未能落地。

图 34: 安井部分特通商户

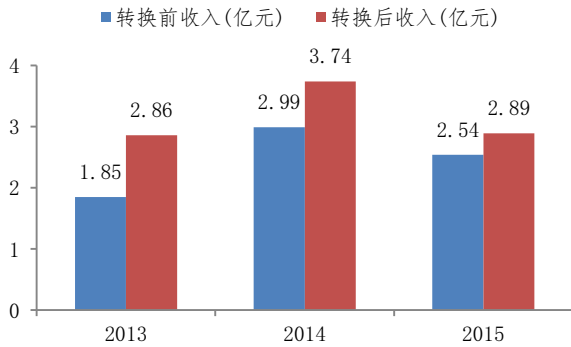


资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

渠道控制能力突出，维系经销商盈利及运营能力。公司主要从渠道、实力、忠诚度、网络等四大层面选择经销商合作伙伴，经销商须有二批分销的能力，在库房建设、人员配备以及物流建设的优势，并且有意愿推广安井产品。安井积极拓展渠道，设立营销人员帮助经销商做产品分销、铺货，共同维护渠道。目前公司有 600 个左右经销商，公司销售团队有 4000 人，其中 1000 位销售人员，3000 位营销人员。考核经销商销售目标及增速、回款完成情况以及新品推广积极性，很多经销商与公司共同成长、从几十万做到千万级较大规模，以 2000、5000 万为分界不同规模并完成对应 KPI 指标的经销商享受不同比例的扣点返利。从进货回款来看，公司销售年度从 4 月 1 号到来年 3 月 31 号，秋冬旺季进货加大；每年两次对账清零，以先款后货模式为基础，并对大商给予一定的账期和发货额度，保证 6-8 次的资金周转频次，维持良好的渠道运营和盈利能力。

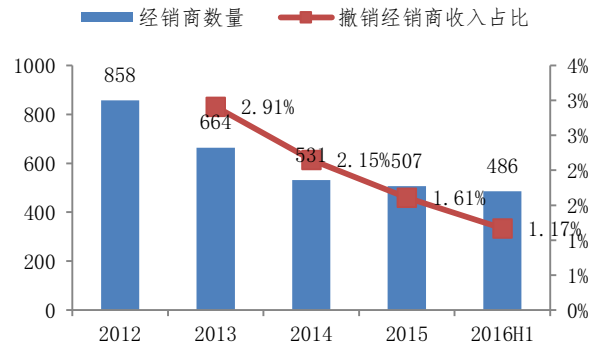
实行优胜劣汰制度，经销商团队精简。2013-2016H1 公司为优化客户资源，对下游经销商逐年进行合并整合，将销售规模较小的经销商客户转为二批经销商，降低管理成本及配送成本，转换后整体收入较转换前收入更大彰显整合效益；另外，及时淘汰撤销与公司市场操作理念不符或长期销量不佳的客户，撤销的经销商平均销售收入均低于 50 万元，销售收入占比 3% 以内影响较小。通过以上两周方式优化下，经销商数量由 2012 年的 858 家降至 2016H1 末的 486 家。

图 35: 经销商转二批后收入增加



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 36: 经销商淘汰对总收入影响较小



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

因地制宜实施差异策略, 特色品宣高质节约。针对细分市场的差异, 安井对福建、江苏等东南强势市场采取密集分销模式, 定期整合淘汰避免串货问题、最大程度精耕细作; 对华北、华中、华南等重点市场采取渠道下沉管理, 以市县为单位设立经销商; 而西北等非强势地区则采取省市级代理制, 适当渠道下沉, 使市场格局更加合理, 进而拉动销售增长。目前东南和华东市场贡献利润较大, 东北地区市占率高位不断提升, 西南、华中、华东等地增速比较快。安井根据火锅料行业渠道特点, 制定了特有的通过视觉营销手段打造渠道品牌(B2B)的宣传策略, 即在卖场内外等地点, 通过门头广告和终端布置等手段来进行渠道品牌宣传, 进而打造出具有安井特色的渠道品牌, 避免常规电视广告等的高额费用, 有效节约市场费用。

图 37: 安井终端广告



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

科学治理战术得当: 团队优秀上下齐心, 三大策略领先同行

优秀的企业发展离不开优秀的管理团队，我们认为安井核心高管具备资深管理经验，在速冻行业内具有高美誉度，且职业经理人模式、高管持股机制也充分调动其积极性，逐步酝酿出了销地产、大单品、高质中高价等经受市场考验、领先同行的战术策略，加速了安井的发展。正是安井对人才的重视、对渠道的控制以及对产能的扩张逐步形成的规模效应，上述优势在短期内难以复制，构建起了安井发展的竞争壁垒。

优秀管理团队，规范化管理，长效的激励机制

团队优秀，治理结构科学，激励充分。安井管理团队核心高管拥有较高学历，且多为食品专业科班出身，无论在业界及学术界均有较高声誉，且几位核心高管均有持股（董事长刘鸣鸣持有 12.64%、总经理张清苗持股 5.35%、生产副总黄建联持股 2.94%、销售副总黄清松持股 2.94%），近期已解禁 6800 万股约占总股本 30%主要涉及上述高管及部分 PE 机构，预计减持总规模不大，且利益绑定下激发管理层更强经营动力。在公司治理层面，公司职业经理人模式较业内其他偏家族化企业有更先进的管理理念，大股东新疆国立民生给予管理层较高自主权，充分发挥管理层经营的主观能动性。对于中高层管理干部也给予具有竞争力的薪酬奖励（优秀的区域经理年收入超 30 万），此外安井劳动合同规范，劳务派遣比重较少，为员工设立医保等多项福利，有助于团队稳定、战斗力提升。

表 12：安井核心团队业界资历深厚

姓名	职位	学历	社会职务及工作经历	股权比例 (%)
刘鸣鸣	董事长	同济大学土木工程本科，经济师	郑州工业大学；河南建业集团总助；福建春天房地产董事长	12.64
张清苗	总经理，董事	厦门大学 MBA，高级经济师	江南大学食品学院董事；无锡工业总经理；海沧区人大代表	5.35
黄建联	副总经理	南昌大学食品工程本科，高级工程师	全国水产标委会委员；江南大学食品专业、集美大学硕士生；多项行业标准起草者	2.94
黄清松	副总经理	本科	无锡工业营销副总经理	2.94
唐奕	财务总监	本科，高级经济师	无锡工业财务经理	
周文果	技术总监	本科，高级食品工程师	厦门食品安全委员会专家	
梁晨	董秘	法学硕士	华顺民生证券部副总经理	
章高路	董事	南京理工大学本科	国力民生董事长，闽福发 A 董事	
边勇状	董事	经济学博士	国力民生首席经济学家	
崔艳萍	监事	本科	国力民生行政总监	

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

环保、税收管理规范，行业加速洗牌。现在速冻行业洗牌进入后半程，在前期发展过程中，不少企业一味追逐销售与盈利，在食品安全、税收、环保、人员招募等环节投入力度比较欠缺以节约成本，因此也出现了小企业非规范分散化经营的行业乱象。但随着近年来政府在税收、环保监管政策不断收紧，相继在 2016 年上线金税三期系统利用大数据监管企业税务情况以防止偷税漏税，并在 2017 年相继出台环保排污许可和分类管理等多项条例，政策出台提高经营成本挤占小企业生存空间，有利于前期规范化经营的龙头企业不断壮大。安井税务情况合规，在早期就投入数千万建设环保设施和排污处理，治理成本提前锁定，在政策趋严、行业出清中占据主动扩大龙头优势。

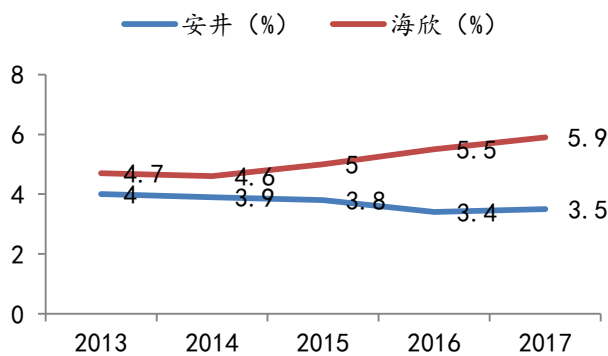
策略一：销地产获取采购、物流成本优势

基于销地产策略异地建厂扩张，未来海内外均有空间。历数安井的产能拓张过程，从福建厦门、江苏无锡、泰州覆盖东南华东区域，到辽宁鞍山、四川资阳建厂分别覆盖华北京津、东北三省及西南等区域，再到湖北潜江拟建厂拓宽产

品销售半径，公司扩产主要从三个层面进行考量：1. 当地采购生产当地销售，只有当地拥有一定的市场规模和销售体量后才考虑建厂；2. 减少物流成本，譬如东北建厂可以辐射东北甚至华北地区。3. 当地人工以及养殖业成本优势，一方面务工人员返乡就业趋势下部分区域人工成本较低，另外靠近原材料产地（譬如依托东北较丰富的养殖业）获取成本优势。除了国内市场，国外很多产品也是速冻为主，消费习惯更领先，需求市场不小。思念于美国修建工厂，欧洲尚无中国工厂，当地建厂费用较低，生产方式灵活，而华人社区超市和餐饮店有需求。未来安井也将看准机会布局海外，围绕自身优势拓展新品类，调研显示目前公司通过经销商出口业务仅约 5000-6000 万元，仍有较大拓张空间。

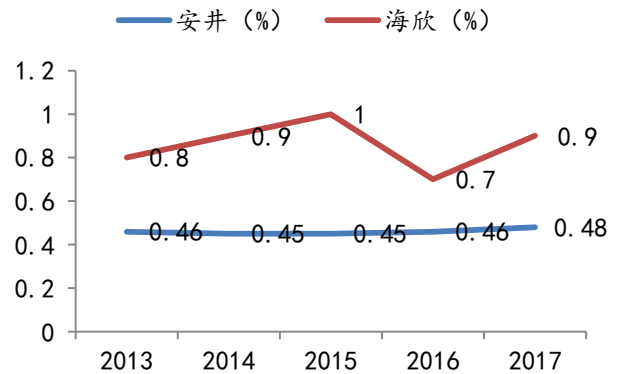
安井销地产有效控制物流费用及差旅费用，降低销售成本。除了安井异地建厂外，同行中的惠发和海欣都是在本地设厂，由于速冻食品有物流的瓶颈，冷链物流距离超过 600-700 公里后成本会明显上升，公司的物流费用率逐年下降而海欣无销地产模式下物流费用明显较高，差距逐步拉大，类似的海欣差旅费用率也明显较高，安井优势显著。

图 38: 安井物流费用率下降且低于海欣



资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 39: 安井差旅费用率较海欣偏低

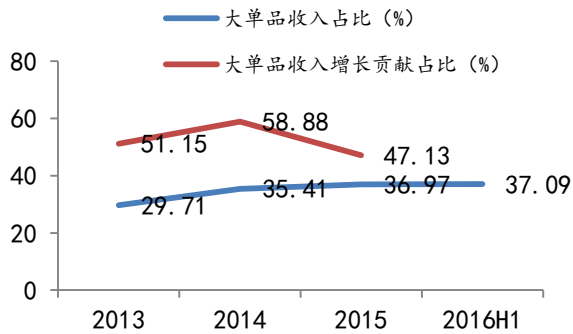


资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理

策略二: 大单品策略获取规模化、议价权优势

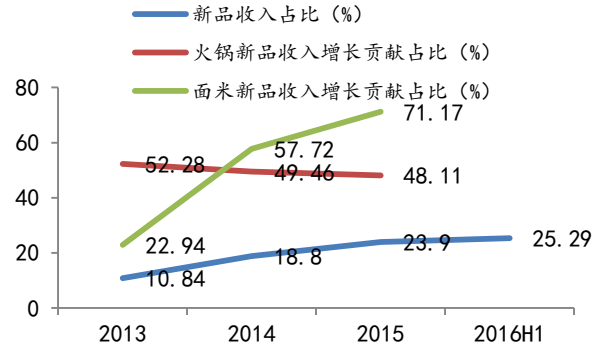
大单品策略明确，收入贡献度高。公司产品策略明细，分为战略单品和战术单品策略（全国大单品、区域大单品），集中公司资源打造出撒尿肉丸、霞迷饺、千夜豆腐等全国性战略单品和爆汁小鱼丸、手抓饼、紫薯包等区域性战略单品，战略单品的爆发也能以点带面带动其他单品销售。公司 12 大单品（撒尿肉丸、霞迷饺、千夜豆腐等）收入占比由 13 年的 29.7% 提升到 16 年 H1 的 37.1%，而在 2013-2015 年对公司收入增长部分的贡献度为 51.2%、58.9% 和 47.1%，成为业绩成长的重要拉力，千夜豆腐一款大单品 2017 年就完成了 2.6 亿的销售收入。另外，公司按照“及时跟进、持续改进、适度创新”的新品研发理念，持续不断推出适销新品，新品营销也遵循大单品策略，保证新品上市得到足够重视和资源倾斜。新品如太湖燕饺、霞迷饺、手抓饼、Q 鱼板、迷你系列、三片两肠组合等也成为贡献收入增长的重要部分，尤其在差异化发展的面米面米制品上，新品贡献已超过 70%。

图 40: 大单品收入贡献度高



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

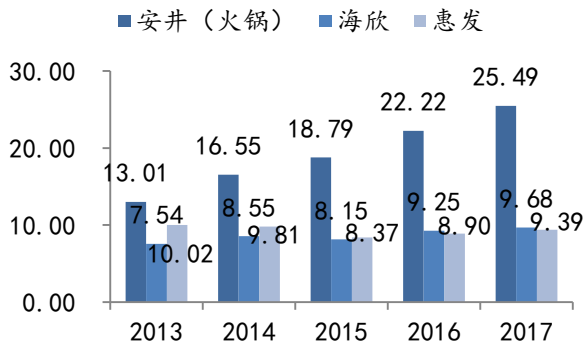
图 41: 新品收入贡献度高



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

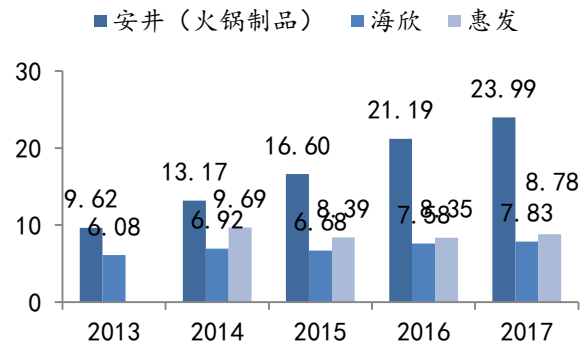
大单品策略也利于发挥生产的规模化优势, 降低成本和费用压力。安井优势在规模化下调控能力强。重点销售几十款大单品, 以海参丸为例, 如果海参价格上涨, 可以调整销售结构, 减少促销折扣, 作为变相的涨价方式。另外若猪肉涨价偏高, 也可以采用鸡肉作为替代, 因此终端操作和工艺配方在大单品模式下都有更好的调节空间。2017 年安井火锅料制品销量为 24 万吨, 而海欣食品和惠发仅分别为 7.83、8.78 万吨, 安井销售收入亦高于两个竞品的综合, 规模优势下安井食品销售费用和管理费用均保持同业低位。

图 42: 安井火锅类销售收入规模领先 (亿元)



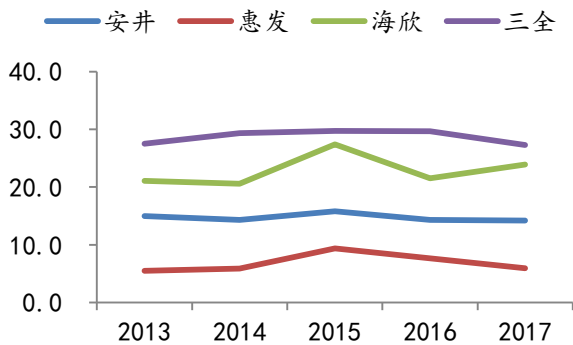
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 43: 安井火锅味销量规模领先 (万吨)



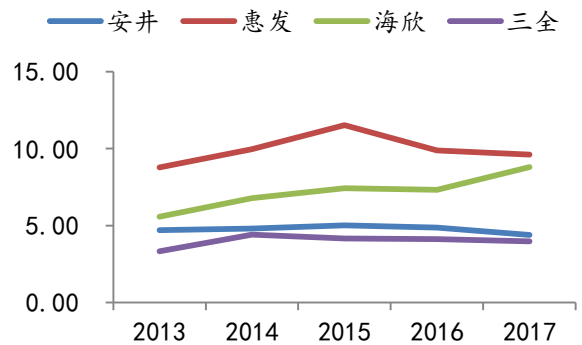
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 44: 安井规模化下维持偏低销售费用率



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

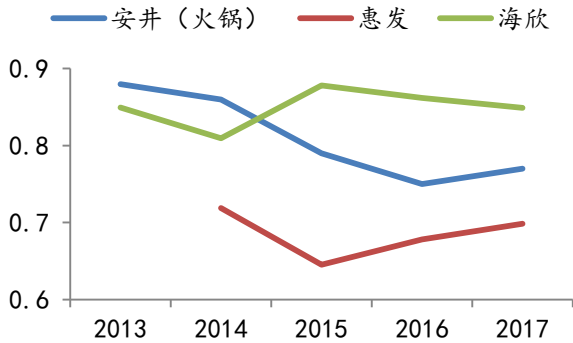
图 45: 安井规模化下维持业内偏低的管理费用率



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

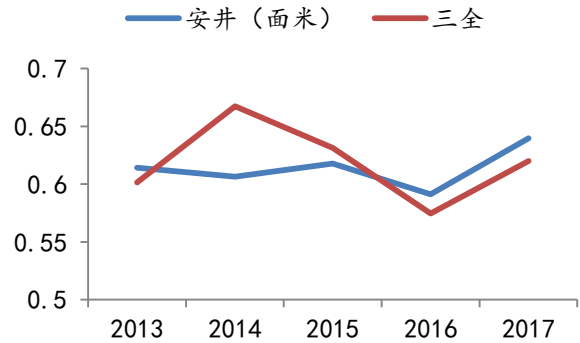
大单品采购量大、议价力强，规模效应吨成本优化。规模化的生产和采购不仅持续扩大安井食品的份额优势，吨成本也随之下降，其中火锅料成本由 2013 年的 0.88 万元/吨降至 2017 年的 0.77 万元/吨，降幅业内最为明显；而面米业务尽管规模上与龙头三全相比仍有较大差距，但差异化大单品策略下成本相差较小，且安井的面米成本保持在 0.61-0.64 万元间较为平稳，预计未来随着规模扩增仍有优化空间。

图 46: 安井火锅料成本优化明显，位于同业中游



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 47: 安井面米成本略高于三全，波动较小

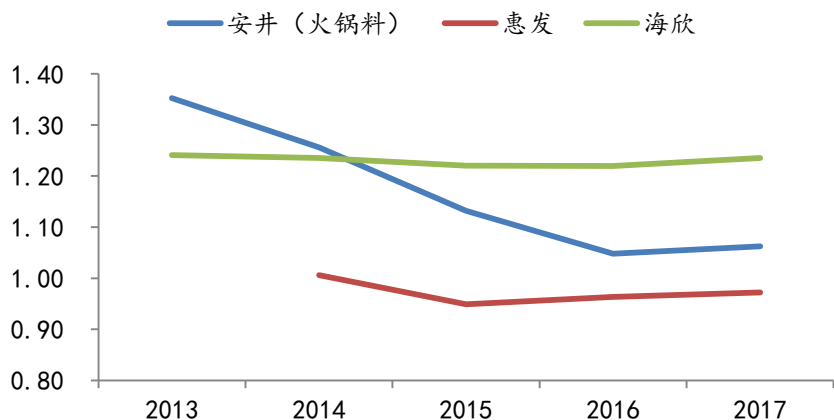


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

策略三: 高质中高价保证终端消费竞争力及渠道活力

从定价策略来看, 安井在具有市场份额和规模优势的情况下仍然采取“高质中高价”的定价策略。一方面从终端上仍然坚持为消费者提高质优价美、具备高性价比的速冻产品, 坚持“好鱼做好丸”用最好的原料(鱼丸鱼浆含量高等级高)打造产品高品质与行业大量中低档产品形成鲜明区隔, 而同时通过前述的规模生产和采购优势打薄成本以便定位于中高价位段竞争; 另一方面, 从渠道上给予经销商一定的盈利空间, 但同时仍然维持一定的促销政策以扩大龙头优势, 挤压中小企业的生存空间, 从而在消费者对产品品质要求升级、行业趋于规范的过程中不断提高市场占有率。从火锅行业来看公司市场覆盖率最高, 行业中是第二第三第四的总和, 但 CR4 市占率未超过 20%, 分散格局仍有提升空间。

图 48: 安井火锅料均价介于海欣及惠发之间近年下降明显(万元/吨)

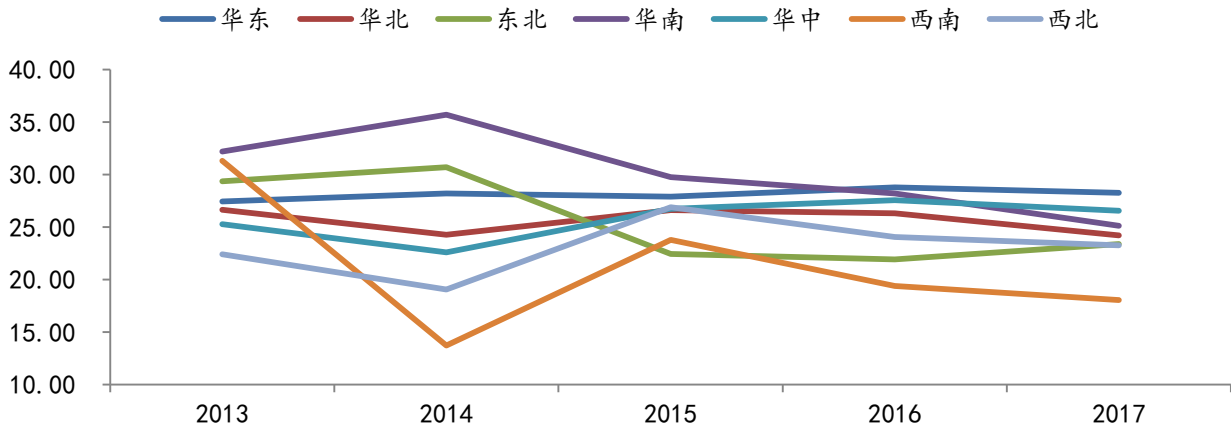


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

提价谨慎, 分强弱势区域采取差异化战略。对于东南沿海(浙江南部、广东、福建这块)华东等相对强势市场适当提高价格提升盈利; 而其他如西南等弱势区域将仍然通过适当价格战来优先挖掘市场份额, 也出于两个考量因素: 1) 地

区消费习惯不同：食料的品质在当地消费习惯中无法体现，例如西南市场增速翻番，西南地区吃辣，鱼丸在红油中丧失食材本身的味道，与福建地区消费习惯不同，食材本身的味道品质容易区别出来，因此在西南地区不能简单提价。2) 另外当地消费能力尚未达到高端程度。

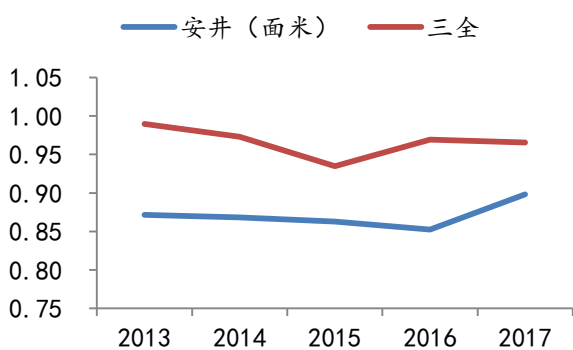
图 49：安井各区域毛利率对比图，华东中华南较高，西南西北偏低



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

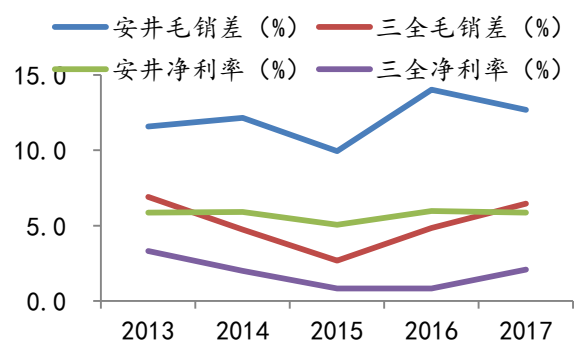
安井 vs 三全：低价竞争、毛销差、净利率有优势。虽然都做速冻食品，但聚焦产品不同，三全以速冻面点为主，主要渠道在商超，具有较高的销售费用率，以及较高的定价模式；安井以速冻火锅料为主，主要渠道在流通渠道，占比 80%，20%商超渠道，销售费用率较低，而面米制品还处于差异化抢市场的过程，定价较低相对毛利率也偏低。但对比毛销差（毛利率-销售费用率）看安井较三全仍具备比较强的盈利勇士，安井净利率相对较高也得益于规模效应以及高效的渠道控费能力。

图 50：安井面米均价低于三全（万元/吨）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

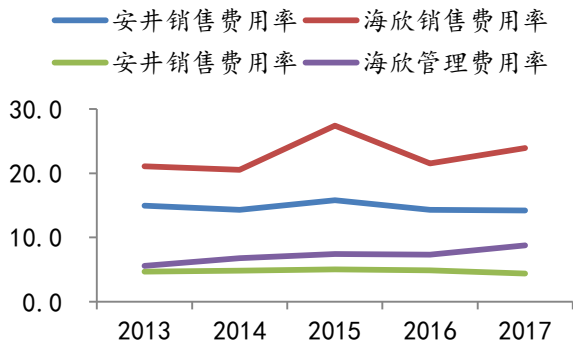
图 51：安井毛销差及净利率均优于三全



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

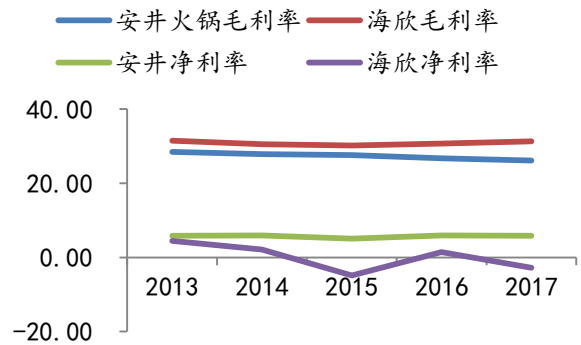
安井 vs 海欣：费用率、净利率明显占优。对比安井和海欣，海欣业务均为火锅料，而安井还有面米业务。行业龙头安井食品毛利率略低于海欣食品，主要原因为安井通过一定的价格促销策略扩张积极抢占市场，也因此带来销售规模优势，使得安井在销售费用率和管理费用率净利率远高于海欣，差异较大的原因为销售费用率与管理费用率。

图 52: 安井费用率明显优于海欣



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

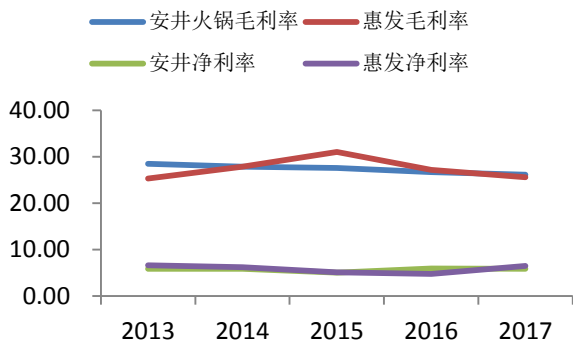
图 53: 安井较海欣毛利率低、净利率远高



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

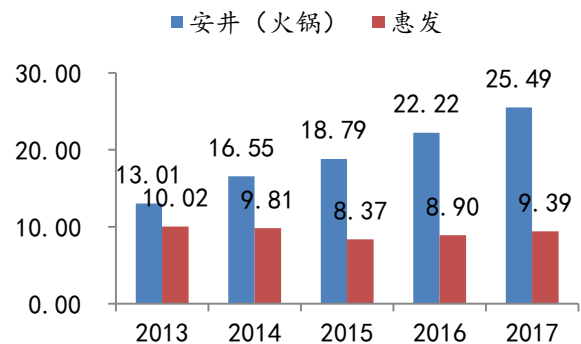
安井 vs 惠发: 区域规模优势足, 扩张速度更优。惠发产品亦以火锅料为主, 但安井与惠发的定价策略和覆盖区域存在差异: 安井主要覆盖福建、华东等地, 产品鱼肉为主、走高质中高价路线, 吨生产成本更高质量更优; 而惠发以鸡肉为主, 主要覆盖山东等华北区域, 更关注产品性价比, 但低价策略也导致其产品存在区域销售限制, 很难向南方拓展。近几年尽管两者盈利能力相差不大, 但惠发收入下滑, 安井的规模化程度明显提升, 安井 2013-2017 火锅业务收入 CAGR 为 18.3%, 而同期惠发 CAGR 为 -1.6%, 安井火锅料整体销售规模已超过惠发的两倍, 并在采购端的鸡胸肉采购价较惠发渐显优势, 未来安井在稳固南方市场基础上拓展北方业务也对惠发市场份额形成一定的蚕食作用。

图 54: 安井与惠发盈利能力接近



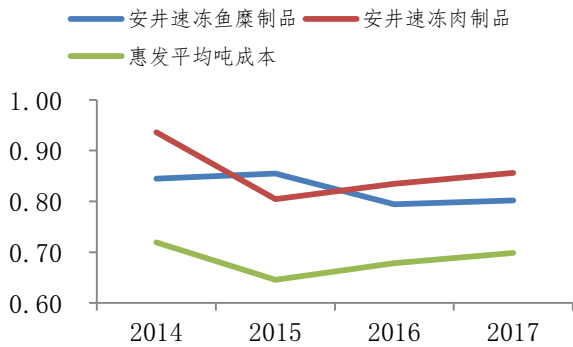
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 55: 安井规模发展较惠发更优更快



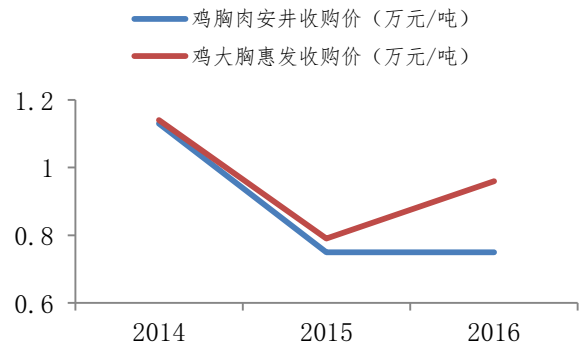
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 56: 安井火锅料吨成本高于惠发



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 57: 安井鸡肉收购价低于惠发



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

投资建议

关键假设

综合考虑公司各项经营策略下的业务增长情况及费用支出表现, 我们对公司发展作出如下假设:

1. 2018-2020 年火锅料制品业务进一步巩固优势, 收入增速在 15%-16%, 毛利率 25%-26%保持平稳。
2. 2018-2020 年速冻面米制品收入增速较火锅料更快, 追赶业内龙头, 增速在 21-23%, 追赶策略下定价偏谨慎毛利率为 27-28%。
- 3: 小龙虾业务由合作新宏业到中后期自营品牌推广规模有望逐步扩大。2018-2020 年收入 2/4/6 亿元, 毛利率为 36-40%。
4. 销售费用率、管理费用率未来随着龙头优势以及产能规模效益提升将逐渐下降。

表 13: 安井食品主要产品收入成本盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E
收入 (百万元)					
火锅系列	2222	2549	2952	3406	3908
增长率 (%)	18.22	14.75	15.82	15.37	14.73
米面系列	774	926	1129	1398	1733
增长率 (%)	13.96	19.68	21.90	23.90	23.90
小龙虾业务	0	4	200	401	641
增长率 (%)	-2.82	117.63	5000	100	60
其他	1	5	6	7	9
增长率	-58.24	265.63	20.00	20.00	20.00
营业总收入	2997	3484	4287	5213	6291
增长率 (%)	17.00	16.27	23.06	21.58	20.68
毛利率					
火锅系列	26.71%	26.13%	25.80%	25.73%	25.60%
米面系列	28.31%	26.88%	27.57%	28.26%	28.95%
小龙虾业务		1.40%	38.00%	40.00%	40.00%
整体毛利率	27.12%	26.27%	26.80%	27.47%	27.96%
盈利能力					
销售费用率	14.17%	14.07%	13.80%	13.50%	13.20%
管理费用率	4.82%	4.36%	4.30%	4.20%	4.10%
归母净利润 (百万)	177.41	202.44	274.22	379.29	502.06

增长率 (%)	38.23%	14.11%	35.46%	38.32%	32.37%
---------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

盈利预测

公司重视新品推广, 2018 年计划将发面点心与高端火锅料新品双剑合璧, 并挖掘高毛利小龙虾业务增量, 加大对餐饮渠道开拓, 产能投放+增量新品升级+多渠道发力, 看好龙头强化带来业绩高增。预测 2018-20 年 EPS 1.27/1.76/2.33 元, 分别提升 35.46%/38.32%/32.37%, 对应现价 22/16/12 倍 PE, 相比可比公司有明显优势, 维持“买入”评级。

表 14: 估值与可比公司比较

公司名称	当前股价 2018/4/23	市值 (亿元)	PE			EPS		
			17	18E	19E	17	18E	19E
安井食品	28.22	61	30.0	22.2	16.0	0.94	1.27	1.76
可比公司								
海欣食品	4.79	23	N.A.	N.A.	N.A.	-0.06	N.A.	N.A.
惠发股份	17.80	21	30.7	29.2	27.8	0.58	0.61	0.64
三全食品	7.60	62	84.4	47.5	31.7	0.09	0.16	0.24
可比公司平均			57.6	38.4	29.8			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

产能建设不达预期

公司目前产能利用率较高, 未来销售仍然较依赖产能建设落地的节奏。

原料价格波动

鱼糜、面粉等原材料成本若大幅波动短期可能对公司盈利造成影响。

食品安全问题

若出现行业性速冻食品安全事件, 将对产业链上下游的经营均造成负面影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	376	540	836	1349	营业收入	3484	4287	5213	6291
应收款项	115	157	173	225	营业成本	2569	3138	3781	4532
存货净额	804	1079	1189	1530	营业税金及附加	33	43	52	63
其他流动资产	432	453	448	472	销售费用	490	592	704	830
流动资产合计	1727	2229	2647	3576	管理费用	152	184	219	258
固定资产	1150	1234	1227	1216	财务费用	2	(6)	(15)	(25)
无形资产及其他	88	83	77	72	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	3088	3572	3968	4881	营业利润	234	336	473	632
短期借款及交易性金融负债	170	0	0	0	营业外净收支	11	20	20	20
应付款项	752	1076	1126	1513	利润总额	252	356	493	652
其他流动负债	471	609	690	863	所得税费用	58	82	113	150
流动负债合计	1393	1685	1815	2377	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	202	274	379	502
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1393	1685	1815	2377	净利润	202	274	379	502
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	3	0	0	0
股东权益	1693	1885	2151	2502	折旧摊销	96	98	102	96
负债和股东权益总计	3088	3572	3968	4881	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	2	(6)	(15)	(25)
关键财务与估值指标					营运资本变动	125	399	119	486
每股收益	0.94	1.27	1.76	2.33	其它	(74)	(291)	(126)	(356)
每股红利	0.28	0.38	0.53	0.70	经营活动现金流	355	475	459	704
每股净资产	7.84	8.73	9.96	11.58	资本开支	(688)	(80)	(80)	(80)
ROIC	20%	17%	25%	34%	其它投资现金流	7	15	15	15
ROE	12%	15%	18%	20%	投资活动现金流	(681)	(65)	(65)	(65)
毛利率	26%	27%	27%	28%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	9%	10%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	11%	12%	支付股利、利息	(63)	(76)	(98)	(126)
收入增长	16%	23%	22%	21%	其它融资现金流	543	(170)	0	0
净利润增长率	6%	6%	7%	8%	融资活动现金流	480	(246)	(98)	(126)
资产负债率	45%	47%	46%	49%	现金净变动	155	164	296	513
息率	1.0%	1.3%	1.9%	2.5%	货币资金的期初余额	307	376	540	836
P/E	30.1	22.2	16.1	12.1	货币资金的期末余额	376	540	836	1349
P/B	3.6	3.2	2.8	2.4	企业自由现金流	(409)	388	373	618
EV/EBITDA	16.9	12.5	9.2	6.6	权益自由现金流	(410)	223	385	637

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032