

安井食品 (603345) 深度研究

高成长速冻食品龙头, 规模效应构筑护城河

2018 年 11 月 19 日

【投资要点】

- ◆ **速冻食品千亿市场, 竞争格局良性。**速冻食品市场规模约 1040 亿元, 过去 5 年 CAGR 为 11.1%, 速冻面米、速冻火锅料规模比约 3: 1。我国人均年速冻食品消费量 10.6kg, 接近日本 1990 年水平, 长期增量空间大。目前速冻火锅料制品增速高于速冻面米制品, 仍处于品牌化形成期, CR 4 占比低于 20%, 公司市占率 9.4% 遥遥领先。公司 2011-17 年营收、归母净利润增长 CAGR 分别为 19%/18.9%, 规模优势仍在扩大。
- ◆ **公司是速冻火锅料第一品牌, 龙头优势明显。**公司竞争优势主要体现为: 1) 产品线丰富, 产品力强。公司深耕火锅料行业, 面米制品差异化竞争, 爆款频现, 多样化产品组合共同开拓终端渠道。2) 上游供货稳定, 下游渠道支持力度大。公司把控湖北洪湖优质淡水鱼资源, 对上游具有一定话语权。公司“贴身支持”经销商, 促进销售快速增长。3) 注重长期品牌塑造。公司 2016 年转变营销侧重点, 注重品牌宣传, 眼光长远。4) 产能全国化布局, 持续扩张。“销地产”模式提高物流运输效率, 产能扩张短期催化业绩高增长。
- ◆ **量价提升空间大, 兼具成长性与护城河。**短期看成本推动减小促销力度, 产能逐步释放催化业绩, 中长期看规模、品牌优势铸就后提价空间大、能力强。

【投资建议】

- ◆ 首次给予“买入”评级, 给予公司 2019 年 30 倍 PE, 12 个月目标价 45 元。

盈利预测

项目\年度	2015A	2016E	2017E	2018
营业收入 (百万元)	3484.01	4201.98	4913.64	5632.68
增长率 (%)	16.27	20.61	16.94	14.63
EBITDA (百万元)	362.59	451.58	561.45	675.58
归母净利润 (百万元)	202.43	257.74	323.81	404.71
增长率 (%)	14.11	27.32	25.64	24.98
EPS (元/股)	0.94	1.19	1.50	1.87
市盈率 (P/E)	39.23	30.81	24.53	19.62
市净率 (P/B)	4.69	4.23	3.78	3.33
EV/EBITDA	20.94	17.16	13.58	10.92

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 食品安全质量问题; 产能扩张不及预期; 原材料价格波幅巨大; 行业竞争激烈。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (首次)

目标价: 45 元

东方财富证券研究所

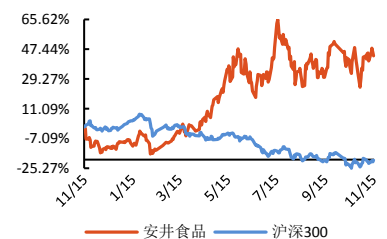
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 沈旸

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	7941.63
流通市值 (百万元)	4515.94
52 周最高/最低 (元)	44.99/22.00
52 周最高/最低 (PE)	44.80/25.47
52 周最高/最低 (PB)	5.75/2.84
52 周涨幅 (%)	43.40
52 周换手率 (%)	386.07

相关研究

正文目录

1. 速冻火锅料龙头.....	4
1.1. 火锅料为主，米面为辅.....	4
1.2. 业绩增速加快.....	5
2. 大行业小公司，火锅料份额趋集中.....	5
2.1. 速冻食品千亿市场.....	5
2.2. 竞争格局良性，品牌化势不可挡.....	7
2.3. 受益城镇化率提升+冷链物流发展.....	9
2.3.1. 需求端的量价逻辑.....	9
2.3.2. 冷链物流发展是突破瓶颈前提.....	10
3. 龙头突围，构建护城河.....	12
3.1. 产品线丰富，创新能力强.....	12
3.1.1. 深耕火锅料市场，特色面点异军突起.....	12
3.1.2. 跨界试水小龙虾，市场空间大.....	13
3.2. 渠道：双剑合璧，餐饮发力.....	14
3.2.1. 经销商为主、商超为辅.....	14
3.2.2. 定价策略“高质中高价”.....	15
3.2.3. “贴身支持”经销商.....	16
3.3. 营销：坚持大单品战略+注重品牌投入.....	17
3.4. 产能全国化布局.....	18
3.4.1. 销地产模式.....	18
3.4.2. 持续产能扩张.....	18
4. 盈利预测.....	20
4.1. 营收预测.....	20
4.2. 成本分析.....	20
5. 估值与投资建议.....	22
5.1. 绝对估值.....	22
5.2. 相对估值.....	22
5.3. 投资建议.....	22
6. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 公司收入产品结构(2017年).....	4
图表 2: 公司收入地区结构(2017年).....	4
图表 3: 公司主要产品类别.....	4
图表 4: 上市后营收加速增长(单位:百万元).....	5
图表 5: 上市后归母净利润加速增长(单位:百万元).....	5
图表 6: 速冻食品行业上下游.....	5
图表 7: 2010-2017年速冻食品销售额(亿元).....	6
图表 8: 2017年主要国家速冻食品人均消费量(kg).....	6
图表 9: 2010-2017年速冻鱼糜制品产量(万吨).....	6
图表 10: 2010-2017年速冻面米制品产量(万吨).....	6
图表 11: 七大侧面解构鱼糜分类.....	7
图表 12: 速冻火锅料仍处于品牌形成期.....	8
图表 13: 速冻面米行业集中度.....	8
图表 14: 速冻火锅料行业集中度.....	8
图表 15: 速冻火锅料市场格局.....	9
图表 16: 速冻食品行业发展驱动因素.....	9
图表 17: 日本速冻食品用途区别(2017).....	10

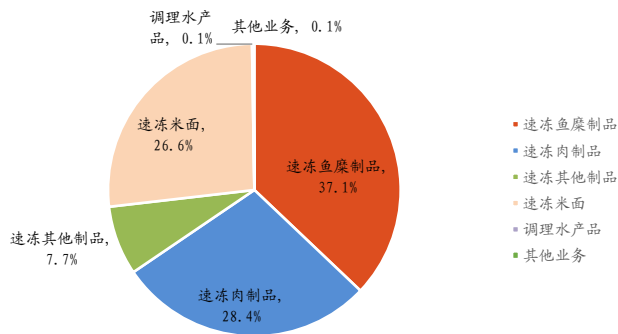
图表 18: 日本速冻食品产量分类.....	10
图表 19: 日本速冻调理食品构成.....	10
图表 20: 中国与发达国家人均冷库容积保有量对比.....	11
图表 21: 我国冷库保有量分布区域.....	11
图表 22: 中国与发达国家冷藏车保有量对比(2014).....	11
图表 23: 2017 年冷藏车前 10 名省市(辆).....	11
图表 24: 公司历年火锅料、速冻米面制品营收占比.....	12
图表 25: 品类较其他速冻食品企业更为丰富.....	12
图表 26: 公司产品在全国各地速冻面点销售排名中靠前(部分).....	12
图表 27: 公司创新产品.....	13
图表 28: 公司速冻调理小龙虾产品“虾容情”、“洪湖诱惑”.....	14
图表 29: 2017 年小龙虾加工业产值翻倍(亿元).....	14
图表 30: 2017 年全国小龙虾产量分布.....	14
图表 31: 安井与同行业公司渠道销售结构比较.....	15
图表 32: 公司营销网络.....	15
图表 33: 公司特通渠道主要合作伙伴.....	15
图表 34: 公司各销售渠道毛利率情况.....	16
图表 35: 同行业上市公司毛利率对比.....	16
图表 36: 公司对经销商的支持政策.....	16
图表 37: 公司日常促销政策产生收入占经销渠道收入比重提升.....	17
图表 38: 公司销售费用变化.....	17
图表 39: 公司销售费用构成(201).....	17
图表 40: “把安带回家”地铁营销.....	18
图表 41: 公司冠名《情绪料理·第二季》.....	18
图表 42: 公司“销地产”模式.....	18
图表 43: 安井、海欣物流费用比较.....	18
图表 44: 公司产能利用率高.....	19
图表 45: 主要企业速冻火锅料产量比较(万吨).....	19
图表 46: 公司产能扩张计划.....	19
图表 47: 公司营业成本分析.....	20
图表 48: 公司分业务毛利率水平.....	21
图表 49: 公司收入、盈利预测.....	21
图表 50: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设.....	22
图表 51: 可比公司估值.....	22
图表 52: 历史 PE (TTM) 区间.....	23
图表 53: 历史 PB 区间.....	23

1. 速冻火锅料龙头

1.1. 火锅料为主，米面为辅

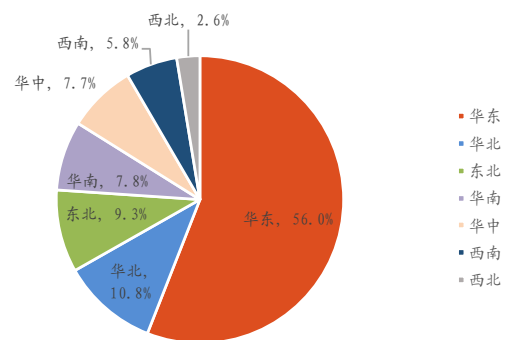
公司是速冻火锅料行业内的龙头公司，从事速冻火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品等速冻食品的研发、生产和销售，与呷哺呷哺、海底捞等连锁餐饮保持长期稳定合作。2017年公司营收规模34.84亿元，其中火锅料系列占比73.2%，速冻面米系列占比26.6%。分地区看，华东地区营收占比56%，是公司的主力市场。

图表 1：公司收入产品结构（2017 年）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

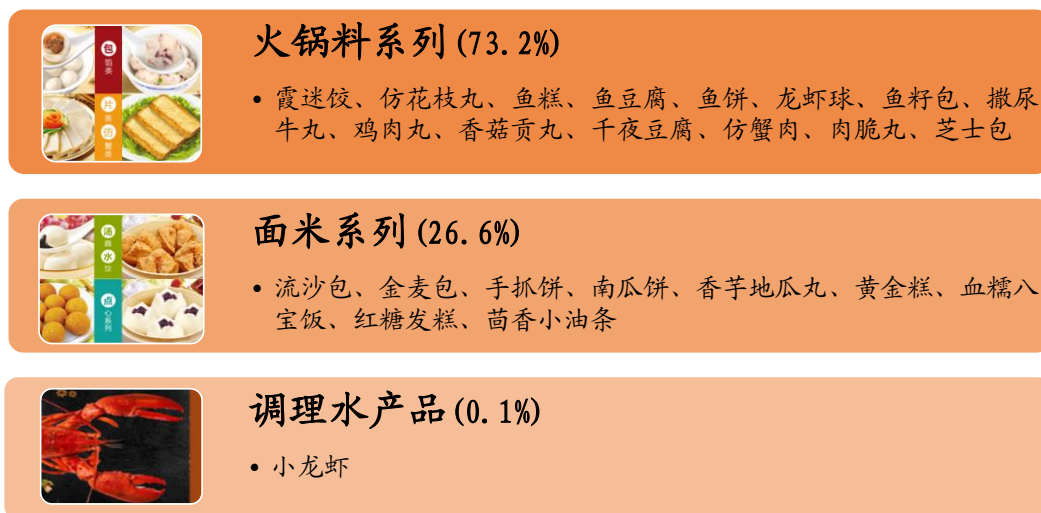
图表 2：公司收入地区结构（2017 年）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

产品种类丰富，新拓展小龙虾业务。公司主要经营“安井”品牌速冻食品，产品种类超过300多个。2018年初，公司参股上游水产加工企业湖北新宏业食品有限公司，持股比例19%，共同发展小龙虾业务。2018年3月，湖北新宏业联合安井食品举行“洪湖诱惑”系列小龙虾产品品牌发布会，双方将整合小龙虾产业在生产、加工、运营等方面的优势，借助公司经销商资源，共同打造速冻调味小龙虾第一品牌。

图表 3：公司主要产品类别

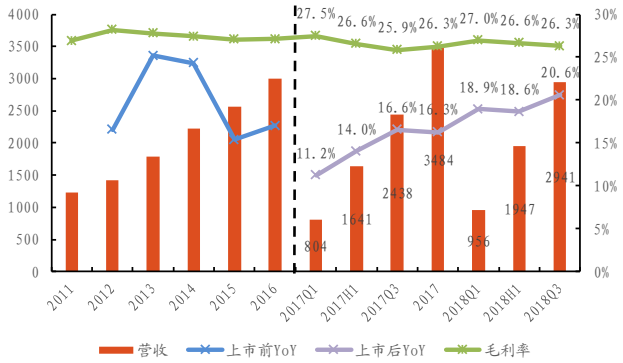


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 业绩增速加快

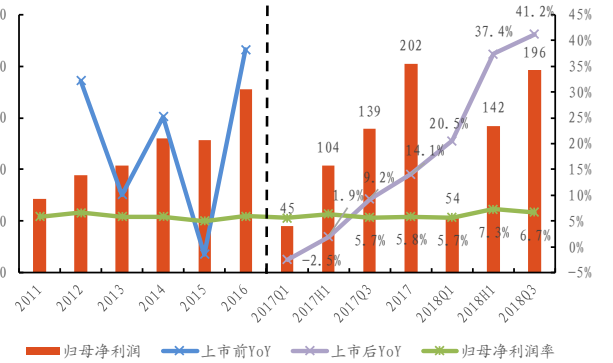
上市以来财务表现靓丽，业绩加速增长。公司处于成长扩张阶段，2011-17年营收增长的CAGR为19%，上市后营收增速逐季提升，2018前三季度营收29.41亿元，同比增长20.6%。2011-17年归母净利润增长的CAGR为18.9%，与营收增长保持同步，2018年前三季度归母净利润1.96亿元，同比增长41.2%，增速加快。公司毛利率水平稳定在26%-28%之间，2018年以来受到上游成本波动影响略有下滑。归母净利润率在5%-7%之间，2018年以来由于费用率下降小幅提升。

图表 4：上市后营收加速增长(单位:百万元)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 5：上市后归母净利润加速增长(单位:百万元)



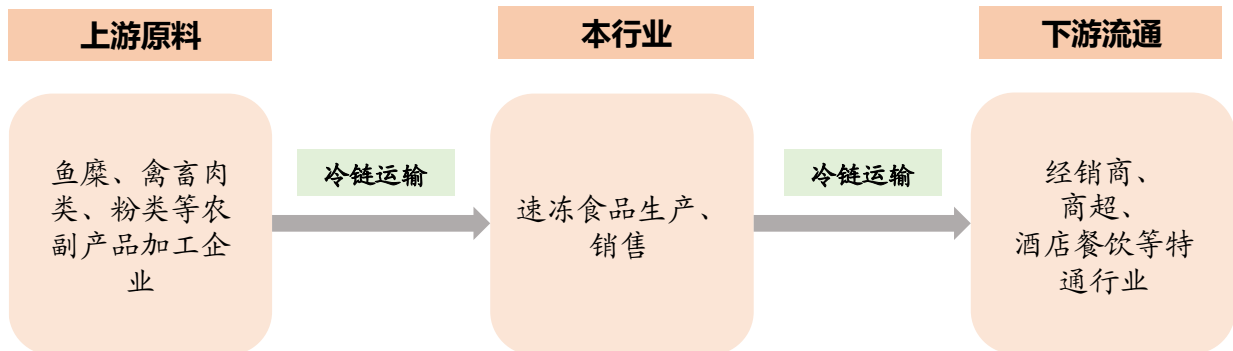
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 大行业小公司，火锅料份额趋集中

2.1. 速冻食品千亿市场

速冻食品可以分为：速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品等，其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品以及部分速冻其他制品俗称“火锅料制品”。火锅料制品和速冻面米制品是我国主要的速冻食品品种，速冻菜肴则在发展早期。行业上游是鱼糜、禽畜肉类及面粉类农副产品加工企业，原材料在生产成本中占比通常超过70%，因而上游价格波动对行业盈利水平影响较大。行业下游是以农贸批发为主的经销商、大型商超以及酒店餐饮业，需求仍处于上行通道。

图表 6：速冻食品行业上下游

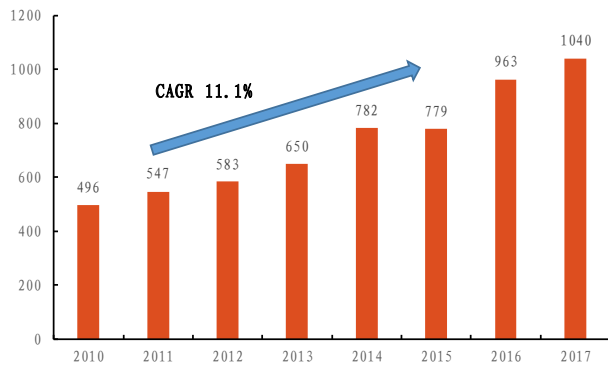


资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

速冻食品市场规模已达千亿，增速换挡。1997年我国速冻食品行业处于发展初期，销售额仅20亿元，2003年速冻食品的销售额已增长至41亿元，随着流通、消费冷链逐步形成，国内速冻食品进入了快速成长阶段。2012年速冻食品销售额达到584亿，2006-2012年销售额CAGR达到25.1%。2012年之后速冻食品销售额增速放缓，至2017年达到1040亿元，CAGR 11.1%。**增速阶段性放缓的主要原因包括：**1) **从产品周期角度看**，以水饺、汤圆为主的速冻面米市场趋于成熟，消费者渗透率已高，而速冻火锅料起步晚仍处于消费者培育阶段；2) **从渠道红利来看**，作为速冻面米主要零售渠道的大型卖场、连锁超市开店数目接近饱和，国家统计局数据显示2012年全国超市门店总数为31016个，较2011年减少7538个，2013年后稳定在33000多个。

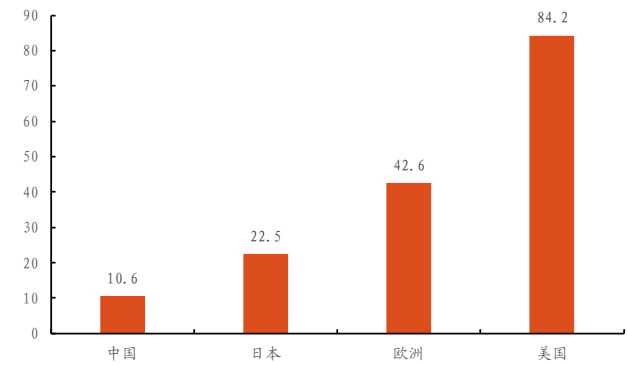
我国人均年速冻食品消费量10.6kg接近于日本1990年水平，未来仍有较大上升空间。全球速冻食品市场产量逐年增加，2017年全球速冻食品市场规模达1601亿美元。从国际经验上看，经济越发达、生活节奏越快、社会分工越细，对营养方便的速冻食品的需求就越旺盛。日本是世界上速冻食品的第三大消费市场，也是亚洲第一大消费市场，2017年产量达160.1万吨，消费量285.53万吨，品种3000多种，仅烹饪调制食品就有2400多种。日本冷冻食品协会数据显示，日本1968年速冻食品人均消费量仅0.8千克，1990年达到人均10.8千克，2017年人均年消费量为22.5千克。

图表 7：2010-2017 年速冻食品销售额(亿元)



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

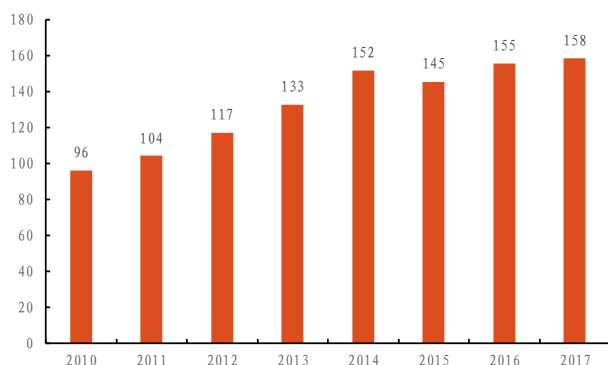
图表 8：2017 年主要国家速冻食品人均消费量(kg)



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

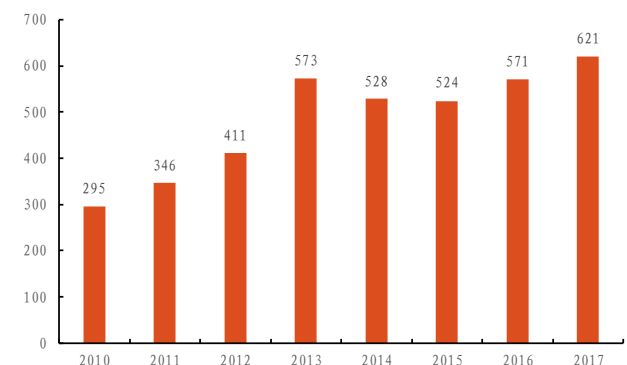
从我国速冻食品结构来看，速冻面米制品、速冻火锅料制品的销售规模占比约为3：1。2017年速冻面米制品行业的产值约801.7亿元，而火锅料制品的市场销售规模由2010年160亿元提升到2017年近273亿。

图表 9：2010-2017 年速冻鱼糜制品产量(万吨)



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

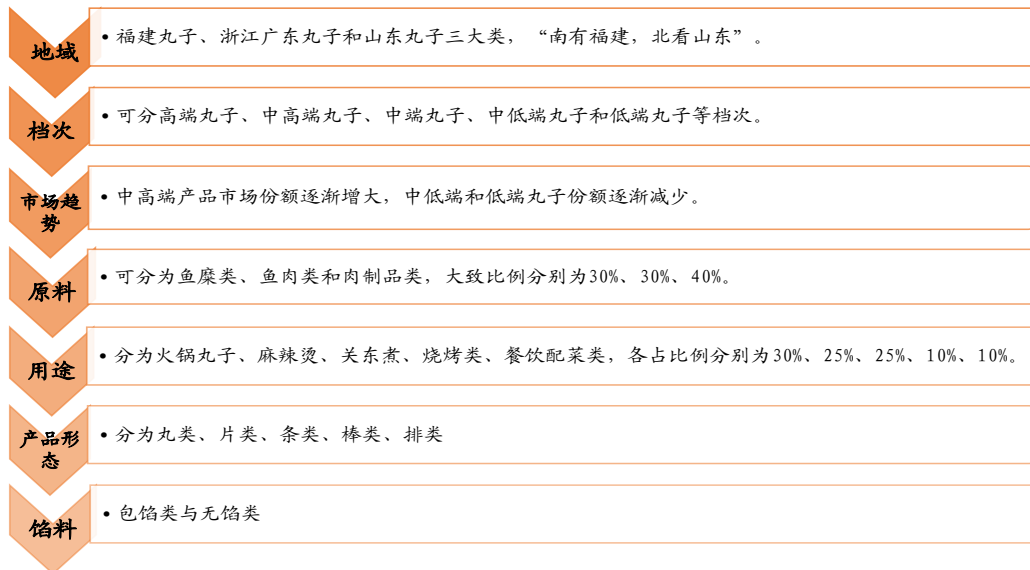
图表 10：2010-2017 年速冻面米制品产量(万吨)



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

鱼糜制品正在崛起，“有吨位，无地位”有待突破。从速冻火锅料细分品类的市场份额来看，速冻肉制品从2012年的66%降到2017年的59%，而速冻鱼糜制品从34%增长到41%。速冻鱼糜的年复合增长率达到8.64%高于速冻肉类。

图表 11：七大侧面解构鱼糜分类



资料来源：中华冷冻食品网，东方财富证券研究所

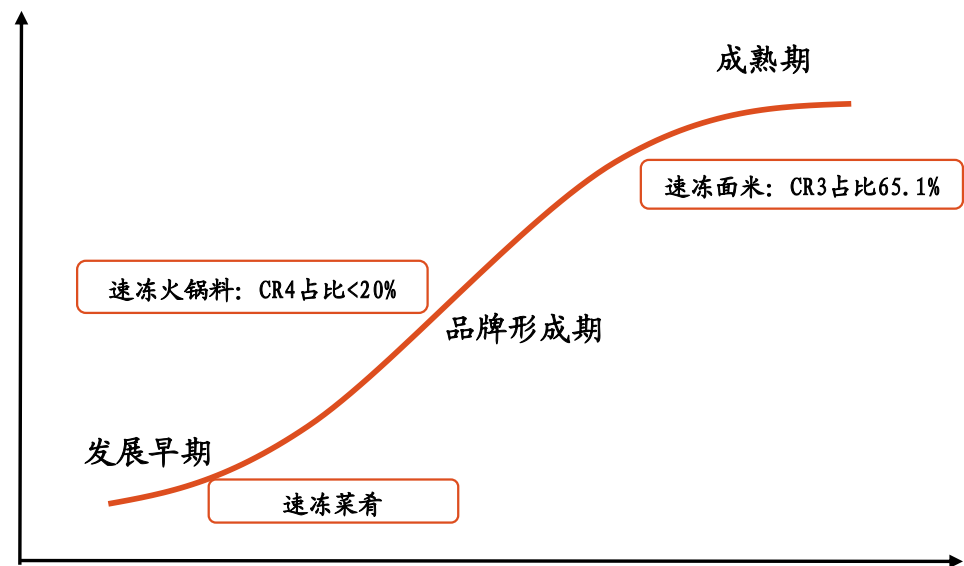
公司总经理张清苗于2011年中国首届火锅料节发言中总结道：“我国鱼糜制品还处于初级市场阶段，第一是品牌集中度不高，竞争格局大致处于米面制品5年前的状况，第一梯队厂家市场占有率均不超过10%；第二，行业进入高速发展期，行业增速为25-30%，个别创新性较强的企业年增幅超过100%；第三，鱼糜制品“有吨位，无地位”，包装方式散装为主袋装为辅；第四，质量方面侧重于关注产品性价比（口味、口感、价格），而对于食品安全和恶性夹杂物关注较少；第五，行业最主要成功因素为机会捕捉能力、老板人格魅力和营销掠夺力，而非成熟行业所应具有渠道精耕力、管理文化力和团队战斗力。”

站在当前时点，我们又能够看到鱼糜制品行业的哪些改观？首先，行业由量增驱动转为品质提升。行业增速趋缓，产量在150-160万吨区间波动，但消费者开始关注食品品质，中高端产品市场份额扩大。其次，品牌推行小量化包装，开始面向家庭消费者。安井、海欣等头部品牌推出面向家庭消费者的包装产品，品牌地位提升。最后，渠道逐步多样化，精耕时代已来。从最初的餐饮为主、关系营销，发展至靠品牌力、渠道力驱动。品牌企业发力广告营销，注重渠道拓展、参与生鲜电商，整个行业已经愈发成熟。

2.2. 竞争格局良性，品牌化势不可挡

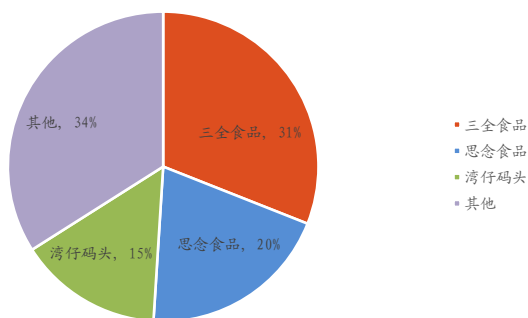
速冻火锅料正处于品牌形成期，安井领跑行业。速冻面米行业由于发展起步较早，行业成熟度较高，三全、思念、湾仔码头这些行业内代表企业具备规模经济、产品价格、营销优势，逐渐占据行业领导地位，市占率达到65.1%。相比之下，速冻火锅料市场仍处于资本竞争和品牌形成期，行业内中小型企业较多且集中在福建、山东地区，逐步扩展销售区域向内地渗透。速冻火锅料行业CR 4市占率不到20%，公司2017年市占率约9.4%，领跑行业。

图表 12：速冻火锅料仍处于品牌形成期



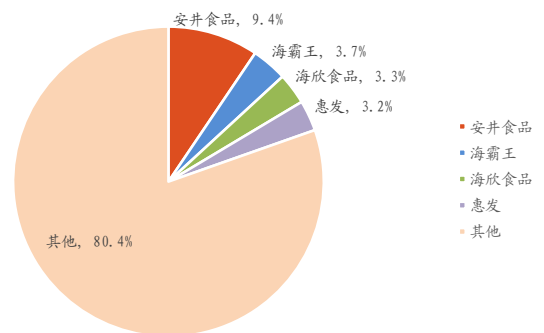
资料来源：东方财富证券研究所

图表 13：速冻面米行业集中度



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 14：速冻火锅料行业集中度



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

速冻鱼糜制品行业门槛高于面米，行业标准提升将加快市场出清。速冻鱼糜制品的上游原材料冷冻鱼糜的品质参差不齐，价格波动较大。随着环保监管趋严，上游小型鱼糜企业面临淘汰风险。此外为满足市场需求，淡水鱼糜逐渐替代海水鱼糜，高、低品质鱼糜鱼龙混杂。因此，下游中小加工企业受制于采购量小，无法保障稳定的高品质鱼糜供应。而行业内龙头企业具有采购规模优势、完善的质量管理体系，对上游话语权更强。

2012年9月，公司与三全食品、思念食品、唯新食品等作为行业代表参与审定了《加工食品销售服务要求——速冻食品》和《速冻调制食品》两项行业标准。《速冻调制食品》对于微生物指标提出了科学的看法，对标准的完善起了很大的作用。未来随着全民食品安全意识和素质的提高，国家长效监管机制的构建，各级监管部门依法力度的加大，速冻食品行业将会健康发展、加快市场出清力度，品牌企业市场份额趋于集中。

图表 15: 速冻火锅料市场格局

规模	公司
15-20 亿	安井食品（火锅料部分）
10 亿左右	福建海欣、山东惠发、汕头海霸王（火锅料部分）
5-8 亿	漳州升隆、山东佳士博、四海、广东津津
3-5 亿	福建壹海、武汉源香、泉州富邦、广东高技、山东鹤福、广东亿顺、山东得利斯（火锅料部分）、山东福春园
1-3 亿	福建福琪、福建胜田、百洋、麒麟、庆丰、兴威、馥华、坤兴、天清、三全（火锅料部分）、济南成友
1 亿以下	大量小企业、小作坊

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

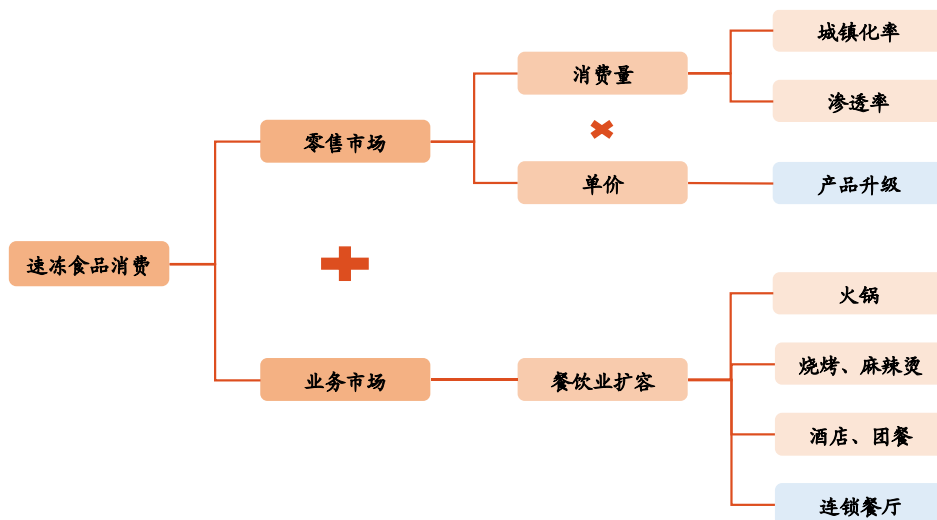
2.3. 受益城镇化率提升+冷链物流发展

2.3.1. 需求端的量价逻辑

城镇化率提升、渗透率提升带来消费人数和频次的增加。2017年我国的城镇化率水平已经达到58.52%，与2012年相比，常住人口城镇化率提高5.95个百分点。我国城镇化率与发达国家80%的平均水平仍有差距，也意味着巨大的经济增长潜力。随着人们生活节奏加快，对速冻食品的需求将会提升，此外8090后人群对速冻食品的接受度更高，二者将会带来速冻食品消费人数、消费频次的增加。

食物品质要求提升推动产品升级，提价空间大。目前市场上的速冻食品价格依然偏低，安井的速冻鱼糜制品价格定位于大众偏中高端，为了迎合家庭消费日益追求高品质的要求，安井推出高端产品“丸之尊”。未来速冻制品行业产品结构的升级是发展趋势，提价空间仍大。

图表 16: 速冻食品行业发展驱动因素

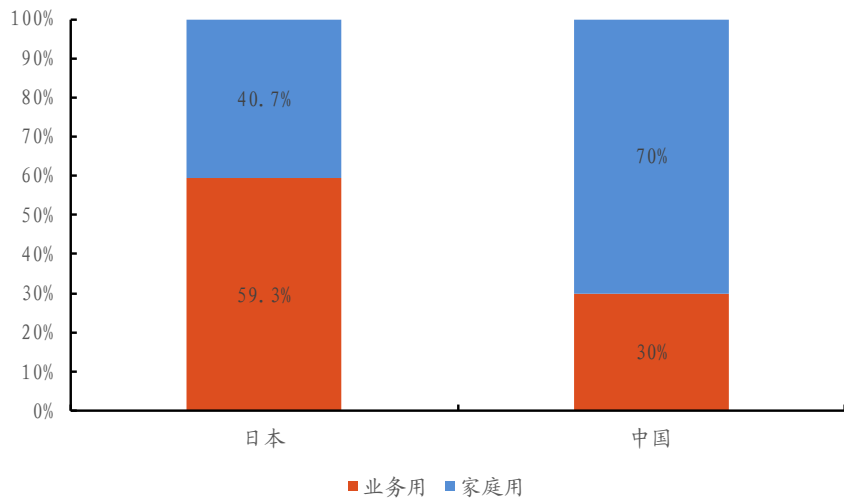


资料来源：东方财富证券研究所

品类、消费场景拓展，未来业务端空间广阔。目前国内速冻食品多为水饺、汤圆，销售渠道以大卖场、连锁超市为主，家庭用量占比70%左右。对比日本业务用量占比59.3%，家庭用占比40.7%，未来业务用市场（对应酒店、餐饮、食堂等）空间仍大。此外日本速冻调理食品种类丰富，油炸类占比30.1%，乌冬面等面类占比11.4%，

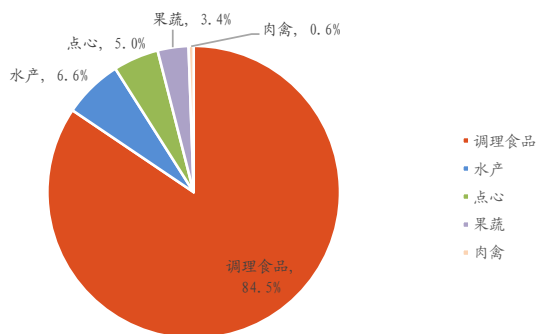
饭团等米饭类占比10.3%，饺子、春卷等其他非油炸类占比48.2%。借鉴日本经验，我国速冻食品企业仍有极大品类拓展空间，国内美食、异域小吃不可胜举，早餐、便当、休闲场景丰富。

图表 17：日本速冻食品用途区别（2017）



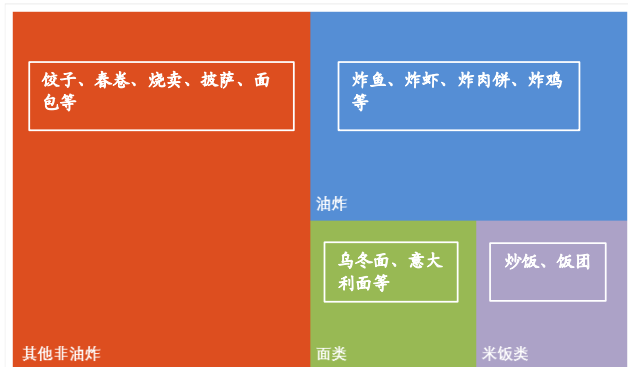
资料来源：日本冷冻食品协会，东方财富证券研究所

图表 18：日本速冻食品产量分类



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 19：日本速冻调理食品构成



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.3.2. 冷链物流发展是突破瓶颈前提

近年因冷链物流环节的失控，速冻食品如粽子发霉、大肠菌群超标、产品干耗变色等时有见诸报道。2012年12月，安井食品参与起草制定了《速冻食品物流规范》，有利于解决冷链物流这个制约速冻食品行业健康发展的短板问题。

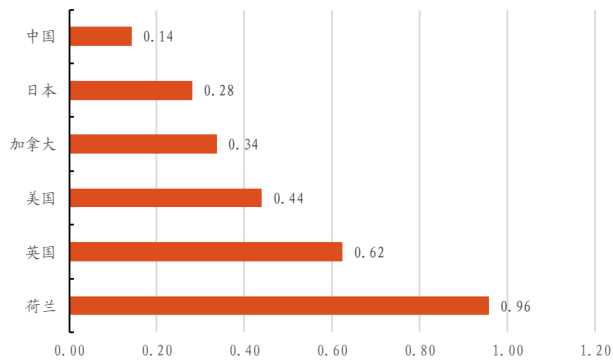
我国冷链物流发展较为落后，且资源分布不均，制约速冻食品的发展。目前发达国家易腐食品的冷藏运输率已超过90%，冷链流通率约为95%–98%，某些产品（比如肉禽）冷链流通率更是达到100%。而我国全程冷链的比率较低，商务部统计数据显示，我国果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别为22%、34%、41%。

根据全球冷链联盟(GCCA)的数据，虽然我国2016年冷库存储容量已经达到1.07亿立方米，仅次于印度和美国，但人均冷库容积仅为0.14立方米，处于较低水平。此外，我国冷库资源分布不均，主要集中在华东地区，华东地区现有的冷库容量占到了全国总容量的45.7%。华中、华北库容接近，均占15%左右。

冷库容量增速快，第三方冷链物流正在崛起。2017年，我国冷库总容量为3609.6万吨，相较于2016年增长18.9%。2017年我国冷藏车保有量7.46万辆，其中自有冷藏车

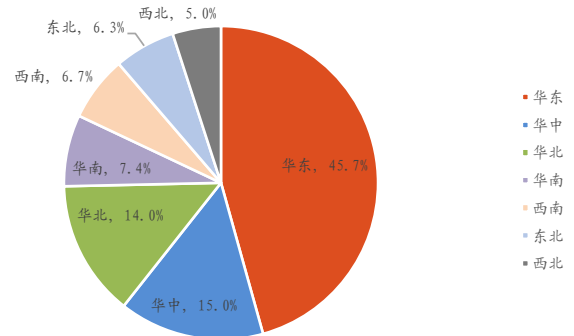
为3.16万辆，企业整合社会冷藏车4.30万辆，相较2016年冷藏车总量减少2.5%，其中自有冷藏车总量减少16.3%，社会冷藏车增加11.6%。这一趋势符合发达国家发展规律，第三方冷链运输能够最大程度提高效率，而企业自有冷藏车仅用于本地短途运输。

图表 20: 中国与发达国家人均冷库容积保有量对比



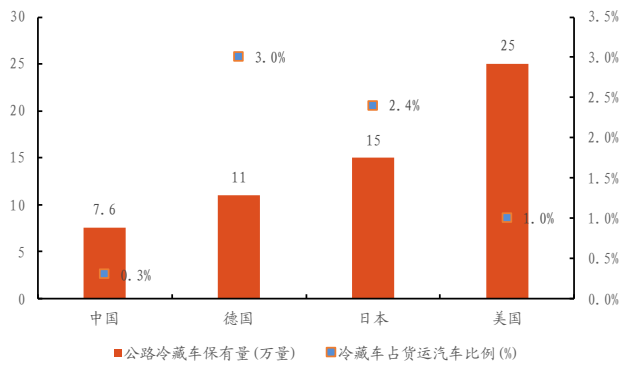
资料来源: GCCA, 东方财富证券研究所

图表 21: 我国冷库保有量分布区域



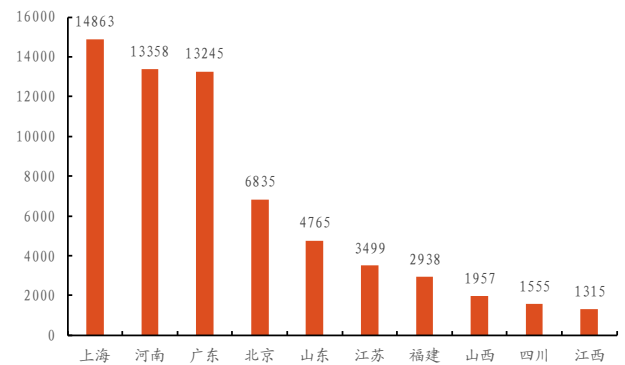
资料来源: 前瞻产业研究院, 东方财富证券研究所

图表 22: 中国与发达国家冷藏车保有量对比(2014)



资料来源: 前瞻产业研究院, 东方财富证券研究所

图表 23: 2017年冷藏车前10名省市(辆)



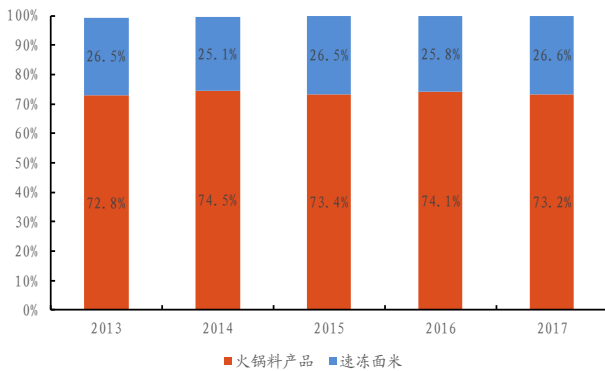
资料来源: 中冷联盟, 东方财富证券研究所

3. 龙头突围，构建护城河

3.1. 产品线丰富，创新能力强

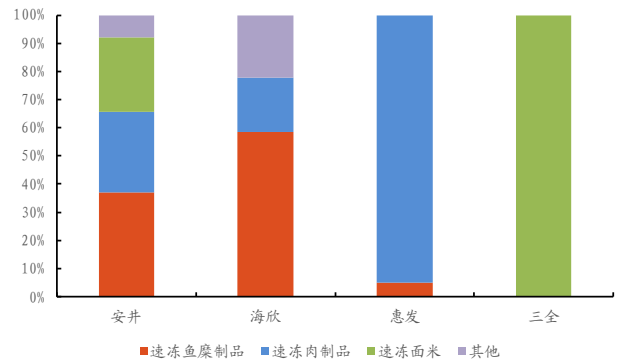
公司产品组合丰富，是业内同时拥有火锅料、面米两大品类的企业。两大品类均衡发展，2013-17年火锅料品类占比保持在73%左右，面米产品在26%左右。两大产品的有机组合能够最大化满足销售渠道的需求，有助于终端市场开拓。多样化产品广泛应用于火锅店、小吃店、酒店、家庭等场景，满足了人们的多元需求，提高消费者忠诚度。

图表 24：公司历年火锅料、速冻米面制品营收占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 25：品类较其他速冻食品企业更为丰富



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.1.1. 深耕火锅料市场，特色面点异军突起

开发火锅料行业的“豪门八杰”。公司自上世纪90年代在国内率先规模化生产鱼糜制品以来，便一直走高端鱼丸路线，深耕火锅料行业。2011年公司首次发布了“豪门八杰”——水晶包、太湖燕饺、香辣鱼果、五香豆腐、海参丸、章鱼丸、爆汁小鱼丸、闽南脆丸。为打开市场，公司与中国烹饪协会于2011年8月7日合作举办“中国火锅节暨火锅美食文化节”，中国最大的100多家火锅企业均参与其中，公司产品吸引众多火锅企业老板品尝。

面米制品差异化竞争、创新力强。公司选择差异化战略打开速冻米面市场，2012年推出红糖馒头、鲜奶馒头、奶黄包等特色面点瞄准早餐市场，受到市场欢迎。2015年公司开发的新品安井肉松卷获得2015年度“中国方便食品创新奖”以及“最受欢迎的方便食品奖”。2017年公司新品安井核桃包、金麦流沙包分别获得“2017年方便食品创新奖”、“2017年最受欢迎的方便食品奖”称号。

图表 26：公司产品在全国各地速冻面点销售排名中靠前(部分)

时间	产品	排名
2012年1月	玉兔甜包/奶黄包	江苏省第一名/江苏省第二名
2012年4月	奶黄包	江苏省第一、二名，上海市前三名
2012年5月	鲜奶馒头/香菇素菜包	浙江省第一名/江苏省前二名
2012年6月	葱油花卷/香菇素菜包	浙江省第一名/江苏省前三名
2012年7月	奶黄包/香菇素菜包	江苏省第一/第二名
2012年8月	奶黄包/鲜奶馒头/葱油花卷	江苏省第一/江苏省第三名/浙江省第二名
2012年9月	奶黄包/香菇素菜包/鲜奶馒头	江苏省第一/第二/第三名

2012年10月	奶黄包/鲜奶馒头	江苏省第一/第三名
2012年11月	玉兔甜包/奶黄包/鲜奶馒头/葱油花卷	江苏省第一/江苏省第三/江苏省第四名/浙江省第二名
2012年12月	玉兔甜包/奶黄包/鲜奶馒头/奶黄包	江苏省第一/江苏省第三/江苏省第四/浙江省第二名
2013年4月	鲜奶馒头/黑米馒头/叉烧包/吉祥寿桃/香菇素菜包/奶黄包	福建省第一/福建省第二/福建省第三/福建省第四/江苏省第一/江苏省第二
2013年5月	香菇素菜包/奶黄包1000/奶黄包360/鲜奶馒头/黑米馒头/叉烧包/安井肉包/香菇素菜包	江苏省第一/江苏省第二/江苏省第四名/福建省第一/福建省第三/福建省第四名/浙江省第三/浙江省第四名
2013年6月	安井奶黄包1000/鲜奶馒头240/奶黄包360/香菇素菜包/鲜奶馒头/黑米馒头/叉烧包	江苏省第一/江苏省第二/江苏省第三/江苏省第四名/福建省第一/福建省第五/福建省第六名

资料来源：中国食品报冷冻产业周刊，公司官网，东方财富证券研究所

新产品研发方面，公司坚持“研发一代、生产一代、储备一代”。公司每年都能够推出一系列较为成功的新产品，比如近年来公司在火锅料方面推出高端“丸之尊”系列（包含鱼籽包、鱼豆腐、芝士包、龙虾味球、亲亲肠、撒尿牛丸、牛筋丸），采用精美小包装，迎合对品质要求高、价格接受能力高的消费者。此外公司针对早餐市场推出的“手抓饼”家庭装在电商平台上销量遥遥领先。

2019年公司将推出子品牌“冻品先生”，有三款产品：天妇罗鱼、天妇罗虾和腐竹。新产品定位于餐饮食材类，产品与安井现有的产品不重合。目前推出的三款产品属于OEM产品，手工量比较大，面向全国市场，主要走餐饮渠道。

图表 27：公司创新产品



资料来源：网络整理，东方财富证券研究所

3.1.2. 跨界试水小龙虾，市场空间大

推出速冻调理小龙虾，整合上游产业链。2017年6月推出“虾客情”麻辣小龙虾产品，瞄准年轻、时尚消费者的需求，独立包装、冷链锁鲜，使得小龙虾消费场景更加多元化。安井所用的小龙虾原料选自湖北省洪湖，洪湖境内水产资源丰富，是国家二级水质标准，有着丰富的水植物生殖环境。在加工上，精心遴选活虾，超声波机严格清洗，无菌加工，真空包装；在物流上，安井小龙虾全程冷链。2017年半年时间，该部分收入393万元。

2018年年初，公司以7980万元收购上游供应商洪湖市新宏业食品有限公司19%的股权，有助于公司快速进入小龙虾市场并提升冷冻鱼糜的上下游联动效应。2018年3月，公司联合新宏业举行“洪湖诱惑”系列小龙虾产品品牌发布会，发挥渠道资源

优势。此次合作，公司以现金入股的方式支持新宏业的小龙虾业务，通过分红获取收益，洪湖诱惑的收入不会体现在利润表中。

图表 28：公司速冻调理小龙虾产品“虾客情”、“洪湖诱惑”

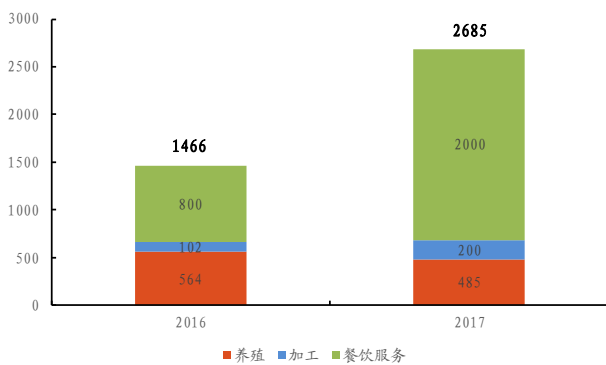


资料来源：网络整理，东方财富证券研究所

小龙虾加工市场约200亿，稳定原材料供应+冷链、渠道协同+品牌优势，安井大有可为。农业部和在水产学会联合发布的《中国小龙虾产业发展报告（2018）》显示，2017年小龙虾生产量113万吨，较2016年增长25.7%，经济总产值2685亿元，同比增长83.15%。其中公司所处的小龙虾加工业产值200亿元，较去年同期翻倍。目前小龙虾处于供不应求的状态，全国小龙虾市场批发价格逐年上涨，拥有核心品牌和原料保证的企业竞争优势将会进一步凸显。

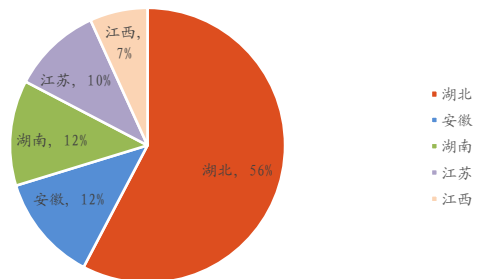
2017年全国56%的小龙虾产量来自湖北，而洪湖市以8.53万吨在全国养殖产量市县中排名第二，新宏业同时也是国内半数以上小龙虾品牌的货源基地。数据显示，新宏业2017年生产小龙虾系列产品总产量约8000吨，消化小龙虾原料25000吨以上，小龙虾系列产品产值高达3.2亿元，实现出口创汇1300多万美元。2018年参股公司洪湖新宏业公司小龙虾产能翻倍，供不应求。

图表 29：2017 年小龙虾加工业产值翻倍 (亿元)



资料来源：中国小龙虾产业发展报告，东方财富证券研究所

图表 30：2017 年全国小龙虾产量分布



资料来源：中国小龙虾产业发展报告，东方财富证券研究所

3.2. 渠道：双剑合璧，餐饮发力

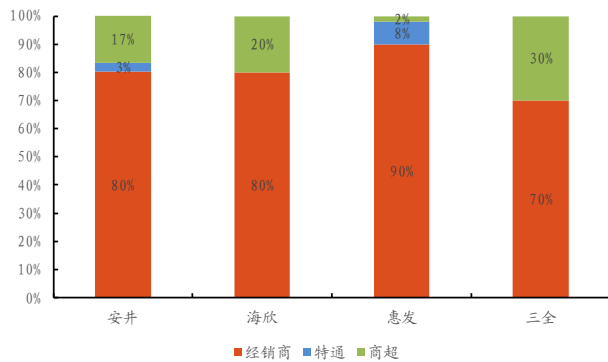
3.2.1. 经销商为主、商超为辅

公司销售模式包括经销模式、商超模式、特通模式。经销商渠道占到营收的80%

左右，主要流通渠道是中小型商超或农贸市场等。商超模式占到17%，主要是进入大型商超，包括沃尔玛、家乐福、乐购、卜蜂莲花、麦德龙、大润发、欧尚等国际型大卖场，以及苏果、华润万家、永辉、物美、天虹、中百、联华、新华都等国内连锁大卖场。特通渠道占比3%，主要面向火锅店、小吃店等，公司合作伙伴包括呷哺呷哺、海底捞、张亮麻辣烫等，其中呷哺呷哺是公司第一大特通客户，2015年全年销售额超过2000万元。

公司营销中心下设流通部、KA部、大客户部三大部门负责全国六个营销大区的具体营销工作，分别对应经销商、商超、特通渠道开发。营销中心分别下设5个分公司（上海、南京、合肥、厦门、北京），30余个联络处（广州、沈阳、郑州、成都等）。

图表 31：安井与同行业公司渠道销售结构比较



资料来源：招股说明书，公司公告，东方财富证券研究所
注：海欣、三全合并了经销商、特通口径

图表 32：公司营销网络



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

图表 33：公司特通渠道主要合作伙伴



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.2.2. 定价策略“高质中高价”

公司对经销商采取“高质中高价”的定价策略，经销商渠道的毛利率低于综合毛利率。公司通过给予渠道高利润空间，支持经销商发展。

横向比较来看，公司在同行业公司中毛利率仍处于较低水平。1) 与三全相比，毛利率低源于渠道结构的差异。三全是速冻水饺、汤圆的第一品牌，享有较高品牌溢价，且其经销渠道30%为商超，需要较高的毛利水平以支撑高费用。2) 与海欣相比，毛利率低欲挤压竞争对手份额。公司与海欣是直接竞争对手，采取“优质中价”的策略以巩固和增强市场竞争力。

图表 34：公司各销售渠道毛利率情况

销售渠道	2016年1-6月	2015年	2014年	2013年
经销商	23.80%	24.07%	24.17%	24.94%
商超	44.52%	42.51%	41.46%	38.58%
特通	25.29%	23.03%	28.40%	26.39%
综合毛利率	27.41%	27.08%	27.41%	27.77%

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 35：同行业上市公司毛利率对比

项目	2017年	2016年	2015年
三全食品	33.92%	35.14%	32.93%
海欣食品	31.35%	30.74%	30.22%
惠发股份	26.74%	28.33%	31.69%
均值	30.67%	31.40%	31.61%
安井食品	26.27%	27.12%	27.08%

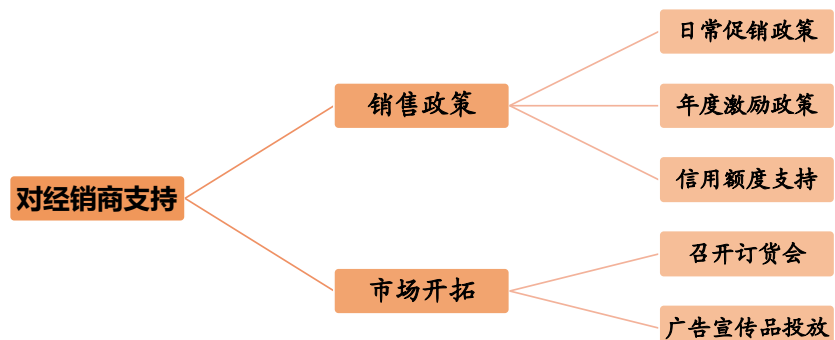
资料来源：公司公告，招股说明书，东方财富证券研究所

3.2.3. “贴身支持”经销商

公司对经销商的“贴身支持”体现在四个方面：

- 1) **打通销售渠道的支持。**协助经销商开发分销商、销售终端，构建完善的销售网络。
- 2) **增加渠道粘度的支持。**协助经销商召开各种订货会，通过邀请分销商及终端客户到场，以及推出差异化的产品组合及优惠的促销力度刺激产品的销量，并巩固各级客户的合作关系。
- 3) **提升品牌拉动销售的支持。**通过户外广告宣传或对经销商门店进行生动化布置，并派专人指导监督，保证公司在品牌传播形象上的统一性，方便消费者记忆。
- 4) **丰富营销活动促进消费的支持。**通过开展主题活动、有奖销售等终端促销活动增强与消费者间的互动，拉近与消费者的距离，促进经销商、销售终端的销量增长。

图表 36：公司对经销商的支持政策



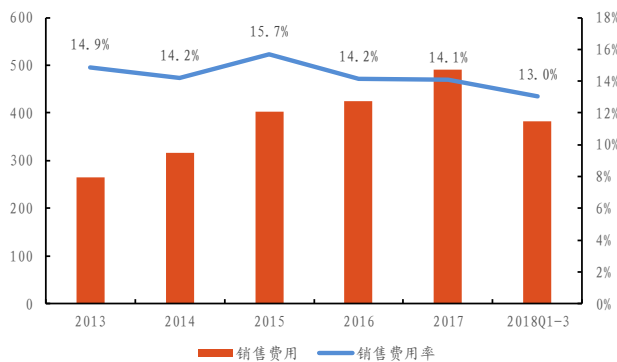
资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 37: 公司日常促销政策产生收入占经销渠道收入比重提升

单位: 百万	经销渠道收入	公司发布促销政策产生收入	占经销渠道收入比例	经销商提出促销政策产生收入	占经销渠道收入比例
2013	1368.40	187.48	13.70%	41.52	3.03%
2014	1753.03	264.44	15.08%	54.74	3.12%
2015	2050.85	387.44	18.89%	80.54	3.93%
2016H1	1151.57	254.51	22.10%	58.38	5.07%

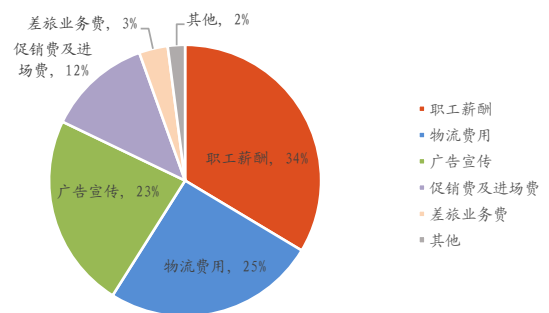
资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 38: 公司销售费用变化



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 39: 公司销售费用构成(201)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

3.3. 营销: 坚持大单品战略+注重品牌投入

公司实施“战略大单品”营销策略, 积极培育并大力推广有竞争力的单品。针对不同地区市场成熟度、单品竞争态势, 制定当地“大单品”促销系列政策, 使市场资源投入更精准有效, 也能够带动其他单品快速增长。

公司将战略单品进一步分为“全国性”、“区域性”, 并按照“单品突破、单品夺冠、单品称霸”分别实施不同营销策略。例如在山东地区的大单品是霞迷饺、撒尿肉丸, 辽宁地区的大单品是鱼排、仿蟹柳、撒尿肉丸, 天津地区的大单品是鱼豆腐、千夜豆腐。

新品推广上, 公司坚持每年集中全部资源聚焦培养1-2个“战略大单品”, 该战略单品通常符合“全渠道通用、全区域适销”标准, 且通常要求全部大经销商均必须无条件配合推广。

2016年转变营销侧重点, 注重长期品牌塑造。公司2016年将广告宣传侧重点由“物料搭赠”调整为“品牌宣传”, 将短期促销转变为长期品牌塑造。一方面在江浙沪区域部分城市投放电视角标广告; 另一方面在批发市场、菜场等发布大型广告牌, 增加品牌曝光度。2016年上半年广告费占广告宣传费用的比重从2015年的29.11%提升至48.59%。2017年公司继续拓展营销渠道, 在强势市场加大公交车、交通广播台、电视角标、高铁、地铁、共享单车广告等投入, 提升品牌知名度。

2018年冠名的美食心理学迷你剧《情绪料理·第二季》。《情绪料理》是一部美食心理学迷你剧, 共十二集, 每集约7分钟。《情绪料理·第一季》在2017年4月上映, 点播量超2亿次, 并荣获2017年微博全网年度最佳迷你剧。11月8日晚, 公司冠名的《情绪料理·第二季》全网上线, 不到一小时, 点击量突破100万。第一集《认真的歌手》讲述了歌手胡夏与安井鱼丸的故事: 做认真的歌手, 吃用心的鱼丸。

图表 40：“把安带回家”地铁营销



资料来源：公司官方微信，东方财富证券研究所

图表 41：公司冠名《情绪料理·第二季》



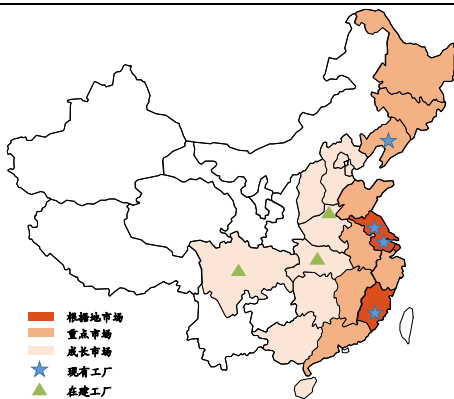
资料来源：公司官方微信，东方财富证券研究所

3.4. 产能全国化布局

3.4.1. 销地产模式

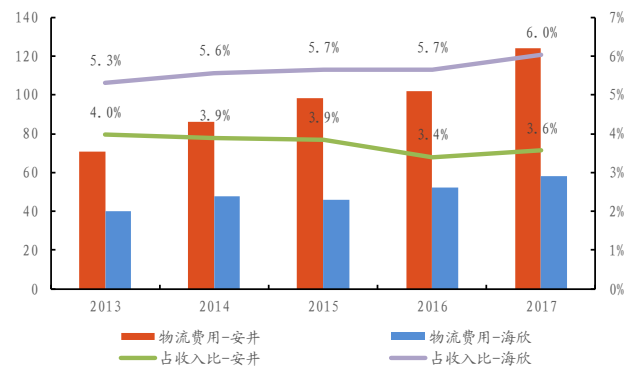
公司实行销地产模式，以江苏、福建为根据地市场，目前拥有厦门2间工厂，无锡工厂(扩建速冻食品生产线)、泰州2间工厂(扩产在建)、辽宁工厂。近年由于生产基地所在的华东区域销量大幅提高，物流运输的规模化效应明显，公司物流费用占收入比重不断降低。2015年下半年辽宁新厂区投产，有效减少了东北、华东地区运输半径，降低物流费用，2016年物流费用占收入比由3.9%下降至3.4%。未来公司计划扩建四川西南生产基地、湖北华中生产基地、汤阴华北生产基地，进一步扩大版图以降低物流运输半径。

图表 42：公司“销地产”模式



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 43：安井、海欣物流费用比较



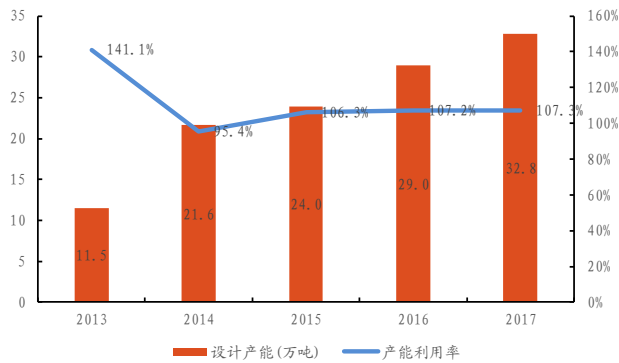
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.4.2. 持续产能扩张

公司仍处于成长阶段，产能受需求拉动不断扩张，仍较为紧张。公司2017年产能达到32.8万吨，2013-17年产能增长的CAGR接近30%，2015-17年产能利用率保持在106%-107%。相比之下，竞争对手海欣、惠发的速冻火锅料产量及产能利用率增长较慢。惠发股份的设计产能2014-17年均均为11万吨，没有产能扩张计划，而海欣的火锅料产量也一直在8万吨附近，山东3万吨鱼糜、肉制品项目连续多年亏损，未达预期

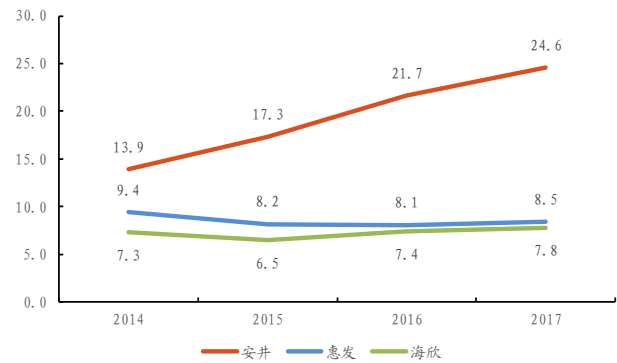
收益目标。

图表 44：公司产能利用率高



资料来源：招股说明书，公司公告，东方财富证券研究所

图表 45：主要企业速冻火锅料产量比较 (万吨)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2018年公司新增泰州工厂二期项目、无锡工厂三期的部分产能，预计2018年产能接近40万吨，另外我们预计2019/20年产能上限达到48/60万吨，能够保障公司的扩张计划。

图表 46：公司产能扩张计划

在建项目	投资金额	产能规模	预计投产时间
华东无锡新工厂	3.5 亿	7 万吨	2019 年
西南四川工厂	5.62 亿	15 万吨(三期)	2019 上半年(一期)
华中湖北工厂	6 亿	15 万吨左右	2020 年二季度
华北汤阴工厂	3 亿	6-7 万吨	2020 上半年

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 营收预测

量价齐升，收入保持快速增长。

销量增长受益于火锅餐饮快速增长、行业集中度提升。公司速冻火锅料业务在餐饮端具有竞争优势，将持续受益于火锅餐饮端高速增长（预计未来5年收入增长CAGR为10.2%，高于餐饮业整体）；速冻面米系列差异化竞争，爆款频出，家庭早餐消费、酒店餐饮渠道齐发力，预计增速高于火锅料制品。此外，公司在行业整体增速放缓背景下通过“高质中价”定价策略、“大单品”营销策略抢占中小企业市场份额，配合产能持续扩张，预计未来3年速冻火锅料/速冻面米销量的增速CAGR分别为14.8%/16.3%。

成本推动，适时减小促销力度，未来提价空间大。2017-18年由于上游原料成本上升明显，公司开始适度减小促销力度，平均单价有所回升。今年9月份公司再次缩减促销力度，变相提价。我们认为当前行业竞争格局良性，公司在强势区域具备涨价能力，未来提价空间大。我们预计未来3年速冻火锅料/速冻面米单价的涨幅CAGR分别为1.6%/2.7%。2018年主要源于公司方面减少促销，提价幅度略高，2019/20年幅度减小。

4.2. 成本分析

公司的营业成本中有接近80%为原材料成本，主要是鱼糜、猪肉、鸡肉、面粉等。2015-17年人工成本、制造费用占比逐年提升。

图表 47：公司营业成本分析

单位：万元

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务成本	256,382.79	99.80%	218,276.92	99.95%	186,449.76	99.83%
其中：原材料	199,281.72	77.58%	171,046.95	78.32%	146,395.15	78.39%
人工成本	17,208.76	6.70%	14,524.36	6.65%	12,801.26	6.85%
制造费用	39,470.04	15.36%	32,705.61	14.98%	27,253.35	14.59%
外购成本	422.28	0.16%	-	-	-	-
其他业务成本	502.18	0.20%	107.08	0.05%	310.81	0.17%
总计	256,884.97	100.00%	218,384.00	100.00%	186,760.57	100.00%

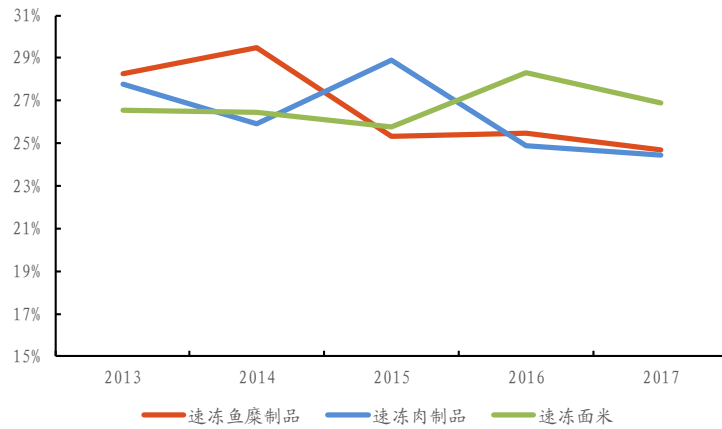
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司对上游鱼糜采购有较强话语权。由于公司鱼糜制品产量较大，每年采购的淡水鱼浆占到上游淡水鱼浆产量的50%左右，海水鱼浆使用量占和行业出产量的20%左右。公司最大的供应商是湖北洪湖新宏业，2018年公司已经收购其19%的股份，因而公司的采购成本在行业中具有优势。

公司具备提价能力，把控毛利率稳定。1) 公司根据上游原材料成本调整促销力度，在成本降低时提高促销力度，在成本提升时缩减促销力度。例如2016年鱼糜制品平均成本为0.82万元/吨，较2015年下降0.05万元，公司加大促销力度使单价下降0.07万元/吨，毛利率较2015年提高0.15个百分点。2017年鱼糜制品成本上升1.2%，公司通过控制促销力度使鱼糜制品毛利率下滑了0.8个百分点。2) 产品结构优化，

提高毛利率。公司面米系列差异化竞争，推出手抓饼、核桃包系列受到市场欢迎，2016年以来速冻面米制品毛利率贡献有所增加。未来公司将通过持续推出高品质的速冻火锅料、面米制品，带动整体毛利率水平上行。

图表 48：公司分业务毛利率水平



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 49：公司收入、盈利预测

单位：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
速冻火锅料	2549.15	3059.68	3561.97	4046.97
YoY	14.7%	20.0%	16.4%	13.6%
毛利率	26.1%	25.9%	26.4%	26.9%
速冻面米	925.86	1136.22	1344.37	1576.95
YoY	19.7%	22.7%	18.3%	17.3%
毛利率	26.9%	27.0%	27.5%	28.0%
调理水产品	3.93	0.00	0.00	0.00
毛利率	1.4%	--	--	--
其他业务	5.07	6.08	7.30	8.76
毛利率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
收入合计	3484.01	4201.98	4913.64	5632.68
YoY	16.3%	20.6%	16.9%	14.6%
综合毛利率	26.3%	26.2%	26.6%	27.2%
销售费用率	14.1%	13.5%	13.2%	13.1%
管理费用率	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
投资收益	6.85	14.00	16.00	20.00
归母净利润	202.43	257.74	323.81	404.71
YoY	14.1%	27.3%	25.6%	25.0%

资料来源：东方财富证券研究所

5. 估值与投资建议

5.1. 绝对估值

首先采用绝对估值方法进行估值。根据基本假设计算出公司的WACC为11.39%。假设2021-2023年的半显性增速为12%，2024-26年为过渡期，2027之后永续增长率为2%，则公司股票价值为47.9元。截至11月15日收盘价，公司股价为38元，处于被低估状态。

图表 50: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.20	WACC	11.39%
市场收益率 Rm	10.27%	半显性增速	12.00%
无风险利率 Rf	3.59%	永续增速	2.00%
风险溢价	6.68%	公司价值	6154.80
实际税率	23.34%	股票价值	5884.80
债务利率	6.00%	每股价值	47.90

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5.2. 相对估值

公司是速冻火锅料制品行业的龙头，市值高于同行业公司，当前PETTM（扣非）为35.18倍，低于行业平均59.23倍。公司2018-20年的预测PE分别为31.85/25.35/20.28倍，也低于行业平均水平。因而公司当前估值较为合理。

图表 51: 可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	PE (倍)				BV/EBITDA
			PETTM	2018E	2019E	2020E	
603345.SH	安井食品	82.10	35.18	31.85	25.35	20.28	24.92
002702.SZ	海欣食品	21.87	122.76	N.A.	N.A.	N.A.	222.64
603536.SH	惠发股份	15.19	33.84	N.A.	N.A.	N.A.	11.83
002216.SZ	三全食品	49.15	80.31	50.71	38.35	34.59	25.99
603043.SH	广州酒家	101.44	24.05	23.90	19.65	16.04	19.45
行业平均		53.95	59.23	35.49	27.79	23.64	60.97

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5.3. 投资建议

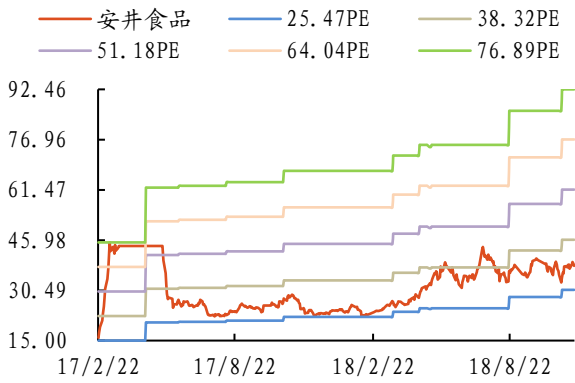
我们认为公司在速冻火锅料制品领域的龙头地位稳固，产量、产能均与第二名拉开较大差距。公司产能扩张有序推进，未来量价均有较大提升空间，成长性强。我们预计公司2018/19/20年营收42.02/49.14/56.33亿元，YoY 20.6%/16.9%/14.6%；归母净利润2.58/3.24/4.04亿元，YoY 27.3%/25.6%/25.0%。预计2018/19/20年EPS 1.19/1.50/1.87元，对应PE 31.9/25.4/20.3倍。

首次给予“买入”评级，给予公司2019年30倍PE，12个月目标价45元。

6. 风险提示

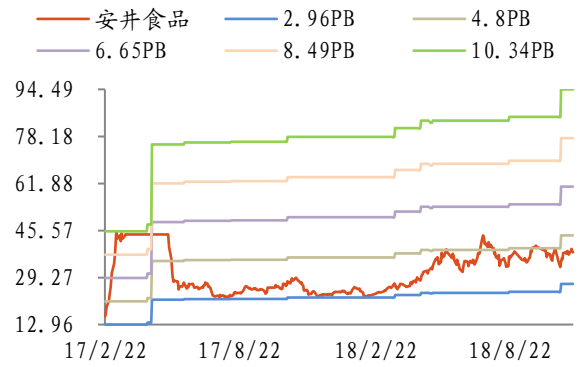
食品安全质量问题；
产能扩张不及预期；
原材料价格波幅巨大；
行业竞争激烈。

图表 52: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1870.17	2474.80	2767.69	3178.61
货币资金	519.75	660.78	687.92	833.56
应收及预付	143.66	220.62	237.49	251.41
存货	803.87	935.50	1084.38	1235.74
其他流动资产	402.90	657.90	757.90	857.90
非流动资产	1380.79	1552.03	1633.64	1680.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1149.73	1250.44	1332.05	1378.78
在建工程	86.75	86.75	86.75	86.75
无形资产	109.37	100.09	100.09	100.09
其他长期资产	34.94	114.74	114.74	114.74
资产总计	3250.96	4026.82	4401.33	4858.98
流动负债	1494.92	2088.65	2236.56	2410.48
短期借款	170.00	470.00	370.00	270.00
应付及预收	1324.53	1618.27	1866.18	2140.10
其他流动负债	0.39	0.39	0.39	0.39
非流动负债	62.58	62.58	62.58	62.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	62.58	62.58	62.58	62.58
负债合计	1557.50	2151.23	2299.14	2473.06
股本	216.04	216.04	216.04	216.04
资本公积	595.13	595.13	595.13	595.13
留存收益	882.30	1064.43	1291.02	1574.75
归属母公司股东权益	1693.47	1875.59	2102.19	2385.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	3250.96	4026.82	4401.33	4858.98

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3484.01	4201.98	4913.64	5632.68
营业成本	2568.85	3101.53	3604.76	4102.41
营业税金及附加	33.27	37.92	45.63	51.57
销售费用	490.31	567.27	648.60	737.88
管理费用	151.77	180.69	211.29	242.21
财务费用	2.91	16.08	21.24	15.07
资产减值损失	2.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	14.00	16.00	20.00
资产处置收益	-1.38	-1.50	-1.50	-1.50
其他收益	12.38	15.00	15.00	15.00
营业利润	251.92	326.00	411.63	517.04
营业外收入	11.91	12.00	12.00	12.00
营业外支出	0.45	1.80	1.80	1.80
利润总额	263.39	336.20	421.83	527.24
所得税	60.96	78.46	98.02	122.52
净利润	202.43	257.74	323.81	404.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	202.43	257.74	323.81	404.71
EBITDA	362.59	451.58	561.45	675.58

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	354.75	437.18	523.35	635.63
净利润	202.43	257.74	323.81	404.71
折旧摊销	96.29	99.29	118.39	133.27
营运资金变动	58.77	85.14	82.15	108.65
其它	-2.75	-5.00	-1.00	-11.00
投资活动现金流	-680.62	-501.33	-273.80	-249.80
资本支出	-297.48	-180.53	-189.80	-169.80
投资变动	-383.15	-320.80	-84.00	-80.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	480.10	205.19	-222.42	-240.18
银行借款	524.26	0.00	0.00	0.00
债券融资	526.25	0.00	0.00	0.00
股权融资	600.59	0.00	0.00	0.00
其他	-1171.01	205.19	-222.42	-240.18
现金净增加额	154.22	141.04	27.13	145.65
期初现金余额	378.48	519.75	660.78	687.92
期末现金余额	532.71	660.78	687.92	833.56

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	16.27	20.61	16.94	14.63
营业利润增长	19.70	29.40	26.27	25.61
归属母公司净利润增长	14.11	27.32	25.64	24.98
获利能力 (%)				
毛利率	26.27	26.19	26.64	27.17
净利率	5.81	6.13	6.59	7.19
ROE	11.95	13.74	15.40	16.96
ROIC	8.89	8.63	9.39	10.79
偿债能力				
资产负债率 (%)	47.91	53.42	52.24	50.90
净负债比率	-0.21	-0.24	-0.32	-0.43
流动比率	1.25	1.18	1.24	1.32
速动比率	0.71	0.74	0.75	0.81
营运能力				
总资产周转率	1.22	1.15	1.17	1.22
应收账款周转率	31.58	31.30	31.58	31.58
存货周转率	3.33	3.32	3.32	3.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.94	1.19	1.50	1.87
每股经营现金流	1.64	2.02	2.42	2.94
每股净资产	7.84	8.68	9.73	11.04
估值比率				
P/E	39.23	30.81	24.53	19.62
P/B	4.69	4.23	3.78	3.33
EV/EBITDA	20.94	17.16	13.58	10.92

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。