

2020年01月17日

安井食品 (603345.SH)

餐饮赛道高景气，三剑合璧领增长

■ **餐饮赛道增长快，速冻火锅料标准化程度高，速冻米面制品、速冻菜肴是蓝海。** 2018年我国餐饮业零售总额为4.27万亿，同比增9.5%，其中餐饮食材规模1.7万亿，速冻食品是食材的重要组成部分，增速15%，驱动因素为餐饮连锁化、外卖平台发展、人工成本上涨。供应链效率、先发优势、规模优势构筑速冻食品toB渠道的高壁垒。分品类看，由于制作工艺相对简单、品类数量相对较少，速冻火锅料标准化程度高于速冻米面制品（除了传统的水饺、汤圆等，下同）；目前速冻火锅料处于行业洗牌期，速冻米面制品toB渠道处于快速发展期，预制菜肴处于发展初期，安井食品的经营战略从“火锅料制品为主、米面制品为辅”转向“三剑合璧”，与行业发展阶段契合，产品性质决定公司始终坚持以小B为主的餐饮渠道，实现效益最大化，“正确”的战略目标下，叠加公司高壁垒，后期增长空间大。

■ **安井食品：实战型管理层、优质稳定忠诚度高的经销商是核心竞争力。** 安井的高级管理层均有持股，实现员工与公司利益充分绑定，同时高级管理层在公司发展初期就服务于公司，不断试错，一步一步将安井规模做大。安井在发展的过程中，积累了一批优质稳定的经销商资源，由于经销商资源是稀缺的，且安井通过强服务力、高渠道利润使得经销商忠诚度极高，因此经销商资源也是安井的核心竞争力之一。

■ **大单品贡献收入增长主力，产能扩张提供有力保障。** 公司产品力已经验证，“跟随策略”下“大单品”成功概率更高。历史来看，公司大单品实现收入占公司总收入的30%以上，大单品销售增长对营收增长的贡献达50%左右，2018年以来公司相继推出众多新品（冻品先生、丸之尊、锁鲜装），有望拉动后面几年收入增长，同时，根据公司规划，2018-2026年产能复合增速13.0%，是后期收入增长的有力保障。

■ **公司自主调节能力强，成本上升周期市占率提升。** 历史来看，面对成本波动公司净利率保持相对平稳，背后是公司作为行业龙头，对上下游较强的议价能力以及渠道控制力，此次成本上行，我们预计公司盈利能力稳定、市占率或加速提升：1) 公司通过调节原材料配比、提价、降低促销（历史已经验证）等方式，保持净利率平稳；2) 2019年提价+新品推动收入加速；3) 行业盈利能力承压，安井食品的渠道优势、产业链地位、产品力、产能优势更加明显，实现市占率加速提升。

■ **投资建议：** 速冻食品toB端赛道好、成长快，安井的实战型管理层、优质稳定忠诚度高的经销商资源是其核心竞争力。考虑摊销费用，预计公司2019-2021年EPS分别为1.42、1.56、2.12元，不考虑摊销费用，预计公司2019-2021年EPS分别为1.44、1.76、2.14元，我们采用不考虑摊销费用的盈利预测进行估值，参考可比公司估值，给与2020年42倍PE，6个月目标价73.81元，首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示： 成本大幅上涨、控股股东减持、食品安全事故、产能投产进度不及预期

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,484.0	4,259.1	5,089.8	6,035.2	7,004.1
净利润	202.4	270.3	327.0	369.9	501.8
每股收益(元)	0.86	1.14	1.42	1.56	2.12
每股净资产(元)	7.16	8.66	9.33	10.20	11.69

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	69.1	51.8	41.6	37.8	27.9
市净率(倍)	8.3	6.8	6.3	5.8	5.1
净利润率	5.8%	6.3%	6.4%	6.1%	7.2%
净资产收益率	12.0%	13.2%	15.2%	15.3%	18.2%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	1.1%
ROIC	25.7%	21.2%	18.3%	15.9%	19.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

肉制品

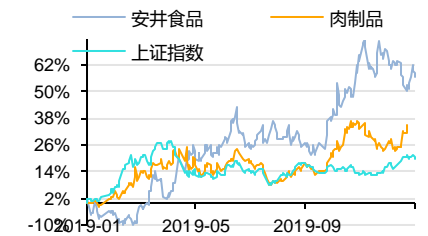
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**73.81元**
股价(2020-01-16) **59.19元**

交易数据

总市值(百万元)	13,991.13
流通市值(百万元)	8,101.69
总股本(百万股)	236.38
流通股本(百万股)	136.88
12个月价格区间	34.26/65.40元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.2	8.92	41.18
绝对收益	-4.19	12.12	60.77

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
xuzq1@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 速冻火锅料标准化程度高，速冻米面、速冻菜肴 toB 是蓝海	4
1.1. 餐饮供应链开放，速冻食品 toB 增速快、壁垒高.....	4
1.2. 速冻火锅料 VS 速冻米面.....	5
1.3. 参考日本：非炸物类速冻调理制品、速冻点心发展较快.....	6
1.4. 安井食品战略与行业发展阶段相契合，时代造英雄.....	8
2. 实战型管理层、优质稳定忠诚度高的经销商是安井的核心竞争力	9
2.1. 管理层：激励充分、实战经验丰富.....	9
2.2. 经销商与公司共同成长、资源倾斜优质经销商，帮助其做大.....	10
2.3. “贴身服务”、“二次对账”增强渠道服务力.....	11
3. 全国化产能布局提升供应链效率，保障后期收入高增	12
4. 大单品是收入增长主力	15
5. 公司自主调节能力强，成本上升周期市占率提升	16
6. 结论	17
7. 风险提示	19

图表目录

图 1：连锁餐厅规模增速高于独立运营餐厅.....	4
图 2：2011-2018 年我国外卖市场规模复合增速达 41.2%.....	4
图 3：千味央厨米糕从第一代到第三代需克服不同的难题.....	5
图 4：2018 年日本非炸物类速冻调理食品、速冻点心产量分别占比 66.5%、3.1%.....	7
图 5：1962 年日本非炸物类速冻调理制品、速冻点心产量占比仅为 6.6%、1.7%.....	7
图 6：日本速冻调理制品发展最快.....	7
图 7：安井食品战略与行业发展阶段相契合，时代造英雄.....	8
图 8：安井食品战略与行业发展阶段相契合，时代造英雄.....	9
图 9：2016 年上半年 1000 万以上的经销商应收账款占比 44.72%高于其收入占比.....	10
图 10：2016 年上半年 4 年以上的经销商应收账款占比 82.58%高于其收入占比.....	10
图 11：2013-2018 年经销商户均收入复合增速 23.4%，高于经销商渠道收入以及公司整体收入.....	11
图 12：公司举办主题活动，促进销售.....	11
图 13：公司对经销商门店进行生动化布置.....	11
图 14：安井食品“二次对账”模式.....	12
图 15：“二次对账”下发出商品与营业收入存在相关性.....	12
图 16：2014 年以后，公司产能增长与营收基本同步.....	13
图 17：物流费用占公司营收的比例在 3.5-4.0%之间.....	13
图 18：2013-2016H1 运费以及运距均呈下滑态势.....	13
图 19：西南地区毛利率相对较低.....	14
图 20：西南地区收入占比提升.....	14
图 21：2013-2015 年公司大单品实现收入占公司总收入的 30%以上.....	15
图 22：成功大单品推出后有效保障公司后面 2 年收入高增.....	15
图 23：2018 年以来公司相继推出众多新品.....	16
图 24：2015-2016 年，面对成本上行，公司营收增速高于行业.....	17

图 25: 2015-2016 年, 面对成本上行, 公司市占率提升幅度也是 2012 年以来最高..... 17

表 1: 以安井食品为例, 速冻米面制品的直接人工成本占比高于速冻火锅料制品 (2018 年) .5

表 2: 由于技术起源、制作工艺、品类多样性等差异, 速冻火锅料标准化程度高于速冻米面制品
..... 6

表 3: 公司限制性股票激励计划概览..... 9

表 4: 高级管理层实战经验丰富..... 10

表 5: 2018-2026 年产能复合增速 13.0%..... 14

表 6: 历史来看, 面对成本波动, 公司通过调节市场投放, 保持毛利率/净利率保持相对平稳 16

表 7: 主要盈利预测与假设..... 18

表 8: 可比公司估值表..... 18

1. 速冻火锅料标准化程度高，速冻米面、速冻菜肴 toB 是蓝海

1.1. 餐饮供应链开放，速冻食品 toB 增速快、壁垒高

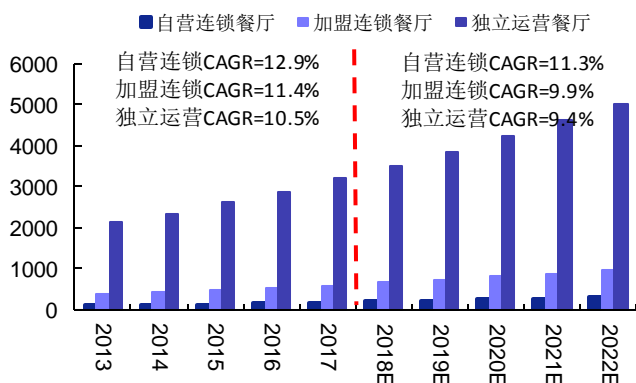
餐饮连锁化、外卖平台发展、成本提升推动第三方餐饮服务需求：1) 根据弗若斯特沙利文数据，按照收入口径，2017 年连锁餐厅收入占总餐饮收入的比例为 19.4%，相较于 2013 年提升 0.7pct，并预计至 2020 年提升至 20%；2) 2011-2018 年我国外卖市场规模复合增速达 41.2%，高于餐饮业，外卖平台对生产与服务效率的要求更高；3) 近年来餐饮业劳动力成本、租金成本不断上涨，一方面经营不好的小餐饮店被淘汰，另一方面餐饮店为节约成本去厨师化意愿更强。因此第三方餐饮服务需求提升是必然趋势。

餐饮业规模 4.27 万亿，其中餐饮食材 1.7 万亿，半加工食材占比提升。2018 年我国餐饮业零售总额为 4.27 万亿元，根据《2019 年餐饮业年度报告》，原料进货成本占餐厅营业额的比例中值为 39.68%，按此测算，2018 年餐饮食材规模达 1.69 万亿，按照 40% 生鲜食材、40% 外购半加工食材、20% 其他计算，半加工食材规模达 6800 万元，随着第三方餐饮服务需求提升，预计半加工食材占比将维持增长，增速高于餐饮行业整体。

速冻食品是半加工食材主要形态之一，2B 端增长快，企业跑马圈地。速冻食品由于保质期长、克服食物的季节性、店内操作方便，是半加工食材的主要形态之一，根据智研咨询，2018 年速冻食品规模 1843 亿元，同比增 9.9%，餐饮渠道占比约 60%，同比增速达 15% 以上。行业分散主因：1) 餐饮连锁化率、标准化程度低，餐饮供应链尚未成熟；2) 中式餐饮区域性、品类多样性、制作复杂性。相关企业处于跑马圈地阶段。2017 年速冻食品火锅料市场规模 411 亿，安井作为龙头，市占率不到 10%。

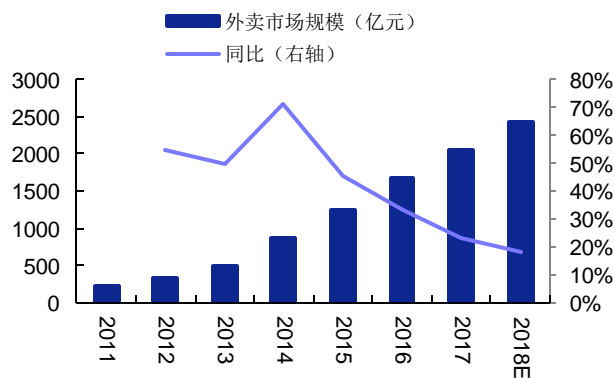
供应链效率、先发优势、规模优势构筑高壁垒。首先，餐厅的单次速冻食品采购规模不大但是需求频次高，日配较为常见，因此对经销商的配送能力要求高，进一步对也公司的供应链效率提出更高的要求，完善的冷链资源、围绕消费地的产能布局是关键；其次，和调味品类似，toB 端速冻食品的选择依赖于厨师，厨师的速冻食品使用转换成本极高，因此率先进入餐饮渠道的速冻食品企业具备先发优势。最后，速冻食品本身属于粗加工产品，毛利率不高，规模效应下成本相对较低，面对成本波动的抗风险能力也更强。

图1：连锁餐厅规模增速高于独立运营餐厅



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

图2：2011-2018年我国外卖市场规模复合增速达41.2%



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

1.2. 速冻火锅料 VS 速冻米面

论历史：速冻火锅料始于日本，传自台湾，工业化程度高；速冻米面起源于中国传统手工制品，除了传统的水饺、汤圆等，尚未完全工业化。

- **速冻火锅料：**速冻火锅料制品以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主，工业化的鱼糜制品生产起源于日本，1959 年日本开发了“冷冻鱼糜生产技术”，推动速冻鱼糜产业发展。日本的鱼糜制品生产技术先传播至台湾地区后于 90 年代初引入中国，由于是“外来技术”，速冻鱼糜制品先天的工业化程度较高。
- **速冻米面：**米面制品是我国民间传统的手工制品，速冻米面生产技术是其大规模商业化、全国化的手段，1991 年三全食品生产了世界第一颗“速冻汤圆”，推动速冻米面制品走进现代渠道，但目前除了“水饺”、“汤圆”、“粽子”等全国化的速冻食品工业化程度较高，其他速冻米面制品尚未完全工业化。

制作工艺：速冻火锅料技术要求低于速冻米面，速冻火锅料更易标准化。

- **速冻火锅料：**通过火锅汤底、麻辣香锅“赋味”，火锅/香锅底料的口味相对较重，对速冻火锅料本身的口味要求相对较低，且速冻火锅料形状较单一，烹饪方式对其形状的破坏程度较小。
- **速冻米面：**通过蒸煮等方式食用，大部分后续无需添加调料，对其本身的口味还原度要求高。由于速冻米面的形状更为多样化，其生产技术难度也更高。例如，千味央厨的米糕从开始工业化到现在，需要克服“第一代：中央工厂无切割，厨师切分不均匀”——“第二代：中央工厂有切割，刀切口遇到蒸汽化脓掉渣”的难题，最终制成“形状上呈现分切小糕”的“花瓣米糕”。
- **成本构成角度，**以安井食品为例，速冻米面制品（以发面类为主）的人工成本占比高于速冻火锅料，反映其速冻火锅料的工业化程度更高。

图 3：千味央厨米糕从第一代到第三代需克服不同的难题



第一代：
中央工厂无切割，导致厨师切分不均匀

第二代：
中央工厂有切割，但是刀切口遇到蒸汽化脓、掉渣

第三代：
形状上呈现分切小糕

资料来源：淘宝、安信证券研究中心

表 1：以安井食品为例，速冻米面制品的直接人工成本占比高于速冻火锅料制品（2018 年）

	面米制品	肉制品	鱼糜制品
直接材料	67.7%	81.8%	80.3%
直接人工	12.4%	4.6%	4.8%
制造费用	19.9%	13.6%	14.9%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

主要渠道：速冻火锅料从餐饮走向家庭，速冻米面相反，餐饮的场景本身和工业化生产相匹配。

- **速冻火锅料：**起先更多食用于火锅店、烧烤摊、麻辣香锅等餐厅，起到消费者培育的目的，之后进入家庭餐桌。
- **速冻米面：**起源于民间家庭餐桌，作为日常饮食的一部分进入餐厅，直到现在多数家庭作坊式餐馆仍采用手工制作米面制品。

品类丰富度：速冻火锅料品类丰富程度远低于米面制品，速冻火锅料规模经济效应更强。

- **火锅料：**SKU 数量相对较少，安井 SKU 为 300 多个，且火锅料的普适性、全国化程度（伴随着川味、港式等各类火锅店和麻辣烫全国化）高于米面制品，其生产与销售的规模经济程度较高。
- **速冻米面：**一方水土养一方人，我国米面制品具有区域性，各地特色小吃丰富多样，除了全国化的水饺、汤圆、粽子等，其他面点点心仅在部分区域盛行，规模不大、消费人群有限使得速冻面点规模效应较弱。以企业所在地来看，速冻火锅料企业生产基地更为集中（鱼糜制品为福建、肉制品为山东等地），速冻米面制品产地则分散至全国，也侧面反映速冻火锅料的规模经济效应更强（原料采购规模效应、生产的规模效应）。

速冻火锅料标准化、工业化程度高于速冻米面制品（这里指除了传统的水饺汤圆以外的速冻米面制品，例如点心、发面类等，下同）。速冻火锅料由于其制作工艺相对简单、品类数量相对较少、消费的全国化程度较高，导致其更易标准化，从餐饮（火锅店、烧烤、麻辣烫等）走向家庭，toB 占比大。而速冻米面制品是我国传统面点商业化的产物，由于其品类丰富、区域性强、制作工艺复杂，其标准化程度低于速冻火锅料制品，toB 渠道占比小。

行业发展阶段方面，由于标准化、工业化程度不同，目前速冻火锅料制品（大部分为 toB 渠道）进入洗牌阶段，增速约 10%，而随着技术发展以及第三方餐饮服务需求提升，速冻米面制品 toB 端发展快，增速达 20-30%。

表 2：由于技术起源、制作工艺、品类多样性等差异，速冻火锅料标准化程度高于速冻米面制品

	速冻火锅料制品	速冻米面制品（除了传统的水饺汤圆以外，点心、发面类等速冻米面制品）
技术起源	速冻鱼糜技术起源于日本，先传播至台湾地区后于 90 年代初引入中国	速冻中式面点技术多需自行研发，处于探索阶段
制作工艺	相对简单，机械化程度高	复杂，目前人工成本占比仍较高
品类数量	300 多种（以安井食品为例）	上万种，形状、口味多样化，具备地域性
规模经济	火锅料的普适性、全国化程度高、SKU 数量少，其规模经济程度较高	因地方饮食习惯差异，除了水饺、汤圆外，较难出全国性单品，且 SKU 数量多，规模经济程度低
目前所处发展阶段	增速约 10%，行业进入洗牌期，	2B 端处于快速增长期，20-30%

资料来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

1.3. 参考日本：非炸物类速冻调理制品、速冻点心发展较快

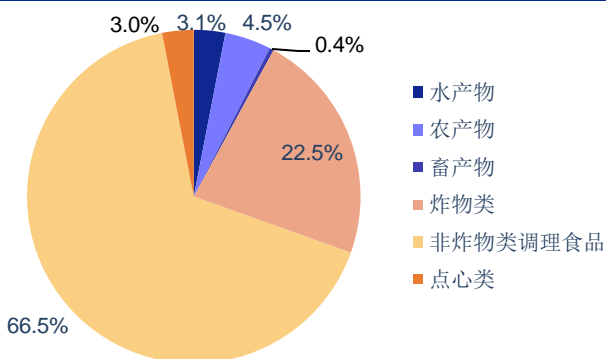
2018 年日本非炸物类速冻调理制品占比 67%。根据日本速冻业协会数据，2018 年速冻水产品、速冻农产物、速冻畜产物、炸物类、非炸物类速冻调理食品、点心类产量分别占比 3.0%、4.5%、0.4%、22.5%、66.5%、3.1%。在日本，速冻调理制品分为主食、主菜、配菜等，由于食用方便、味道佳，速冻调理制品逐渐代替日常在家烹饪的菜肴，占日本同类型烹饪食品消费量的比例达 85%。

在速冻食品行业发展初期，水产品、农产物、畜产物、炸物类占比较高。历史上看，由于速

冻食品技术还未成熟（特别是复杂的非炸物类速冻调理制品、速冻点心生产技术）、社会冷链物流设施尚未完善，生产工艺较简单、保质期相对较长的速冻水产品、速冻农产品、速冻畜产物、速冻炸物类产量占比较高，1962年分别占比34.3%、25.2%、6.7%、25.5%。

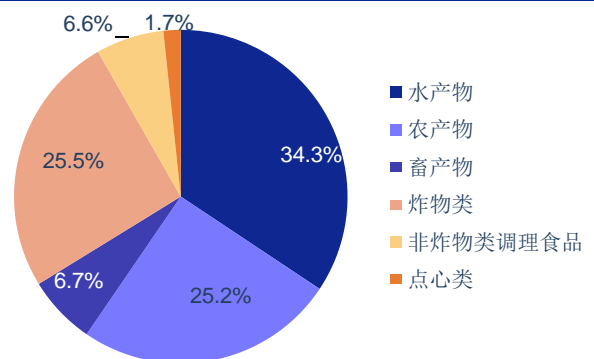
技术革新，非炸物类速冻调理制品、速冻点心占比提升。非炸物类速冻调理食品、速冻点心产量占比从1962年的6.6%、1.7%提升至2018年的66.5%、3.1%，背后是速冻食品生产技术革新、冷链物流设施完善以及消费场景多元化。在日本朝日电视台举办的2019年冷冻食品销量评选中，来自日冷集团的本格炒饭夺得桂冠，主因炒饭的主食特征（消费频率高），同时也是其口味佳的有力证明，在调查中，消费者普遍表示比自制炒饭味道更好且制作更加方便，背后是日冷集团较强的生产技术，日冷集团在烹饪过程参考正宗中华炒饭时的温度，调至250摄氏度高温，实现炒饭粒粒分明。

图 4：2018 年日本非炸物类速冻调理食品、速冻点心产量分别占比 66.5%、3.1%



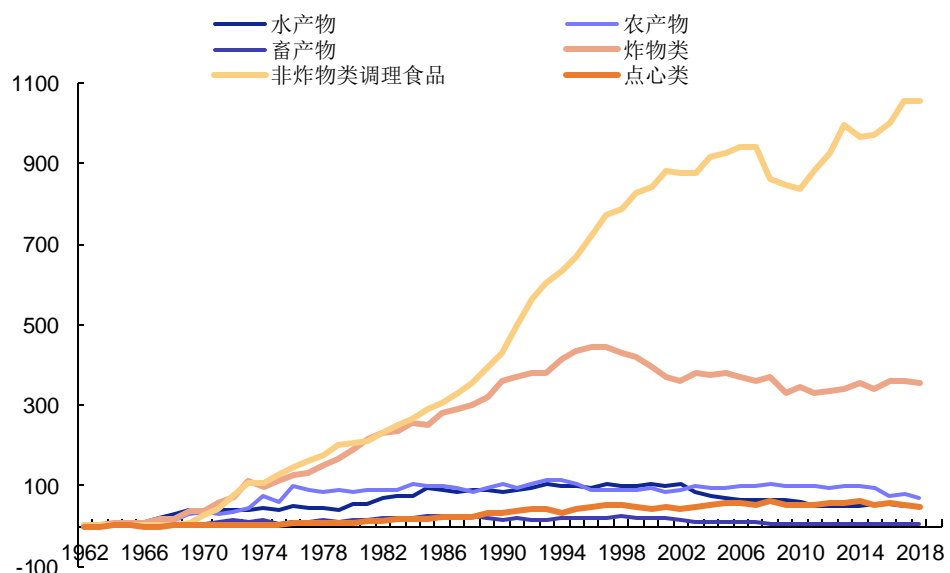
资料来源：日本速冻业协会、安信证券研究中心

图 5：1962 年日本非炸物类速冻调理制品、速冻点心产量占比仅为 6.6%、1.7%



资料来源：日本速冻业协会、安信证券研究中心

图 6：日本速冻调理制品发展最快



资料来源：日本速冻业协会、安信证券研究中心

我国速冻菜肴尚处于发展初期。速冻菜肴一定程度上可类比日本的非炸物类速冻调理制品，包括主食米饭及面类、主菜、配菜等，在我国速冻菜肴尚处于发展初期，速冻菜肴是餐饮供应链更高阶段标准化的产物（传统的速冻米面制品、速冻火锅料→更复杂的速冻米面制品

—>速冻菜肴)，目前人均消费量仍大幅低于美国、日本，我国速冻菜肴空间广阔。

1.4. 安井食品战略与行业发展阶段相契合，时代造英雄

安井食品前身是华顺民生，成立之初主要经销海洋华顺及厦门工业的安井品牌为主的速冻食品（厦门工业于1998年成立无锡工业，主要产品为速冻米面制品），其后通过自建厂房以及生产线方式将业务链进行完善，2003年华顺民生开始筹资建工厂，2002-2004年收购海洋华顺及厦门工业的安井商标以及部分设备以及无锡工业的股权。

产品端，公司战略与行业发展阶段相契合：

1) 成立之初-2017年：火锅料制品为主、面米制品为辅。公司成立之初以“火锅料制品为主、面米制品为辅”，彼时传统速冻米面制品例如汤圆、水饺等以被三全、思念以及湾仔码头等占据，而火锅、烧烤餐饮发展快速，火锅料需求旺盛，公司战略定位速冻火锅料制品并取得迅速发展。

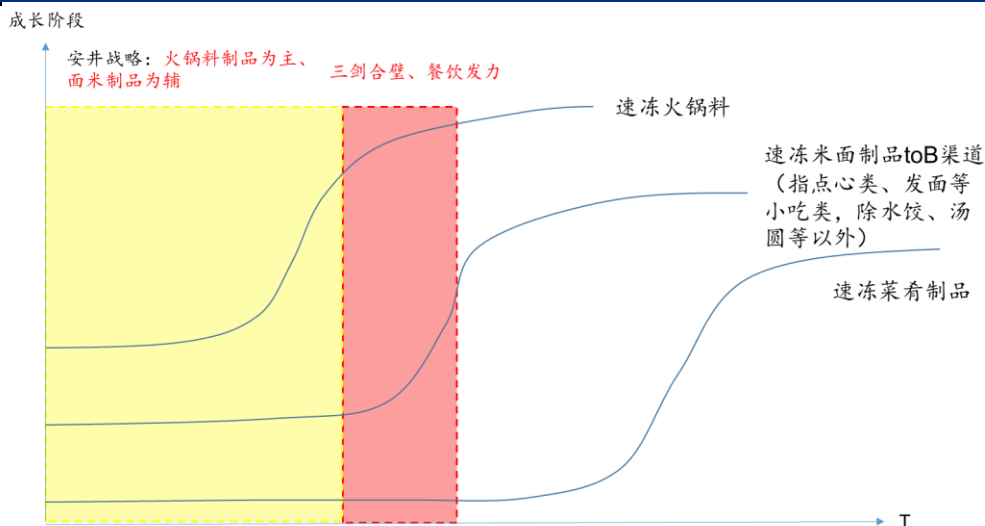
2) 2018年：“三剑合璧”。三剑是指“速冻火锅料、速冻米面制品、速冻菜肴制品”，伴随速冻火锅料行业进入洗牌阶段（增速进入10%左右区间），企业增长在于市场集中度提升。同时团餐发展快、餐厅连锁化率提升、消费者食品安全意识提升，速冻米面制品应用场景多元化（早中、晚餐、下午茶，主食以及点心），叠加技术发展，toB渠道进入快速发展期，而速冻菜肴伴随着城镇化、便利店渗透，迈入发展初期。因此，公司将速冻米面制品（指点心、发面小吃类，除水饺汤圆）、速冻菜肴放在与速冻火锅料同等战略地位。

渠道端，产品性质决定公司始终坚持餐饮渠道，实现效益最大化：

1) 产品性质决定渠道：在公司发展初期，战略重点在于速冻火锅料，由于速冻火锅料适用于火锅店、烧烤店（摊）、麻辣烫等小吃店，小B居多，决定公司产品大多数在传统渠道销售，因此公司在发展过程中凝聚了一批擅长服务小B的经销商资源，并且发展出一套针对小B的打法；**渠道反过来强化产品特征：**站在小B需求、生产的规模经济角度，公司的产品也更趋于标准化。

2) 坚持“餐饮发力”，“三剑合璧”下渠道资源可共享，实现效益最大化。2018年以来公司强调“三剑合璧”，正是看到速冻米面制品、速冻菜肴toB渠道的广阔空间，小B对速冻米面制品、速冻菜肴的需求旺盛，公司前期培养的经销商资源、积累的经验可共享，取得快速发展。

图7：安井食品战略与行业发展阶段相契合，时代造英雄



资料来源：安信证券研究中心

2. 实战型管理层、优质稳定忠诚度高的经销商是安井的核心竞争力

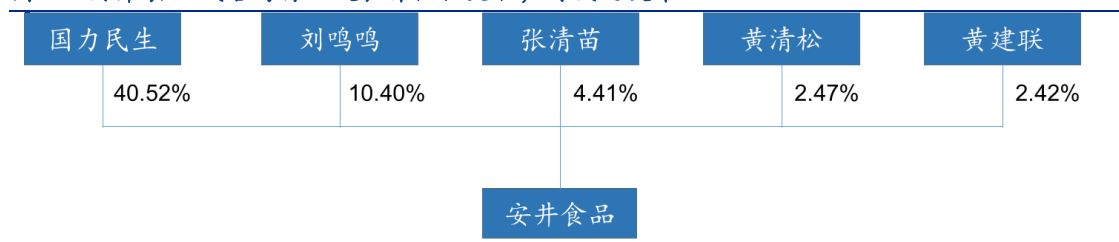
安井的高级管理层均有持股，实现员工与公司利益充分绑定，同时高级管理层在公司发展初期就服务于公司，摸着石头过河，一步一步将安井规模做大，因此富有远见的管理层、以及公司员工的强执行力，是安井发展的内在保障。

另外，安井在发展的过程中，积累了一批优质稳定的经销商资源，由于经销商资源是稀缺的（一个经销商的冷链资源有限，可配送经销的产品数量业有限），且安井通过强服务力、高渠道利润（经销商毛利率约 15%，高于同业）使得经销商忠诚度极高，因此经销商资源也是安井的核心竞争力。

2.1. 管理层：激励充分、实战经验丰富

管理层持股，股权激励深度绑定利益。国力民生为公司控股股东，截至 2019 年 6 月持股比例 40.52%，公司机制灵活、激励充分，董事长刘鸣鸣总、总经理张清苗总、副总经理黄清松总以及黄建联总均在十大股东之列，分别持股 10.40%、4.41%、2.47%、2.42%。同时于 2019 年 10 月公告《2019 年限制性股票激励计划》，拟授予限制性股票 663 万股（占比 2.88%），其中中层管理人员及生产、技术、营销骨干获授 549 万股，占授予总数的 82.81%。

图 8：安井食品战略与行业发展阶段相契合，时代造英雄



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：公司限制性股票激励计划概览

内容	
授予数量	663 万股
比例	2.88%
获授人员	张清苗总（董事/总经理）获授 54 万股，梁晨总（董秘）、唐奕总（财务总监）分别获授 15 万股，中层管理人员及生产、技术、营销骨干（230 人）获授 549 万股
解锁条件	2019/2020/2021 年营业收入增速不低于 18%/14%/9.6%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

管理层经验丰富，经营格局宽，仍奋斗于一线。高级管理层在公司发展之初就加入公司，帮助公司不断试错与前进。例如张清苗总经理于 1998 年筹建无锡华顺民生食品公司（无锡民生，现安井食品子公司），带领无锡华顺扭亏为盈，2007 年负责整合厦门华顺和无锡华顺，凭借对行业趋势的嗅觉，张总推动华顺自我转型，无锡华顺重新定位于发面点心类（避开竞争激烈的速冻水饺汤圆市场），厦门华顺聚焦速冻鱼糜制品，坚定发展小 B 渠道。回头看，管理层当初制定的战略是安井成功的基石。目前张总仍奋斗于一线，负责公司大单品、渠道管理等重要经营决策。

表 4：高级管理层实战经验丰富

	职位	持股比例	履历
刘鸣鸣	董事长	10.40%	牛津剑桥董事长，牛津剑桥曾收购海洋华顺、厦门工业，后者的安井商标以及生产设备被拍卖以及转让给华顺民生
张清苗	董事/总经理	4.41%	1998 年筹建无锡华顺民生食品公司，2007 年推动整合厦门华顺和无锡华顺
黄清松	副总经理	2.47%	曾任无锡工业营销副总经理，无锡工业主要生产速冻食品，后被无锡民生整合吸收
黄建联	副总经理	2.42%	曾任厦门金冠顺食品公司厂长、福州馥华食品有限公司厂长

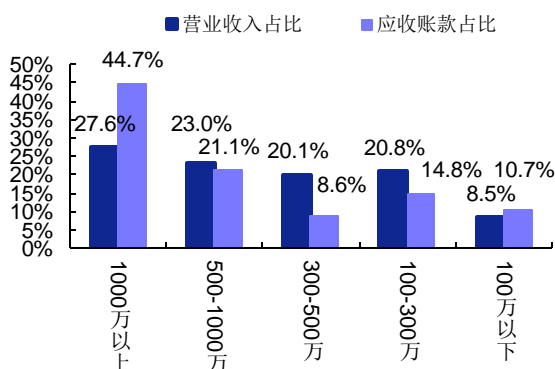
资料来源：公司公告，wind，安信证券研究中心

2.2. 经销商与公司共同成长、资源倾斜优质经销商，帮助其做大

公司根据经销商的资金规模、渠道资源、诚信以及专注程度、对安井品牌的认同程度开发以及选择经销商，同时将有限的资源倾斜优质、具备规模效应的经销商，实现经销商与公司共同成长。

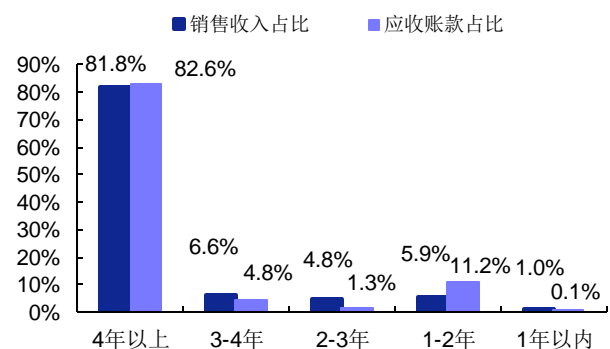
对优质、具有规模效应、忠诚度高的经销商倾斜资源：2016 年上半年应收账款占比来看，1000 万以上的经销商应收账款占比 44.72%，显著高于其收入占比 27.56%，同时 4 年以上的经销商应收账款占比（82.58%）亦高于收入占比（81.76%）。

图 9：2016 年上半年 1000 万以上的经销商应收账款占比 44.72% 高于其收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

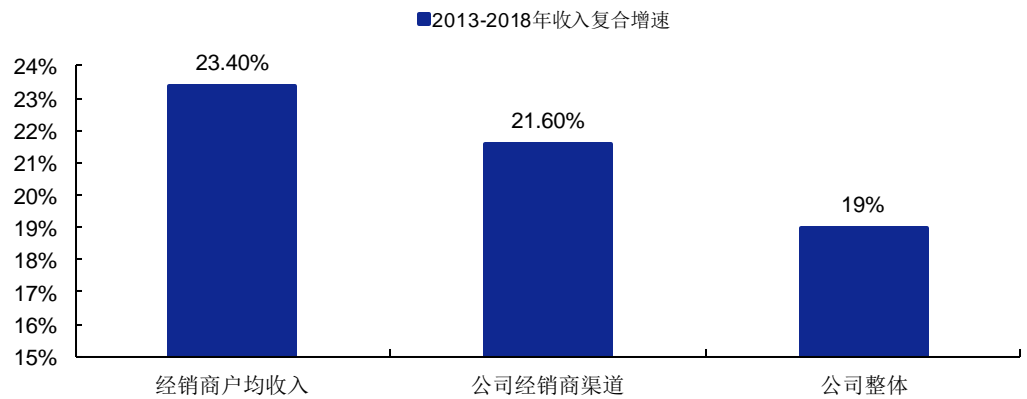
图 10：2016 年上半年 4 年以上的经销商应收账款占比 82.58% 高于其收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

经销商与公司共同成长：2013-2018 年经销商户均收入复合增速 23.4%，高于公司经销商渠道收入复合增速 21.6%，也高于公司整体收入的复合增速 19%，另外，2013-2015 年 1000 万元以上的经销商的人均收入额从 1715 万元提升至 1866 万元，进一步表明经销商与公司共成长。

图 11：2013-2018 年经销商户均收入复合增速 23.4%，高于经销商渠道收入以及公司整体收入



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.3. “贴身服务”、“二次对账”增强渠道服务力

“贴身服务”：表现在四个方面：第一，打通销售渠道的支持，即协助经销商开发分销商、销售终端，构建完善的销售网络；第二，增加渠道粘度的支持，即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；第三，提升品牌拉动销售的支持，即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，达到传播的叠加效果；第四，丰富营销活动促进销售的支持，即通过开展主题活动、有奖销售等终端促销活动增强与消费者间的互动，拉近产品与消费者的距离，促进经销商、销售终端的销量增长。

经销商授信：一方面，公司制定明确的经销商授信制度，将经销商分为 AAA、AA、A、B、C、D 六档，通过对经销商的经销规模、合作年限、履约率、区域定位等重要指标进行考核，达到 B 档以上的经销商方可销售授信制度，授信额度取决于经销商考核等级、以及公司的淡旺季、产品促销需求等。

图 12：公司举办主题活动，促进销售



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 13：公司对经销商门店进行生动化布置



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

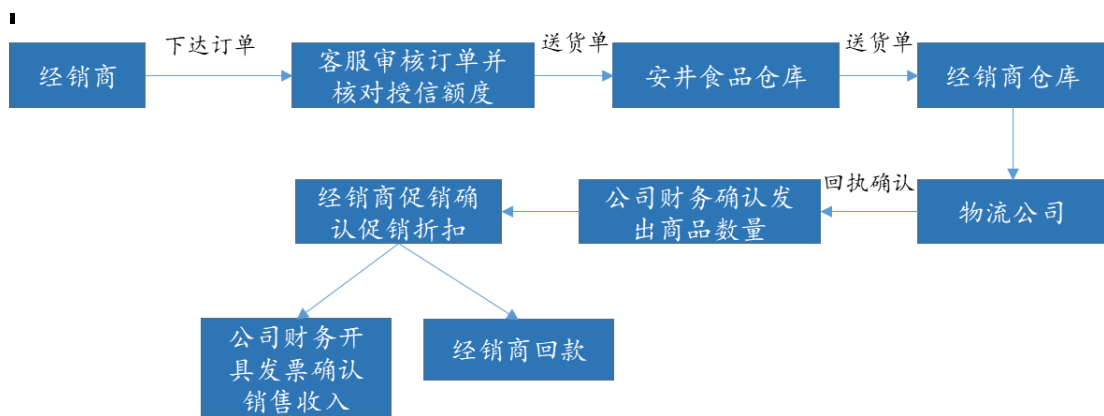
“二次对账”：进一步，在经销商授信制度的基础上，公司采取“二次对账”的方式，通过公司根据出库记录以及客户签收回单予以确认发出商品数量，其次，根据公司实际促销活动的结果最终结算销售价格，并与经销商确认后开票结算，最终确认销售收入。促销政策主要由公司制定并组织实施，也可由经销商提出并由公司批准。

- 经销商角度：1) 授信制度将减少资金占用；2) 由于结算价格与最终促销结果挂钩，

而经销商也可自己提出促销政策支持并经公司批准，这种模式绑定公司与经销商利益，经销商积极性得到全面提升。

- **公司角度：**1) 灵活调整渠道政策：由于结算价格与公司实际促销活动的最终结果挂钩，公司可以根据产品促销需求，灵活调整促销活动，并积极调动经销商积极性；2) 减少压货风险：经销商无法通过压货以获得更大的优惠。

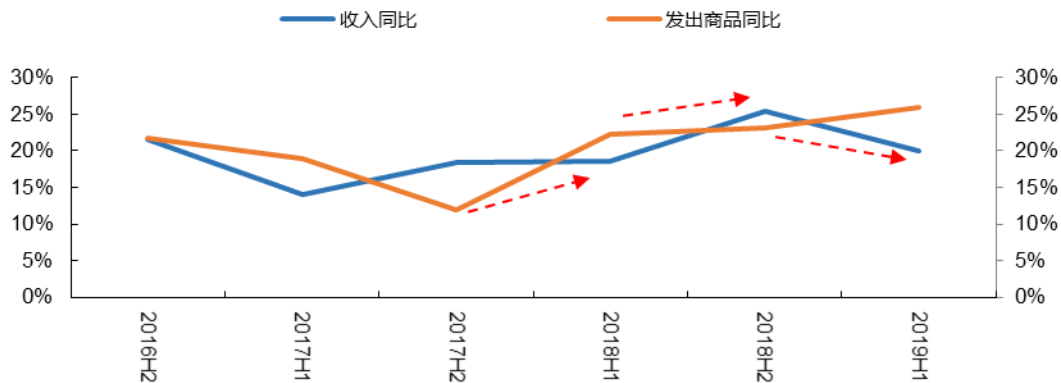
图 14：安井食品“二次对账”模式



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

“二次对账”下发出商品与营业收入存在相关性。“二次对账”的平均周期为 40-70 天，时间跨度在两个月左右，因此发出商品与公司后两个月的营业收入存在相关性。

图 15：“二次对账”下发出商品与营业收入存在相关性



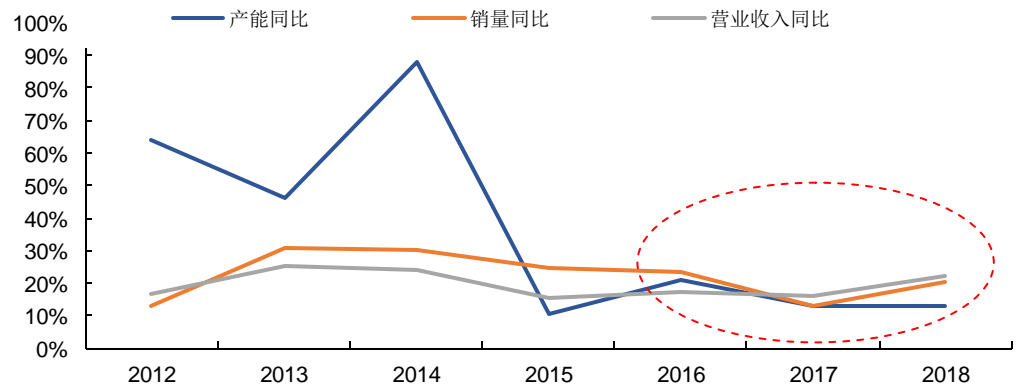
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3. 全国化产能布局提升供应链效率，保障后期收入高增

截至 2018 年底，公司产能 38.08 万吨，产能利用率 116%，IPO 以来公司多次募集资金投向产能建设，一方面为销售收入增长提供保障，另一方面，产能全国化减少物流成本、提高供应链效率，同时“产地销”、“销地研”下产地可生产差异化产品，实现工厂价值最大化。

历史来看，产能增加与收入增长同步。历史来看，在 2014 年之前，产能利用率在 140%-210% 之间，2014 年以后，公司产能增加逐渐能满足自产需要，产能增加与营业收入基本同步。

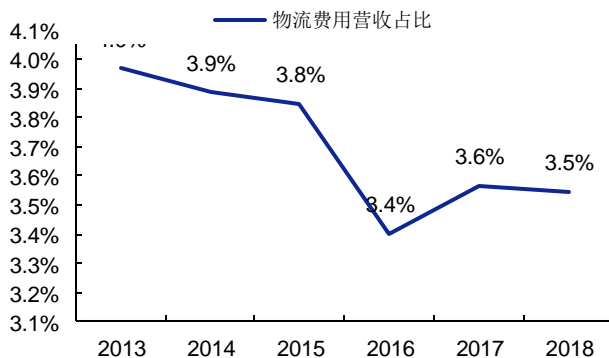
图 16: 2014 年以后, 公司产能增长与营收基本同步



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

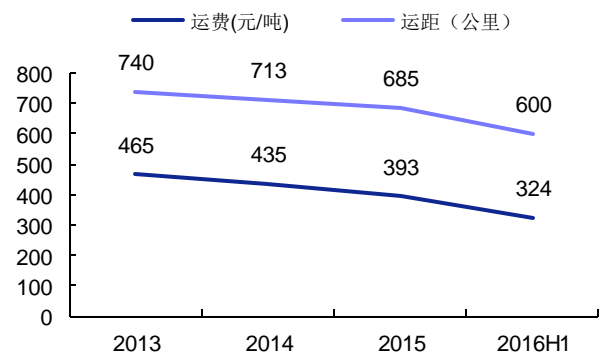
全国化产能布局降低物流费用、提升配送效率。公司在成立之初在厦门以及无锡设立工厂, 2013 年泰州安井一期投产, 2015 年 11 月辽宁安井投产、2018 年泰州安井二期投产, 2019 年四川顺兴工厂投产, 截至 19 年底在产产能布局在福建厦门(产能 13 万吨)、江苏无锡(10.5 万吨)、江苏泰州(14.4 万吨)、四川顺兴, 全国化产能布局有利于降低物流成本、减小运距以提升配送效率, 历史来看, 物流费用占公司营收的比例在 3.5-4.0%之间, 2013-2016H1 运费以及运距均呈下滑态势。由于速冻食品本身毛利率不高, 物流费用的降低对其盈利能力有积极作用。

图 17: 物流费用占公司营收的比例在 3.5-4.0%之间



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

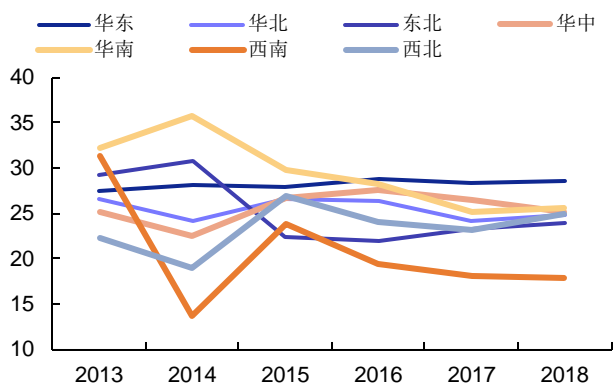
图 18: 2013-2016H1 运费以及运距均呈下滑态势



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

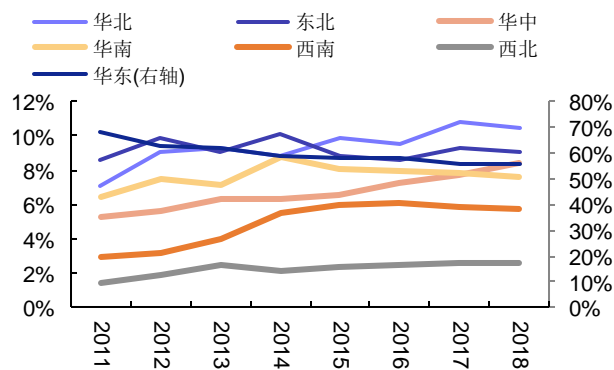
“产地销”、“销地研”使工厂价值最大化。公司通过全国化产能布局, 一方面对该地区的特色品类进行针对性研发, 例如公司在西南工厂生产当地消费更偏好的虾饺、以及低价位的散料(西南地区偏好辣味火锅, 火锅底料口味重, 对于速冻鱼糜制品的品质要求相对较低), 同时, 由于西南地区人工成本较低, 公司将厦门无锡的手工产品移到西南工厂做, 表现为西南地区毛利率较低的同时收入实现快速提升。

图 19：西南地区毛利率相对较低



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 20：西南地区收入占比提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2018-2026 年产能复合增速 13.0%。公司于 2019 年 8 月 5 日发布公告，拟公开发行 A 股可转换公司债券，募集不超过 9 亿元资金拥有湖北安井 15 万吨产能项目、河南安井 10 万吨产能项目、辽宁安井 4 万吨产能项目，叠加 2018 年可转债募投项目，根据估算，至 2026 年公司产能将达 98.28 万吨，以 2018 年产能 37.08 万吨计算，2018-2026 年复合增速 13.0%。进一步，历史上看，面对旺盛的市场需求，公司基本遵循以销定产基调，生产基地扩产较灵活，因此目前的产能规划一定程度上构筑收入增速“底”。

表 5：2018-2026 年产能复合增速 13.0%

项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
厦门								
厦门一厂	7	7	7	7	7	7	7	7
厦门二厂	5	5	5	5	5	5	5	5
面点厂	1	2	2	2	2	2	2	2
无锡								
无锡晓星厂房一期	6	6	6	6	6	6	6	6
无锡晓星厂房二期	6	6	6	6	6	6	6	6
无锡民生 (IPO 募投)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
无锡民生 (可转债募投)	-	-	4.2	5.6	7	7	7	7
辽宁								
辽宁一期	2	2	3	4	5	6	7	8
辽宁二期	2	2	3	4	5	6	7	8
辽宁安井项目	-	-	-	-	2.4	3.2	4	4
泰州								
泰州安井 (IPO 募投)								
一期	8	8	8	8	8	8	8	8
二期	6.4	8	8	8	8	8	8	8
四川								
四川安井 (前次可转债募投)								
一期	-	4.5	6	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
二期	-	-	-	-	-	4.5	6	7.5
湖北								
湖北安井项目 (本次公开发行可转债募投)								
一期	-	-	4.2	5.6	7	7	7	7
二期	-	-	-	-	4.2	5.6	7	7
河南								
河南安井 (本次公开发行可转债募投)								
一期	-	-	3.6	4.8	6	6	6	6
二期	-	-	-	-	2.4	3.2	4	4
产能合计	44.18	52.48	64.18	69.18	81.78	90.28	95.78	98.28
销量	46.71	52.79	59.65	67.4	74.82	83.05	92.18	102.32

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

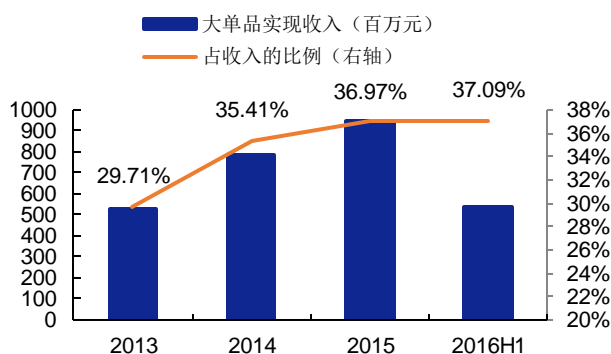
4. 大单品是收入增长主力

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”，新品研发上，公司采取“跟随战略”，即发现市场上具备冠军潜力的产品，并符合“全渠道通用、全区域适销”标准，对其口味、形状、生产技术进行改进，使“大单品”成功概率更高。同时战略大单品的培育要求全部大经销商均必须无条件配合推广，有效带动了公司及主要经销商销售的持续增长。

大单品是收入增长主力。2013-2015 年公司大单品实现收入占公司总收入的 30%以上，大单品销售增长对营收增长的贡献达 50%左右。

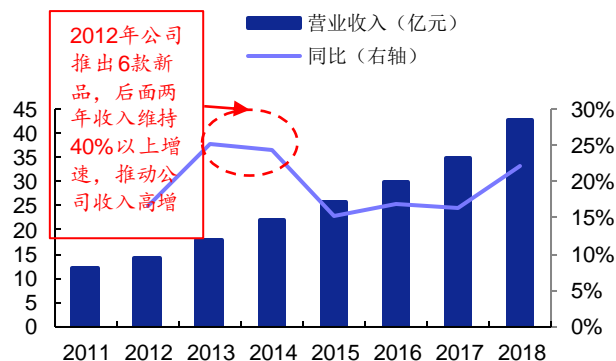
成功大单品推出后有效保障公司后面 2 年的收入高增。成功的新品成长后即为大单品，历史来看，成功的新品推出后 2-3 年后收入仍可保持 40%以上的增长，例如 2012 年推出的 6 款大单品在 2014/2015 年的收入增速为 40%、39%，而 2013-2015 年公司整体收入增速为 25.2%/24.3%/15.4%(2015 年收入降速主因其他产品收入基数高，增速放缓)。

图 21：2013-2015 年公司大单品实现收入占公司总收入的 30%以上



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 22：成功大单品推出后有效保障公司后面 2 年收入高增



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2018-2019 年成功新品突出，看好后期收入高增。2018 年以来公司相继推出众多新品：

- 2018 年下半年开始推出冻品先生子品牌，快速进军速冻菜肴市场，打造中央厨房概念，考虑到试错成本，以代加工为主（后期若成规模，转为自产），2018 年 11 月以来推出天妇罗鱼、天妇罗虾、藕合、鱼头、腐竹等，2019 年冻品先生销售额有望突破 4 亿；
- 2018 年 8 月推出丸之尊系列，定位高端火锅料，顺应行业高端化趋势，19 年开始在各大主区域推广；
- 2019 年 9 月推出真空锁鲜装，定位家庭消费的高端产品，并在央视以及各地区电视台推广，上市后短期出现了供不应求的情况，反映需求旺盛，目前产能已经跟上，市场动销良好。

图 23：2018 年以来公司相继推出众多新品



资料来源：淘宝、安信证券研究中心

5. 公司自主调节能力强，成本上升周期市占率提升

公司自主调节能力强：公司原材料成本占比 80%以上，速冻肉制品原材料成本主要为猪肉、鸡肉、粉类等，速冻鱼糜制品原材料成本主要为淡水鱼浆、海水鱼浆、粉类等，采用猪肉、鸡肉价格作为原料跟踪指标，历史来看，公司在成本低位时加大市场投放，在成本高位时适度缩小，从而保持毛利率/净利率相对平稳。

- **2012-2013 年：**猪肉/鸡肉价格下行，公司加速抢占市场，销售费用率从 2012 年的 14.7% 提升至 2019 年的 14.9%，由于销售折扣高导致毛利率下滑，综合来看净利率小幅下行。
- **2015-2016 年：**猪肉/鸡肉价格上涨，公司减少销售费用，销售费用率从 2015 年的 15.7% 下行至 2016 年的 14.2%，同时销售折扣减少对冲升本上行，导致毛利率持平，综合来看净利率上行。
- **历史来看，**面对成本波动，公司净利率保持相对平稳，背后是公司作为行业龙头，对上下游较强的议价能力以及渠道控制力，长期看，公司净利率从 2011 年的 5.8% 提升至 2018 年的 6.3%，后期净利率有望螺旋式提升。

表 6：历史来看，面对成本波动，公司通过调节市场投放，保持毛利率/净利率保持相对平稳

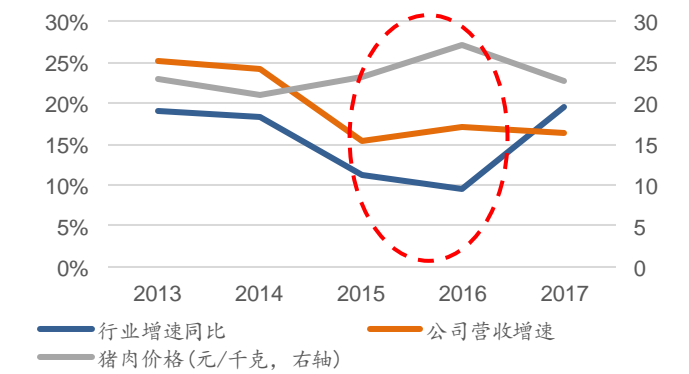
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
公司毛利率	26.9%	28.2%	27.8%	27.4%	27.1%	27.1%	26.3%	26.5%	25.0%
其中：速冻鱼糜制品	27.1%	28.5%	28.3%	29.5%	25.3%	25.5%	24.7%	25.9%	
速冻肉制品	26.9%	29.0%	27.8%	25.9%	28.9%	24.9%	24.5%	26.7%	
速冻米面制品	26.3%	26.8%	26.6%	26.5%	25.8%	28.3%	26.9%	26.1%	
猪肉价格	25.91	23.23	22.92	21.00	23.21	27.23	22.59	19.73	21.89
鸡肉价格	4.81	4.39	4.25	4.31	3.54	3.84	3.35	4.26	4.80
销售费用	182.2	209.5	265.7	315.7	402.1	424.5	490.3	572.1	280.7
YOY		15.0%	26.9%	18.8%	27.4%	5.6%	15.5%	16.7%	9.7%

营业收入	1,224	1,427	1,786	2,220	2,561	2,997	3,484	4,259	3,493
YOY		16.6%	25.2%	24.3%	15.4%	17.0%	16.3%	22.2%	19.9%
销售费用率	14.9%	14.7%	14.9%	14.2%	15.7%	14.2%	14.1%	13.4%	8.0%
净利率	5.8%	6.6%	5.8%	5.9%	5.0%	5.9%	5.8%	6.3%	6.8%
归母净利润	71.5	94.5	104.1	130.3	128.3	177.4	202.4	270.3	238.2
YOY		32.2%	10.1%	25.2%	-1.5%	38.2%	14.1%	33.5%	16.04%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

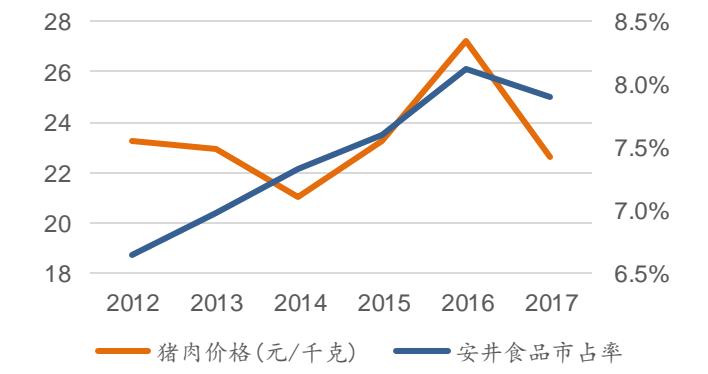
在成本上行周期，公司市占率提升幅度更加明显。2015-2016 年猪肉价格上行周期，根据智研咨询数据，速冻火锅料行业增速 2015/2016 年分别为 11.2%、9.5%，而安井食品营收增速达 15.4%/17%，高于行业增速，市占率提升幅度也是 2012 年以来最高。由于速冻火锅料本身净利率水平不高（5%-7%），原材料占比高，面对成本大幅上行，小型企业或面临亏损而退出市场，龙头企业可以通过自身调节、全国化布局降低成本以及对上游的强议价能力，以保持盈利水平稳定，并抢占更多市场，实现市占率提升。

图 24：2015-2016 年，面对成本上行，公司营收增速高于行业



资料来源：公司公告、智研咨询、安信证券研究中心

图 25：2015-2016 年，面对成本上行，公司市占率提升幅度也是 2012 年以来最高



资料来源：公司公告、智研咨询、安信证券研究中心

2019 年以来猪肉价格大幅上行，我们预计公司盈利能力稳定、市占率或加速提升。

- **净利率稳定**：尽管猪肉成本提升，一方面公司调节猪肉与鸡肉成本占比，降低猪肉成本上涨的影响，另一方面，公司通过提价、降低促销、减少销售费用率（历史已经验证）等方式，保持净利率平稳。
- **提价+新品推动收入加速**：公司 2019 年下半年提价；9 月推出真空锁鲜装，销售良好。
- **行业处于洗牌期、成本上行，公司市占率或加速提升**：速冻火锅料行业规模增速从 2013-2014 年的 20% 以上降至目前的 10%，增速放缓+连锁餐饮对高品质食材需求提升，行业进入洗牌期，叠加成本上行背景下行业盈利能力承压，我们预计安井食品的渠道优势、产业链地位、产品力、产能优势更加明显，实现市占率加速提升。

6. 结论

安井食品是速冻火锅料龙头，实战型管理层、优质稳定忠诚度高的经销商资源是核心竞争力。公司作为行业龙头，对上下游较强的议价能力以及渠道控制力，历史来看，面对成本波动，公司自主调节能力强，净利率保持稳定，后期增长点在于：1) 2019-2026 年产能复合增速 13.8%，在建产能保障后期高增；2) 成本处于上行周期，公司竞争优势更明显，市占率有望加速提升；3) 新品、次新品推出后反响良好，有望拉动后面几年收入增长，公司产品力已经验证，研发和销售紧密配合，“跟随策略”下“大单品”成功概率更高。

考虑股权激励摊销费用，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.42、1.56、2.12 元，不考虑

摊销费用，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.44、1.76、2.14 元，由于摊销费用的非经常性，我们采用不考虑摊销费用的盈利预测进行估值，参考可比公司估值，给与 2020 年 42 倍 PE，6 个月目标价 73.81 元，首次覆盖给予“买入-A”评级。

表 7: 主要盈利预测与假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
速冻米面制品					
收入 (百万元)	926	1,098	1,346	1,595	1,862
yoy	20%	19%	23%	18%	17%
成本 (百万元)	677	812	995	1,167	1,362
yoy	22%	20%	23%	17%	17%
毛利率	27%	26%	26%	27%	27%
速冻肉制品					
收入 (百万元)	990	1,195	1,298	1,493	1,636
yoy	9%	21%	9%	15%	10%
成本 (百万元)	748	876	999	1,133	1,187
yoy	10%	17%	14%	13%	5%
毛利率	24%	27%	23%	24%	27%
速冻鱼糜制品					
收入 (百万元)	1,292	1,567	1,898	2,207	2,497
yoy	17%	21%	21%	16%	13%
成本 (百万元)	973	1,162	1,393	1,620	1,842
yoy	18%	19%	20%	16%	14%
毛利率	25%	26%	27%	27%	26%
速冻菜肴制品					
收入 (百万元)	271	395	540	737	1006
yoy		46%	37%	37%	37%
成本 (百万元)	166	278	376	508	687
yoy		67%	35%	35%	35%
毛利率		30%	30%	31%	32%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 8: 可比公司估值表

证券简称	股价	PE				PS			
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
三全食品	15.35	120.40	60.07	37.27	33.12	2.21	2.13	1.94	1.76
天味食品	45.08	69.86	56.41	44.55	35.87	13.18	10.31	8.29	6.77
海天味业	108.49	67.12	55.61	46.62	39.59	17.20	14.79	12.74	11.04
中炬高新	42.00	55.08	46.43	37.26	30.55	8.03	7.08	6.00	5.11
平均		78.11	54.63	41.42	34.78	10.16	8.58	7.24	6.17
安井食品	59.19	51.77	42.79	37.82	27.88	3.29	2.75	2.32	2.00

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

7. 风险提示

- 1) 成本上涨超预期;
- 2) 产能扩张进度不及预期;
- 3) 食品安全事故;
- 4) 控股股东国力民生股权于 2020 年 2 月 24 日解禁, 存减持风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,484.0	4,259.1	5,089.8	6,035.2	7,004.1	成长性					
减:营业成本	2,568.8	3,129.9	3,768.4	4,433.0	5,083.1	营业收入增长率	16.3%	22.2%	19.5%	18.6%	16.1%
营业税费	33.3	35.6	42.5	50.4	58.5	营业利润增长率	19.7%	33.1%	26.7%	13.5%	36.5%
销售费用	490.3	572.1	613.8	731.6	878.0	净利润增长率	14.1%	33.5%	21.0%	13.1%	35.6%
管理费用	151.8	187.3	222.6	312.7	298.3	EBITDA 增长率	12.4%	36.4%	29.9%	16.3%	31.2%
财务费用	2.9	16.0	30.5	39.2	41.1	EBIT 增长率	12.5%	40.2%	33.3%	14.5%	34.1%
资产减值损失	2.8	6.7	5.0	6.0	7.0	NOPLAT 增长率	17.7%	39.6%	24.9%	14.5%	34.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	69.1%	45.2%	31.2%	12.1%	14.9%
投资和汇兑收益	6.9	14.3	18.0	20.0	20.0	净资产增长率	68.6%	20.9%	4.8%	12.4%	14.6%
营业利润	251.9	335.3	425.0	482.2	658.1	利润率					
加:营业外净收支	11.5	11.8	11.0	11.0	11.0	毛利率	26.3%	26.5%	26.0%	26.5%	27.4%
利润总额	263.4	347.2	436.0	493.2	669.1	营业利润率	7.2%	7.9%	8.3%	8.0%	9.4%
减:所得税	61.0	76.9	109.0	123.3	167.3	净利润率	5.8%	6.3%	6.4%	6.1%	7.2%
净利润	202.4	270.3	327.0	369.9	501.8	EBITDA/营业收入	9.6%	10.7%	11.6%	11.4%	12.9%
						EBIT/营业收入	7.0%	8.0%	8.9%	8.6%	10.0%
						运营效率					
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	110	107	107	104	102
货币资金	519.7	792.4	509.0	741.2	700.4	流动营业资本周转天数	-17	14	33	37	36
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	162	194	189	176	171
应收账款	118.0	120.5	164.5	173.4	218.8	应收账款周转天数	12	10	10	10	10
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	80	83	84	83	82
预付账款	25.6	25.3	36.0	36.2	46.6	总资产周转天数	296	330	329	311	302
存货	803.9	1,162.9	1,205.1	1,580.5	1,613.5	投资资本周转天数	106	134	153	155	152
其他流动资产	402.9	622.9	700.0	750.0	800.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	79.8	79.8	79.8	79.8	ROE	12.0%	13.2%	15.2%	15.3%	18.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	5.9%	6.9%	6.5%	8.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	25.7%	21.2%	18.3%	15.9%	19.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,149.7	1,383.6	1,629.7	1,844.5	2,111.7	销售费用率	14.1%	13.4%	12.1%	12.1%	12.5%
在建工程	86.8	178.4	151.4	225.7	210.3	管理费用率	4.4%	4.4%	4.4%	5.2%	4.3%
无形资产	88.1	103.2	166.9	175.0	177.7	财务费用率	0.1%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	56.2	94.2	96.0	94.1	92.9	三费/营业收入	18.5%	18.2%	17.0%	18.0%	17.4%
资产总额	3,251.0	4,563.3	4,738.4	5,700.2	6,051.7	偿债能力					
短期债务	170.0	434.2	639.0	-	16.1	资产负债率	47.9%	55.1%	54.7%	57.7%	54.4%
应付账款	631.3	823.2	737.2	975.2	988.3	负债权益比	92.0%	122.8%	120.8%	136.4%	119.1%
应付票据	154.7	173.1	140.9	228.5	195.1	流动比率	1.25	1.33	1.23	1.71	1.76
其他流动负债	538.9	622.2	611.5	716.4	716.0	速动比率	0.71	0.76	0.66	0.89	0.92
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	83.84	21.34	14.93	13.30	17.00
其他非流动负债	62.6	462.5	464.1	1,369.1	1,374.1	分红指标					
负债总额	1,557.5	2,515.3	2,592.7	3,289.3	3,289.5	DPS(元)	0.26	0.36	0.43	0.47	0.64
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	30.1%	31.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	216.0	216.0	230.1	236.4	236.4	股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	1.1%
留存收益	1,477.4	1,686.8	1,915.6	2,174.6	2,525.9						
股东权益	1,693.5	2,048.0	2,145.7	2,411.0	2,762.2						

现金流量表

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	202.4	270.3	327.0	369.9	501.8	EPS(元)	0.86	1.14	1.42	1.56	2.12
加:折旧和摊销	96.3	121.9	137.3	167.9	205.5	BVPS(元)	7.16	8.66	9.33	10.20	11.69
资产减值准备	2.8	6.7	-	-	-	PE(X)	69.1	51.8	42.8	37.8	27.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.3	6.8	6.3	5.8	5.1
财务费用	7.9	20.2	30.5	39.2	41.1	P/FCF	-42.9	45.7	-260.0	41.8	128.8
投资损失	-6.9	-14.3	-18.0	-20.0	-20.0	P/S	4.0	3.3	2.8	2.3	2.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	14.5	17.0	23.5	20.8	15.9
营运资金的变动	-321.8	-322.6	-303.2	3.1	-153.5	CAGR(%)	22.3%	22.9%	22.6%	22.3%	22.9%
经营活动产生现金流量	354.7	295.9	173.5	560.1	574.8	PEG	3.1	2.3	1.8	1.7	1.2
投资活动产生现金流量	-680.6	-700.1	-402.0	-445.0	-440.0	ROIC/WACC	2.5	2.1	1.8	1.6	1.9
融资活动产生现金流量	480.1	656.4	-55.0	117.1	-175.6	REP	1.5	2.0	3.1	3.3	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖、徐哲琪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034