

# 餐饮外卖驱动火锅底料业务发展，小龙虾业务值得关注

首次覆盖报告

马浩博(分析师)

袁雨曦(联系人)

证书编号: S0280518060002

证书编号: S0280118010037

## ● 安井食品为火锅料行业龙头，产品线丰富+股权结构清晰+经营业绩稳健:

安井主营速冻火锅料制品和速冻面米制品，产品种类丰富，以流通和餐饮渠道为主。公司股权结构清晰，近5年经营业绩稳健，2013-2017年收入、净利润CAGR分别为18.18%/18.05%。盈利能力领先同行，2014年以来ROA和ROE高于惠发、海欣、三全。

## ● 火锅料行业受益于火锅+外卖的快速发展，小龙虾业务值得期待

火锅底料市场规模约400亿左右，集中度CR3仅为13%，龙头安井市占率仅5%，龙头安井有充分的提升空间。而2016年火锅占据餐饮消费额的22%，位列第一。2013-2017年收入从2813亿元增长至4362亿元，CAGR 11.6%，远高于其他类型餐饮。火锅餐厅数目预计达89万家，相比2013年接近翻倍。在线外卖餐饮业稳定增长。艾媒咨询数据显示，2017年在线餐饮市场规模突破2000亿元，5年CAGR达43.6%。在线餐饮外卖用户2017年突破3亿人。餐饮和外卖驱动了火锅底料行业的快速发展。小龙虾行业规模1400亿，目前各家跑马圈地，安井通过对餐饮的B2B冷链网络嫁接非龙虾为主的餐饮配餐渠道，B2C渠道则由电商运营。收购新宏业、联合京东生鲜平布局小龙虾全产业链。

## ● 安井在速冻食品具备成本、产能、渠道优势，B2B业务集中度提升速度快:

2013-2016年公司吨成本从0.62万元/吨降至0.54万元/吨，规模化明显，预计三年后贡献新增产能19.5万吨，并巩固立足华东、辐射全国的产销布局。下游渠道整合优化，费用控制力强。经销商数量精简内部结构优化，大商占比提升，并依区域市场成熟度制定经销商管理策略。安井销售费用率持续低于海欣、三全。在成本优势和流通渠道主导的基础上，安井产品定价高质中高价，利于提升市场份额。

## ● 盈利预测与投资评级:

我们预计公司2018-2019年收入分别为42.99/52.81亿元，同比增长23.4%/22.8%，对应EPS分别为1.18/1.51，同比增长25.53%/27.97%。对应PE29.6/23.2倍。给予“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示: 小龙虾行业成长不达预期，食品安全问题。

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2997	3,484	4,299	5,281	6,508
增长率(%)	17.0	16.3	23.4	22.8	23.2
净利润(百万元)	177.4	202	255	326	424
增长率(%)	38.2	14.1	26.1	27.9	29.8
毛利率(%)	27.1	26.3	27.5	27.9	28.1
净利率(%)	5.9	5.8	5.9	6.2	6.5
ROE(%)	17.7	12.0	13.5	14.9	16.5
EPS(摊薄/元)	0.82	0.94	1.18	1.51	1.96
P/E(倍)	42.62	37.4	29.6	23.2	17.8
P/B(倍)	7.53	4.5	4.0	3.5	2.9

## 强烈推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.06.29

收盘价(元):	35.0
一年最低/最高(元):	22.0/39.5
总股本(亿股):	2.16
总市值(亿元):	75.61
流通股本(亿股):	1.23
流通市值(亿元):	43.0
近3月换手率:	148.82%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.83	40.89	44.07
绝对	-10.53	31.05	39.77

### 相关报告

## 目 录

1、 公司简介：产品线丰富+股权结构清晰+经营业绩稳健 .....	4
1.1、 安井为产品线丰富的火锅料行业龙头 .....	4
1.2、 公司股权结构清晰、经营业绩稳健 .....	4
2、 速冻食品行业进入高速成长期，细分行业赛道优良 .....	6
2.1、 需求爆发+技术成熟驱动速冻食品行业高速增长 .....	6
2.1.1、 下游 2B（餐饮/外卖）需求驱动，火锅料制品行业空间大 .....	8
2.1.2、 速冻米面行业三足鼎立，空间拓展依靠产品结构升级与渠道下沉 .....	11
2.2、 安井注重新品研发，以大单品战略抢占两大赛道 .....	12
2.3、 小龙虾餐饮需求爆发，生产供应向规范化+一体化发展 .....	12
2.4、 安井食品入主小龙虾产业，可与原有产品共享渠道资源 .....	13
3、 公司核心竞争力分析 .....	14
3.1、 上游：规模化效应+入股新宏业，成本优势扩大 .....	14
3.2、 中游：投产产能逐步释放，“销地产”全国化布局推进 .....	16
3.3、 下游：以餐饮流通渠道为主，销售费用率较低 .....	16
3.4、 定价策略：高质中高价 .....	19
附：财务预测摘要 .....	21

## 图表目录

图 1： 安井食品股权结构图 .....	5
图 2： 2013-2017 年公司收入和净利润 .....	5
图 3： 2013-2017 年公司分产品营收占比及增速 .....	6
图 4： 2014 年后安井食品 ROE（加权）领先同行 .....	6
图 5： 2014 年后安井 ROA 领先同行 .....	6
图 6： 2004-2015 年速冻食品行业销售收入及增速 .....	7
图 7： 速冻食品行业上中下游和相关行业 .....	7
图 8： 2000-2016 年中国人均 GDP 及增速 .....	8
图 9： 2006-2017 年中国户籍人口城镇化率 .....	8
图 10： 2010-2017 年速冻设备市场规模 .....	8
图 11： 冷链物流需求快速扩张 .....	8
图 12： 2016 年中国餐饮市场不同品类占比 .....	9
图 13： 2013-2022 年火锅餐饮收入情况 .....	9
图 14： 2011-2018 年在线餐饮市场规模 .....	9
图 15： 2011-2018 年在线餐饮外卖用户数量 .....	9
图 16： 7-Eleven 顾客目标商品排名前十名 .....	10
图 17： 2015/2016 年便利店行业销售额及门店数 .....	10
图 18： 火锅料制品行业市场格局 .....	10
图 19： 2017 年安井成本拆分 .....	11
图 20： 2016/2017 年安井各项成本涨幅 .....	11
图 21： 2014-2017 年海欣各类产品销售占比（%） .....	11
图 22： 2014-2017 年鱼极营收及增速 .....	11
图 23： 2006-2016 年速冻米面行业产量与增速 .....	12
图 24： 速冻米面行业 CR3 约 70% .....	12
图 25： 新品增长对营收增长贡献显著 .....	12

图 26: 大单品营收占比逐年上升.....	12
图 27: 小龙虾产业链.....	13
图 28: 2007-2017 年全国小龙虾养殖产量变化情况.....	13
图 29: 小龙虾产业餐饮业占比最高.....	13
图 30: 2013-2017 年各公司火锅料制品销量 (万吨) .....	14
图 31: 2013-2017 年各公司火锅料制品收入 (亿元) .....	14
图 32: 2014-2017 年安井食品量价增速.....	14
图 33: 2014-2017 年海欣食品量价增速.....	14
图 34: 近年活猪价格.....	15
图 35: 鸡胸肉采购价格已低于市场均价.....	15
图 36: 鱼糜采购价格逐年下降.....	15
图 37: 2013-2016H1 设计产能及产能利用率.....	16
图 38: 2013-2016H1 销量与产销率.....	16
图 39: 安井 2013 年至 2016 年 1-6 月分渠道营收占比.....	17
图 40: 安井销售模式图.....	17
图 41: 安井经销商收入情况与增速.....	18
图 42: 2013-2017 年安井、海欣、三全销售费用率.....	19
图 43: 2013-2017 年安井、海欣、三全人员经费占比.....	19
图 44: 2013-2017 年安井、海欣、三全市场经费占比.....	19
图 45: 2013-2017 年安井、海欣物流费用占比.....	19
图 46: 2013-2017 年安井火锅料均价降幅最大.....	20
图 47: 2013-2017 年安井面米类产品价格低于三全.....	20
表 1: 安井食品产品系列丰富.....	4

## 1、公司简介：产品线丰富+股权结构清晰+经营业绩稳健

### 1.1、安井为产品线丰富的火锅料行业龙头

公司产品种类丰富，以流通和餐饮渠道为主。安井食品前身为华顺民生食品有限公司，自 2001 年 12 月成立以来一直专注于速冻食品业务，于 2017 年 2 月在上交所上市。公司产品结构清晰、产品种类丰富。速冻火锅料制品和速冻面米制品收入占比约 75%/25%，包括爆汁小鱼丸、霞迷饺、红糖馒头、千夜豆腐等大单品在内的 300 多个细分品种。以流通和餐饮渠道为主的 B2B 业务收入占比近 83%，商超渠道占比 17%。

表1：安井食品产品系列丰富

品类	
速冻鱼糜制品	 <p>爆汁小鱼丸、仿蟹柳、包心鱼豆腐、福州鱼丸、仿蟹肉棒、夹心仿蟹排、墨鱼丸、章鱼丸、虾饺等；</p>
速冻肉制品	 <p>霞迷饺、撒尿肉丸、火锅饺、水晶包、香菇贡丸、太湖燕饺等；</p>
速冻米面制品	 <p>红糖馒头、手抓饼、芝麻汤圆、香芋地瓜丸、牛奶馒头、玉兔包、奶黄包、血糯把包房、杂粮包等；</p>
速冻其他制品	 <p>千夜豆腐等</p>

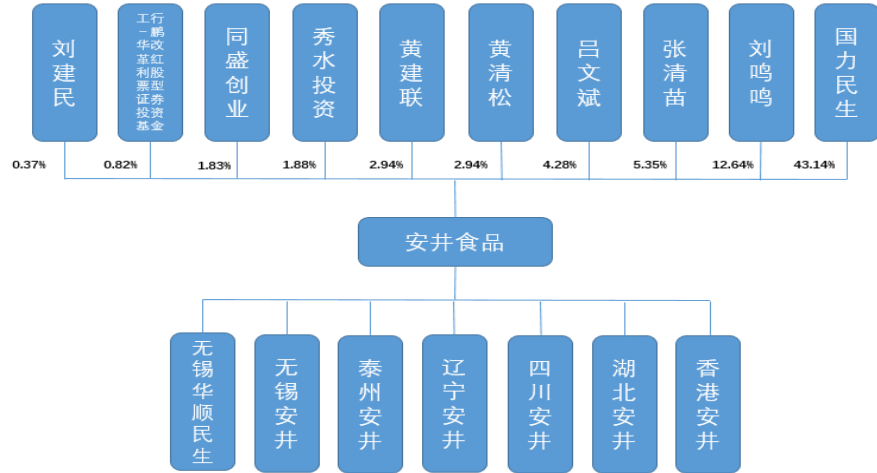
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

### 1.2、公司股权结构清晰、经营业绩稳健

公司股权结构清晰，核心高管持股提升团队凝聚力。公司股权结构清晰，发行

人控股股东国力民生持有本公司 9319.06 万股，占总股本的 57.51%，实际控制人章高路先生持有发行人控股股东国力民生 32.93%的股权。董事长刘鸣鸣、总经理张清苗、副总经理黄建联和黄清松均为持股的职业经理人，团队稳定性和战略一致性高。

图1：安井食品股权结构图

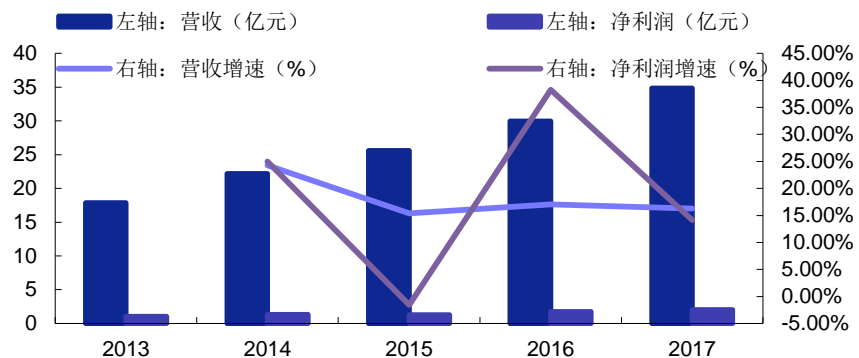


资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

**公司近5年经营业绩稳健。** 2017年公司实现收入34.84亿元，同增16.27%，归属于母公司净利润2.02亿元，同增14.11%；2013-2017年收入、净利润CAGR分别为18.18%/18.05%。火锅料制品、速冻面米制品分别实现收入25.49亿元/9.26亿元，同增14.72%/19.64%；2013-2017年营收CAGR达18.31%/18.29%。

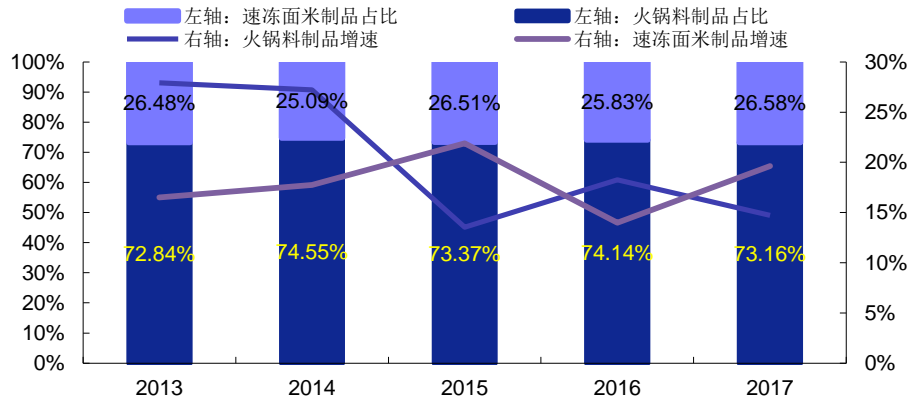
**盈利能力领先同行。** 2012年以来，安井、惠发、海欣、三全的ROA和ROE都呈不同程度的下降趋势；安井降幅相对较小，2014年后ROA和ROE均高于同行。

图2：2013-2017年公司收入和净利润



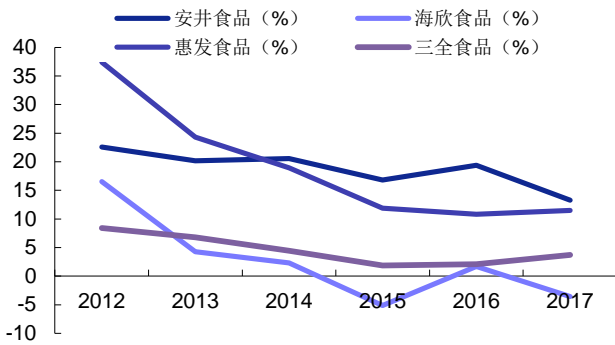
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图3: 2013-2017 年公司分产品营收占比及增速



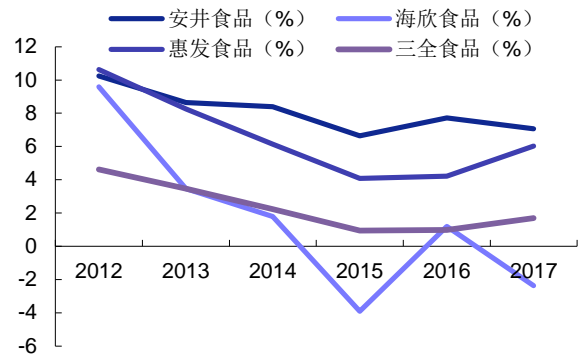
资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

图4: 2014 年后安井食品 ROE (加权) 领先同行



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图5: 2014 年后安井 ROA 领先同行



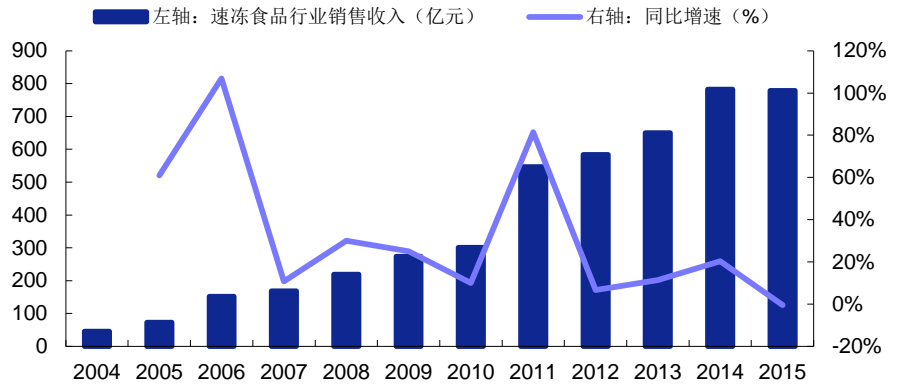
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

## 2、速冻食品行业进入高速成长期，细分行业赛道优良

### 2.1、需求爆发+技术成熟驱动速冻食品行业高速增长

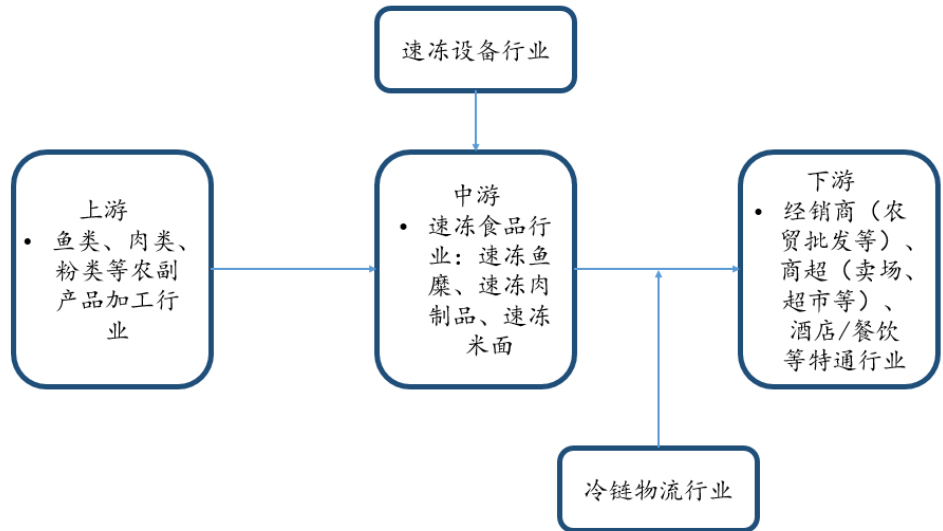
对标美日，中国速冻食品行业进入高速成长期。1942-1957 年间，美国速冻食品行业进入黄金时期，产量 CAGR 达 15.6%；70-80 年代，日本速冻食品消费量 CAGR 达 15%。2004-2015 年中国速冻食品行业销售收入 CAGR 约 29.42%。

图6： 2004-2015 年速冻食品行业销售收入及增速



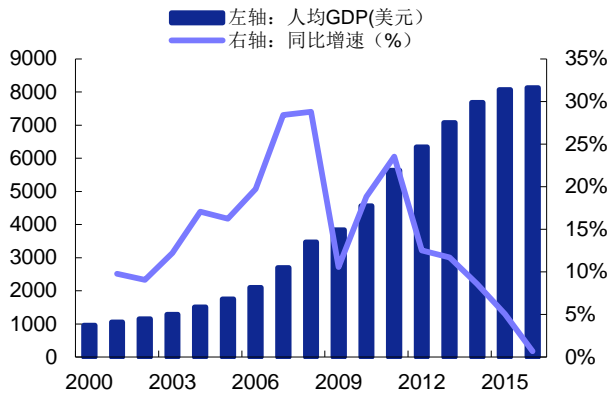
资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图7： 速冻食品行业上中下游和相关行业

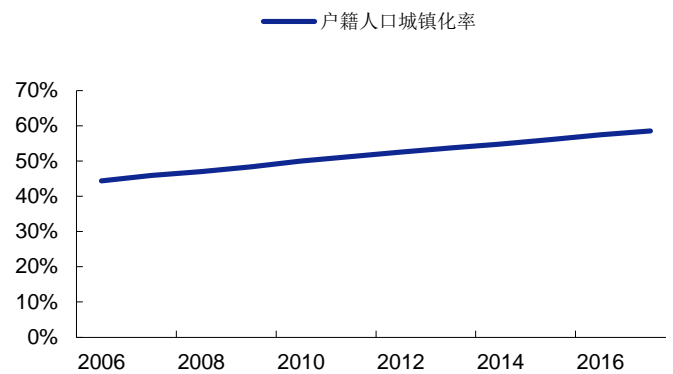


资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

中国超 90%速冻食品通过零售终端销售，城镇化率与居民收入提升助力需求增长。国外速冻食品成熟市场发展经验显示，当人均 GDP 接近 4000 美元，城镇化率达到约 50%时，速冻食品零售市场需求呈现爆发性增长。2011 年中国人均 GDP 实现 5663.8 美元，城镇化率达 51.27%。

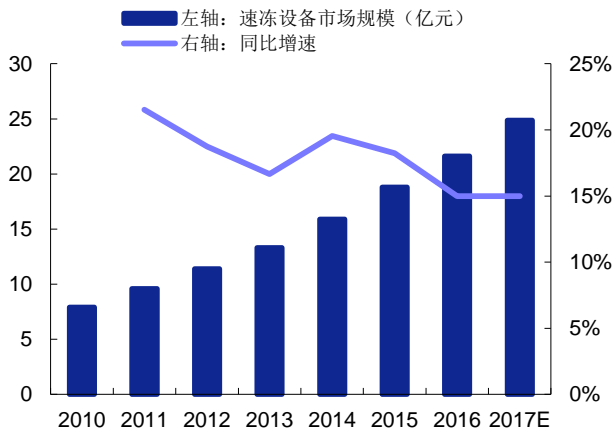
**图8: 2000-2016年中国人均GDP及增速**

资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

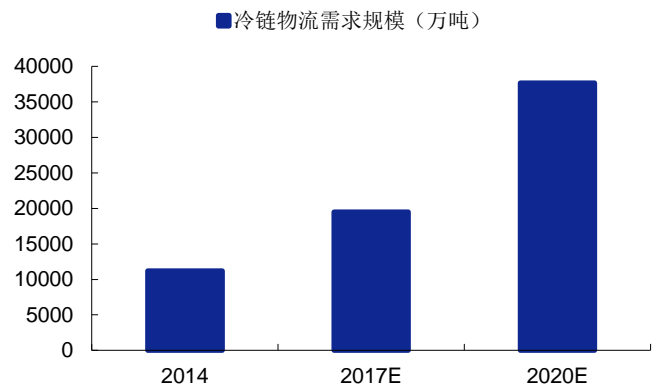
**图9: 2006-2017年中国户籍人口城镇化率**

资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

**冷链物流体系渐完善, 速冻设备市场规模扩容。**目前我国冷链物流体系尚不完善独立, 但冷链基础设施增速可观。冷库总容量排名世界第三, 达 8000 多万立方米。2000 至 2015 年冷藏车销量 CAGR 超 10%, 达 1.8 万辆。政府政策大力支持冷链物流基础设施建设。预计冷链物流需求规模从 2014 年的 1120 万吨增长至 2020 年的 37685 万吨。2010-2017 年, 速冻设备市场规模从 7.9 亿元增至 24.86 亿元, 全球市场规模超百亿元。

**图10: 2010-2017年速冻设备市场规模**

资料来源: 智研咨询测算, 新时代证券研究所

**图11: 冷链物流需求快速扩张**

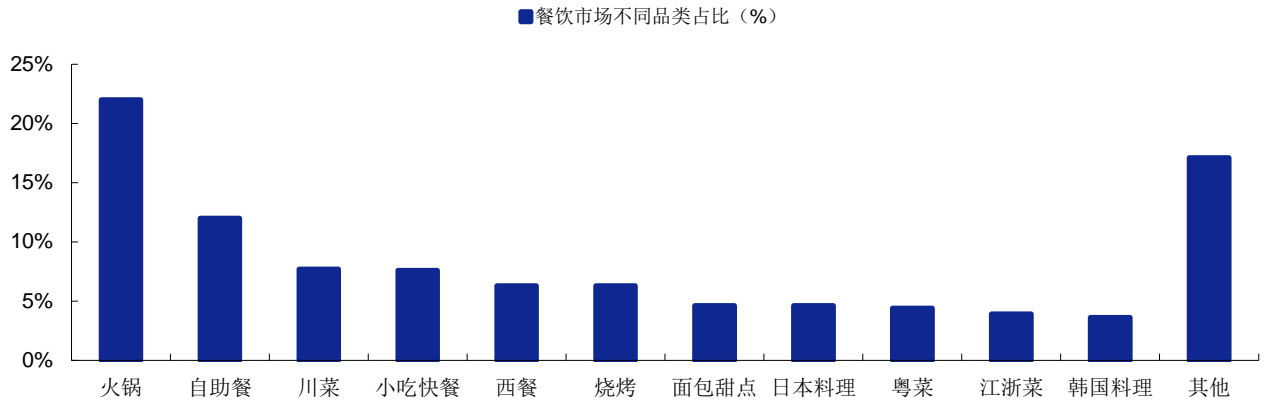
资料来源: 智研咨询测算, 新时代证券研究所

### 2.1.1、下游 2B (餐饮/外卖) 需求驱动, 火锅料制品行业空间大

**火锅餐饮增速最快, 未来空间广阔。**2016 年火锅占据餐饮消费额的 22%, 位列第一。2013-2017 年火锅餐饮销售收入从 2813 亿元增长至 4362 亿元, CAGR 达 11.6%, 而 2022 年火锅餐饮预计将实现销售收入 7077 亿元, 5 年保持 CAGR10.16%。火锅餐厅数目预计达 896000 家, 相比 2013 年接近翻一倍。

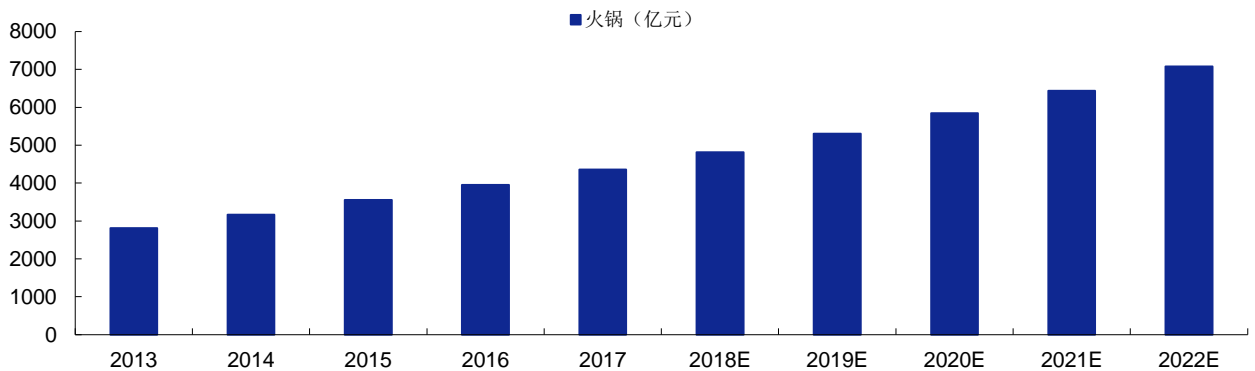


图12: 2016年中国餐饮市场不同品类占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

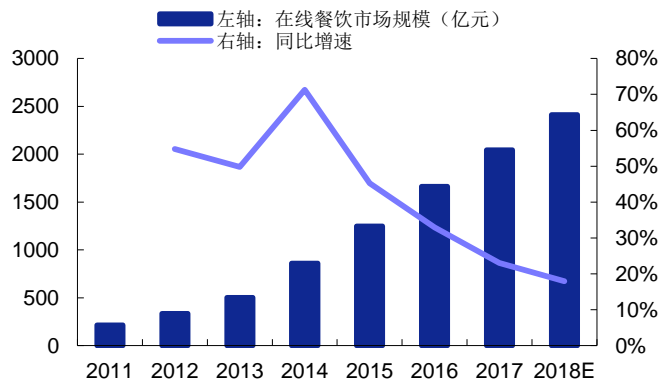
图13: 2013-2022年火锅餐饮收入情况



资料来源: 前瞻产业研究院测算, 新时代证券研究所

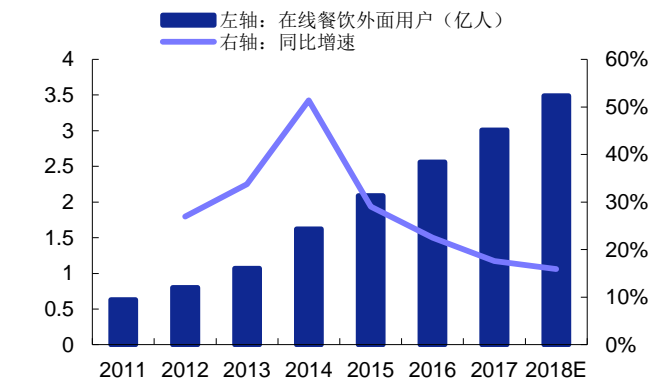
**在线外卖餐饮业稳定增长。**艾媒咨询数据显示, 2017年在线餐饮市场规模突破2000亿元, 2012-2017年CAGR达43.6%。在线餐饮外卖用户2017年突破3亿人, 2012-2017年增速趋缓, 由30%以上的高增长降至20%以下的常态增长区间。

图14: 2011-2018年在线餐饮市场规模



资料来源: 艾媒咨询测算, 新时代证券研究所

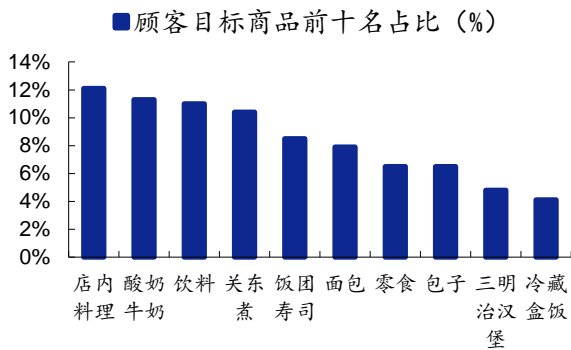
图15: 2011-2018年在线餐饮外卖用户数量



资料来源: 艾媒咨询测算, 新时代证券研究所

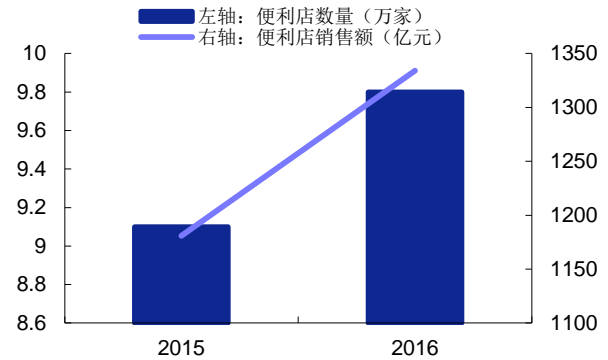
便利店/关东煮等新消费场景打开零售市场需求。便利店为新零售蓝海市场。2016 年便利店门店数量达 9.8 万家，同比增长 9%；销售额实现 1334 亿元，同比增长 13%。德勤研究显示，以关东煮为代表的“好炖”类食品位列 7-Eleven 顾客目标商品第四名。

图16: 7-Eleven 顾客目标商品排名前十名



资料来源: 德勤咨询, 新时代证券研究所

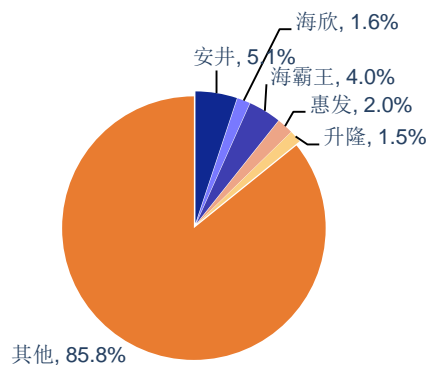
图17: 2015/2016 年便利店行业销售额及门店数



资料来源: 2017 中国便利店报告, 新时代证券研究所

竞争格局分散, 品牌主销区域不同。安井作为行业龙头, 市占率不足 10%, 海欣/惠发均不足 5%。安井、海霸王、海壹产品中速冻鱼糜产品占比较高, 主销华东及东南沿海地区。海欣速冻肉制品主销北方地区

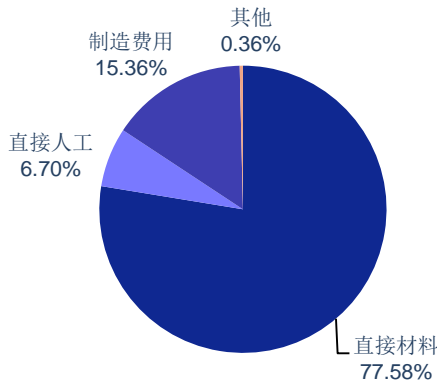
图18: 火锅料制品行业市场格局



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

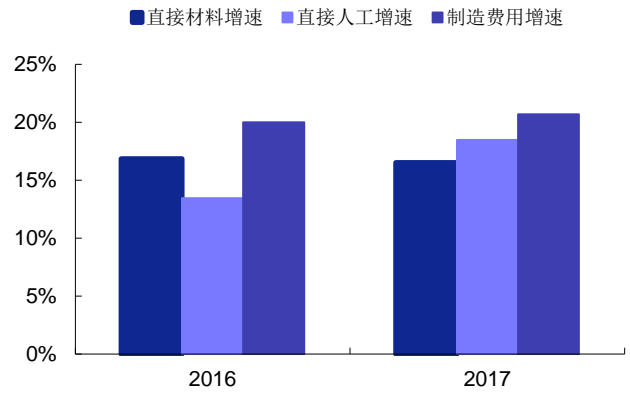
环保政策趋严叠加成本上涨, 市占率向龙头集中。2017 年以来, 环保监管趋严成为常态。《国家环境保护标准“十三五”发展规划》、《固定污染源排污许可分类管理名录》、《京津冀及周边地区大气污染综合治理攻坚行动方案》、《中华人民共和国环境保护税法》相继出台、实施, 增大企业环保成本。人工成本, 原辅料 (鸡肉、鱼糜、包材等) 成本上行, 行业利润降低、洗牌加速, 市占率将向具有成本优势和高环保标准投建的企业集中。

图19: 2017年安井成本拆分



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

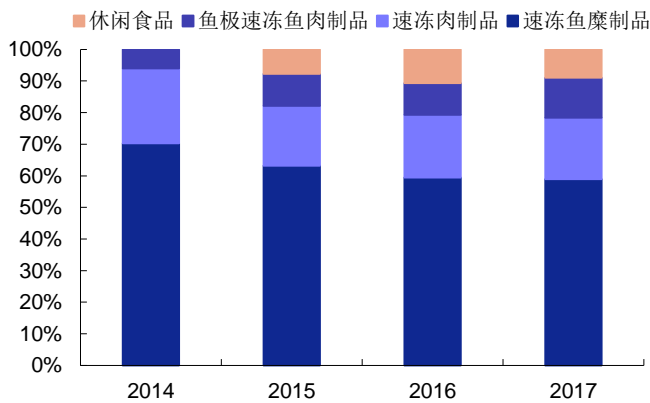
图20: 2016/2017年安井各项成本涨幅



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

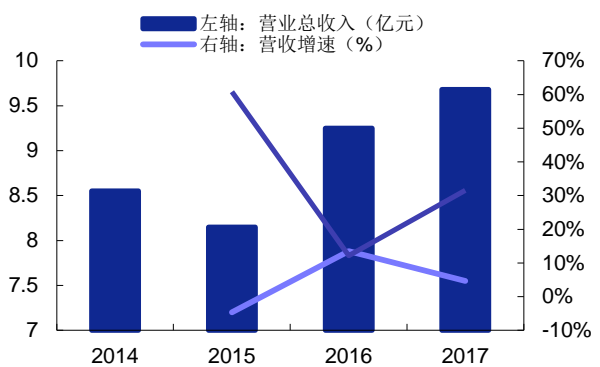
**高端产品市场处于培育期, 家庭消费场景待开发。** 存量时代火锅料制品行业需结构化转型, 产品升级和场景拓展为主要途径。龙头纷纷布局高端产品。海欣于2013年收购鱼极, 进军高端市场。2014-2017年, 鱼极速冻鱼肉制品销售占比提升超过8pct至8.88%。毛利率达50%左右。2017年在整体营收微涨4.65pct的基础上, 高端鱼极产品线实现31.52%的增长。安井在2017年投建“丸之尊”生产线, 预计年产15万吨。与流通渠道产品追求性价比不同, 高端产品更适合家庭消费。未来安井将开发精包装高端产品, 从“卖场+菜场+线上”复合渠道进入家庭消费场景。

图21: 2014-2017年海欣各类产品销售占比(%)



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图22: 2014-2017年鱼极营收及增速

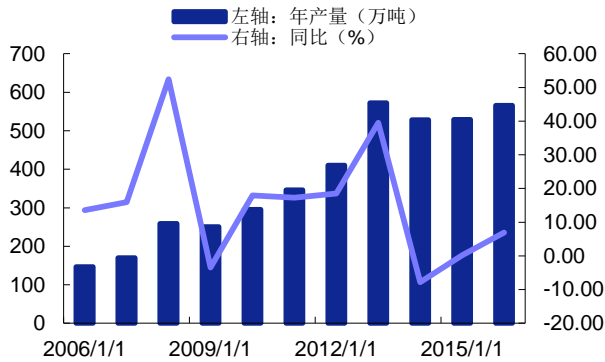


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

### 2.1.2、速冻米面行业三足鼎立, 空间拓展依靠产品结构升级与渠道下沉

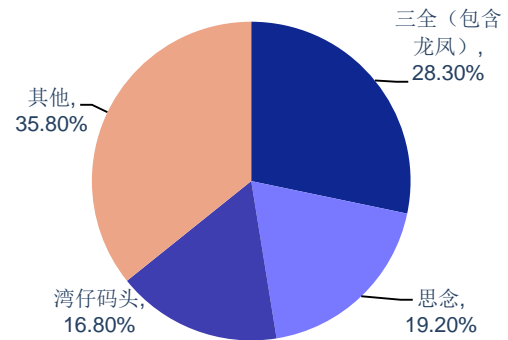
**速冻米面行业竞争较激烈, 三全思念湾仔码头三足鼎立。** 2006-2016年速冻米面行业年产量CAGR约14.5%。行业集中度较高, CR3约70%, 三全、思念、湾仔码头占据主导地位, 市占率分别为28.3%/19.2%/16.8%。

图23: 2006-2016年速冻米面行业产量与增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

图24: 速冻米面行业 CR3 约 70%



资料来源: 全国超市连锁店信息网, 新时代证券研究所

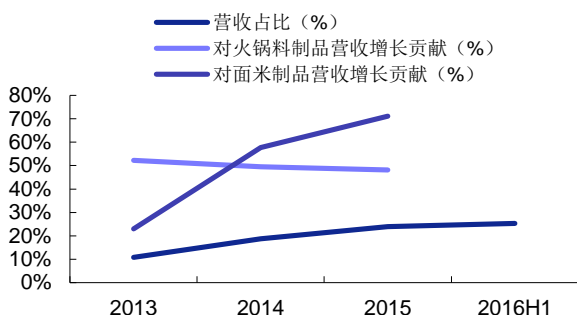
对标日本, 知行业龙头未来发展依靠日常需求的开发和产品附加值的提高。三全 2015/2016 年相继推出新品速冻牛排、速冻披萨和蒸蛋糕, 推动了产品多元化。其他企业可借助差异化产品抢占细分市场, 如天津狗不理/上海冠生园等区域性品牌依靠本土化特色优势抢占本地市场; 一些二三线/乡镇市场仍待开发。

## 2.2、安井注重新品研发, 以大单品战略抢占两大赛道

安井拥有多项食品技术专利, 新品研发能力突出。安井共计拥有有效专利 251 项, 以“研发一代、生产一代、储备一代”为指南研发新品。2012-2016 年第一季度, 公司共推出 17 款新品, 新品累计实现销售收入逐年增长, 占当期营收比例从 10.84% 提升至 25.29%。

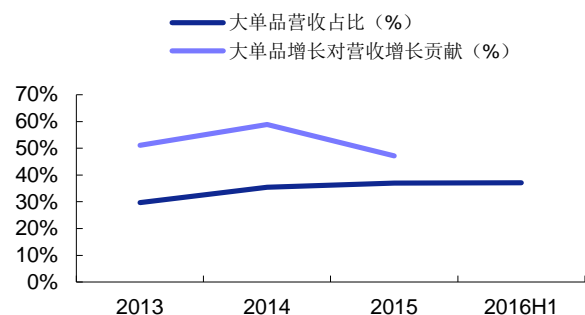
实行大单品战略, 对营收增长贡献显著。公司将单品分为“战略单品”和“战术单品”, 对战略单品实行资源倾斜, 目前已培育出撒尿牛丸、霞迷饺、千夜豆腐等全国性战略单品和爆汁小鱼丸、手抓饼、紫薯包等区域性战略单品。2013-2015 年, 大单品销售增长对营收增长贡献维持在 50% 左右。

图25: 新品增长对营收增长贡献显著



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

图26: 大单品营收占比逐年上升



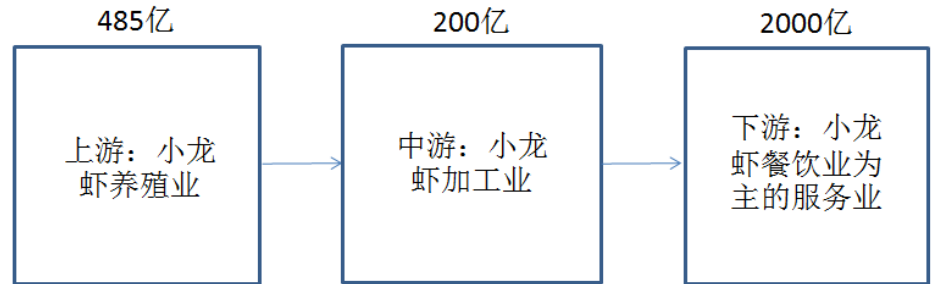
资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

## 2.3、小龙虾餐饮服务需求爆发, 生产供应向规范化+一体化发展

小龙虾餐饮服务需求爆发, 驱动全产业链业绩增长。宵夜文化、社交属性、饮食偏好等原因共同助推小龙虾餐饮服务需求爆发。2017 年小龙虾消费量为 112.97

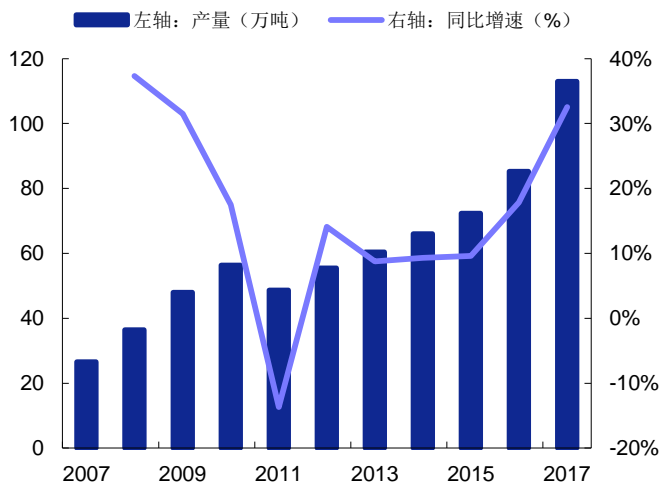
万吨，同增 32.55%；经济总产值实现 2685 亿，上中下游产值 485 亿，200 亿，2000 亿。消费区域有从华北、华东和华中地区大中城市扩展至西南、西北、华南、东北地区的趋势。餐饮服务需求驱动加工养殖业发展。2007-2017 年，小龙虾养殖产量 CAGR 达 15.6%。2016 年，全国小龙虾规模以上加工企业近 100 家，年加工能力约 90 万吨。

图27: 小龙虾产业链



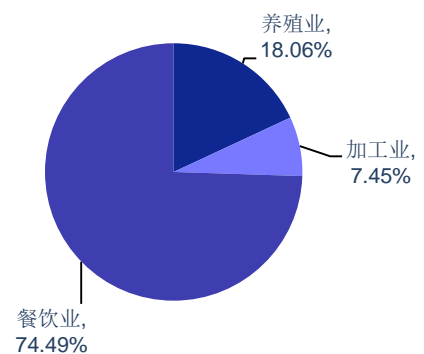
资料来源: 中国小龙虾产业发展报告(2017), 新时代证券研究所

图28: 2007-2017 年全国小龙虾养殖产量变化情况



资料来源: 中国小龙虾产业发展报告(2017), 新时代证券研究所

图29: 小龙虾产业餐饮业占比最高



资料来源: 中国小龙虾产业发展报告(2017), 新时代证券研究所

**千亿市场规模迎多方入局。**美团大数据显示，目前小龙虾市场规模超千亿，餐饮业整体占比 2.8%，业内公司数量达 1.8 万家。高档餐厅、熟食/速冻食品品牌、线上外卖平台纷纷加码小龙虾餐饮服务。“天猫小龙虾馆”试水新零售模式，打造小龙虾销售线上线下一体化。麻辣诱惑推出单价 10 元的高端堂食/外卖小龙虾。周黑鸭于 2018 年 1 月重新推出“聚一虾”，拟通过卤制实现小龙虾冬季售卖。

## 2.4、安井食品入主小龙虾产业，可与原有产品共享渠道资源

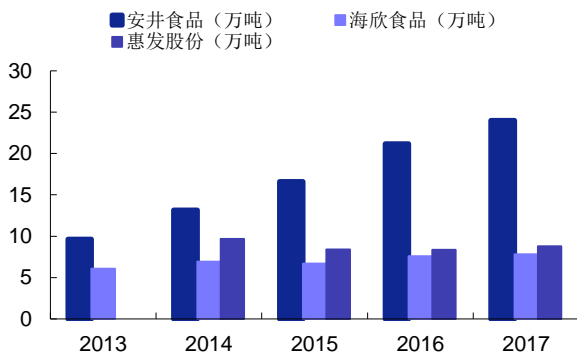
2016 年起，安井开始重视发展餐饮渠道，积极推进其在餐饮渠道的布局。目前公司与呷哺呷哺、海底捞、真功夫、永和大王等连锁餐饮企业达成了合作关系，但产品主要集中在非小龙虾餐饮上。

安井食品 2017 年 6 月推出“虾客情”麻辣小龙虾产品试水小龙虾市场，公司可以使用现有餐饮渠道推广小龙虾产品，提升小龙虾产品销量。预计 2018 年小龙虾产品销量能达到 1 亿元。

### 3、公司核心竞争力分析

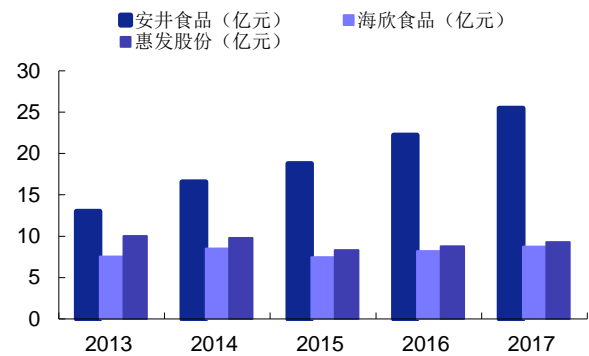
2013-2017 年安井与竞争对手火锅料制品销量、收入差距持续拉大，市占率从 5.7% 提升至 9.4%。2013 年，火锅料制品行业规模为 230 亿元，安井火锅料制品营收/销量为 13 亿元/9.6 万吨，市占率约 5.7%。2017 年，火锅料制品行业规模为 270 亿元，安井火锅料制品营收/销量为 24 亿元/25.5 万吨，市占率约 9.4%。

图30: 2013-2017 年各公司火锅料制品销量 (万吨)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研 Wind 资讯, 究所

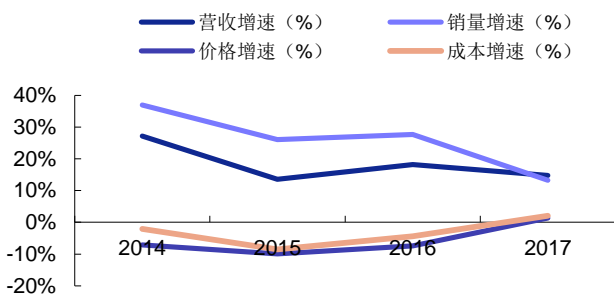
图31: 2013-2017 年各公司火锅料制品收入 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

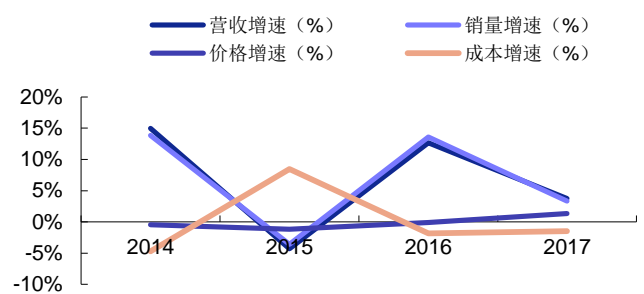
分量价看，安井此轮市占率提升主要为销量增长驱动。2014-2016 年，平均售价/平均成本分别年均下降 8.7%/6.5%，销量年均增长 26.8%，拉动火锅料制品收入年均提升 16%，高于行业增速。同时期，海欣在平均售价基本维持不变的基础上，平均成本年均上升 3.18%，销量/收入 CAGR 为 4.6%/4%。可以看出，**成本优势与定价策略**为安井市占率不断提升的重要原因。

图32: 2014-2017 年安井食品量价增速



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图33: 2014-2017 年海欣食品量价增速



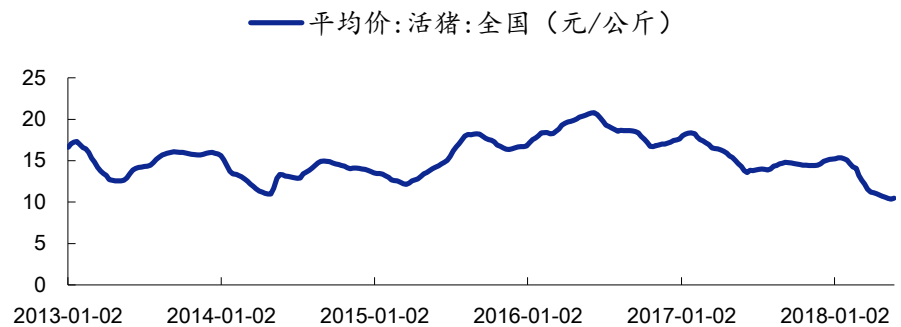
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

#### 3.1、上游: 规模化效应+入股新宏业, 成本优势扩大

主要原材料价格近年波动较大。以杂鱼鱼糜为例，2011 年价格达到顶峰，2013

年至今维持下降。2013 年至今，活猪平均价约在 10-20 元/公斤的价格区间内波动。龙头企业可依靠量大采购和完善渠道化解成本波动压力。

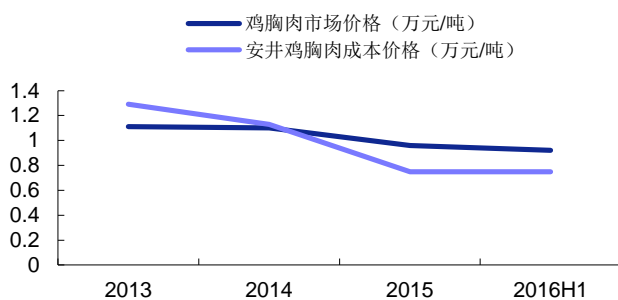
**图34: 近年活猪价格**



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

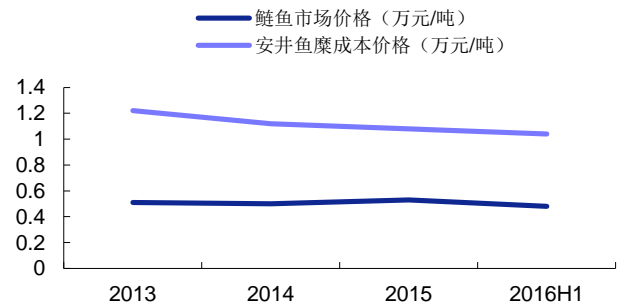
**规模化采购提升上游议价能力。**近两年,公司鸡胸肉采购价格下降幅度较市场均价大,目前价格已低于市场均价。淡水鱼糜主要从湖北地区采购。在湖北地区鲢鱼市场价格基本维持在 0.5 万元/吨的情况下,鱼糜采购价格逐年下降。2013-2016 年公司吨成本从 0.62 万元/吨降至 0.54 万元/吨。

**图35: 鸡胸肉采购价格已低于市场均价**



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

**图36: 鱼糜采购价格逐年下降**



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

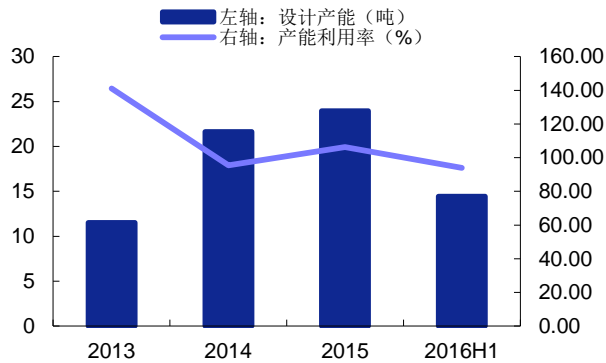
**原材料产地、生产基地、销售区域距离接近, 叠加物流运输规模化效应, 有效控制运输成本。**已有生产基地均靠近原材料产地。福建和山东为鱼糜制品的主要产地及加工基地, 接近厦门、无锡、泰州生产基地。山东和东北地区是速冻肉制品原材料产地, 接近无锡、泰州、辽宁生产基地。“销地产”生产模式减少物流运输半径, 随主销区华东地区销量大幅提升, 物流运输的规模化效应显现。2013-2017 年, 安井的物流费销比、差旅费销比均低于海欣。

**收购新宏业打通上游, 进一步提升成本竞争力。**2018 年 1 月初, 安井以 7980 万元收购新宏业食品 19% 的股份。新宏业为淡水鱼糜加工和小龙虾制造领先企业, 具备 3 万吨的小龙虾加工能力和 2 万吨的鱼糜加工能力。本次收购有助于安井实现速冻鱼糜制品、小龙虾产品产销一体化, 加强成本优势。

### 3.2、中游：投产产能逐步释放，“销地产”全国化布局推进

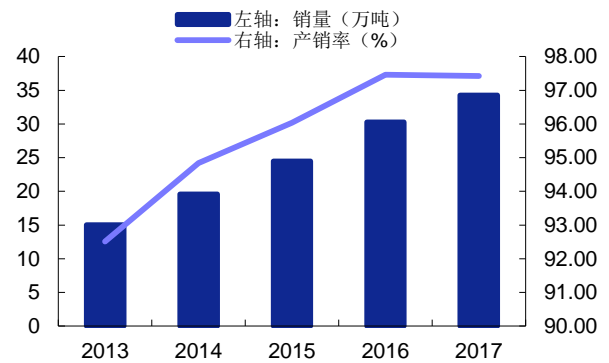
公司产能利用率偏高，供给能力稍显不足。2013 年公司产能利用率高达 141%，随产能扩张 2016 年 1-6 月降至 94%，仍维持在高位。公司产销率始终保持在 90% 以上，现有产品的市场销售潜力较大。

图37： 2013-2016H1 设计产能及产能利用率



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图38： 2013-2016H1 销量与产销率



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

**产能布局现状：**由南到北已形成，由东向西推进中。公司目前在厦门、无锡、泰州、辽宁已建成生产基地，形成了由南到北沿海岸线产能布局。根据公司规划，未来考虑在西南、华中地区建设生产基地，形成全国化的产能布局。2016 年 12 月四川工厂开始动工建设，预计 2018 年年底将试生产，主要辐射西南市场并监控西北市场。2018 年辽宁工厂二期将投入建设，为 2019 年产能提升留下空间。

**未来产销布局：**募投项目贡献新增产能，“销地产”网络立足华东辐射全国。泰州安井新建年产 16 万吨速冻调制食品项目，无锡民生扩建年产 4.5 万吨速冻调制食品项目。预计三年后贡献新增销量 19.5 万吨。

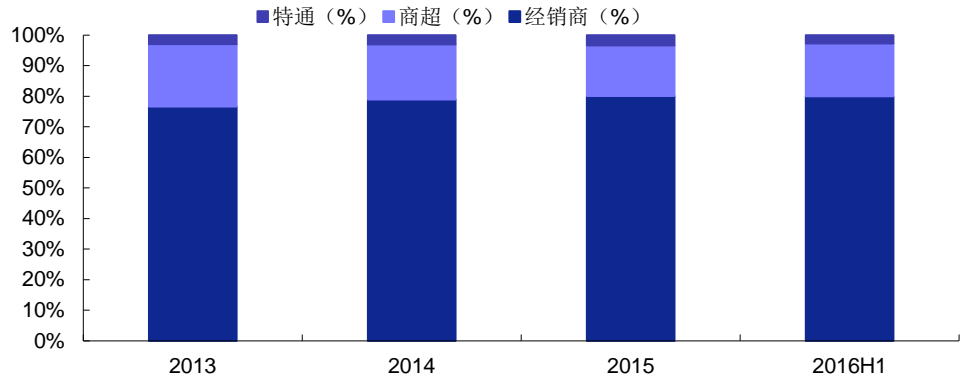
2017 年华东地区收入占比达 56%，为主要市场。华北地区 10.8%，其他地区均不足 10%。泰州项目将和原有无锡大米生产基地共同巩固江苏核心根据地建设，无锡项目新建鱼糜制品生产线，通过扎根江苏等华东地区将速冻鱼糜产品进一步推向全国。

### 3.3、下游：以餐饮流通渠道为主，销售费用率较低

**经销商收入占比最高，特通渠道潜力较大。**公司营销网络由经销商，沃尔玛、永辉、大润发、麦德龙等大型商超及呷哺呷哺、海底捞等特通餐饮客户组成。2016 年 1-6 月，经销商、商超、特通收入占比分别为 80%、17%、3%。

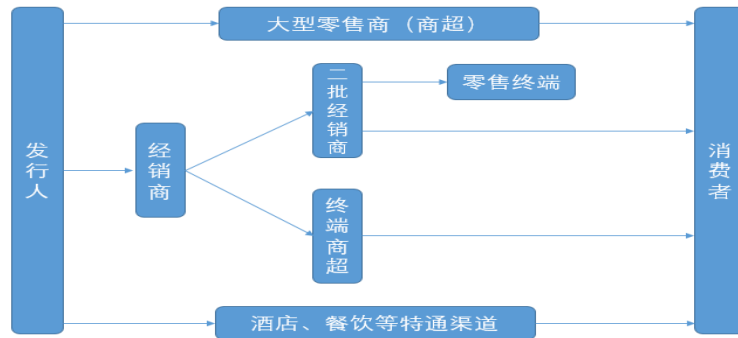


图39: 安井 2013 年至 2016 年 1-6 月分渠道营收占比



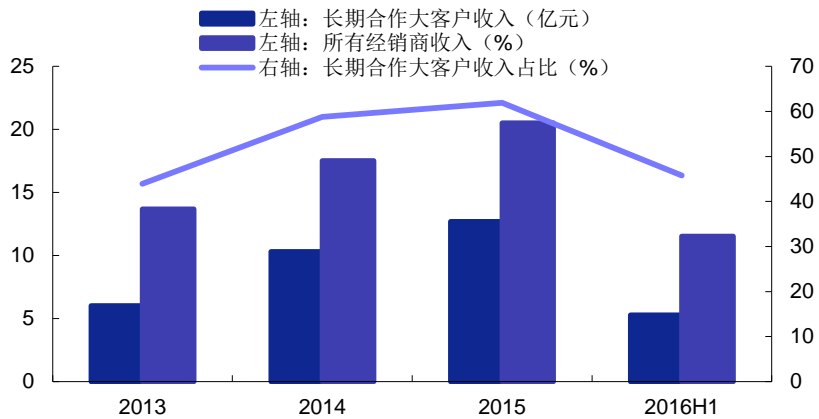
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图40: 安井销售模式图



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

经销商渠道整合力度加大, 整体数量精简内部结构优化。公司将规模较小经销商转化为二批经销商, 将资源倾斜至长期保持稳定合作关系的大经销商以扩大规模效应。经销商总体数量由 2013 年末的 664 家下降至 2016 年 6 月末的 486 家, 但长期合作大客户 (年度销售金额大于 500 万元且合作年限在 4 年以上) 数量从 2013 年的 55 家增加至 2015 年的 104 家, 占经销商渠道销售收入比重从 43.96% 上升至 61.93%。

**图41： 安井经销商收入情况与增速**

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

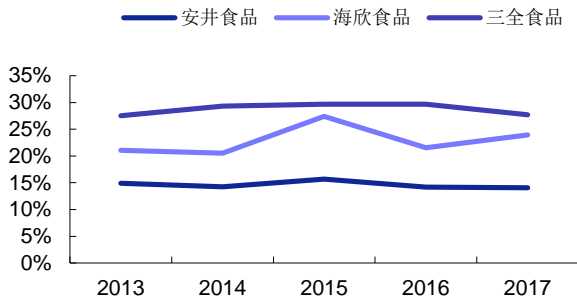
公司在以“贴身支持”为核心的基础上实施经销商的选择、管理、支持和反馈，并依区域市场成熟度细分经销商管理策略、产品市场营销策略。

**成熟市场注重渠道下沉，较弱势市场以代理商开发市场。**华东区域市场较成熟，适合渠道精耕，在根据地市场江苏、福建、浙江、安徽实行密集分销策略，同一地区密集设立经销商并定期整合淘汰。华中、华北、东北、华南等地区市场仍在开拓中，在重点区域设置市级或县级代理，进行渠道下沉；在相对弱势市场“整合二批、培养大户”，以标杆客户带动发展。在西北、西南等边缘市场实行省级代理模式，逐步培育市场。

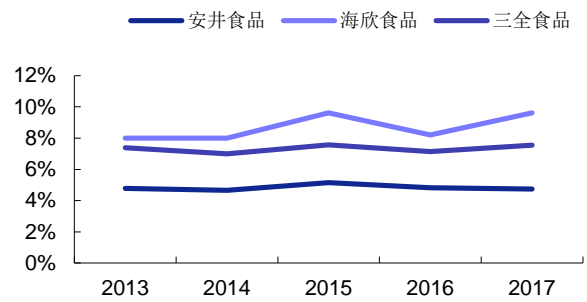
**依市场接受程度推广不同档次产品。**根据地市场覆盖区域广而深，安井市占率、利润率相对较高，适合推广丸之真等高端、毛利较高产品。西南地区的消费水平、安井的接受程度偏低，适合推广中低端产品。

**2011-2017年安井的销售费用率持续低于海欣、三全。**拆分看，安井人员经费占比、物流费用占比低于海欣，主要由于：1）渠道优化整合控制用工成本；2）“销地产”生产布局降低物流费用。

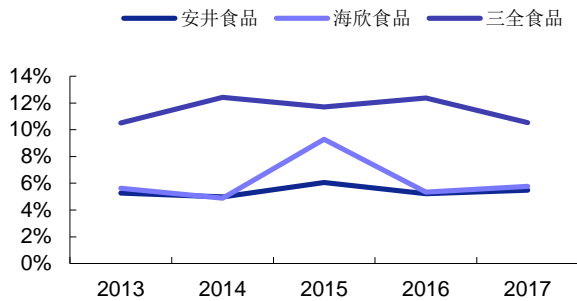
**安井人员经费占比、市场经费占比均低于三全，**归因于二者不同的渠道模式。三全以商超渠道模式为主，安井以流通模式为主。流通模式可有效减少营销人员数量，故人员经费和市场费用支出均低于商超模式。三全电视广告支出较大，安井意图打造渠道品牌而非消费者品牌，围绕渠道精准投放广告，广宣费销比较低。

**图42: 2013-2017年安井、海欣、三全销售费用率**

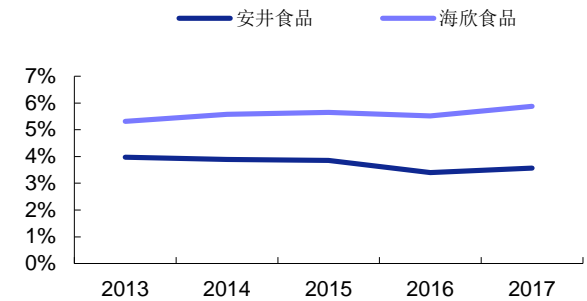
资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

**图43: 2013-2017年安井、海欣、三全人员经费占比**

资料来源: 各公司年报, 招股说明书, 新时代证券研究所

**图44: 2013-2017年安井、海欣、三全市场经费占比**

资料来源: 各公司年报, 招股说明书, 新时代证券研究所

**图45: 2013-2017年安井、海欣物流费用占比**

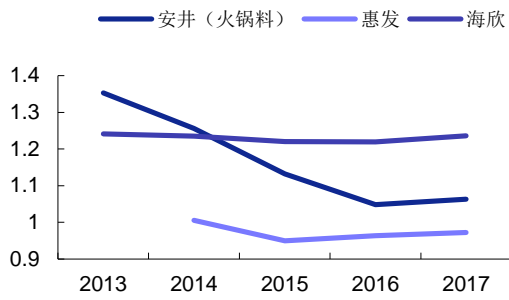
资料来源: 各公司年报, 招股说明书, 新时代证券研究所

2018年Q1公司加大餐饮渠道拓展力度, 主推“高质平价”产品, 同时抑制高毛利高费用商超渠道, 毛利率下降0.5pct, 净利率提升0.1pct, 盈利能力增强。

### 3.4、定价策略: 高质中高价

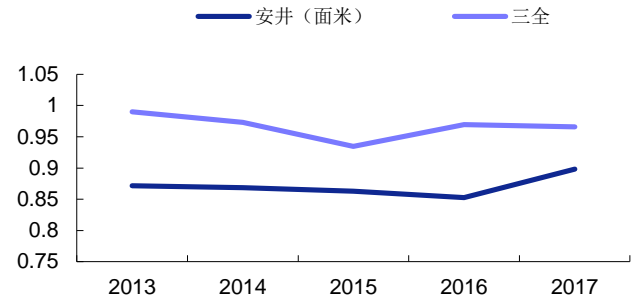
安井火锅料/面米产品价格位于同行业中高端。2013-2017年火锅料均价降幅达27.3%, 同期惠发3.43%, 海欣0.41%, 目前安井火锅料均价位于惠发、海欣之间。一方面得益于安井显著的成本优势, 2013-2017年火锅料成本降幅达12.65%; 另一方面与安井降价促销抢占火锅料市场的战略有关。速冻面米产品安井均价保持平稳, 始终低于三全, 与安井以流通为主的渠道特征和差异化抢占速冻面米市场的战略有关。

图46: 2013-2017年安井火锅料均价降幅最大



资料来源: 各公司年报, 招股说明书, 新时代证券研究所

图47: 2013-2017年安井面米类产品价格低于三全



资料来源: 各公司年报, 招股说明书, 新时代证券研究所

对比同行代表产品的营养参考值与价格, 可见安井产品的性价比较高。安井严格把控原材料关, 使用含量高等级高的鱼丸鱼浆。同时规模化采购运输销售、出色的渠道控费能力下, 成本得以不断降低, 为产品价格控制留足空间。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**马浩博**，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，机械与动力工程硕士，7年从业经验，曾任东吴证券研究所所长助理兼食品饮料行业、中小盘首席，海通证券食品饮料行业首席分析师，14-16年连续三年新财富最佳分析师前五，2018年加入新时代证券。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>